

汇率贬值压力下还会降息吗？

2022年10月27日

我们之前提到人民币汇率定价的三个“路标”，中国出口、美元指数以及中国国内经济增长。这三个变量目前仍未看到方向变化，预计未来人民币仍然偏软。

LPR已经连续两个月维持利率不动，恰逢8月中下旬以来人民币汇率持续贬值，市场疑虑再起，汇率贬值是否制约货币政策？

➤ 回答汇率贬值是否制约货币，不妨先来回溯历史，观察经验现象。

人民币打开双向波动以来，明显贬值趋势总共有三段时期。分别是2014至2015年，2018至2019年，2020年上半年。

这三段时期无一例外，都是汇率贬值同时央行连续货币宽松。经验告诉我们，人民币贬值并不改变货币宽松趋势。

每当面对汇率稳定和货币宽松，这对经典的“内外均衡”矛盾时，央行都会选择货币以我为主，即以宽货币来应对国内增长压力。

一面是货币宽松，另一面是汇率贬值。每逢贬值压力较大时期，央行会动用多种汇率管理工具，打破汇率超贬的螺旋机制，尽量控制汇率过快贬值、过度贬值。

➤ 稍微不同的是每段时期央行动用的外汇管理工具有所差异。

2014年至2015年央行主要动用外汇储备，这一传统外汇管理工具来维稳汇率。2018至2019年，央行面对再度承压的人民币汇率，开始尝试使用逆周期调节因子、外汇风险准备金率调整等措施。

2020年初，央行面对疫情冲击，毫不犹豫第一时间启动货币宽松，连续多次降息，宽松力度之大创近年之最。尽管当时人民币汇率快速贬值，从6.9贬至7.1。

还有一个细节值得关注，央行对人民币汇率的具体点位没有绝对“迷思”。

以2019年为例，人民币汇率一度逼近“7”这一交易的关键点位，央行明确表示是否破7，并不能成为人民币汇率定价锚。

人民币汇率破7之后，央行连续降息，汇率显然没有成为宽货币的实质性掣肘。

➤ 强美元周期之下，当下大国货币“以我为主”的三点支撑因素

汇率贬值同时宽松货币，短期内可能会对汇率形成较大压力。只要扛过短期资金流出压力，中长维度上看，稳定国内经济运行秩序，反而更有利于稳定汇率。**这也是大国货币“以我为主”第一点支撑因素。**

本轮贬值趋势之下，人民币汇率屡破关键点位。然而截止9月底，本轮人民币贬值并没有引发大规模的资金外流，跨境资金整体保持净流入状态。不仅如此，当下商业银行承受的外汇资金压力并不大。这两点金融特征意味着，未来贬值同时货币宽松压力可控，**这是当下大国货币“以我为主”的第二点支撑因素。**

目前央行有充分的外汇管理工具，可有效缓解汇率急速贬值压力，缓解“内外均衡”矛盾。**这是当下大国货币“以我为主”的第三点支撑因素。**

➤ 货币仍将“以我为主”，后续仍有降息空间

8月中下旬以来，人民币汇率在关键敏感点位徘徊，这可能会延缓降息节奏，但并不代表降息进程结束。地产仍在“磨底期”，出口四季度或仍在正增长区间，降息既利于经济回暖，防范地产风险扩散，又可以避免汇率出现大幅波动。**我们预计四季度仍可能降息，最快时点或在11月，预计5年期LPR仍是调降重点。**

风险提示：疫情发展超预期，海外通胀超预期，出口下滑超预期



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

1.9月财政数据点评：财政“疲态”的两点启示-2022/10/26

2.宏观专题研究：四季度美债利率或在4%-2022/10/25

3.9月经济数据点评：如何理解9月出口和经济数据-2022/10/24

4.全球大类资产跟踪周报：美债收益率再创新高，人民币汇率承压-2022/10/23

5.月度高频数据追踪：数据真空期，我们需要关注什么-2022/10/20

目录

引言	3
1 历史经验显示汇率贬值并不制约宽货币进程	4
2 2014-2015 年：货币宽松同时外储下降	5
3 2018-2019 年：货币宽松同时汇率破 7	7
4 2020 年上半年：汇率与货币政策的极端测试	8
5 本轮贬值周期并没有出现大幅资金外流	9
6 大国货币政策以我为主，降息窗口仍在	10
7 风险提示	12
插图目录	13

引言

当前全球央行仍在加息浪潮之中，美元指数持续走强，非美货币纷纷走弱，美联储对抗通胀的姿态颇为强势，非美经济体货币政策难以转向宽松。

日本央行保持货币政策宽松不变，承受日元汇率贬值，除去日本之外，鲜少有主流央行面对强势美元仍保持货币宽松。

当前人民币汇率贬值压力仍存，国内经济动能偏弱，汇率是否会制约当前国内货币政策宽松空间成为市场焦点。

本文将从内外两个层面阐述当前时点上，货币政策保持宽松的必要性和可行性。

1 历史经验显示汇率贬值并不制约宽货币进程

从人民币汇率双向波动以来，总共有三段典型时期：人民币汇率贬值，但央行坚持宽货币的历史经验：

第一段是 2014 年-2015 年，外汇储备下降，对冲汇率贬值压力，连续宽货币刺激国内需求回暖。

第二段是 2018 年-2019 年，央行打破市场对人民币汇率关键位点的“迷思”，货币政策坚持“以我为主”。

第三段是 2020 年上半年，短期疫情冲击经济，同时汇率快速贬值，在此局面下，稳国内经济依然是货币政策的最高优先级。

图1：中美货币政策与美元兑人民币汇率



资料来源：wind，民生证券研究院

2 2014-2015 年：货币宽松同时外储下降

2014 年以来汇率主要保持在 6.1-6.2 区间内窄幅波动，但其实自 2014 年下半年开始，外汇储备就已经出现下降的情况，但央行采取的措施是优先刺激国内经济，稳固经济基本面，来维持汇率稳定。

美联储货币政策正常化周期开启，汇率压力开始显现，但央行坚持宽货币。

2013 年 12 月，美联储开启 Taper，标志着 2008 年金融危机之后，美国宽松货币政策转向正常化。

2014 年下半年开始，人民币汇率压力开始显现，央行外汇储备规模开始下降。

当时国内需求极度疲弱，房地产处于下行周期，地产销售同比持续为负，PPI 持续为负且进一步走弱，同时出口也在下滑。

对外汇率贬值，对内经济压力，这种典型的内外均衡困境下，央行选择稳定国内需求。

自 2014 年下半年连续降低贷款基准利率，宽货币以确保国内需求回暖。

2015 年底，美联储加息正式开启，全球非美货币进入贬值周期，央行继续“以我为主”，多次降息降准。

2015 年，在美联储加息势在必行的情况下，央行依然坚持宽货币。

“811 汇改”之后，人民币汇率贬值情绪快速宣泄，央行依旧并不吝惜货币政策发力，依然采取两次降息和三次降准。

直到 2016 年初，国内经济动能明显回暖，央行结束了这一轮货币政策宽松的进程，可见当时人民币贬值并未对国内货币政策形成强制约。

图2：2014-2015 年外汇储备规模下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

3 2018-2019 年：货币宽松同时汇率破 7

2018 年，美联储多次加息，全球新兴市场货币暴跌。

国内金融体系改革持续推进，央行重启逆周期调节因子，一方面避免汇率持续单边贬值，另一方面，在出口和房地产两大部门增长动能均有所走弱的情况下，央行连续降准，稳定国内经济。

2019 年下半年，即使美联储进入降息周期，但其缩表进程仍在继续，美国货币市场一度爆发流动性危机，非美货币再次承受巨大压力。

再次面临人民币汇率即将破 7 时，央行采用的方式是让汇率定价释放压力，同时国内货币宽松。

央行表态打破了市场关于人民币汇率关键位点的“迷思”：“7”不是年龄，过去就回不来了，也不是堤坝，一旦被冲破大水就会一泻千里；“7”更像水库的水位，丰水期的时候高一些，到了枯水期的时候又会降下来，有涨有落，都是正常的。”

与此同时，为应对当时去杠杆引发的金融收缩，央行连续降息降准，稳定金融体系现金流稳定。

图3：2018-2019 年也经历了一轮强美元周期



资料来源：wind，民生证券研究院

4 2020 年上半年：汇率与货币政策的极端测试

2020 年年初国内疫情开始对经济造成冲击，人民币汇率迅速从 6.9 贬值至 7.1。面对疫情冲击，央行毫不犹豫地在第一时间进行货币宽松，连续多次降息，宽松力度之大创近年之最。即便汇率快速贬值，稳国内经济的依然是央行货币政策的最高优先级。

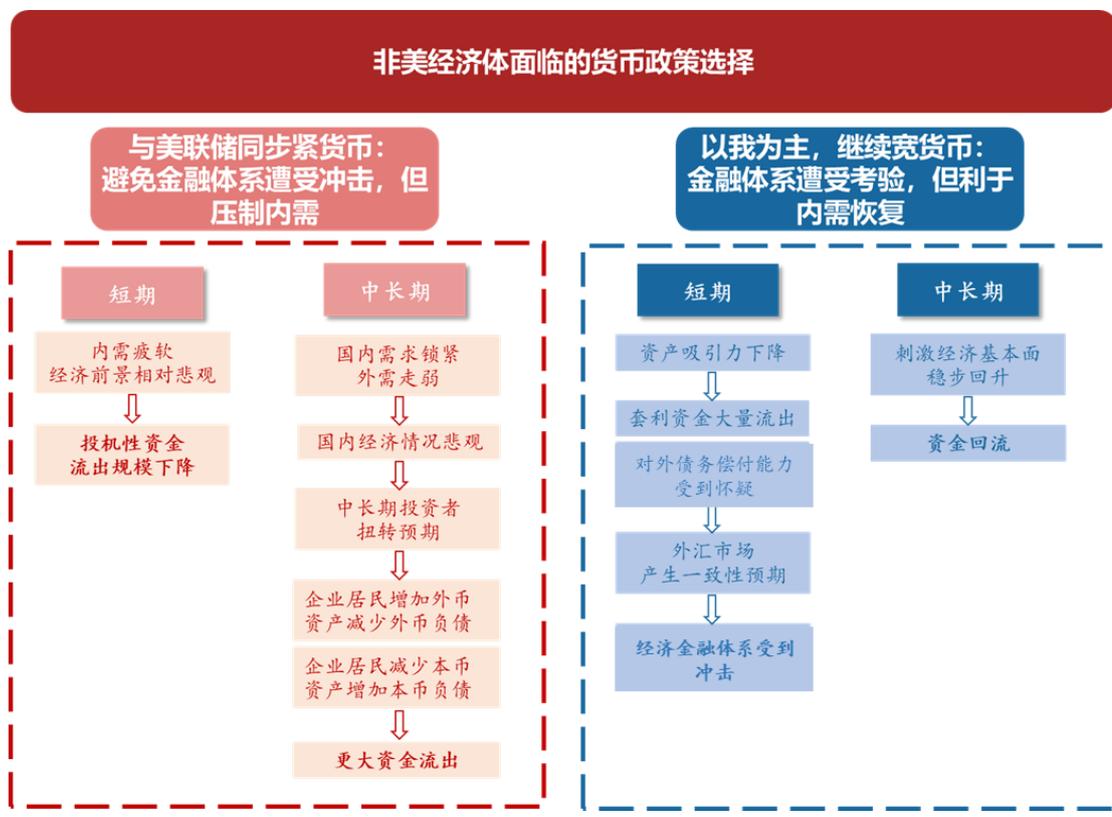
我们认为 2020 年的经验可以视作一次极端测试：在汇率快速贬值和经济下滑二者中，货币政策如何抉择。

短期内来看，如果货币政策优先保持汇率稳定，但由于货币政策难以宽松，国内信贷活动收缩，经济走弱，中长期维度上，汇率仍会面临大幅贬值的问题。

如果货币政策优先刺激经济回暖，宽松的货币政策，短期内可能会引发跨境资金流出，对汇率形成较大压力。但随着经济基本面稳步回升，跨境资金仍然可能会回流。

中长维度上看，“以我为主”的货币政策对于国内经济更有利，也更有利于从根本上稳定汇率。

图4：海外加息，面临货币贬值压力下非美经济体的政策选择



资料来源：民生证券研究院绘制

5 本轮贬值周期并没有出现大幅资金外流

人民币汇率贬值对央行货币政策形成制约的关键一环：宽货币会引发跨境资金流出，会对汇率和经济造成较大的冲击。历史上相关经验被反复演绎。

本轮周期有所不同，尽管人民币持续贬值，但当前并没有出现严重的资金外流。

与 2015 年-2016 年、以及 2018-2019 年的人民币贬值状况不同，当前人民币贬值并不是所谓资本外流导致。

得益于出口韧性，当前仍有较强外汇资金流入，无论是银行外汇收付款还是结售汇，当前仍保持顺差。

另外，当前商业银行的外汇流动性仍然充裕。

商业银行作为中国汇率市场的最重要参与者，其外汇流动性依然充裕，也就意味着贬值对金融体系的压力并不大。这主要得益于 2020 年以来，大量的外汇资金流入并没有形成外汇储备，而是留存在商业银行体系之中，形成了“缓冲垫”。

最后，当前贬值并没有对金融市场造成较大的扰动。

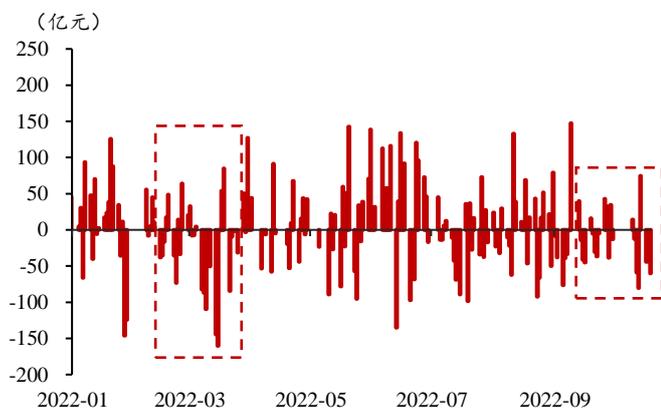
其一，从实际资金流动的角度来看，对金融市场的冲击并不大，或主要影响投资者情绪。

其二，北上资金并没有持续大幅流出 A 股市场，当前北向资金流入的情况相比于今年其他时间端略显平淡，尤其是净流出情况远不及今年 4 月。

其三，债券市场，境外机构持有债券数量变动也出现收缩，中美利差持续走阔，并没有引发对境外资金持有中国债券的持续抛售。

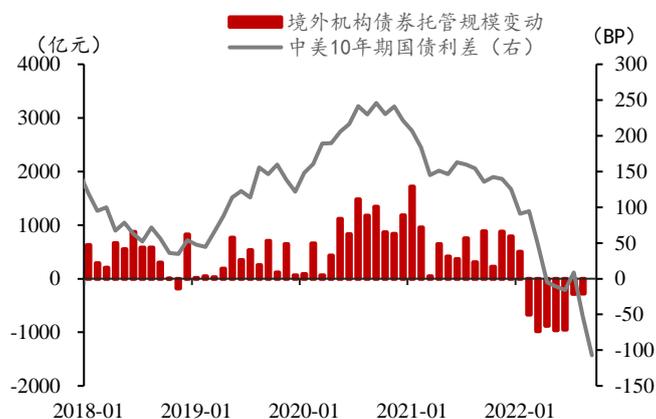
总体来看，我国证券投资从 4 月起净流出逐步缩小，当前净流出的压力并不大，对金融市场的实质冲击有限。

图5：北向资金净流入情况趋于平淡



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：境外机构债券托管规模变动与中美利差



资料来源：wind，民生证券研究院

6 大国货币政策以我为主，降息窗口仍在

当前经济内需动能偏弱，地产部门持续收缩，央行降息周期并未结束。

我们认为，8月下旬以来，汇率持续贬值，当前市场对当前点位较敏感，这可能会延缓降息节奏，但并不代表降息进程结束。

历史上，央行在面对市场比较在意的点位或较强的单边贬值趋势时，均会通过汇率管理工具，弱化市场对人民币贬值的一致性预期，再进行货币宽松的操作。典型的例如2018年，美元兑人民币汇率单边持续贬值，央行先宣布重启逆周期调节因子，待汇率重回双向波动后，连续采取降准稳经济。

2022年以来，截至10月10日人民币相对美元贬值超过11%，当前人民币汇率已经来到了7.2左右，并一度突破7.25的点位，创过去十年的高位。在当前点位下，市场对汇率比较敏感，仓促降息易引发外汇市场的羊群效应，从而导致汇率脱离基本面波动。当汇率在当前中枢双向波动一段时间，降息进程可能仍会继续。

我们预计四季度或仍有降息，最快时点在11月，预计5年期LPR仍是调降重点。

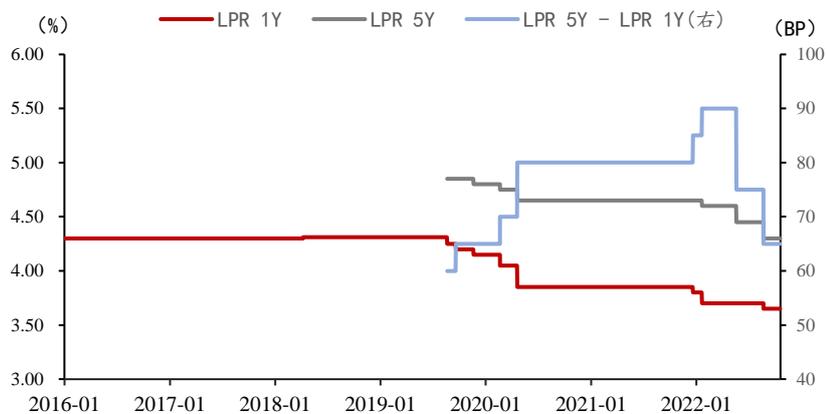
其一，地产仍在“磨底期”，其风险可能进一步扩散。

地产纾困、保交付等一系列政策出台，但当前的现实是：地产仍在磨底，销售情况未见系统性好转，对房企和整个地产市场并未大幅改善。若地产现状持续，可能会对导致冲击进一步向上下游扩散，对经济的压力更大。

其二，出口四季度或仍在正增长区间，可以对冲短期跨境资金流出的风险。

随着海外需求放缓，中国出口增速下滑，势必导致贸易引起的外汇资金净流入规模缩小，这将会加剧跨境资金流动压力，一旦跨境资金的平衡被打破，汇率贬值压力将加大，对金融体系的冲击也将加大，对货币政策的制约更强。所以降息更可能在出口增速仍在正增长的窗口内进行。

图7：1年期和 LPR、5 年期及以上 LPR 及二者差值



资料来源：wind，民生证券研究院

7 风险提示

1) 疫情发展超预期。若本轮疫情影响范围和时间继续超过预期，会导致使得年内经济下行压力进一步加大，同时房地产销售会受制于疫情迟迟无法恢复，进一步挫伤地产企业融资，但疫情后续发展的情况超出本文预测范围。

2) 海外通胀超预期。若海外通胀持续或进一步加剧，引发全球金融市场进一步动荡，对人民币汇率的冲击压力或更大，从而制约央行货币政策。

3) 出口下滑超预期。若海外需求大幅回落，导致出口下滑增速超预期，一方面可能会导致汇率波动加剧，另一方面有可能导致经济压力加大，从而对央行的货币政策产生更大的扰动。

插图目录

图 1: 中美货币政策与美元兑人民币汇率	4
图 2: 2014-2015 年外汇储备规模下滑	6
图 3: 2018-2019 年也经历了一轮强美元周期	7
图 4: 海外加息, 面临货币贬值压力下非美经济体的政策选择	8
图 5: 北向资金净流入情况趋于平淡	9
图 6: 境外机构债券托管规模变动与中美利差	9
图 7: 1 年期和 LPR、5 年期及以上 LPR 及二者差值	11

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。本报告清晰准确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