

汇率压力之下利率怎么看？

2022年10月04日

9月28日，美元兑人民币汇率进一步突破7.2，人民币汇率创下2015年以来新低。政策考量下的内外均衡压力逐步提升，未来人民币汇率及债市走势怎么看？我们先来复盘历史上几次人民币快速贬值时期的债市走势：

➤ 复盘人民币汇率4次贬值时期

回顾历史上几轮贬值周期（2015年“811”汇改至2017年1月初、2018年3月下旬至10月末、2019年5月初至9月初、2020年1月下旬-5月末），可以看到，在美联储加息而国内政策宽松、美国经济复苏而国内经济走弱时，人民币贬值压力通常增加。在此期间，央行往往通过多种汇率政策对冲贬值压力，而人民币贬值趋势的根本性扭转，则需要国内经济基本面的有力支撑，与此同时中美关系也是一项重要影响因素。

针对货币政策而言，汇率贬值并不会改变国内政策的整体取向，始终以我为主。但内外均衡考虑之下，其对国内货币政策工具及节奏确有一定约束。针对资金面和债市而言，汇率贬值的影响也较为有限，资金面和债市同样呈现以我为主。

近期人民币一度出现快速贬值，与历史情形有相似之处，即中美经济基本面走势分化、政策周期错位。在此情形下，如何看待未来美元兑人民币汇率？

➤ 如何看待人民币汇率？

从历史复盘看，关键还是在于美元走强的节奏以及国内经济修复情况。当前美国经济具有韧性和美联储加息预期将对美元指数形成支撑；而国内经济基本面向尚不具备往经济潜在增速靠拢的动能，对应货币政策便仍会保持宽松。综合来看，稳汇率效果仍待进一步观察。

那么国内货币政策应对空间如何？当前央行为维持汇率基本稳定，仍有充足的政策工具。操作框架上来看，央行主要通过汇率定价干预工具、外汇流动性调节工具、跨境资本管理工具及口头干预等手段来对冲人民币贬值压力。如果人民币贬值压力进一步加大，央行可以进一步调用其他外汇管理工具，其中动用外汇储备直接干预最为直接，当前我国还有约3万亿美元的外汇储备，可用于应对贬值压力。综合来看，我国应对人民币贬值压力仍有充足的政策空间，但中短期内货币政策在节奏和工具选择上或还是会受到一定程度的影响。

➤ 债市怎么看？

综合来看，贬值时期货币政策总体仍是以我为主，但贬值压力还是会对国内货币政策工具及节奏产生一定影响，故而关于年内降准降息问题：（1）年内再次降息的可能性不大：当前经济金融呈现趋势上弱修复，再考虑内外平衡，我们预计年内再次降息的概率不高；（2）年内再度降准节奏或也受一定约束：出于稳银行负债成本的角度，年内再次降准存在一定可能。但在内外平衡考虑之下，央行也将适度关注M2与外汇储备的增速差，这或在一定程度上对降准有所约束。

于债市而言，当前国内经济基本面向尚不具备往经济潜在增速靠拢的动能，对应货币政策便仍会保持宽松；稳汇率效果仍待进一步观察，这或将一定程度制约央行行为，但内外均衡之下更以我为主；故而流动性也将维持在合理充裕状态，当然诸多干扰因素下波动性可能加大，但整体无虞。在此情形下，债市短期或继续调整，中期视角下债市仍有空间，10月隔夜利率仍按照1.2-1.5%判断，10年期国债利率或更多在2.6-2.75%间震荡。

➤ **风险提示：**政策不确定性；基本面变化超预期；海外地缘政治冲突



分析师 谭逸鸣

执业证书：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

相关研究

1. 城投随笔系列：如何界定城投平台？-2022/10/04
2. 信用一二级市场跟踪周报 20221002：净融资转负，收益率普遍上行-2022/10/03
3. 城投、产业利差跟踪周报 20221002：各等级城投、产业利差均上行-2022/10/03
4. 交易所批文更新跟踪周报 20221002：本周“通过”及“注册生效”规模均显著增加-2022/10/03
5. 可转债周报 20221001：权益市场延续下跌行情，转股溢价率持续上升-2022/10/01

目录

1 历史上人民币汇率贬值时期债市如何？	3
1.1 2015 年“811”汇改至 2017 年 1 月初	3
1.2 2018 年 3 月下旬至 10 月末	5
1.3 2019 年 5 月初至 9 月初	7
1.4 2020 年 1 月下旬至 5 月末	9
2 人民币汇率突破 7.2，未来怎么看？	13
2.1 如何看待人民币汇率？	15
2.2 如何看待债市？	17
3 小结	20
4 风险提示	22
插图目录	23
表格目录	23

近期人民币汇率贬值压力受到市场高度关注。9月以来，美元兑人民币汇率快速上行，9月15-16日，离岸和在岸汇率先后“破7”；9月28日，美元兑人民币汇率进一步突破7.2，人民币汇率创下2015年以来新低。政策考量下的内外均衡压力逐步提升，未来人民币汇率怎么看？国内债市走势又将如何变化？本文聚焦于此。

我们先来复盘历史上几次人民币快速贬值时期，对应的国内外宏观背景、应对政策以及债市走势：

1 历史上人民币汇率贬值时期债市如何？

历史观察，自2015年“811”汇改释放贬值压力以来，人民币共出现4次较为明显的贬值时期。

图1：2015年以来人民币汇率4轮贬值周期（USD/CNY）



资料来源：wind，民生证券研究院

具体来看：

1.1 2015年“811”汇改至2017年1月初

在此期间，人民币汇率由6.32上升到6.96，贬值幅度超过10%，贬值周期长达17个月：

2015年8月11日，中国人民银行宣布调整人民币兑美元汇率中间价报价机制，扩大市场汇率的实际运行空间，一方面是为推动人民币加入SDR，另一方面也属央行主动释放长期积累的人民币贬值压力，毕竟适当贬值也有利于出口。

而彼时积累的贬值压力从何而来？与当前情形相似，主要是中美经济走势分化、政策周期错位所致：（1）从经济基本面看，当时美国经济处于弱复苏，而国内

经济面临下行压力，人民币贬值压力上升；**(2) 从货币政策看**，2015 年 8 月到 2016 年底，我国多次降准降息，而美联储加息开启推动美元指数维持强势，人民币贬值压力加大。此外，随着人民币国际化进程加速，海外用汇增长，也一定程度加大人民币贬值压力。

面对快速贬值压力，央行采取哪些措施加以应对？

(1) 动用外汇储备。2017 年 1 月，易纲行长表示：“**过去两年，中国人民银行花了大约 1 万亿美元来防止人民币汇率过度贬值**。我认为总体上利大于弊：首先，外汇储备就是为了用的；第二，客观上我们以此维护了人民币汇率的稳定，防止市场的‘超调’”。¹

(2) 通过外汇流动性调节工具干预。2015 年 8 月 31 日，央行宣布在 2015 年 10 月 15 日将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0 上调至 20%。

(3) 口头干预，央行多次通过发言、发文或公告，引导市场预期。例如，2015 年 8 月 13 日，央行在关于完善人民币兑美元汇率中间价报价吹风会上表示“当前不存在人民币汇率持续贬值的基础，中央银行有能力保持人民币在合理均衡水平上的基本稳定”；²2016 年 1 月 7 日，央行发文表示“人民银行有能力保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。³

当然从结果看，各项措施对于逆转汇率贬值走势的作用较有限，人民币仍维持长达 1 年多的贬值趋向。直至国内经济逐步企稳，汇率贬值压力才有所缓解。

而在此过程中，货币政策是否受到制约？

一方面，汇率走势并未对国内货币政策产生明显的直接约束。在本轮贬值周期中，为增加需求释放市场流动性，降低实体经济融资成本，央行维持宽松的货币政策，2015 年央行共进行 5 次降准（含定向降准）和 5 次降息。

但另一方面，人民币贬值压力会让央行在政策选择上更为考虑内外均衡，这种影响更多体现在节奏或工具选择上。2016 年 1 月 19 日，央行有关负责人也表示“央行既要保持银行体系流动性的合理充裕，又要关注到流动性太过宽松会对人民币汇率造成比较大的压力，形成负面冲击。降准的政策信号过强，我们可以用其他工具来替代，补充流动性”。⁴

相应地，央行仍维持流动性合理充裕，资金面相对平稳，而债市则受国内基本面和宽松政策影响，10 年国债收益率明显下行。

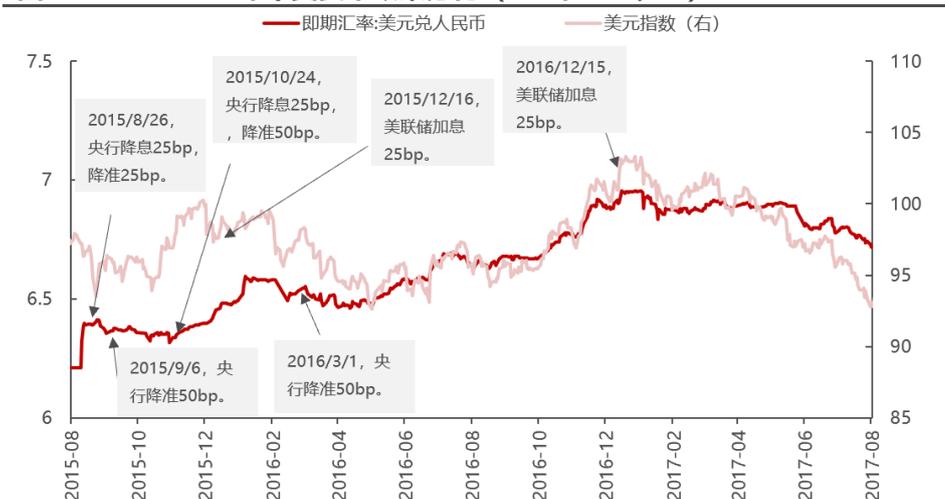
¹ http://www.xinhuanet.com//fortune/2017-01/25/c_129461052.htm

² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2927856/index.html>

³ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3001858/index.html>

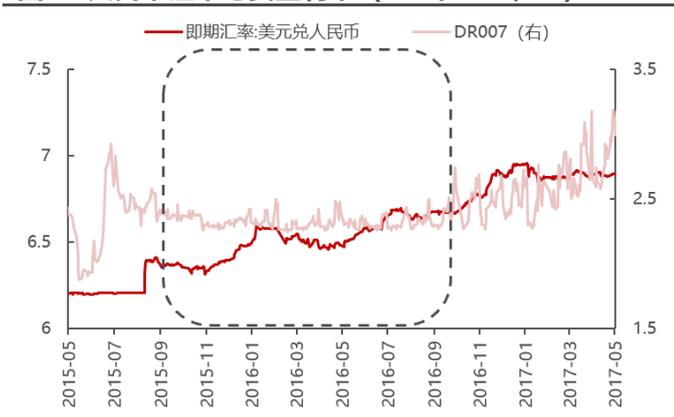
⁴ http://www.jjckb.cn/2016-01/23/c_135038075.htm

图2：2015-2016 年中美货币政策分化 (USD/CNY, %)



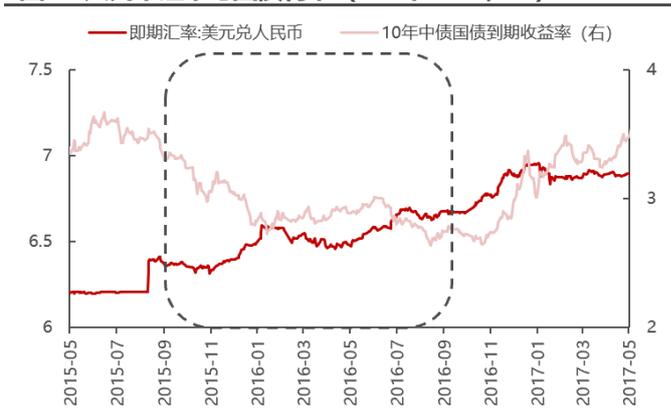
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：人民币汇率与资金利率 (USD/CNY, %)



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：人民币汇率与国债利率 (USD/CNY, %)



资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 2018 年 3 月下旬至 10 月末

在此期间，人民币汇率贬值幅度约 11%至 6.97，贬值周期约为 8 个月。此次人民币贬值，对应的背景是中美贸易摩擦和美联储连续加息节奏，具体而言：

(1) 中美贸易摩擦不断升级，加大人民币汇率贬值压力。3 月 22 日，中美贸易摩擦开启；4 月 16 日美国宣布对中兴制裁，贸易摩擦升级；6 月 16 日，美国正式宣布对华加征关税；9 月 18 日，特朗普正式宣布将 2000 亿美元商品纳入加税范围，中美摩擦升级；直至季度，中美贸易摩擦才有所缓和。

(2) 中美经济基本面分化。中美贸易摩擦对我国外贸出口形成明显制约，经济下行压力增加，失业率上行，而与此同时美国失业率则有所回落，中美经济基本面走势分化。

(3) 中美政策周期错位。2018 年美联储实施正常化的货币政策，持续加息和缩表，而与此同时国内货币政策则保持宽松，4 月、7 月、10 月分别降准 100BP、50BP、100BP。

在此情形下，人民币贬值压力不断加大，央行如何应对？除了依然采取口头干预、外汇流动性调节工具干预（将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0 上调至 20%），还进行了汇率定价干预：

8 月 24 日，央行发布公告：“近期受美元指数走强和贸易摩擦等因素影响，外汇市场出现了一些顺周期行为。基于自身对市场情况的判断，8 月份以来人民币对美元汇率中间价报价行陆续主动调整了‘逆周期系数’，以适度对冲贬值方向的顺周期情绪。截至发稿时，绝大多数中间价报价行已经对‘逆周期系数’进行了调整，预计未来‘逆周期因子’会对人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定发挥积极作用。”⁵

以上汇率政策对于减缓贬值速度具有一定作用，但并未扭转汇率走向。总结来看，本轮人民币贬值由中美贸易摩擦主导，而这当中核心影响因素仍是中美经济基本面和货币政策的分化，直至中美贸易摩擦有所缓和后，人民币汇率才明显止跌。

同样，汇率走势并未对国内货币政策形成明显制约，但有一定扰动。由于国内去杠杆的推进，实体经济面临融资难的问题，再叠加中美贸易冲突，年内央行多次降准，但考虑到中美局势紧张等外部压力，央行始终未采取降息措施，一定程度体现外部因素的制约。

针对资金面和债市而言，在国内货币政策整体仍以我为主之下，资金面和债市走势也依然以国内经济基本面情况展开，外部因素影响整体有限。

⁵ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3610722/index.html>

图5：2018 年中美贸易摩擦主要事件 (USD/CNY, %)



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：人民币汇率与资金利率 (USD/CNY, %)



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：人民币汇率与国债利率 (USD/CNY, %)



资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 2019 年 5 月初至 9 月初

本轮贬值人民币汇率由 6.77 贬值至 7.18，突破 7 关口，贬值幅度约 6%，贬值周期为 4 个月。其重要背景是中美贸易摩擦再度升级，我国出口竞争力下降，对人民币贬值形成压力：

(1) 5 月 6 日，美方宣布自 5 月 10 日起，对 2000 亿美元中国输美商品加征的关税从 10% 上调至 25%；同日，央行公告定向降准。在此情形下，人民币急贬；

(2) 而在 6 月 18 日，中美两国元首通话，6 月 29 日中美同意重启经贸谈判，中美贸易摩擦有一定缓和，对应汇率也稳定在 6.90 左右。

(3) 8 月 2 日，中美贸易摩擦再起，美国威胁从 9 月 1 日起对 3000 亿美元

中国输美商品加征 10%关税，随后在 8 月 5 日，人民币汇率破 7，次日美国财政部将中国列为汇率操纵国；

(4) 8 月 15 日，美国贸易代表办公室宣布将对约 3000 亿美元自华进口商品加征 10%关税，人民币贬值压力进一步加大。

在本轮贬值过程中，央行如何应对贬值压力？

(1) 一方面，央行启动在离岸市场发行央票，回收人民币流动性，在 2019 年 5 月、6 月、8 月、9 月的发行量分别为 200、300、300、100 亿元，传递稳汇率意图，稳定市场信心；

(2) 另一方面是口头干预，例如 8 月 5 日，人民币汇率破 7 后，易纲行长表示：“中国作为一个负责任的大国，会恪守历次二十国集团领导人峰会关于汇率问题的承诺精神，坚持市场决定的汇率制度，不搞竞争性贬值，不将汇率用于竞争性目的，也不会将汇率作为工具来应对贸易争端等外部扰动。一直以来，人民银行致力于维护人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定，这个努力相信大家有目共睹。”

6

总结而言，本轮人民币贬值仍由中美贸易关系主导，但货币政策并未受到较大制约，央行全年三次降准，并创新 TMLF 以加强对实体经济的资金支持，显然国内货币政策仍是以我为主。

而在内外均衡的考虑之下，在此期间央行并未降息，而是在中美贸易摩擦缓和之后，于 11 月 5 日、18 日分别 MLF 降息 5BP、OMO7 天降息 5BP，一定程度显示央行降息会顾虑外部压力。

此外，2019 年中美隔夜利率出现倒挂，而从前文复盘来看，汇率走势更多受中美关系影响，而隔夜利率倒挂对人民币汇率并未构成明显制约。

针对资金面和债市而言，在国内较弱的基本面数据影响下，国内货币政策维持宽松，资金面维持相对平稳状态，债市收益率也整体呈现下行态势。

⁶ http://www.gov.cn/xinwen/2019-08/05/content_5418922.htm

图8：2019 年中美贸易摩擦主要事件 (USD/CNY, 点)



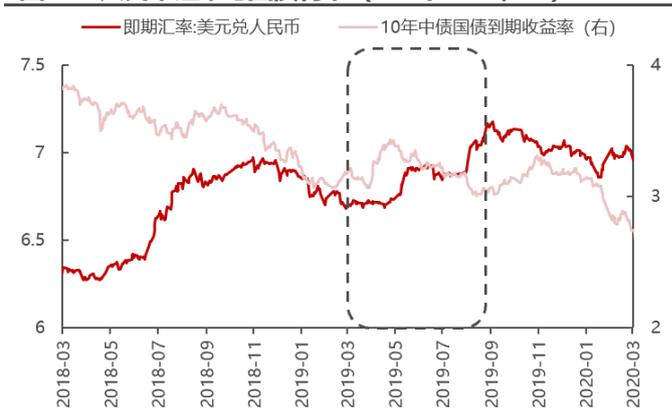
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：人民币汇率与资金利率 (USD/CNY, %)



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：人民币汇率与国债利率 (USD/CNY, %)



资料来源：wind，民生证券研究院

1.4 2020 年 1 月下旬至 5 月末

在此期间人民币汇率由 6.86 上升到 7.15,再次突破 7 关口,贬值幅度约 4%,贬值周期为 5 个月:

本轮主要是受到新冠疫情影响和美元流动性危机的影响。一方面,国内疫情加大了经济下行压力;另一方面,疫情在全球范围扩散后,市场避险情绪升温推高美元需求,引致美元流动性危机,美元指数上行到 100 附近。

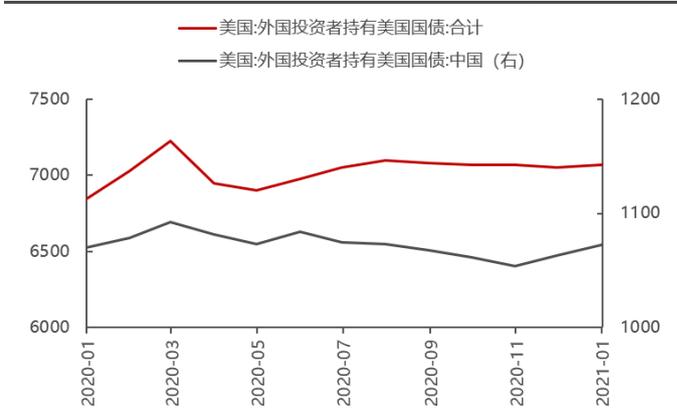
本轮人民币贬值周期较短,央行未出台明确的对冲贬值的政策措施。随着疫情防控取得成效,国内经济稳中向好,人民币汇率受到一定支撑,开启长达近 2 年的升值通道。

货币政策也并未受贬值压力的约束,为支持实体经济发展,降低社会融资实际

成本，央行在 2020 年 1 月全面降准 50BP，并在 3 月和 4 月实施定向降准。从资金面来看，流动性充裕，资金面持续偏松，资金利率下行明显，从债市来看，10 年国债收益率大幅下降。

图11：2020 年人民币汇率和美元指数(USD/CNY, %)


资料来源：wind，民生证券研究院

图12：外国投资者持有美元数量有所上升（十亿美元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图13：人民币汇率与资金利率 (USD/CNY, %)


资料来源：wind，民生证券研究院

图14：人民币汇率与国债利率 (USD/CNY, %)


资料来源：wind，民生证券研究院

回顾历史上几轮贬值周期，可以很清晰地看到，美元兑人民币汇率变化通常受到中美政策周期和经济基本面差异的影响，在美联储加息而国内政策宽松、美国经济复苏而国内经济走弱时，人民币贬值压力通常增加。

在人民币贬值时期，央行往往通过多种汇率政策对冲贬值压力，虽然实际政策效果并不一定显著，人民币汇率形成机制的锚点并不由此决定，但能一定程度上能释放稳汇率信号，阶段性缓和人民币贬值速度。

而人民币贬值趋势的根本性扭转，则需要国内经济基本面的有力支撑，与此同时中美关系也是一项重要影响因素。

而货币政策又会如何受到影响和约束？

《健全现代货币政策框架》中指出，人民银行以“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”为目标，故而我们复盘历史也可以看到，贬值压力对国内货币政策并无明显制约，始终是以我为主：历史复盘来看，人民币贬值通常对应国内经济下行压力加大，故而国内货币政策通常需要维持其宽松态势，汇率贬值并不会改变国内政策的整体取向。⁷

但内外均衡考虑之下，贬值压力对国内货币政策工具及节奏确有一定约束。历史复盘显示，贬值压力较大时，央行降息或有所顾虑，避免释放过强信号而进一步加大人民币贬值压力，以防止抬升汇率的趋势性单边贬值以及资金持续性流出。毕竟维护币值稳定也是央行的天然职责之一，对内是保持物价稳定，对外即是维持汇率稳定。

针对资金面和债市而言，国内货币政策以我为主之下，汇率贬值对国内资金面和债市走势影响程度有限，毕竟国内外金融市场的直接关联性相对较弱，更多是预期和情绪上的压制。在央行呵护下资金面通常维稳，而在国内基本面转弱、资金面稳定宽松之下，债市收益率也通常下行，同样呈现以我为主的特征。

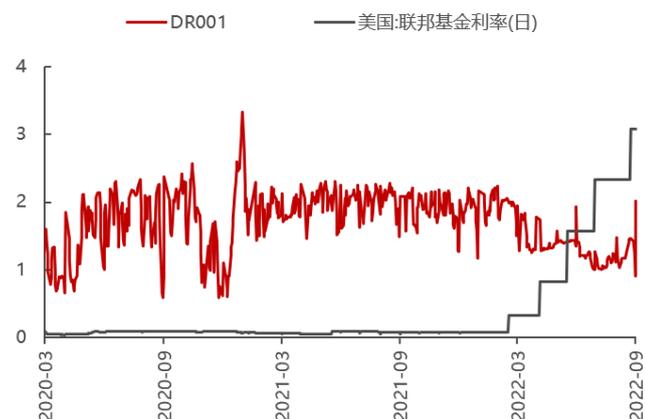
表1：2021-2022 年央行关于维护币值稳定的相关表述

日期	文件/会议/讲话	相关表述
2022/9/16	人民银行货币政策司发布文章《创新和完善货币政策调控 促进经济运行在合理区间》	保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。人民币汇率由市场决定，保持弹性，发挥调节宏观经济和国际收支自动稳定器的功能，较好地促进内外部均衡。
2022/8/10	2022 年第三季度中国货币政策执行报告	保持币值稳定是中央银行的首要职责，维护通胀平稳是宏观大盘稳定的题中之义，也是促进经济持续平稳增长的环境要求。
2022/2/11	2021 年第四季度中国货币政策执行报告	保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。以我为主，处理好内部均衡和外部均衡的平衡，以市场供求为基础，增强人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能，加强跨境资金流动宏观审慎管理。
2021/5/11	2021 年第一季度中国货币政策执行报告	坚守币值稳定的最终目标，要保持物价稳定，关键要管好货币总闸门。要增强人民币汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定，把握好内部均衡和外部均衡的平衡。
2021/4/1	国新办举行构建新发展格局金融支持区域协调发展发布会	货币政策要按照《中国人民银行法》规定的最终目标，“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”。货币币值稳定有对内和对外两方面的涵义：对内的涵义是需要保持物价稳定，必须管好货币总闸门；对外的涵义是保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。
2021/2/8	2020 年第四季度中国货币政策执行报告	以“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”为目标，完善货币供应调控机制，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。
2021/1/14	《健全现代货币政策框架》	货币政策“以币值稳定为首要目标”。这一目标具有双重含义，一是对内人民币要物价稳定；二是对外要汇率稳定。

资料来源：央行官网、中国政府网，民生证券研究院

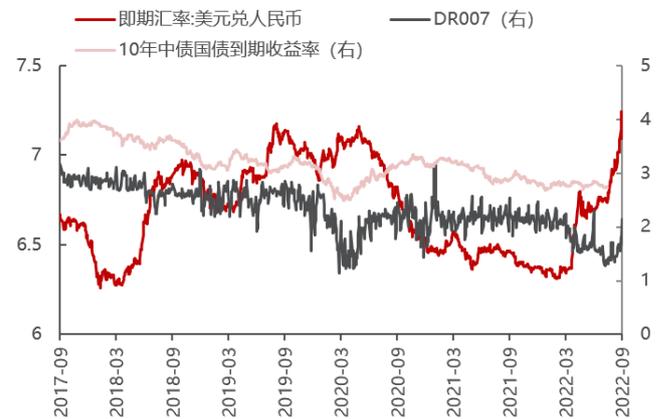
⁷ <https://www.yicai.com/news/100914013.html>

图15: DR001 和美国联邦基金利率 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 人民币汇率和长短端率 (USD/CNY, %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

那么如何看待本次人民币汇率贬值的压力, 未来汇率和债市又将如何演绎?

2 人民币汇率突破 7.2，未来怎么看？

近期人民币一度出现快速贬值，与历史情形有相似之处，即中美经济基本面走势分化、政策周期错位，具体而言，近期人民币贬值预期与压力较大的主因在于：

(1) 美国生产及就业等经济数据均有所反弹，且通胀压力不减之下美联储加速收紧货币政策；

(2) 俄乌冲突、欧洲能源危机加剧导致欧洲经济衰退预期不断增强，多种因素叠加共同推动美元指数走强；

(3) 我国经济基本面仍面临疫情反复、地产低迷和出口回落等多重约束；

(4) 中美货币政策分化，而这又主由中美经济基本面走势分化所致。

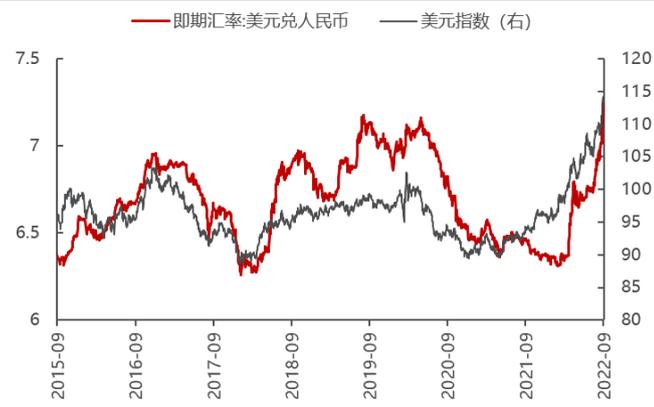
总结而言，美国经济仍处改善当中，通胀压力高居不下，而国内经济基本面仍偏弱，地产和出口制约下稳增长压力仍存，中美货币政策出现背离，导致人民币相对美元不断贬值。与此同时，中美利差持续倒挂叠加当前局面仍将持续，稳汇率效果仍待进一步观察。

图17：2015-2022 年各年的人民币汇率贬值幅度 (USD/CNY, %)



资料来源：wind，民生证券研究院

图18: 人民币汇率和美元指数 (USD/CNY, 点)



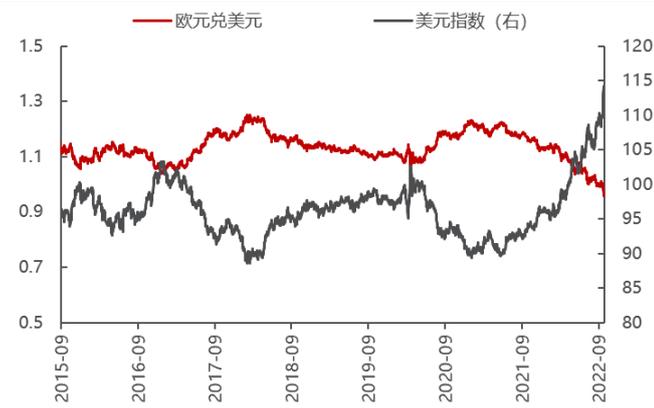
资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 美国经济有所反弹



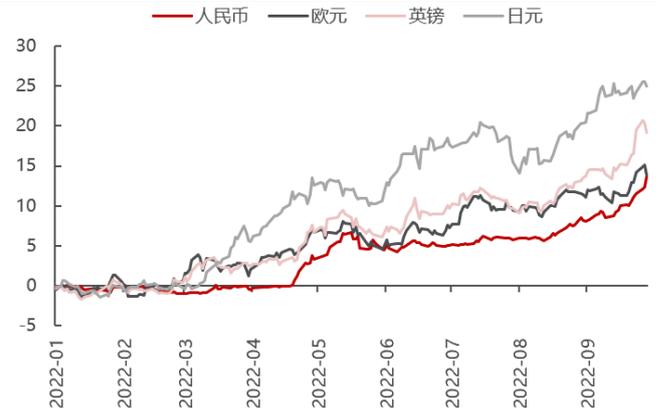
资料来源: wind, 民生证券研究院

图20: 欧元兑美元、美元指数 (EUR/USD, 点)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图21: 2022年1-9月SDR篮子非美货币贬值幅度(%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图22: 出口转弱加大人民币贬值压力 (USD/CNY, %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图23: 10年中美利差降幅加大 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

在此情形下, 如何看待未来美元兑人民币汇率?

2.1 如何看待人民币汇率?

展望未来人民币汇率，关键还是在于美元走强的节奏以及国内经济修复情况。

从美国方面看，美国经济具有韧性和美联储加息预期将对美元指数形成支撑：

(1) 当前美国经济仍具韧性。当前美国消费及就业等经济数据均有所改善，8月零售和食品服务销售额同比增长 10.4%，9月消费者信心指数上升至 59.5，8月新增非农就业 31.5 万人，劳动力市场总体保持稳健；(2) 在美国经济复苏和高通胀的背景下，加息预期有所增强。根据点阵图，2022 年末利率水平为 4.25%-4.5%，年内还有 125BP 的加息空间。

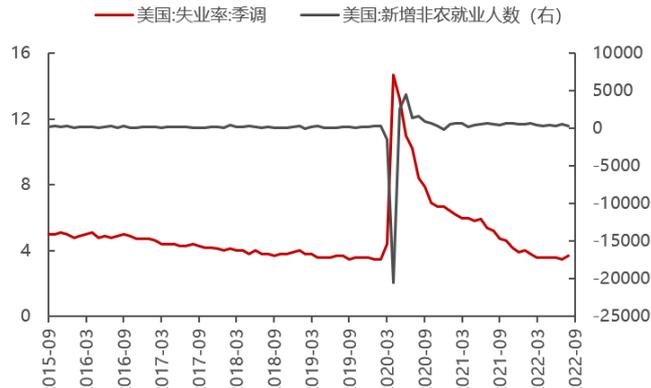
而从国内看，经济金融仍处于弱修复状态，疫情与地产两大制约也依然在，国内经济基本面尚不具备往经济潜在增速靠拢的动能，对应货币政策便仍会保持宽松，尽管 9 月底自上而下针对稳地产出台了相关政策，短期内或有一定提振，但政策效果的节奏和提振幅度仍需观察和合理评估。

图24：美国消费回升 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图25：美国就业恢复 (%，千人)



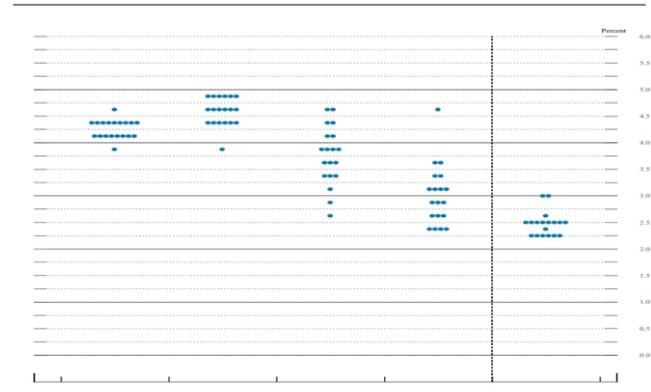
资料来源：wind，民生证券研究院

图26：美国 CPI 季调环比 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图27：9月美联储加息点阵图



资料来源：美联储，民生证券研究院

综合来看，在当前国内外宏观图景之下，稳汇率效果仍待进一步观察。

那么，国内货币政策应对空间如何？

当前央行为维持汇率基本稳定，仍有充足的政策工具。操作框架上来看，央行主要通过汇率定价干预工具（如逆周期调节因子、动用外汇储备等）、以及外汇流动性调节工具（调整外汇存款准备金率、调整外汇风险准备金率、离岸发行央票等）、跨境资本管理工具（宏观审慎管理、外汇管制）以及口头干预（央行发文、央行官员发言）等手段来对冲人民币贬值压力。

今年以来，为平抑人民币贬值压力及预期，央行在 5 月 15 日、9 月 15 日，分别下调金融机构外汇存款准备金率 1 个和 2 个百分点至 8%、6%；9 月 20 日，央行在香港发行 50 亿元人民币央票；9 月 28 日，央行将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0 上调至 20%。但在当前贬值压力和预期下，作用或有限。

如果人民币贬值压力进一步加大，央行可以进一步调用其他外汇管理工具，如采用外汇存款准备金率调整、离岸发行央票、重启逆周期因子、动用外汇储备等工具来稳定汇率。

其中动用外汇储备直接干预最为直接，当前我国还有约 3 万亿美元的外汇储备，可用于应对贬值压力，从而稳定预期以防止单边贬值压力与持续资金流出。

注：2015 年 4 月，国际货币基金组织 (IMF) 提出评估外汇储备合适水平的新框架，新兴市场短期外债、其他负债、广义货币和出口是确定外汇储备水平是否适当的主要影响因素，并视固定汇率和浮动汇率的取舍以及资本管制程度，相机调整这四个因素的权重。根据惯例，外汇储备被要求至少能覆盖 3 个月的进口和所有短期外债。⁸

据国家外汇管理局和海关总署数据，截至 2022 年 6 月，短期外债余额为 1.43 万亿美元，占外汇储备比例为 46.6%，二季度进口规模为 0.68 万亿美元，由此来看目前我国较为适当的外汇储备水平为 2.12 万亿美元，由此来看我国外汇储备仍较充足。

回顾 2017 年 1 月 25 日，易纲行长答记者问时表示：

“首先，外汇储备就是为了用的；**第一**，客观上我们以此维护了人民币汇率的稳定，防止市场的‘超调’；**第二**，现在看来，我们使用外汇储备的时机是好的，收益也不错……**第三**，人民币加入特别提款权篮子（SDR）后，我们有了制度话语权，人民币是可自由使用货币，也是国际货币基金组织公认的储备货币，各国央行只要持有人民币都被记录在国际货币基金组织统计的官方储备中。”⁹

综合来看，我国应对人民币贬值压力仍有充足的政策空间，但中短期内货币政策在节奏和工具选择上可能还是会受到一定程度的影响。9 月 27 日，全国外汇市

⁸ <http://www.sic.gov.cn/news/455/8803.htm>

⁹ http://www.xinhuanet.com/fortune/2017-01/25/c_129461052.htm

场自律机制电视会议召开，会议指出¹⁰，“外汇市场事关重大，保持稳定是第一要义”、“自律机制成员单位要自觉维护外汇市场的基本稳定，坚决抑制汇率大起大落”。

图28：2015年以来央行对冲人民币贬值的汇率政策（USD/CNY）



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 如何看待债市？

从当前国内外宏观图景出发，稳汇率效果仍待进一步观察。故对债市而言，市场首先会关注对国内货币政策的制约。虽然从历史复盘总结来看，货币政策综合考虑内外均衡的同时，仍是以我为主，国内基本面始终是核心锚点，但为防止形成人民币单边贬值的预期以及资金流出，贬值压力还是会对国内货币政策工具及节奏产生一定影响，故而关于年内降准降息问题，我们分析如下：

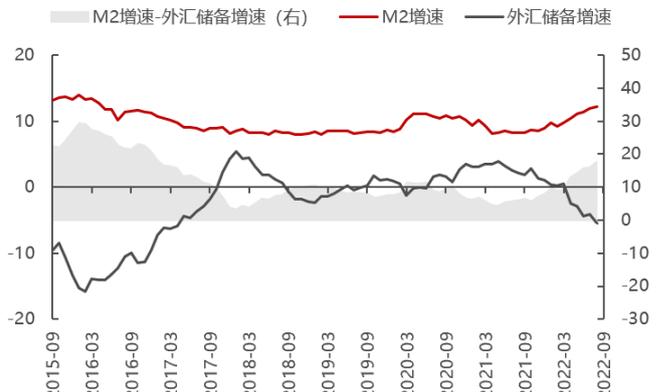
(1) 首先，年内再次降息的可能性不大：一方面，当前政策刺激加码之下，经济金融呈现趋势上弱修复状态，9月底进一步出台的地产相关政策也反映了当前政策考虑；另一方面，考虑内外平衡，为避免在贬值压力较大时期释放过强的信号，我们预计年内再次降息的概率不高。

(2) 其次，年内再度降准节奏或也受一定约束：以我为主之下，宽信用仍是主要诉求，而考虑到10-12月MLF到期规模共计2万亿元，出于稳银行负债成本的角度，年内再次降准存在一定可能。但在平衡人民币贬值压力的考虑之下，央行也将适度关注M2与外汇储备的增速差，这或在一定程度上对降准有所约束。

¹⁰ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4670840/index.html>

图29: 外汇储备金额与环比 (亿美元, %)


资料来源: wind, 民生证券研究院

图30: M2 增速与外汇储备增速 (%)


资料来源: wind, 民生证券研究院

于债市而言，在经济金融弱修复之下，当前国内经济基本面尚不具备往经济潜在增速靠拢的动能，对应货币政策便仍会保持宽松；稳汇率效果仍待进一步观察，这或将一定程度制约央行行为，但内外均衡之下更以我为主；故而流动性也将维持在合理充裕状态，当然诸多干扰因素下波动性可能加大，但整体无虞。

在此情形下，债市短期或继续调整，中期视角下债市仍有空间，结合团队前期报告《10月资金面存在哪些变数》的结论，10月隔夜利率仍按照1.2-1.5%判断，10年期国债利率或更多在2.6-2.75%间震荡。

表2: 2022年6月以来央行对货币政策“以我为主，内外均衡”的相关表述

日期	文件/会议/讲话	相关表述
2022/9/20	人民银行货币政策司发布文章《继续深入推进利率市场化改革》	我国货币政策始终坚持以我为主，以静制动，引导市场利率水平稳中有降，效果较好。目前我国定期存款利率为1%至2%，贷款利率为4%至5%，真实利率略低于潜在实际经济增速，处于较为合理水平，是留有空间的最优策略。
2022/9/16	人民银行货币政策司发布文章《创新和完善货币政策调控 促进经济运行在合理区间》	我国经济长期向好的基本面没有改变，经济保持较强韧性，我国货币政策政策空间充足，政策工具丰富。下一步，人民银行将按照党中央、国务院部署，实施好稳健的货币政策，坚持以我为主、稳中求进，兼顾稳就业和稳物价、内部均衡和外部均衡，加力巩固经济恢复发展基础，不搞大水漫灌、不透支未来。
2022/9/5	国务院政策例行吹风会“介绍稳经济一揽子政策的接续政策措施”	央行副行长刘国强表示，中国作为经济大国，更应该立足自己的国情自主实施货币政策。疫情发生以后，中国高效统筹疫情防控和经济社会发展，率先实现经济正增长，使我国有条件也有必要实施正常的货币政策，坚持不搞大水漫灌，不超发货币，没有实施非常规货币政策，没有把工具箱掏空。所以当前中国货币政策的空间还比较充足，政策工具丰富，既不缺价格工具，也不缺数量工具。
2022/8/10	2022年第三季度中国货币政策执行报告	加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心，搞好跨周期调节，兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币。保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持。密切关注主要发达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响，以我为主兼顾内外平衡。
2022/7/13	国新办举行上半年金融统计数据情况新闻发布会，并答记者问	我们高度关注主要经济体货币政策加速收紧的情况。前期已经采取了调整外汇存款准备金率、加强跨境资本流动宏观审慎管理等措施进行了前瞻性应对。我

国作为超大型经济体，国内货币和金融状况主要由国内因素决定，**货币政策会继续坚持以我为主的取向，兼顾内外平衡。**

2022/6/23

“中国这十年”系列主题新闻发布会

央行副行长陈雨露表示，这十年，**我们稳健实施以我为主的货币政策**，综合研判复杂多变的国内外经济金融形势，发挥好货币政策总量调节和结构调节的双重功能，前瞻性地加强跨周期的调节，有效应对世纪疫情等内外部的冲击。在这个过程中，有力地促进稳增长、稳物价、稳就业和国际收支平衡。**我们坚持管住货币总闸门，不搞大水漫灌，守护好老百姓的钱袋子。**

资料来源：各部委官网，民生证券研究院

3 小结

9月28日，美元兑人民币汇率进一步突破7.2，人民币汇率创下2015年以来新低。政策考量下的内外均衡压力逐步提升，未来人民币汇率及债市走势怎么看？我们先来复盘历史上几次人民币快速贬值时期，对应的国内外宏观背景、应对政策以及债市走势：

1、复盘人民币汇率4次贬值时期

回顾历史上几轮贬值周期（2015年“811”汇改至2017年1月初、2018年3月下旬至10月末、2019年5月初至9月初、2020年1月下旬-5月末），可以看到，在美联储加息而国内政策宽松、美国经济复苏而国内经济走弱时，人民币贬值压力通常增加。在此期间，央行往往通过多种汇率政策对冲贬值压力，而人民币贬值趋势的根本性扭转，则需要国内经济基本面的有力支撑，与此同时中美关系也是一项重要影响因素。

针对货币政策而言，汇率贬值并不会改变国内政策的整体取向，始终以我为主。但内外均衡考虑之下，其对国内货币政策工具及节奏确有一定约束。针对资金面和债市而言，汇率贬值的影响程度也较为有限，资金面和债市同样呈现以我为主。

近期人民币一度出现快速贬值，与历史情形有相似之处，即中美经济基本面走势分化、政策周期错位。在此情形下，如何看待未来美元兑人民币汇率？

2、如何看待人民币汇率？

从前文历史复盘看，关键还是在于美元走强的节奏以及国内经济修复情况。当前美国经济具有韧性和美联储加息预期将对美元指数形成支撑；而国内经济基本面尚不具备经济潜在增速靠拢的动能，对应货币政策便仍会保持宽松。综合来看，稳汇率效果仍待进一步观察。

那么国内货币政策应对空间如何？当前央行为维持汇率基本稳定，仍有充足的政策工具。操作框架上来看，央行主要通过汇率定价干预工具、外汇流动性调节工具、跨境资本管理工具及口头干预等手段来对冲人民币贬值压力。如果人民币贬值压力进一步加大，央行可以进一步调用其他外汇管理工具，其中动用外汇储备直接干预最为直接，当前我国还有约3万亿美元的外汇储备，可用于应对贬值压力。综合来看，我国应对人民币贬值压力仍有充足的政策空间，但中短期内货币政策在节奏和工具选择上或还是会受到一定程度的影响。

3、债市怎么看？

从历史复盘总结来看，贬值时期货币政策总体仍是以我为主，但贬值压力还是会对国内货币政策工具及节奏产生一定影响，故而关于年内降准降息问题：（1）年内再次降息的可能性不大：当前经济金融呈现趋势上弱修复，再考虑内外平衡，我们预计年内再次降息的概率不高；（2）年内再度降准节奏或也受一定约束：出于稳

银行负债成本的角度，年内再次降准存在一定可能。但在内外平衡考虑之下，央行也将适度关注 M2 与外汇储备的增速差，这或在一定程度上对降准有所约束。

于债市而言，当前国内经济基本面尚不具备往经济潜在增速靠拢的动能，对应货币政策便仍会保持宽松；稳汇率效果仍待进一步观察，这或将一定程度制约央行行为，但内外均衡之下更以我为主；故而流动性也将维持在合理充裕状态，当然诸多干扰因素下波动性可能加大，但整体无虞。**在此情形下**，债市短期或继续调整，中期视角下债市仍有空间，10 月隔夜利率仍按照 1.2-1.5% 判断，10 年期国债利率或更多在 2.6-2.75% 间震荡。

4 风险提示

- 1) **政策不确定性**: 货币政策、财政政策超预期变化;
- 2) **基本面变化超预期**: 疫情发展、经济基本面情况超预期;
- 3) **海外地缘政治冲突**: 海外地缘政治冲突发展态势存在不确定性, 或将加剧金融市场动荡。

插图目录

图 1: 2015 年以来人民币汇率 4 轮贬值周期 (USD/CNY)	3
图 2: 2015-2016 年中美货币政策分化 (USD/CNY, %)	5
图 3: 人民币汇率与资金利率 (USD/CNY, %)	5
图 4: 人民币汇率与国债利率 (USD/CNY, %)	5
图 5: 2018 年中美贸易摩擦主要事件 (USD/CNY, %)	7
图 6: 人民币汇率与资金利率 (USD/CNY, %)	7
图 7: 人民币汇率与国债利率 (USD/CNY, %)	7
图 8: 2019 年中美贸易摩擦主要事件 (USD/CNY, 点)	9
图 9: 人民币汇率与资金利率 (USD/CNY, %)	9
图 10: 人民币汇率与国债利率 (USD/CNY, %)	9
图 11: 2020 年人民币汇率和美元指数 (USD/CNY, %)	10
图 12: 外国投资者持有美元数量有所上升 (十亿美元)	10
图 13: 人民币汇率与资金利率 (USD/CNY, %)	10
图 14: 人民币汇率与国债利率 (USD/CNY, %)	10
图 15: DR001 和美国联邦基金利率 (%)	12
图 16: 人民币汇率和长短端率 (USD/CNY, %)	12
图 17: 2015-2022 年各年的人民币汇率贬值幅度 (USD/CNY, %)	13
图 18: 人民币汇率和美元指数 (USD/CNY, 点)	14
图 19: 美国经济有所反弹	14
图 20: 欧元兑美元、美元指数 (EUR/USD, 点)	14
图 21: 2022 年 1-9 月 SDR 篮子非美货币贬值幅度 (%)	14
图 22: 出口转弱加大人民币贬值压力 (USD/CNY, %)	14
图 23: 10 年中美利差降幅加大 (%)	14
图 24: 美国消费回升 (%)	15
图 25: 美国就业恢复 (% , 千人)	15
图 26: 美国 CPI 季调环比 (%)	15
图 27: 9 月美联储加息点阵图	15
图 28: 2015 年以来央行对冲人民币贬值的汇率政策 (USD/CNY)	17
图 29: 外汇储备金额与环比 (亿美元, %)	18
图 30: M2 增速与外汇储备增速 (%)	18

表格目录

表 1: 2021-2022 年央行关于维护币值稳定的相关表述	11
表 2: 2022 年 6 月以来央行对货币政策“以我为主，内外均衡”的相关表述	18

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026