

## 宏观点评 20220905

### 下调外汇准备金能避免人民币破7吗？

2022年09月05日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dzwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dzwzq.com.cn

■ 今天在人民币跌破 6.94 之际，央行再次下调了外汇存款准备金率。意图很明显，释放美元流动性，增加美元相对人民币的供给，从而稳定人民币贬值的市场预期。这是疫情以来央行第四次调整外汇存款准备金，也是今年第二次上调该指标（图 1）。市场最大的疑问可能是这个措施能避免人民币破 7 吗？我们的答案是很难。我们在之前的汇率分析框架中已经明确指出，政策因素在影响人民币方面的作用已经越来越弱，当前中国经济尤其是地产如果稳不住，人民币在 9 月破 7 的风险很大，尤其是在 9 月下旬。

■ 下调外汇存款准备金，既不能按住美元升值的势头，也不能稳住国内经济。我们在之前的框架说明，美元指数是影响人民币方向的重要因素，而中国经济如果能企稳，则既有助于遏制美元升值的势头，同时也可通过降低人民币及其背后资产的风险属性吸引外资流入。然而，在境内释放规模有限的美元流动性，既不能改变全球的美元供需格局，也无法直接对境内宽信用有所裨益。因此无法从根本上改变人民币相对美元的弱势。

■ 下调外汇存款准备金，除了稳定市场的情绪，可能是为了 9 月等额续作 MLF 创造条件。

■ 阶段性稳定市场情绪的意味更浓。8 月底以来疫情明显反复，上周深圳、成都等经济重镇封控趋严，叠加今天四川突发 6.8 级地震，市场的悲观情绪明显加重，9 月前三个交易日沪深股通均录得流出（合计 122 亿元），而且有扩大的势头。而近期汇率市场对经济和市场明显更加敏感，通过调整外汇存款准备金有助于通过阶段性稳定汇率市场波动来稳定国内其他市场的情绪。

■ 本次下调外汇存款准备金的生效日期是 9 月 15 日，恰逢央行 MLF 的操作日。我们认为这可能暗示着央行至少会等额续作 6000 亿到期量：一方面，我们不认为央行会在 9 月继续下调 MLF 利率，等额续作有助于避免传递错误的紧缩信号，为宽信用创造条件；另一方面，等额续作 MLF 可能会超预期供给人民币流动性（市场已经出现 9 月缩量续作 MLF 的预期），而本次率先宣布释放美元流动性，有助于缓解由此带来的人民币额外的贬值压力。

■ 我们认为需要警惕 9 月下旬人民币破 7 的时间窗口。一方面，从高频数据来看 9 月的地产销售表现存在表现不佳的风险，出于稳增长的压力，央行虽不会轻易降息，但 15 号 MLF 很可能会等额续作；另一方面，9 月 22 日（北京时间）美联储议息会议将上调点阵图，导致市场预期随之调整，这会进一步支持美元走强。

■ 这也意味着对于股市来说，警报并未完全解除。一方面，近期由于市场的关注，人民币汇率的波动有牵一发动全身的影响，对于股市的风险溢价有直接的负面影响；另一方面，人民币贬值背后经济稳不住的风险，同样也会是企业盈利恶化的直接导火索。

■ 风险提示：海外货币政策收紧下外需回落，国内疫情扩散超市场预期。海外经济提前进入衰退，我国出口的放缓可能提前到来。疫情反复，严格防控持续时间明显拉长。

#### 相关研究

《以史为鉴，观察党代会后政策走向的三条线索》

2022-09-03

《非农数据点评：8 月非农对 9 月加息是好消息还是坏消息？》

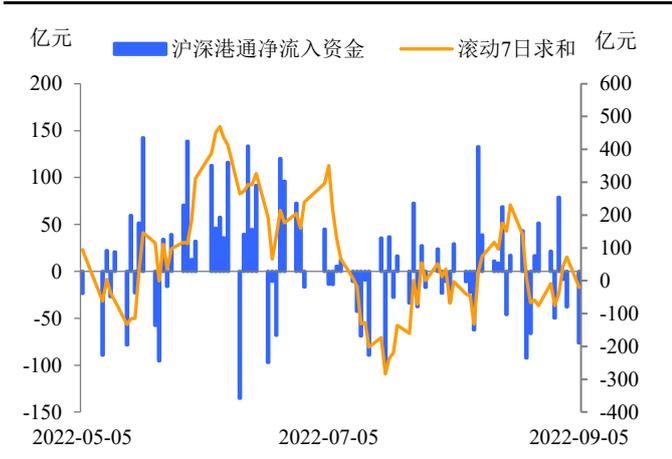
2022-09-03

图1: 疫情爆发以来央行对外汇存款准备金率的调整



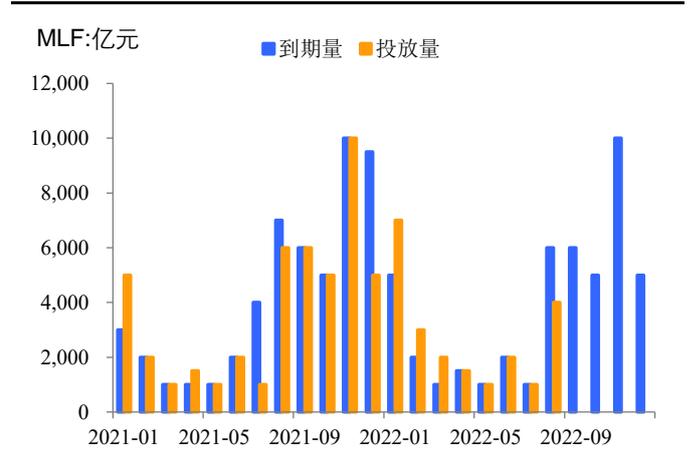
数据来源: Wind, 中国人民银行, 东吴证券研究所

图2: 9月沪深股通开门黑: 连续3日净流出



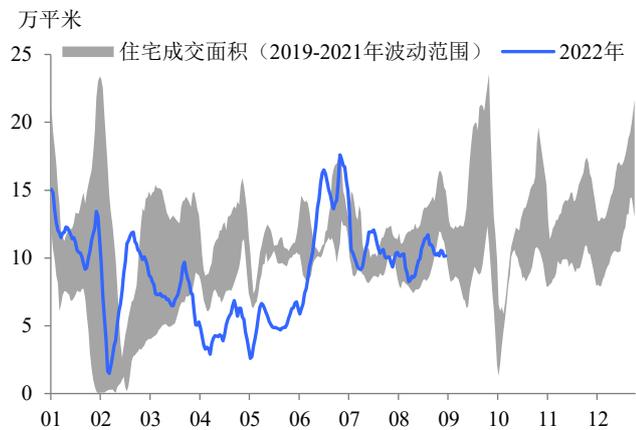
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 9月MLF很可能会等量续作



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

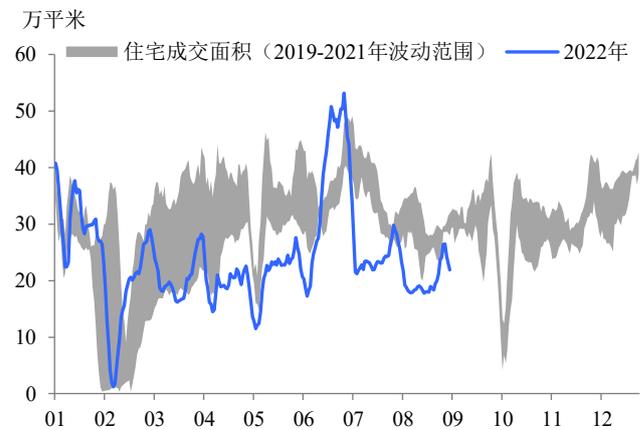
图4：一线城市地产销售9月初放缓



注：横轴表示的是月份，下同。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：9月二线城市地产销售也不容乐观



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

