

货币政策与流动性观察

年内人民币汇率将在新中枢窄幅震荡

核心观点

年内人民币汇率将在新中枢窄幅震荡

我们认为本轮人民币汇率调整是内外部因素叠加下的市场纠偏。主要有以下三方面因素作用：

一是强势美元。美联储强势加息叠加地缘政治因素促使美元指数快速突破110大关，创下近20年新高。尽管如此，人民币汇率仍然展现出较强韧性。一方面人民币贬值幅度不到美元升值幅度一半，另一方面人民币兑全球其它主要币种持续升值。

二是中美货币政策背离。今年3月美联储首次加息后中美利差迅速归零。8月以来美国10年国债收益率再度拉升，中美利差已经扩大到-100bp以上。可见，4月和8月中美利差的迅速收窄和转负，是中美汇率出现调整的主要动因之一。

三是我国内外需转弱。一方面，随着美欧宏观刺激退潮和全球供应链修复，今年中国出口增速中枢有所回落，4月受上海疫情影响出口增速下滑，一定程度上构成了汇率利空预期。8月我国出口增速再次逆季节性大幅放缓。另一方面，在今年疫情反复扰动和私人部门预期转弱的影响下，我国内需同样走弱，对经济增长构成拖累。

前瞻地看，多空因素交织下，年内人民币汇率或将呈现“上有顶，下有底”格局，新波动中枢位于7.0附近。人民币汇率的贬值压力在年内仍将继续存在，特别是随着美欧衰退预期增强，对我国外贸带来的冲击可能加剧。尽管如此，人民币汇率仍有多方面力量的支撑：

首先，央行汇率“工具箱”种类丰富且弹药充足。但需要注意，央行对汇率的关注更多在于防止形成单边贬值预期。汇率作为宏观经济和国际收支的重要“稳定器”，未来围绕合理均衡水平的“双向浮动”仍将是常态。

其次，我国经济基本面改善有望对汇率形成支撑。近期我国经济运行呈现企稳向好的修复态势。此外，我国年内通胀压力整体可控。中外“经济差”、“通胀差”有望部分对冲美元继续走强带来的影响。

流动性观察

外部环境方面，美联储再次加息75bp，并将缩表速度提升至“600+350”亿美元/月的终端速率。

国内利率方面，国庆节后（10月8-9日）超短端利率较节前显著回落，隔夜利率下行幅度大于7天利率。

国内流动性方面，国庆节前（9月26-30日）考虑到跨节跨季资金需求，央行明显加大资金投放力度，净投放资金8680亿元。

债券发行方面，国庆节前（9月26-30日）政府债净融资270.5亿元；同业存单净融资-687.8亿元；企业债券净融资-1116.4亿元。

风险提示：政策调整滞后，疫情再度扩散，经济增速下滑。

经济研究 · 宏观周报

证券分析师：董德志

021-60933158

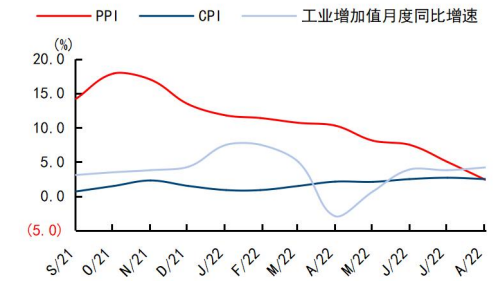
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	5.80
社零总额当月同比	5.40
出口当月同比	7.10
M2	12.20

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济宏观周报-政策支持下国内经济仍有继续向上修复的空间》——2022-10-11
- 《宏观经济宏观周报-本周国内消费和投资景气均有所回升》——2022-09-26
- 《宏观经济宏观周报-国信高频宏观扩散指数在持续6周上升后开始遭遇阻力》——2022-09-20
- 《宏观经济宏观周报-8月出口增速下降并不意味着趋势性回落的开始》——2022-09-13
- 《海外宏观双周报-浅谈美国劳动力市场“三个问题”》——2022-09-07

内容目录

每周观点：人民币汇率将在新中枢窄幅震荡	4
哪些因素导致了本轮汇率快速调整？	4
接下来怎么看？	6
流动性观察	7
外部环境：美联储继续加息 75bp，缩表再提速	7
国内利率：节后超短端利率显著回落	8
国内流动性：国庆前央行加大跨季跨节资金投放	10
债券融资：节后政府债券融资提速	12
汇率：美元指数“一枝独秀”	13
免责声明	14

图表目录

图 1: 去年 9 月到今年 4 月人民币汇率与美元指数走势背离	4
图 2: 下半年人民币指数基本保持稳定	5
图 3: 4 月、8 月中美利差迅速收窄和转负	5
图 4: 4 月、8 月中国出口失速	5
图 5: 美联储关键短端利率	7
图 6: 欧央行关键短端利率	7
图 7: 美联储关键短端利率	8
图 8: 欧央行关键短端利率	8
图 9: 央行关键利率	8
图 10: LPR 利率	8
图 11: 短端市场利率与政策锚	9
图 12: 中期利率与政策锚	9
图 13: 短端流动性分层观察	9
图 14: 中长端流动性分层观察	9
图 15: SHIBOR 报价利率	9
图 16: 中美利差	9
图 17: “三档两优”准备金体系	10
图 18: 央行逆回购规模（本周投放截至周一）	10
图 19: 7 天逆回购到期与投放	10
图 20: 14 天逆回购到期与投放	10
图 21: MLF 投放跟踪	11
图 22: MLF 投放季节性	11
图 23: 银行间回购成交量	11
图 24: 上交所回购成交量	11
图 25: 债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）	12
图 26: 政府债券与同业存单净融资	12
图 27: 企业债券净融资与结构	12
图 28: 主要货币指数走势	13
图 29: 人民币汇率	13

每周观点：人民币汇率将在新中枢窄幅震荡

9月28日，人民币在岸、离岸汇率分别跌破7.2人民币/美元的关键点位，分别收盘于7.25和7.23人民币/美元。该位置已低于2019年8月中美贸易摩擦背景下创下的7.17人民币/美元前低，人民币兑美元汇率回到2008年初时的水平。

哪些因素导致了本轮汇率快速调整？

我们认为本轮人民币汇率调整是内外部因素叠加下的市场纠偏。“811”汇改以来，人民币汇率和美元指数走势上展现出较强的相关性。但去年9月起的半年时间里，人民币走出独立行情：人民币兑美元汇率和美元指数走势显著背离，在美元走强的同时人民币汇率仍然保持坚挺。其主要支撑力量来自去年我国出口的持续超预期表现（特别是去年下半年海外补库存周期带来出口商品价格拉升）以及随之而来的企业结汇需求。今年4月人民币兑美元汇率开始迅速调整，而8月中旬以来的走弱延续了这个逻辑，将人民币前期积累的贬值压力的进一步释放。

图1：去年9月到今年4月人民币汇率与美元指数走势背离



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

具体而言，主要有以下三方面因素作用：

一是强势美元。去年中期以来，随着疫后美国经济在海外主要经济体中率先复苏，叠加美联储逐步释放转向信号，美元指数从90的阶段低位开始触底反弹。今年以来，高通胀压力下美联储保持强劲的加息态势，叠加地缘政治摩擦带来的避险需求等多方面因素，美元指数一路走高，并在美联储9月议息会议进一步提升本轮加息终点预期后一举突破110大关，创下近20年新高。

需要注意的是，人民币汇率在美元快速升值的过程中仍展现出了较强韧性。美元自去年6月以来累计升值约21.4%，但同期人民币兑美元仅贬值约8.9%。与此同时，人民币指数基本保持稳定，人民币兑其它国际主要币种持续升值。截至9月30日，人民币兑英镑、人民币兑欧元、人民币兑日元分别升值约13.0%、10.0%和18.9%。

图2：下半年人民币指数基本保持稳定

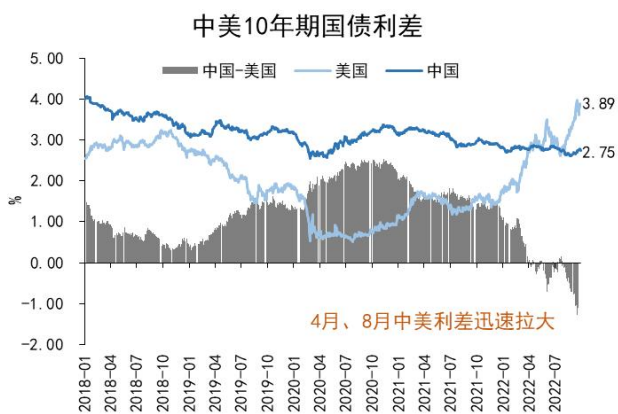


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

二是中美货币政策背离。随着“控通胀”成为美国的首要目标，“稳增长”成为中国的政策重心，经济周期错位使两国货币政策立场分化。去年底以来，美联储货币政策急剧转向，货币政策正常化进程提前启动：去年12月启动Taper，今年3月Taper提前结束并开始首次加息，6月开启缩表。与此同时，人民银行“以我为主”采取了相对宽松的政策立场，通过两次降准、两次降息加速推动“宽信用”落地。

中美政策分化使中美利差迅速缩窄并转负，进而作用于汇率和跨境资金。美联储宣布Taper后，中美利差从去年下半年140bp附近的中枢水平收窄，并在今年3月美联储首次加息后迅速归零。8月以来，随着美国10年国债收益率再度拉升，中美利差已经扩大到-100bp以上。可见，4月和8月中美利差的迅速收窄和转负，是中美汇率出现调整的主要动因之一。

图3：4月、8月中美利差迅速收窄和转负



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：4月、8月中国出口失速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

三是我国内外需转弱。一方面，外需整体趋于回落，中国出口高增速难以延续。疫情爆发后，我国率先控制疫情，生产快速恢复。在海外需求效应和替代效应的作用下，中国制造在全球份额显著上升，出口持续高速增长，结汇需求是前期支撑人民币汇率走出独立行情的重要原因。今年以来，随着美欧宏观刺激退潮和全

球供应链修复，中国出口增速中枢有所回落，4月受上海疫情影响出口增速下滑，一定程度上构成了汇率利空预期。8月我国出口增速再次逆季节性大幅放缓，从5-7月17.6%的平均水平大幅下降至7.1%。另一方面，在今年疫情反复扰动和私人部门预期转弱的影响下，我国内需同样显著走弱，对经济增长构成拖累。

接下来怎么看？

多空因素交织下，我们认为年内人民币汇率将呈现“上有顶，下有底”格局，新波动中枢位于7.0附近。前述人民币的贬值压力在年内仍将继续存在，特别是随着美欧衰退预期增强，对我国外贸带来的冲击可能加剧。尽管如此，人民币汇率仍有多方面力量的支撑：

首先，央行汇率“工具箱”种类丰富且弹药充足。央行汇率管理工具可以大致分为预期管理、流动性调节、跨境资本管制和直接干预等种类。在人民币汇率突破7.2当天，全国外汇市场自律机制召开电话会议；央行货币政策委员会三季度例会也释放出明确的“稳汇率”信号。这两者可以归类为预期管理工具。5月、9月两次下调的外汇存款准备金率和本周上调的外汇风险准备金率，则可以理解为流动性调节工具。需要注意的是，央行对本轮人民币汇率的市场化调整总体呈较为开放的态度，对汇率的关注点更多在于防止形成单边贬值预期，而非改变汇率走势。汇率作为宏观经济和国际收支的重要“稳定器”，未来围绕合理均衡水平的“双向浮动”仍将是常态。

其次，我国经济基本面改善有望对汇率形成支撑。随着稳增长政策进一步落地发力和疫情防控精细化，我国经济运行呈现企稳向好的修复态势。此外，在全球通胀高企的大环境下，我国物价水平仍然保持基本稳定，年内通胀压力整体可控。中外“经济差”、“通胀差”有望部分对冲美元继续走强带来的影响。

流动性观察

外部环境：美联储继续加息 75bp，缩表再提速

美联储

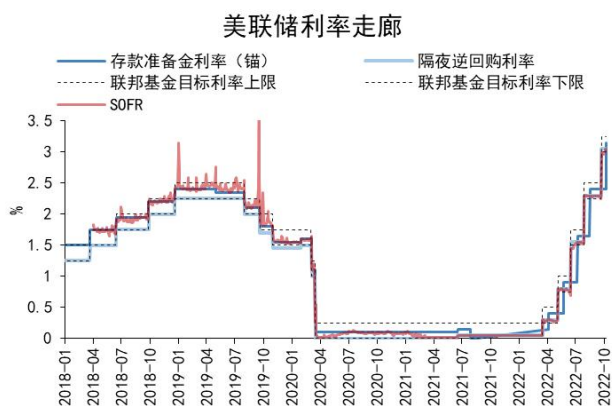
9月22日，美联储FOMC做出继续加息75bp的决定，符合市场预期。本次加息后，美国政策利率目标区间提升至3-3.25%，超过前一轮加息周期最高点；两大管理利率——存款准备金利率（IORB）与隔夜逆回购利率（ON RRP）分别位于3.15%和3.05%。受加息影响，上周五（10月7日）SOFR利率较加息前（9月21日）上升80bp至3.05%。

同时，美联储如期将缩表速度提升至“600+350”的终端速率，即每月600亿美元国债和350亿美元MBS。按此估算，美联储每年约可缩减资产负债表规模1.1万亿美元左右。当前（截至10月4日）美联储资产负债表规模为8.76万亿美元，较前一周减少365.1亿美元，约为今年4月本次缩表初期资产负债表历史最高值（8.965万亿）的97.7%。

欧央行

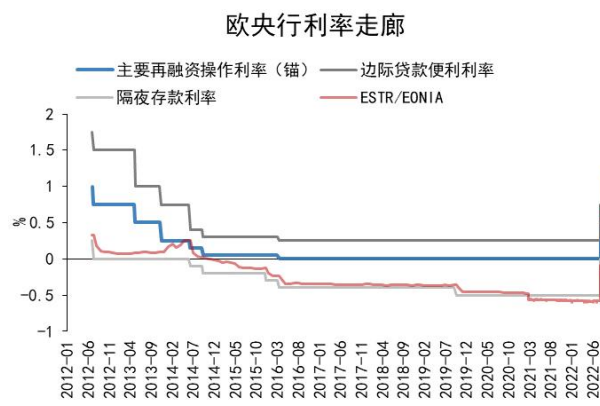
欧央行9月议息会议加息75bp后，欧央行三大关键利率，主要再融资操作（MRO）、边际贷款便利（MLF）和隔夜存款便利（DF）利率分别位于1.25%、1.5%和0.75%。欧元短期利率（ESTR）上周五（10月7日）较9月30日上升2bp至0.66%。

图5：美联储关键短端利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：欧央行关键短端利率

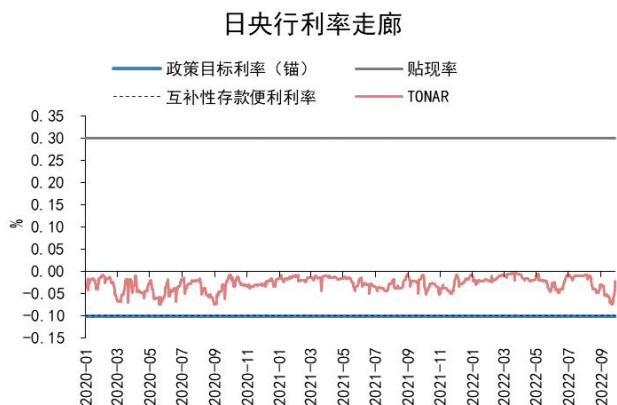


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

日央行

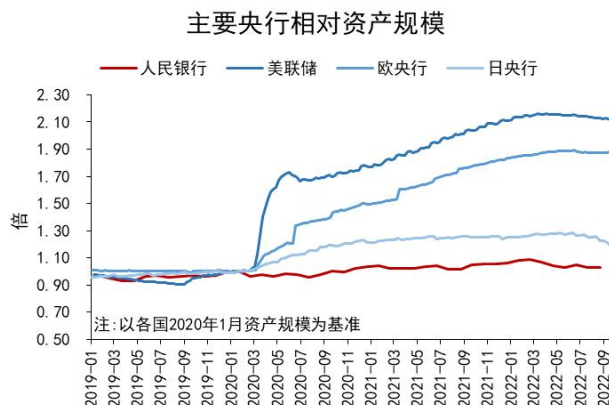
日本央行三大关键利率，政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率分别保持在-0.1%、0.3%和-0.1%不变。东京隔夜平均利率（TONAR）上周五（10月7日）较9月30日上升5bp至-0.02%。

图7: 美联储关键短端利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 欧央行关键短端利率



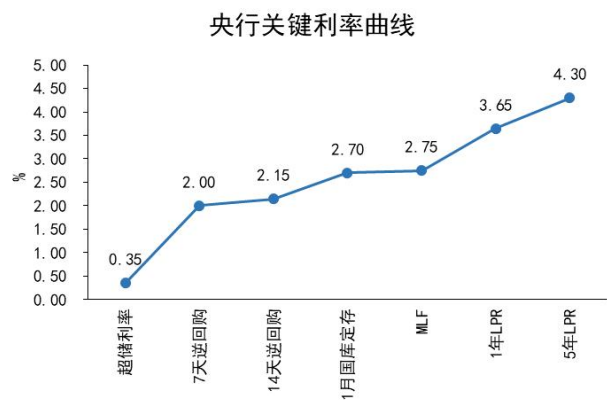
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国内利率：节后超短端利率显著回落

央行关键利率

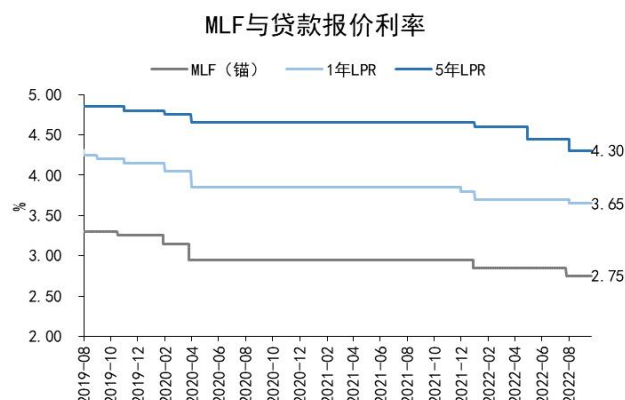
9月20日，9月贷款市场报价利率（LPR）公布，1年期与5年期及以上均无变化，分别维持在3.65%和4.3%。央行其它关键利率无变化。

图9: 央行关键利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: LPR利率



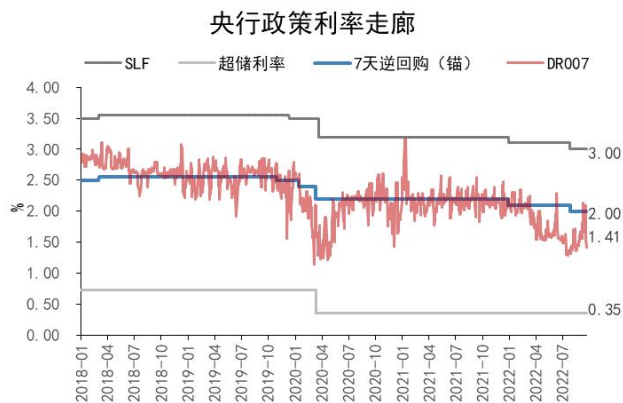
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

市场利率

短端利率方面，国庆节后（10月8-9日）超短端利率较节前显著回落，隔夜利率下行幅度大于7天利率。10月9日R001、DR001与GC001较节前最后一个工作日（9月30日）分别大幅下降94bp、95bp和94bp；而R007、DR007、GC007分别下降72bp、68bp、72bp。

中长端利率方面，国庆节后（10月8-9日）商业银行1年期同业存单发行利率小幅下行。国有行、股份行和城商行发行利率较节前最后一个发行日分别下行3bp和2bp和4bp至1.95%、2.00%和2.33%。

图11: 短端市场利率与政策锚



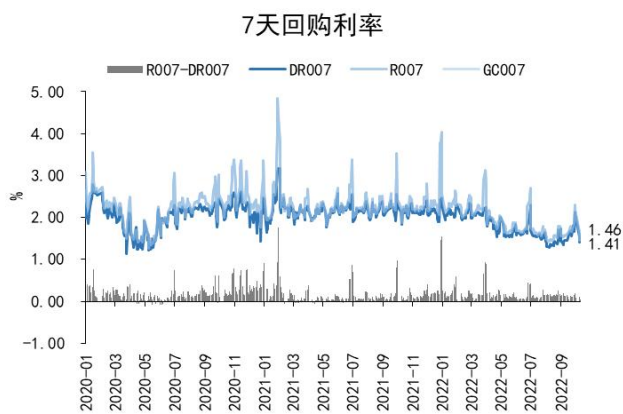
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 中期利率与政策锚



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 短端流动性分层观察



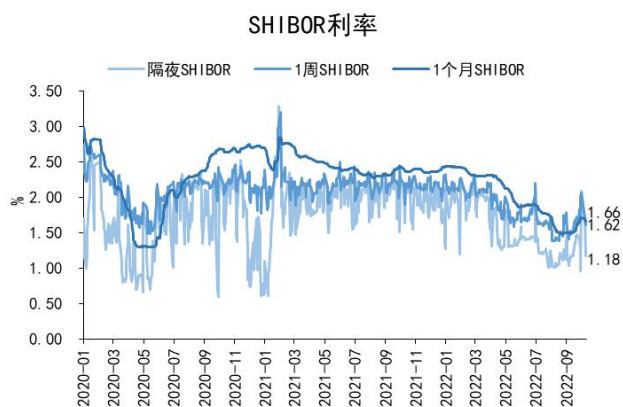
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 中长端流动性分层观察



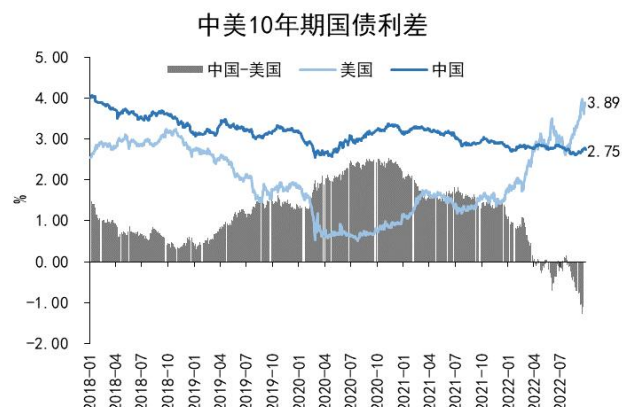
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: SHIBOR 报价利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 中美利差



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

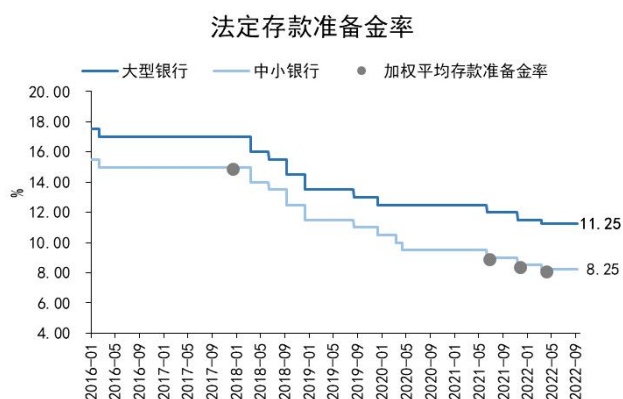
国内流动性：国庆前央行加大跨季跨节资金投放

国庆节前（9月26-30日），考虑到跨节跨季资金需求，央行明显加大资金投放力度，净投放资金8680亿元。其中：7天逆回购净投放5110亿元（到期100亿元，投放5210亿元）；14天逆回购净投放3570亿元（到期0亿元，投放3570亿元）。

本周（10月10-16日），央行逆回购将到期3760亿元，其中7天逆回购到期190亿元，14天逆回购到期3570亿元。截至本周一（10月10日）央行7天逆回购投放210亿元，14天逆回购投放0亿元。

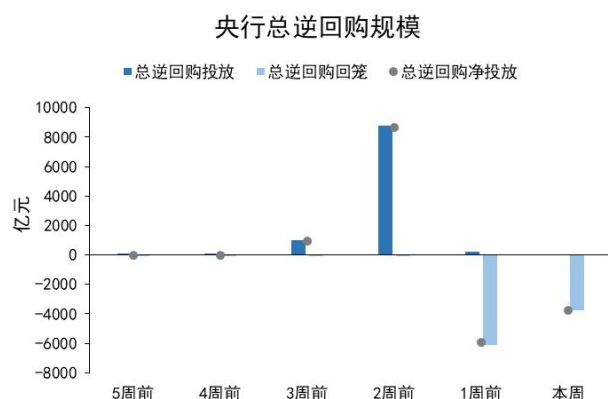
国庆节前（9月26-30日），银行间市场质押回购平均日均成交4.97万亿，较前一周（9月19-23日，6.67万亿）减少1.7万亿。隔夜回购占比为71.9%，较前一周（89.6%）下降17.7pct。

图17：“三档两优”准备金体系



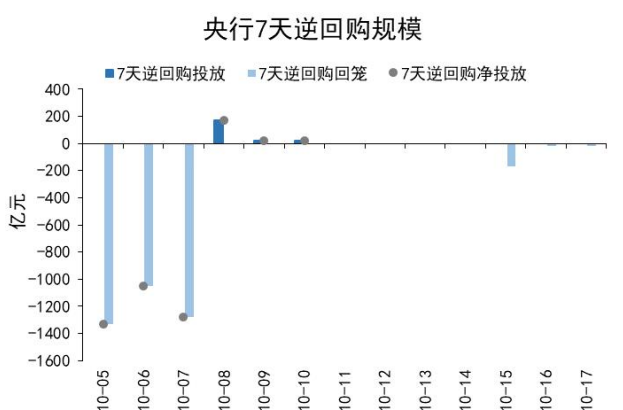
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18：央行逆回购规模（本周投放截至周一）



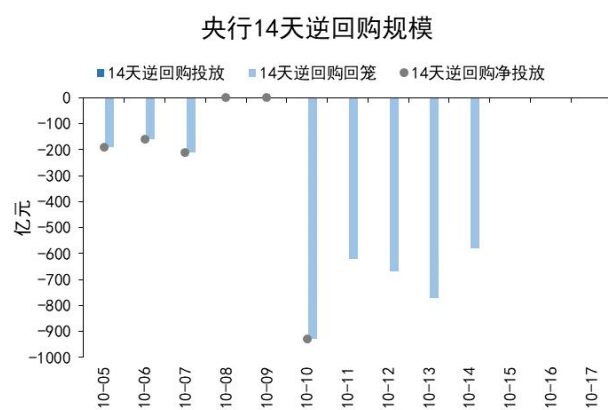
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19：7天逆回购到期与投放



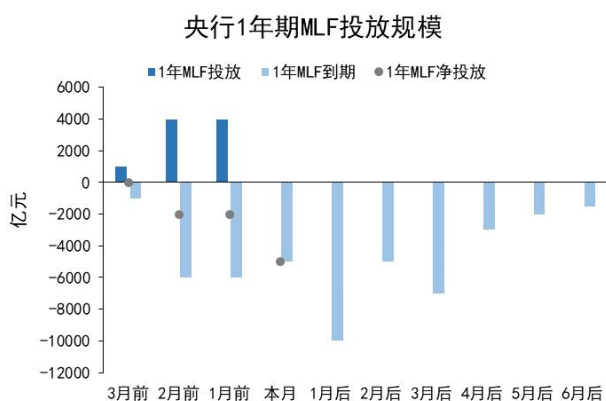
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20：14天逆回购到期与投放



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 21: MLF 投放跟踪



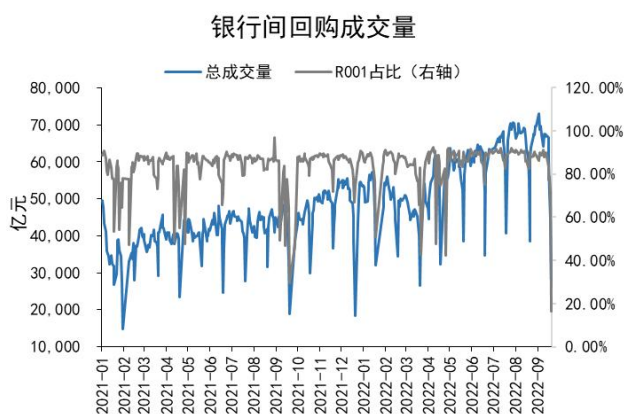
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 22: MLF 投放季节性



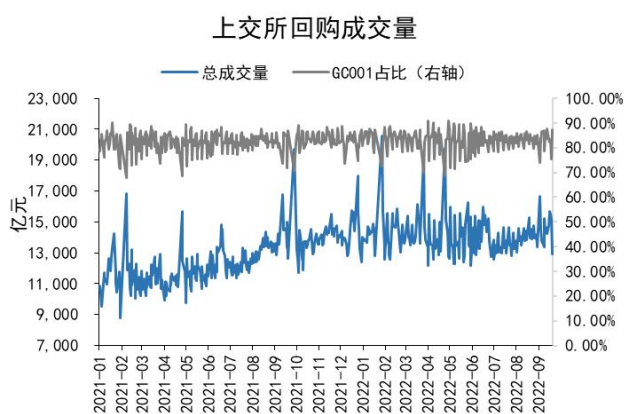
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 23: 银行间回购成交量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: 上交所回购成交量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

债券融资：节后政府债券融资提速

政府债国庆节前（9月26-30日）共计发行1084.7亿元，净融资270.5亿元，较前一周（9月19-23日）的1496.2亿元大幅下降。本周计划发行4048.1亿元，净融资额预计为2054.4亿元。

同业存单国庆节前（9月26-30日）共计发行2851.6亿元，净融资-687.8亿元，较前一周（9月19-23日）的3044.4亿元大幅下降。本周计划发行257.7亿元，净融资额预计为-2994.7亿元。

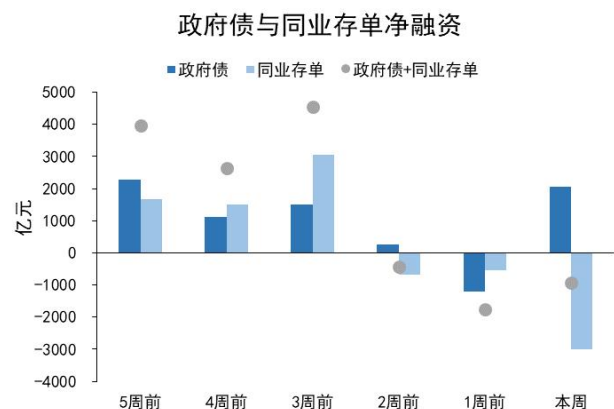
企业债券国庆节前（9月26-30日）共计发行2851.8亿元，净融资-1116.4亿元，较前一周（9月19-23日）的892.3亿元大幅下降。其中城投债融资贡献约10.3%。本周计划发行862亿元，净融资额预计为-1204.4亿元。

图25：债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）

单位：亿元	本周												国庆节前一周	
	周一		周二		周三		周四		周五		合计		合计	
	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资
政府债	755.5	-689.5	425.4	399.4	1433.9	1264.5	14.9	-55.3	1418.5	1370.0	4048.1	2054.4	1084.7	270.5
国债	400.0	-934.0	0.0	0.0	1340.0	1340.0	0.0	0.0	1320.0	1320.0	3060.0	1726.0	630.0	-34.2
地方政府一般债	93.3	-14.1	250.9	232.1	0.0	-104.3	14.9	-24.4	98.5	65.8	457.6	109.0	267.0	212.6
地方政府专项债	262.2	258.6	174.5	167.3	93.9	28.8	0.0	-30.9	0.0	-15.8	530.6	219.4	187.7	92.1
同业存单	257.7	236.1	0.0	-438.0	0.0	-373.5	0.0	-1215.9	0.0	-838.0	257.7	-2994.7	2851.6	-687.8
企业债	401.8	156.5	316.4	-5.0	34.5	-244.5	101.8	-138.8	7.5	-498.1	862.0	-1204.4	2851.8	-1116.4
城投债	134.8	56.6	77.2	-56.0	0.0	-35.0	0.0	-76.9	0.0	-88.7	212.0	-350.2	938.0	-114.7
产业债	126.0	-41.1	172.2	-16.1	34.5	-268.7	101.8	-77.0	7.5	-473.1	442.0	-1200.0	1943.8	-1029.4

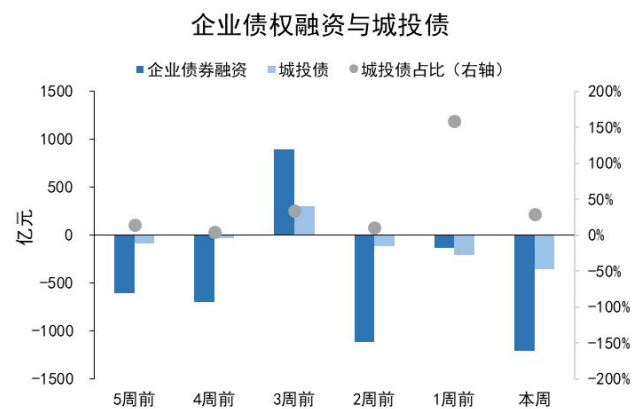
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图26：政府债券与同业存单净融资



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图27：企业债券净融资与结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

汇率：美元指数“一枝独秀”

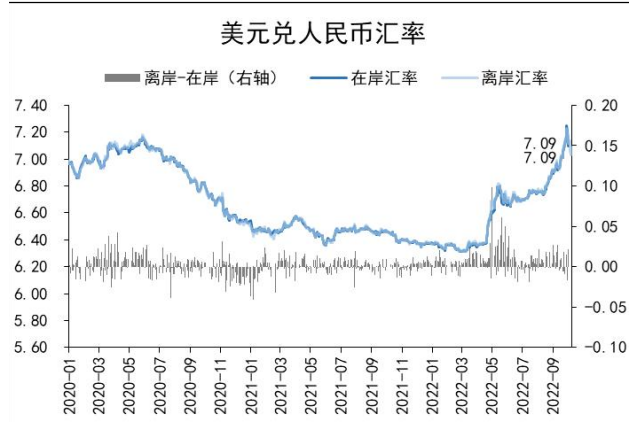
国庆节前（9月30日）人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周小幅下降0.56至101.03，同期美元指数下降0.88至112.15。9月30日，美元兑人民币在岸汇率从前一周末的7.11下降约200基点至7.09，离岸汇率从7.10上升约100基点至7.11。

图28：主要货币指数走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图29：人民币汇率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032