

专题报告

2022年9月5日星期一

意料之中的间接调节，意料之外的调整幅度
——评央行调低外汇存款准备金率2个百分点

研究员：沈忱

期货从业证号：F3053225

投资咨询从业证号：Z0015885

☎：021-65789350

✉：

shenchen_qh@chinastock.com.cn

内容提要：

尽管央行大幅调低了外汇存款准备金，但从影响看，中短期内难以逆转人民币兑美元的回落的总体趋势，只能在一定程度上减缓这一压力。尽管消息公布后，离岸价出现急速上涨，但持续性不强。

笔者一直认为，经济大盘的稳定及其预期是汇率稳定的基础，美元指数的上升只是一个外部的、间接的影响因素。要稳定人民币汇率，关键是稳定经济大盘，夯实经济稳定的基础。

从政策面看，央行的总体政策是“以我为主”，是要增强汇率的弹性，发挥人民币汇率在调节内部平衡和外部平衡中的积极作用。保持人民币在合理均衡水平上的基本稳定不是汇率不动，实际上只有寻找到一个合理均衡水平，在此基础上保持双向波动，不断增强汇率弹性，才能让汇率调节内部平衡和外部平衡的作用发挥得更为彻底。

笔者认为，尽管 7 元已经临近，但破 7 也不可过分紧张，央行早在 2018 年就指出，跌破 7 元更有利于人民币汇率发挥自我调节作用。当然，央行不愿意看到人民币急跌导致的系统性金融和经济风险。笔者一直认为，根据央行的历史动向，7.2 元的观察价值要远高于 7 元。我们也注意到，央行一直要求企业做到汇率中性，以回避汇率对企业的冲击和影响。

正文

今天，央行宣布调低外汇存款准备金 2 个百分点，其背景是国内经济大盘不稳固的背景下，受美元指数不断高升影响，人民币汇率近期出现了持续下跌，央行希望通过降低外汇存款准备金以改善市场的外汇供求关系，减缓人民币兑美元贬值的压力和速率。

这一调整应在预期之中，央行不缺乏影响汇率走势的间接调节工具，笔者一直认为，央行可以将 2020 年 4 季度以来用来减缓汇率升值的工具再重新调整归正。如调整宏观审慎系数、调低外汇存款准备金、调高银行远期售汇保证金等。

表 1：央行 2020 年四季度以来对汇率进行的间接调节

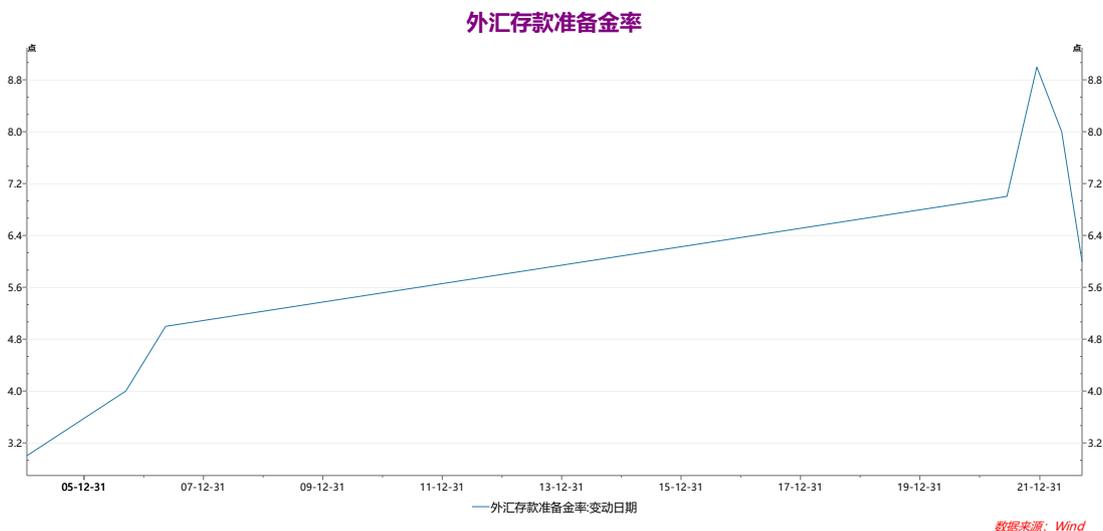
日期	措施
20201010	将银行远期售汇保证金从 20% 下调到 0:
20211030	逐步退出“逆周期因子”对中间价的影响
20201211	将金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 下调至 1
20201231	按照贸易格局调整 CFETS 人民币指数的外币权重
20210104	颁布《关于进一步优化人民币跨境人民币政策支持稳外贸稳外资的通知》
20210105	将境内企业境外放款的宏观审慎调节系数由 0.3 上调至 0.5
20210107	将境内企业的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 下调至 1
20210531	提升商业银行外汇存款准备金从 5% 到 7%

20210602	发放新一轮 QDII 额度 103 亿美元
20211209	提升商业银行外汇存款准备金从 7% 到 9%

资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

但是，央行此次调低外汇存款准备金的幅度有些出乎市场预料之外。央行已经在 4 月调低过一次外汇存款准备金率，幅度为 1%；实际上，本轮汇率调整的力度却总体不及 4 月那轮调整。此次外汇存款准备金率调整 2%，实际上年内调整幅度已经达到 3%，超过去年年底调整的 2%，但低于去年全年上调 4%。外汇存款准备金率已经被调整到 6%，历史上看，最低达到过 3%，在 2021 年 6 月 15 日前，为 5%。5% 的水平维持了 14 年。因此，外汇存款准备金率依旧有调低空间。但从绝对值看，其效果不会太大，相对于的 9537 亿美元外汇存款余额，其降准释放的流动性仅为 190 亿美元，而外汇交易中心每天的美元询价成交量要超过 400 亿美元。

图：外汇存款准备金率（不含本次）



笔者在前几天文章中——《央行重启了逆周期因子？》一文中还指出，央行可能已经重启了逆周期因子，至少是改变了中间价的计算方式和公式。从今天的情况看，依旧存在，如今天公布的中间价是 6.8998 元，在美元指数周末回升的背景下，定价依旧高于上周五 16:30 的外汇交易中心的收盘价是 6.9028 元。

尽管央行大幅调低了外汇存款准备金，但从影响看，中短期内难以逆转人民币兑美元的回落的总体趋势，只能在一定程度上减缓这一压力。尽管消息公布后，离岸价出现急速上涨，但持续性不强。

笔者一直认为，经济大盘的稳定及其预期是汇率稳定的基础，美元指数的上升只是一个外部的、间接的影响因素。要稳定人民币汇率，关键是稳定经济大盘，夯实经济稳定的基础。

从政策面看，央行的总体政策是“以我为主”，是要增强汇率的弹性，发挥人民币汇率在调节内部平衡和外部平衡中的积极作用。保持人民币在合理均衡水平上的基本稳定不是汇率不动，实际上只有寻找到一个合理均衡水平，在此基础上保持双向波动，不断增强汇率弹性，才能让汇率调节内部平衡和外部平衡的作用发挥得更为彻底。

笔者认为，尽管7元已经临近，但破7也不可过分紧张，央行早在2018年就指出，跌破7元更有利于人民币汇率发挥自我调节作用。当然，央行不愿意看到人民币急跌导致的系统性金融和经济风险。笔者一直认为，根据央行的历史动向，7.2元的观察价值要远高于7元。我们也注意到，央行一直要求企业做到汇率中性，以回避汇率对企业的冲击和影响。

（研究所 20210905）

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：shenchen_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799