



大公国际：央行加大汇市逆周期调节力度，汇率管理工具仍然充足

技术研究部（研究院） 涂文婕

2022年9月27日

9月26日，央行宣布自2022年9月28日起将远期售汇业务的外汇风险准备金率从0上调至20%，这是央行加大汇市逆周期调节力度的举措之一，主要目的在于稳定外汇市场预期，加强宏观审慎管理。9月16日，人民币对美元汇率跌破“7”的整数关口，这是2020年8月以来的首次。9月26日，离岸人民币汇率一度突破7.16关口。从国内外影响汇率的因素来看，一方面，今年国内受疫情冲击经济恢复缓慢，内需不足、消费低迷等情况，给人民币汇率稳定带来一定的扰动；另一方面，地缘政治因素日趋复杂，美国为了抑制高通胀大幅加息等因素，都在推动美元走强。大公国际分析师认为，短期来看，在美国持续通胀背景下，美联储加息将继续推进，中美货币政策背离依然持续，人民币汇率仍有贬值预期；同时，我国长期向好的经济基本面没有改变，央行汇率管理工具仍然充足，国际收支结构更加稳健，市场化调节机制日益成熟等条件将为我国外汇市场平稳运行奠定坚实基础。

近期人民币汇率破七并连续贬值的最重要原因是美国在通胀高企之下激进加息，在美元强势升值的背景下，人民币被动贬值，但相对国际上绝大多数货币人民币仍然稳中有升。

在美国高通胀和经济增长前景不明确的情况下，美联储今年快速加息，9月22日，美联储再次加息75个基点，上调联邦基金利率目标区间至3.00%-3.25%。今年以来美联储已加息5次，累计加息300个基点，受此影响，美元指数累计上涨幅度超过14%。我们预计短期内仍难见美联储政策转向，美元指数可能上行至120附近。从数据上看，美元指数强势上涨之际，欧元、日元和英镑对美元的汇率已跌至数十年来的最低点：今年1月至8月，欧元贬值了12%、英镑贬值了14%、日元贬值了17%。与此同时，全球新兴市场货币遭到重创：埃及镑贬值了18%、匈牙利福林贬值了26%、南非兰特贬值了9.4%。同其他非美元主要货币相比，人民币贬值8%，贬值幅度相对较小，表现依然稳健。

对于本轮人民币走低的原因和现状，结合央行副行长刘国强9月5日在国新办吹风会上的发言可以看出，最重要的原因是美国加码货币政策调整。在美元升



值背景下，SDR 篮子里其他储备货币对美元都大幅度贬值，但是和其他非美元货币相比，人民币的贬值幅度是最小的。在 SDR 货币篮子里，美元升值，人民币也升值了，但美元的升值幅度比人民币的升值幅度要大一些，人民币并没有出现全面的贬值。

从我国经济的基本面来看，疫情爆发后 2021 年经济强势反弹，对人民币汇率形成支撑，但今年疫情的反复多发和蔓延，让我国的供应链优势受挫，经济增长动能和进出口增长表现一般，对人民币汇率稳定性的支撑有所减弱。

经济稳是货币稳的首要前提。2020 年中国疫情率先得以控制，强劲的贸易顺差为人民币汇率提供有力支撑。在全球经济承压的背景下，2021 年中国进出口表现优异，中国连续 12 个月实现经常账户顺差，全年累计顺差金额达到 6764 亿美元，进出口同比实现两位数增长。2021 年人民币和美元出现了同步走强的格局，美元指数年内上涨达到 6.8%，央行公布的 2021 年人民币汇率指数由年初的 95.8 上升至年末的 102.47，升幅为 7.0%。经济基本面的持续向好为人民币稳定提供了基础。

2022 年以来国际形势复杂严峻，新冠肺炎疫情持续反复，今年国内出口面临的形势出现了更为明显的趋势变化。一是，从国际上看，尽管疫情还在蔓延，但西方国家逐渐放开管控措施，并着力推动经济回归正轨，工业生产能力也逐步恢复。同时，随着各国生产逐渐恢复，东南亚产业链转移也对中国出口韧性产生冲击；二是，今年以来海外通胀高企，欧美主要消费国家深受高通胀以及能源危机困扰，严重阻碍其经济修复进程，在欧美央行激进加息的政策调控下，其消费需求受到抑制；三是，全球大宗商品价格回落，国内结构性通胀在国家保供稳价政策支持下，有所缓解，价格因素对出口总额的拉动力减弱。多重因素影响下，中国外贸承压逐步加大，这不仅在 7 月和 8 月的外贸数据中有所反映，也在自去年底以来外贸数据的总体下行趋势中有所展现，因此对人民币汇率稳定性的支撑有所减弱。

中美经济和通胀周期错位导致政策周期错配，短期来看，人民币仍有贬值预期，对国内资本流向、外债风险、国内货币政策调控节奏和债券市场等方面，或将产生一定影响。

当前，中美经济和通胀周期错位导致了政策周期错配，可能带来的影响：一是，使得人民币被动贬值压力加大，在强美元和我国出口有所回落背景下，短期内人民币汇率将承压；二是，资本回流美国，给国内资本流入带来一定压力；三



是，外债风险可能上升，中资美元债中，房地产、金融以及城投属于发行规模较大的三个行业，尤其是房地产和城投企业，如果出现外债违约，可能导致境内债务的连锁反应；四是，国内货币政策调控节奏或将受到一定的影响。当前我国货币政策以我为主的总基调明确，但是在未来中美利差倒挂将会维持较长时期且幅度还会进一步扩大的背景下，或对我国货币政策的调控节奏产生一定影响。

对于债券市场影响来看，随着我国金融市场逐步走向成熟和韧性不断增强，中美利差倒挂对债市影响总体有限，一方面人民币债券资产仍然具有较强的投资价值，另一方面境外机构投资者资产配置结构既有短期的动态调整，也保持较为稳定的长期战略，因此，短期内债券市场预计仍将以窄幅震荡为主。当前经济发展还需增加动力，从呵护国内经济面企稳复苏的角度出发，当中美利差倒挂幅度减少后，预计央行或仍有降准降息的可能性。

近期央行加大汇市逆周期调节力度，表明维持汇率稳定政策目标的信心和决心，有望减缓人民币被动贬值的压力，当前央行汇率调控工具充足，风险控制能力较强，有利于外汇市场供求平衡。

9月5日，央行宣布自2022年9月15日起下调外汇存款准备金率2个百分点，由现行8%下调至6%，为央行年内第二次下调外汇存款准备金率。外汇存款准备金率下调，一是可以释放更多的外币供给，调节银行间外汇市场的外币供需，下调2个点的外汇存款准备金率能释放大约190亿美元的供给，虽然体量相对较小，但是释放了维持汇率稳定的信号。二是，目前国内部分企业特别是房地产企业偿还美元外债的负担明显加大。今年3-7月，新增外币贷款合计少增2829亿元，制约了信用环境的改善，央行下调外汇存款准备金率有利于提升金融机构外汇资金运用能力，满足企业偿还外债资金量的需求，缓解银行发放外币贷款面临的流动性约束，稳定外币贷款和信用环境。

9月26日，央行宣布自2022年9月28日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从0上调至20%，此举旨在通过市场化手段提高银行客户远期购汇的成本，降低企业远期购汇的积极性，促进外汇市场供需平衡，从而稳定市场预期。当前央行汇率调控工具充足，除了外汇存款准备金率外，还有逆周期因子、中间价窗口指导、跨境投融资宏观审慎系数等汇率政策管理工具，央行控制汇率风险的能力仍然较强，有能力维护外汇市场供求平衡，保持人民币汇率合理均衡。

展望未来数月，地缘政治冲突升级、国外通胀高企、能源供应危机等多重因素叠加，全球需求将进一步放缓。在此背景下，叠加高基数效应，国内出口增速



或将持续放缓，贸易顺差也将逐步回落。在货物贸易顺差增速逐步放缓，经常项下的外汇收入对人民币汇率支撑力将逐步减弱，同时叠加美联储持续鹰派加息态度不变，人民币被动贬值压力仍然存在。同时，我国长期向好的基本面没有改变，国际收支结构更加稳健，市场化调节机制日益成熟等条件为我国外汇市场平稳运行奠定坚实基础。未来市场对人民币的认可度会不断增强，人民币汇率将保持在合理均衡水平。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。