

## 人民币汇率的关键仍然在内——兼评央行下调外汇存款准备金率

报告日期: 2022-09-07

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

联系人: 潘纬桢

执业证书号: S0010122040040

电话: 17521128958

邮箱: panwz@hazq.com

### 相关报告

- 1.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_破局之路,妙手何方?——2022中期宏观展望》2022-06-14
- 2.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_就业市场火热能缓解衰退担忧吗?——美国6月非农数据点评》2022-07-09
- 3.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_75bp加息还会再有吗?——美联储7月FOMC会议点评》2022-07-28
- 4.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_】美国“衰退”的程度有多深?——美国二季度GDP数据点评》2022-07-29
- 5.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_】结构上延续传导,总量上探出二次深底——兼评7月企业利润》2022-08-27
- 6.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_】基建一枝独秀,但独木难支》2022-08-31
- 7.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_】就业市场边际放缓,美联储会转向吗?——美国8月非农数据点评》2022-09-04

### 主要观点:

- **事件:** 近期美元兑人民币汇率快速提升,目前已突破6.95,人民币快速贬值引发市场关注。9月5日人民银行宣布自2022年9月15日起,下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8%下调至6%。

### ● 近期人民币贬值由内外环境综合所致

#### 1. 美元近期走强导致人民币被动贬值,但人民币综合汇率仍较坚挺。

在美国经济增长保持韧性、美联储展现鹰派加息姿态以及欧元区可能遭遇能源危机等多重因素影响下,自8月11日起,美元指数开启了新一轮的上涨行情,截止9月7日已突破110,累计上涨5.2%,再创20余年来新高。强势美元之下,全球主要货币对美元均有较多贬值。8月11日以来欧元兑美元累计贬值3.98%,日元兑美元累计贬值7.75%,目前美元兑日元已经突破143。人民币亦受到相关的贬值压力,自8月11日以来累计贬值2.82%,美元兑人民币汇率期间更是一度突破6.97。但是相较而言,人民币此轮贬值幅度相较于其他主要货币幅度较小。从较为综合的CFETS人民币汇率指数来看,目前为止该指数仍稳定在101以上,高于今年5月份人民币贬值时的100.08。显示当前人民币的贬值主要是由于美元指数较快上升,进而导致的被动贬值,人民币相对于其他主要货币汇率则保持稳定。

#### 2. 中美利差持续倒挂,吸引外资回流,助推本轮人民币贬值。

美国就业强劲以及通胀处于高位,让美联储不得不保持较快的加息以抑制通胀,从而推动10年期美债收益率在8月份以来有较大幅度上行,目前已突破3.3%,较月初累计上行超过70bp。与美国相反,我国当前货币政策主要目标是为了支撑实体经济发展,因此中国人民银行采取了降准降息政策。8月15日央行降低MLF利率10bp后,10年期中国国债收益率随之再度下行。中美10年期国债收益率利差也从8月初的2bp下降到将近-70bp,今年以来更是已经累计下行超过170bp。中美利差倒挂下,外资较为持续的流出。根据中债数据,境外机构债券托管量从年初的3.73万亿元下降至7月份的3.26万亿,资金的持续流出也在客观上助推了人民币的贬值。

#### 3. 我国近期经济增长承压,人民币贬值预期有所提升。

汇率在本质上反映的是两国经济的相对强弱,7月份以来,由于多方面因素的冲击,我国经济增长压力有所增加:一是奥密克戎新变种传染力的提高,使得我国多地有散发疫情发生,部分城市正常的生产生活受到影响;二是7月份以来我国多地遭受了历史极端高温天气,炎热的天气不仅导致了正常的经济活动受阻,还加剧了部分地区的夏季电力紧张问题,如四川等地被迫拉闸限电,缺电情况下工业生产被迫中止,居民的正常生活也受到了一定的影响;三是房地产市场仍在持续调整,政策效果还有待显现。叠加出口向下预期,经济增长整体承压。7、8月中国制造业PMI分别为

49%、49.4%，虽然边际略有好转，但仍处于荣枯线以下。在此情况下，市场对于中国经济增长的预期有所弱化，提升了人民币的贬值预期。

### ● 人民币汇率的关键仍然在内

#### 1. 美联储短期内保持鹰派，美元预计将保持强势，美债利率较难下行，人民币短期贬值压力较难缓解。

在8月份的杰克逊霍尔会议上，美联储主席鲍威尔表示长期通胀意味着更大的痛苦，因此要坚持加息，直至大功告成，展现出美联储希望通过加息来遏制通胀的决心。从8月份的非农就业数据来看，美国当前劳动力市场仍然较为强劲，若8月份通胀数据依旧较为坚挺，美联储在9月份的FOMC会议上可能会再次加息75bp。美联储鹰派加息之下，叠加9月份的缩表提速，美债利率预计将保持高位震荡，较难有明显的下行。美元方面，美元指数中欧元与日元占比超过70%，而当前欧洲能源局势较为严峻，9月5日俄罗斯宣布“无限期”关闭“北溪1号”天然气管线的输气，直至欧洲停止对俄罗斯的制裁，欧洲能源局势进一步恶化。此前德国等欧洲国家已经因为能源短缺问题导致部分企业停工停产，若能源危机爆发，叠加欧央行由于欧元区内通胀高企，不得不进行加息，欧洲大概率将陷入较为严重的经济衰退之中。相比之下，美国经济虽然正在持续放缓，但短期内衰退概率不大，因此美元将获得美联储加息和欧元区经济增长疲软预期的双重支撑，短期内预计将会保持强势。总的来看，由于面临中美利差倒挂和强势美元的双重压力，人民币短期内的贬值压力仍然存在。不过由于前期人民币已经经历过一波较快的贬值，我们认为后续继续贬值压力已经较小。

#### 2. 下调金融机构外汇存款准备金率有助于稳定人民币汇率预期

9月5日中国人民银行决定下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点至6%，在早前的4月25日也曾下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点。今年的两次下调都发生在人民币快速贬值的阶段，体现出央行希望稳定住人民币汇率预期的政策目标。我们认为，下调外汇存款准备金率一方面可以增加银行间市场的外汇供给，对于缓解人民币与外币的供需关系具有一定的积极作用；另一方面则是对市场预期进行引导，避免形成人民币单边贬值预期。从过去央行对存款准备金率进行调整的政策效果来看，确实对市场预期具有一定的引导作用。以4月份为例，美元兑人民币汇率在政策生效后稳定在6.7左右，直至此轮贬值。此外，央行还可以使用逆周期因子等政策工具来对人民币汇率进行调节。

#### 3. 人民币汇率的关键仍是中国经济的表现

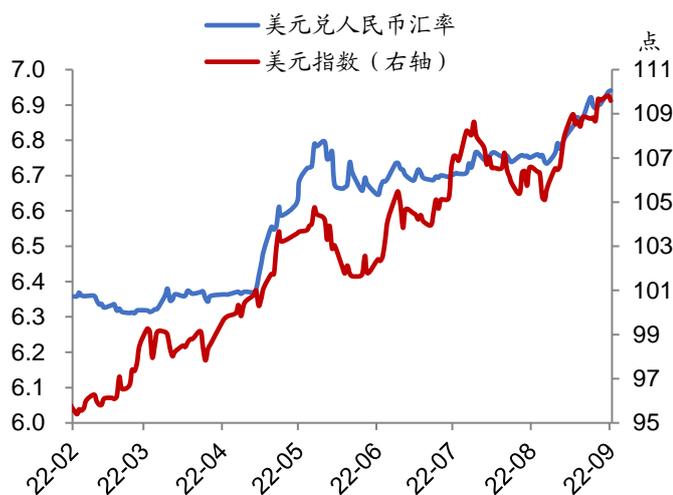
如前所述，汇率的本质反映是两国经济的相对强弱，5月份人民币汇率企稳的一个关键因素在于当时上海、吉林等地疫情得到较好控制，复工复产快速推进，我国经济较快恢复的预期得以增强。彼时海外由于美联储开启较快加息以及俄乌冲突恶化了全球能源、粮食供需关系，欧美等国经济增长压力进一步加大，经济衰退预期升温。在我国出口强劲反弹以及下调外汇存款准备金政策的配合之下，人民币汇率随之企稳。往后看，当前我国经济增长中的积极因素正在增多，一是高温天气即将过去，电力供需缺口有望缓解，工业生产也有望恢复正常；二是当前针对房地产的政策还在持

续推出，保交楼等工作亦在推进。此外，人民币贬值也部分有利于我国相关行业的出口。若疫情不再大规模反复，我国经济有望稳步恢复增长，人民币汇率届时也将企稳。考虑到欧美国家目前经济增长持续放缓，如果其经济增长超预期回落，甚至陷入衰退，则人民币汇率可能会迎来一定程度的升值。总的来看，决定人民币汇率的关键因素仍是中国经济的自身表现，后续大概率保持双向波动。

#### ● 风险提示

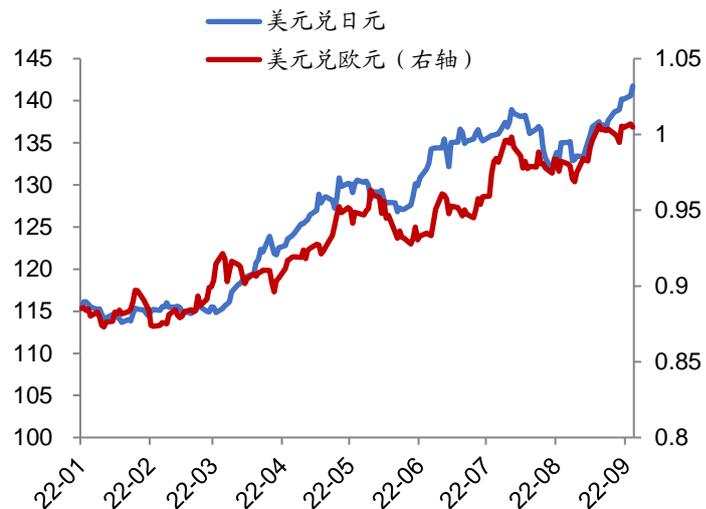
国际局势紧张引发通胀超预期，海外经济形势恶化超预期。

图表 1 美元指数上行带动人民币贬值



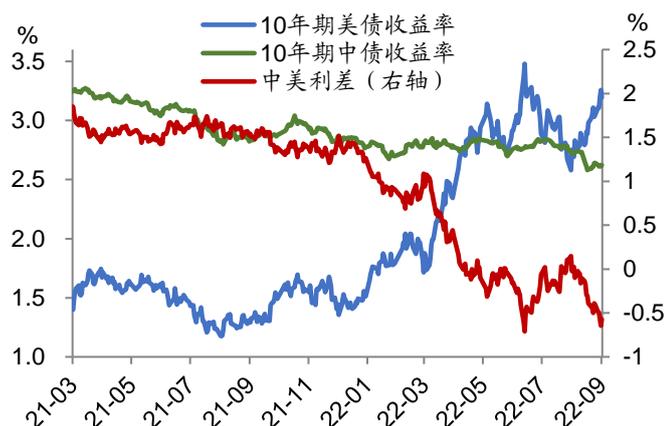
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 2 其它主要货币对美元贬值较多



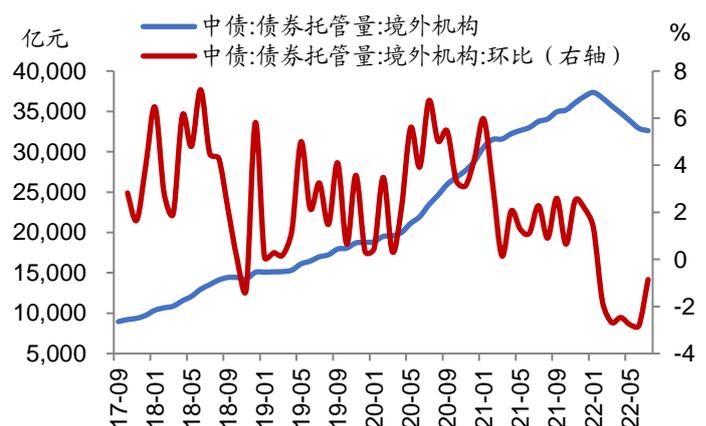
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 3 中美利差倒挂程度加深



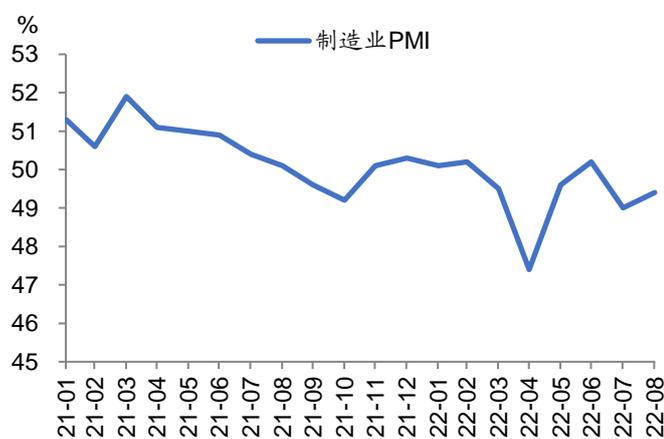
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 4 今年以来外资持续流出



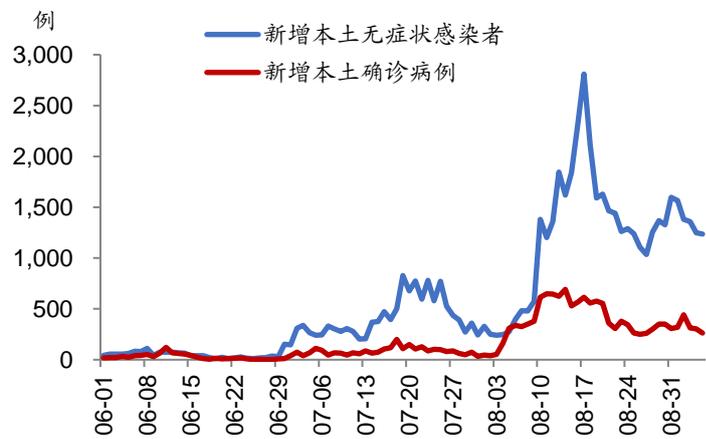
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 5 近期中国制造业 PMI 持续低于 50%荣枯线



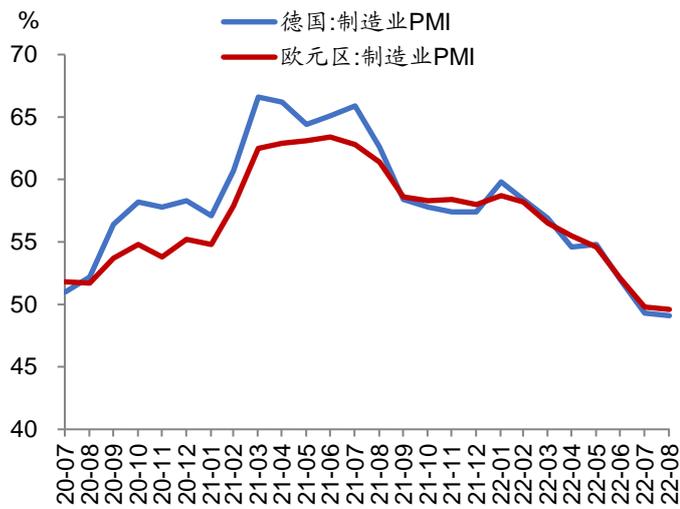
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 6 7月份以来本土新增病例有一定上升



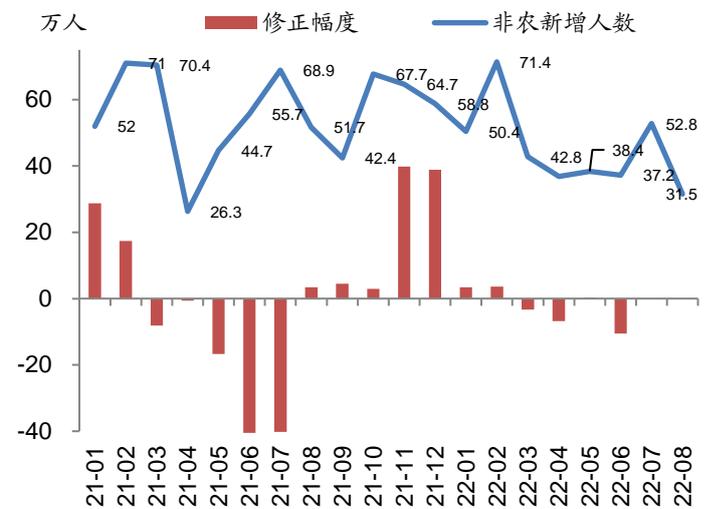
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 7 欧元区 PMI 跌至 50% 荣枯线以下



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 8 美国新增非农就业略超预期



资料来源: Wind, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

**研究助理：**潘纬桢，华安证券宏观分析师助理，复旦大学经济学硕士，2022 年加入华安宏观团队，主要负责海外宏观与大类资产配置研究。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 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；
- 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。