

## 行业研究

## 央行上调外汇存款准备金率释放了何种信号？

## ——央行上调外汇存款准备金率点评

## 银行业 买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

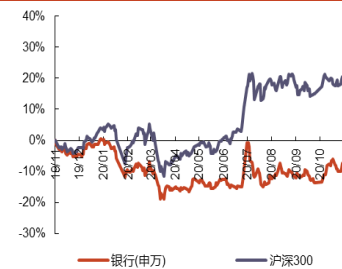
wangyf@ebsecn.com

联系人：刘杰

010-56513030

liujie9@ebsecn.com

## 行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

## 要点

## 事件：

2021年5月31日，央行发布公告称，为加强金融机构外汇流动性管理，自2021年6月15日起，上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即外汇存款准备金率由现行的5%提高到7%。

## 点评：

## 一、历史上外汇存款准备金率调整时期的货币政策总基调

2004年10月29日，央行发布了《金融机构外汇存款准备金管理规定》，规定金融机构需要按照规定将其吸收外汇存款的一定比例缴存央行，其中美元、港币存款按原币种计算交存外汇存款准备金，其他币种的外汇存款折算成美元缴存。

从历史的情况看，央行近20年来共有三次上调外汇存款准备金率，分别是：

- 第一次是2004年10月29日，央行决定自2005年1月15日起，外汇存款准备金率调升至3%。
- 第二次是2006年8月14日，央行决定自2006年9月15日起，提高外汇存款准备金率1个百分点至4%。
- 第三次是2007年5月9日，央行决定从2007年5月15日起，提高外汇存款准备金1个百分点至5%。

除此之外，在2007年8月15日，央行上调人民币存款准备金率0.5个百分点，但要求以外汇形式缴纳。

图1：历史上央行调整外汇存款准备金率与人民币汇率运行情况（元/美元）



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2004年1月-2021年4月。图中红色实线为人民币兑美元即期汇率。

我们归纳了历次上调外汇存款准备金率时期，货币政策执行报告中对于货币政策的总基调表述情况。可以看到：在2004、2006和2007三次上调外汇存款准备金率时期，旨在减轻外汇占款的压力，降低外币存贷比，减少外币信用派生，控制“外币贷款+货币掉期”的套利行为。同时，本币方面货币政策也释放了稳中偏紧的信号，与外币方面政策一致性较强。采取上调存贷款基准利率、上调法定存款准备金率以及加大央票发行等政策工具。

表 1：上调外汇存款准备金率时期对应的货币政策环境

宣布上调外汇存款准备金时间	央行货币政策操作
2004 年 10 月 29 日	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ <b>货币政策基调</b>：2004 年以来货币政策采用适度从紧的操作取向，并逐渐向中性过渡；</li> <li>✓ <b>上调存款贷款基准利率</b>：10 月 29 日起上调人民币存、贷款基准利率。其中一年期存、贷款利率上调 0.27 个百分点，其他各档次存、贷款利率也相应调整；</li> </ul>
2006 年 8 月 14 日	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ <b>增加央票发行，加大公开市场对冲操作</b>：9 月份，在流动性总体仍然宽松、市场预期相对平稳的情况下，<b>人民银行进一步加大公开市场对冲操作力度，每周平均发行央行票据超过 1000 亿元</b>。第三季度，中国人民银行共发行央行票据 8162 亿元，9 月末央行票据余额为 30780 亿元。前三季度，通过人民币公开市场操作净回笼基础货币 6450 亿元；</li> <li>✓ <b>上调存款贷款基准利率</b>：自 2006 年 8 月 19 日起上调金融机构人民币存款基准利率。金融机构一年期存款基准利率上调 0.27 个百分点，由 2.25% 提高到 2.52%；一年期贷款基准利率上调 0.27 个百分点，由 5.85% 提高到 6.12%；</li> <li>✓ <b>连续 3 次上调存款准备金率</b>：6 月 16 日、7 月 21 日和 11 月 3 日，人民银行 3 次宣布上调金融机构存款准备金率各 0.5 个百分点，分别从 7 月 5 日、8 月 15 日和 11 月 15 日起生效。</li> </ul>
2007 年 5 月 9 日	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ <b>货币政策基调</b>：继续执行稳健的货币政策，<b>坚持稳中适度从紧</b>；控制通货膨胀预期，保持物价基本稳定；<b>搭配使用公开市场操作和存款准备金等对冲工具，基本回收了新增外汇占款投放的流动性</b>；</li> <li>✓ <b>把握央票发行力度和节奏</b>：一是保持央行票据发行力度；二是适时延长央行票据期限，重启 3 年期央行票据；三是市场化发行央行票据与定向发行央行票据相结合；四是引导央行票据发行利率适度上行。上半年，3 个月期、1 年期和 3 年期央行票据发行利率分别上升 24BP、30BP 和 52BP；</li> <li>✓ <b>3 次上调存款贷款基准利率</b>：2007 年 3 月 18 日、5 月 19 日和 7 月 21 日，人民银行 3 次上调金融机构存款基准利率；</li> <li>✓ <b>6 次上调存款准备金率</b>：2007 年以来，人民银行 6 次上调人民币存款准备金率共 3 个百分点。</li> </ul>

资料来源：各季度央行货币政策执行报告，光大证券研究所整理

## 二、本次央行上调外汇存款准备金率的主要考虑

我们认为，时隔多年，对于本次央行将外汇存款准备金率由 5% 上调至 7%，其政策考量主要体现为三个方面：

### 1、打消人民币汇率的单边升值预期

今年 4 月份以来，随着美元指数走弱，美国大幅度经济刺激方案以及印度疫情恶化等国际形势新变化，使得我国出口贸易景气度持续向好，人民币兑美元汇率呈现快速升值态势，并突破 6.4 心理关口。前期，央行主管杂志《中国金融》和人行研究局专家对人民币汇率表态引发市场广泛讨论，市场对于人民币汇率升值预期有所升温。

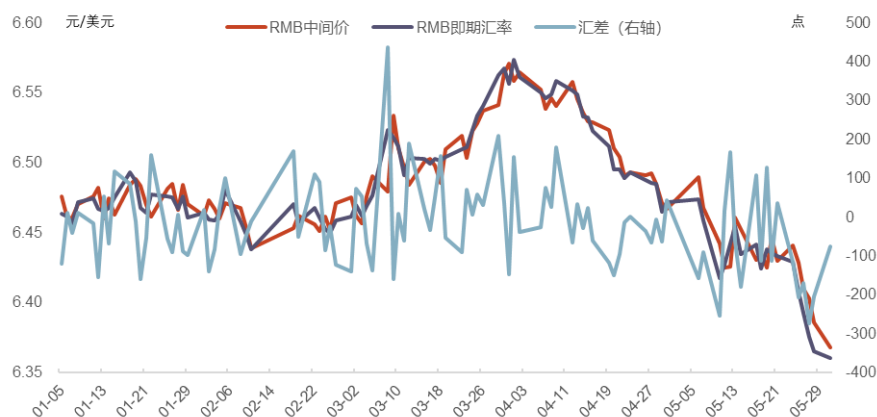
**一是人民币即期汇率相较于中间价的负向偏离加大。**一般而言，人民币即期汇率-中间价的汇差，可以反映出市场对于人民币汇率的预期，若汇差 $>0$ ，则反映出贬值预期占优，反之则是升值预期占优。可看到，今年 4 月份以来，人民币即期汇率较中间价的负向偏离加大，汇差均值为-45bp，而 1-3 月份均值为-2bp，即市场对人民币的升值预期较前期有所升温。

**二是央行稳定人民币汇率的意愿依然较强。**从人民币与美元的联动性来看：今年 1-5 月份，人民币兑美元汇率升值 1.6%，美元指数升值 0.58%。而 4-5 月份，人民币兑美元汇率升值 2.99%，美元指数贬值 3.41%。由此我们有两个判断：

(1) 今年外汇市场整体形成了“美元升值、人民币升”的格局，与 2015 年 811 汇改后一度出现的“美元升或贬、人民币均贬值”存在一定相似度，不利于外汇市场的预期管理。

(2) 4 月份以来，美元指数贬值幅度高于人民币汇率升值幅度，一定程度上反映出央行稳定汇率的意愿有所增强。

图 2：人民币兑美元汇率升值预期有所升温



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年1月5日-5月31日

5月23日人民银行刘国强行长就人民币汇率问题答记者问，指出“人民币汇率有升有贬，双向浮动，在合理均衡水平上保持了基本稳定。目前，我国外汇市场自主平衡，人民币汇率由市场决定，汇率预期平稳。”5月27日，全国外汇市场自律机制第七次工作会议在北京召开。会议强调，企业和金融机构都应积极适应汇率双向波动的状态。企业要聚焦主业，树立“风险中性”理念，避免偏离风险中性的“炒汇”行为，不要赌人民币升值或贬值，久赌必输。金融机构不仅不能帮助企业“炒汇”，自身也不宜“炒汇”，否则不利于银行稳健经营，还会造成汇率大起大落。5月30日，金融时报发表评论员文章《未来可能推动人民币贬值的四大因素不能忽视》，文章指出未来可能推动人民币贬值的四大因素：一是美联储退出量化宽松货币政策；二是美国经济强劲复苏带动美元走强；三是全球疫情逐渐得到控制和供给能力恢复；四是美国资产泡沫可能破裂，全球避险情绪升温。

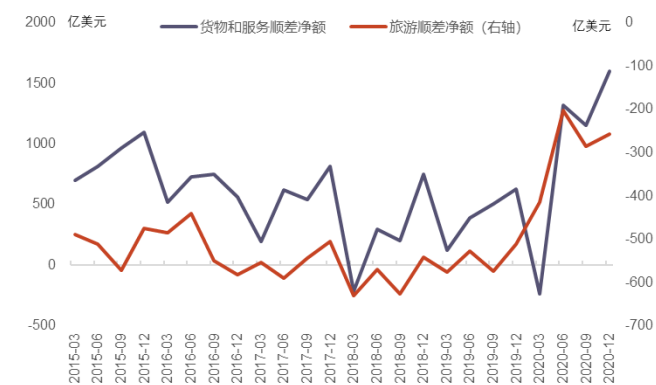
结合管理层的密集表态不难发现，稳定人民币汇率预期，维持双向波动，打消升值单边预期，是近期货币政策的重要安排，因此本次上调外汇存款准备金率2个百分点也在情理之中。

## 2、缓解美元流动性淤积，提升内部货币政策独立性

去年下半年以来，在疫情全球蔓延下，海外生产端低迷，我国经常账户持续向好，2020年顺差2989亿美元，仅次于2008、2007和2015年，货物贸易景气度较高，旅游服务逆差收窄。而今年以来，印度疫情的加重，加剧了全球供需错位矛盾，一定程度上助力我国出口形势持续向好。

在较高出口景气度支撑下，我国企业结汇规模也在持续加大，2020年12月-2021年3月份，银行代客结汇顺差净额合计约1600亿美元。受此影响，银行体系美元流动性较为充裕，在缺乏有效资金运用渠道情况下，金融机构外汇存贷比加速下行，境内银行美元隔夜拆借利率已降至0.01%，几乎为零成本。截至4月末，我国金融机构外汇存款规模达到1万亿美元，外汇存贷比为92%，较年初下降5.2个百分点。

图 3：2020 年我国货物和服务贸易顺差净额显著扩大



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2015 年 Q1-2020 年 Q4

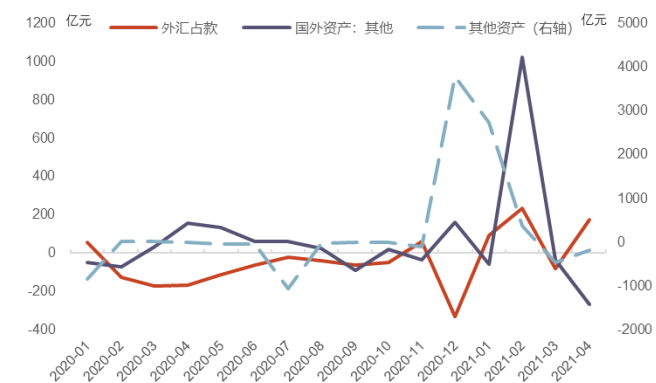
图 4：今年我国金融机构外汇存贷比加速下行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2015 年 1 月-2021 年 4 月

美元流动性的过度淤积，不仅加剧了人民币汇率的升值压力，而且也会加大金融机构外币资金运用难度，银行体系持有的外汇风险敞口也会随之加大。事实上，为缓解美元流动性淤积问题，央行在去年年末和今年 1-2 月份适度开展了相关操作，从央行资产负债表披露的数据看：

图 5：2020 年 12 月-2021 年 2 月央行部分科目出现异动



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月-2021 年 4 月

图 6：近期央行开展外币业务可能形成的基础货币投放增加



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2017 年 1 月-2021 年 4 月

一是“其他资产”科目的异动。2020 年 12 月和 2021 年 1 月，央行“其他资产”合计新增 6500 亿人民币。“其他资产”大幅增长，不排除是央行与个别国有大行开展了货币互存业务。

二是“国外资产：其他”的异动。2021 年 2 月，央行“国外资产：其他”新增 1020 亿人民币，不排除是金融机构加大了“以外汇形式缴存的人民币准备金”，央行则相应释放了人民币资金。

也就是说，央行开展外汇业务可能形成了人民币基础货币投放，具体公式为：

$$\text{外汇业务基础货币投放} = \text{国外资产：外汇} + \text{国外资产：其他} + \text{其他资产} - \text{不计入储备货币的金融性公司存款} - \text{其他负债}$$

从图 6 中不难看出，2020 年 12 月-2021 年 2 月期间，央行通过开展外汇业务释放的基础货币规模触底反弹向上，增幅近 8700 亿。这样做的目的，可能是为了消化境内银行间市场美元冗余资金。

然而，通过这种方式对冲美元冗余资金，一定程度对国内货币政策的独立性造成了一定扰动。在国内宽松的流动性环境下，央行贷方地位有所减弱，对市场流动性的调控能力下降。通过上调外汇存款的法定存款准备金率，消化冗余外汇流动性，能够在一定程度上降低外部因素的扰动，提升对内货币政策的自主性。

### 三、本次上调外汇存款准备金率的影响

我们认为，本次央行上调外汇存款准备金率的直接影响相对较小，但信号意义值得重点关注。

**一方面，从直接影响看：**通过上调外汇存款准备金率，影响逻辑在于减少外币可贷资金，降低外币信用创造杠杆，提升金融机构对于外汇资金的需求。但实际影响预估较小。截至4月末，我国金融机构外汇存款规模达到1万亿美元，此次上调准备金率2个百分点后，将深度冻结外汇存款规模约200亿美元，折合人民币1200-1300亿，若考虑到外汇存款中有部分资金不属于缴准范畴，实际冻结资金规模可能不足200亿美元，即从量上看，本次政策的直接影响相对较小。今年4月份单月，金融体系外汇存款增加了478亿美元，我们预估5月份外汇存款增加仍然较多，应该说外汇准备金率上调对外币流动性冲击很小。

#### 另一方面，本次政策的信号意义较强，主要体现为两个方面：

**一是加强汇率预期管理，减轻结汇压力和人民币兑美元汇率升值压力，政策将起到汇率波动“阻尼器”的作用。**今年1-5月份，在美元指数小幅升值的情况下，人民币兑美元汇率同样出现升值，且人民币即期汇率收盘价与中间价汇差在4月份以来持续负向偏离，反映出人民币汇率升值预期较强。因此，本次上调外汇存款准备金率，旨在进一步加强汇率预期管理，后续人民币升值压力并不大。

2015年至今，美元指数基本维持在89-100区间，呈现“箱体”震荡，近期美元指数已下探至89-90水平，该点位将对美元指数形成支撑。最后，美国通胀压力逐步加大，在4月份议息会议声明中已有官员提及Taper问题，4月份PCE指数创10年以来新高，后续美联储明确Taper只是时间问题，届时美债收益率可能突破横盘近3个月的1.6-1.7%水平，并上行至2%附近，美元指数也将触底反弹。

**二是对内货币政策“以我为主”，外部扰动有望减弱，央行贷方地位将逐步巩固。**随着人民币汇率预期的企稳，客盘结汇意愿边际下滑，有助实现“藏汇于民”以及避免金融机构外汇存贷比过快下行。在此情况下，汇率因素对于货币政策的扰动减弱，通过外汇业务形成的基础货币投放渠道并不具有可持续性，进而有助于提升对内货币政策自主性。在中美利差较大的情形下，外汇流动性对于本币货币政策的扰动较大，今年以来央行在资金市场贷方地位并不显著，宽松的美元流动性形成了内部政策紧缩的掣肘。

随着通胀压力显现、政府债券供给规模的加大，未来实际运行上，银行超额消耗增加，资金面存在边际收敛压力；政策选择上，也有必要恢复央行贷方地位，增加货币政策的自主性，有效管理通胀预期和防范通胀从生产端向消费端的蔓延。受此影响，预计未来资金利率波动性将有所加大。

#### 风险提示

海外热钱持续涌入，市场过度对赌人民币单边升值。

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE