



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

浅析外汇政策工具的选择

分析师:

王鹏

执业证书编号: S1380516030001

联系电话: 010-88300851

邮箱: wangpeng@gkzq.com.cn

2022年11月14日

随着我国汇率市场化改革不断推进, 外汇政策工具也由之前对价格直接干预和通过用汇审批以控制外汇进出的方式, 逐渐向市场化方向和间接调控方向转变。具体而言, 外汇政策工具主要有两个维度, 一个是影响价格的维度, 一个是影响外汇自由进出的维度。

从影响价格的政策工具来看, 主要有外汇准备金率、远期售汇业务外汇风险准备金率、逆周期因子; 从影响外汇自由进出的工具来看, 主要有跨境融资宏观审慎调节参数、境内企业境外放款宏观审慎调节系数。

下一阶段, 如果美元指数超预期上涨引发人民币快速贬值, 监管层会根据价格工具辅之以宏观审慎的外汇管制工具, 以降低市场的贬值预期, 出台顺序就是影响汇价效果由弱及强, 辅之以流动管理工具。同时, 就人民币兑美元双边汇率而言, 监管层仅是想通过外汇工具降低贬值预期, 而人民币汇率波动由市场决定则是人民币汇率市场化改革的坚定方向, 因为, 其一, 历史经验表明, 外汇工具使用的越多越容易强化市场形成一致的单边预期, 从而与调控意愿背道而驰, 其二, 外汇工具的使用只能延缓波动, 并不能决定人民币汇率最终的均衡价格在哪里, 效果并不一定如监管层所愿, 也与市场化方向相悖。因此, 只要没有发生重大风险, 汇率是由市场决定。

风险提示: 美联储超预期加息, 国内外经济超预期下降, 国内货币政策变动, 地缘冲突加剧升级风险, 台海局势不确定风险, 全球其他黑天鹅事件等均可能导致人民币汇率出现大幅波动。

今年以来，为了放缓贬值速度，监管层先后祭出了外汇管理政策工具，先是将外汇存款准备金从 8% 下调至 6%，之后又上调外汇风险准备金率，外汇政策工具究竟对人民币汇率产生怎样的影响？针对这些问题，试着做一简要分析。

一、汇率市场化改革背景下外汇政策工具的变迁

伴随长达几十年的人民币汇改进程，外汇政策也处于调整和创新中。自 2008 年我国取消强制结售汇制之后，金融机构和企业根据自身对汇率价格的判断自愿开展外汇结售汇，外汇存款大大增加，从而为增强人民币汇率价格弹性提供了从业机构和外汇存款量的市场基础。

2015 年，伴随美联储加息进入平稳期以及国内股市泡沫的回落，汇改时机进一步成熟，监管层开始了“8.11”汇改，主要内容是，除了当天汇价弹性扩大至 2% 以外，最重要的是，第二天开盘价以前一天收盘价为基础，这与 2015 年之前汇改仅扩大 0.5% 或 1% 以及第二天不以前一天收盘价为基础具有本质上的不同，“8.11”汇改使得人民币汇率价格弹性大大增强，汇率波动幅度大幅增加。

市场机构的与日俱增以及价格弹性的大幅增强，使得监管层外汇政策工具也相应作出调整。外汇政策工具由之前对价格直接干预和通过用汇审批以控制外汇进出的方式，逐渐向市场化方向或者间接调控方向转变。具体而言，外汇政策工具主要有两个维度，一个是影响价格的维度，一个是影响外汇自由进出的维度。

从影响价格的政策工具来看，汇改之前，由于市场参与主体较少，人民币汇率的固定程度较高，倘若受到美联储政策周期影响，央行大多运用外汇储备或者窗口指导国有大行进行价格干预以保持汇率平稳；汇改之后，央行从名义上宣布了由市场决定汇率价格，但为防止市场非理性行为，央行仍然出台了“逆周期因子”这一工具，由于这一工具在影响价格上存在模糊特性，因此，该工具被市场作为解读监管层政策取向的重要指标。与此同时，央行运用 2005 年已有的外汇存款准备金率的工具来影响外汇供给量，通过影响供需关系以间接影响汇率，这种间接性的效果在贬值或者升值预期强的情况下，效果会大打折扣。2015 年，随着市场机构参与量的增加，央行出台了远期售汇业务外汇风险准备金率政策工具，这一政策工具实质上变相增加或减少市场机构的外汇合约成本以变相影响购汇价格，这一工具效果较外汇存准率的大，但小于“逆周期

因子”政策工具。

从影响外汇自由进出的工具来看，汇改前，我国主要实行外管局对用汇项目一事一议的事前审批制；汇改后，在货币政策宏观审慎改革框架下，外汇工具调整为跨境融资宏观审慎调节参数和境内企业境外放款宏观审慎调节系数。跨境融资宏观审慎调节参数主要控制外汇流入，当人民币处于贬值通道中，调高该参数以鼓励外汇流入，反之亦然；境内企业境外放款宏观审慎调节系数主要控制外汇流出，当人民币处于贬值通道中，调低该系数以控制外汇流出，反之亦然。较审批制相比，该类资本管制工具更加灵活，在限定额度框架范围内给市场主体一定的空间和自由度，由于该类政策属于流动类政策，往往与价格工具相配合使用。

表 1：各类外汇政策工具及其影响力比较

政策维度	汇改前	汇改后	功能	操作	效果
价格工具	外汇储备干预市场价格	外汇准备金率	通过供给变化间接影响价格	调高减少外汇供给，调低增加外汇供给	弱
		远期售汇业务外汇风险准备金率	间接对人民币对美元汇率加价	调高增加购汇成本，调低降低购汇成本	较强
		逆周期因子	阻止单边价格趋势	在市场算法基础上加入该因子项	强
流动工具	对项目一事一议的事前审批	跨境融资宏观审慎调节参数	控制流入	在外汇贬值通道中，提高参数，鼓励流入	强
		境内企业境外放款宏观审慎调节系数	控制流出	在外汇贬值通道中，降低系数，限制流出	强

资料来源：根据有关资料整理

二、下一阶段外汇政策工具的取舍

下一阶段，如果美元指数超预期上涨引发人民币快速贬值，监管层会根据价格工具辅之以宏观审慎的外汇管制工具，以降低市场的贬值预期，出台顺序就是影响汇价效果由弱及强，辅之以流动管理工具。同时，就人民币兑美元双边汇率而言，监管层仅是想通过外汇工具降低贬值预期，而人民币汇率波动由市场决定则是人民币汇率市场化改革的坚定方向，因为，其一，历史经验表明，外汇工具使用的越多越容易强化市场形成一致的单边预期，从而与调控意愿背道而驰，其二，外汇工具的使用只能延缓波动，并不能决定人民币汇率最终的均衡价格在哪里，效果并不一定如监管层所愿，也与市场化方向相悖。因此，只要没有发生重大风险，汇率是由市场决定。

风险提示：美联储超预期加息，国内外经济超预期下降，国内货币政策变动，地缘冲突加剧升级风险，台海局势不确定风险，全球其他黑天鹅事件等均可能导致人民币汇率出现大幅波动。

分析师简介承诺

分析师简介：王鹏，经济学博士，主要从事长周期下的大类资产配置研究。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层