

央行向市场传递稳定汇率的信号

2023年9月1日公告下调外汇存款准备金率解读

核心内容：

外汇存款准备金率由6%下调至4%，距离历史最低值100BP。自今年7月开始，央行密集使用外汇调节工具，展现态度，稳定人民币汇率预期。7月20日，将企业和金融机构跨境融资宏观审慎调节参数上调，国内企业可以借用外债的空间进一步扩大，促进资金流入。8月22日，在香港发行人民币央行票据，金额创三年来新高，回笼离岸人民币流动性，增加做空成本，防止单边下行，稳定预期。

分析1：稳定人民币汇率是央行重要工作之一。

二季度货币执行报告强调“用好各项调控储备工具，调节外汇市场供求，对市场顺周期、单边行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险”。说明币值稳定的货币政策目标也是央行当前的重要考量。8月美元指数受到经济与金融双重支持走强，叠加8月央行使用降息工具，人民币汇率当下面临现实压力。人民币汇率围绕中间价的波动幅度快速上行到1.52%，为历史较高的水平。央行继续行动，调降外汇存款准备金率展现态度，这有利于稳定人民币汇率预期。

分析2：央行外汇操作不改变趋势，需要等待美联储今年四季度停止加息，明年下半年再次进入降息周期后，中美货币政策周期错位随之改善。

人民币汇率的压力源于中美货币政策错位。中美两国央行的政策利率于2022年11月开始倒挂进入负值区间。预计美国四季度经济放缓但保持韧性和正增长，在美国经济韧性超预期的背景下，我们倾向于美联储可能今年四季度停止加息，明年下半年再次进入降息周期后，中美货币政策周期错位会随之改善。

分析3：我国经济下行也给人民币汇率带来压力，但年内压力逐步缓解。8月公布的经济数据显示宏观经济再次走低，经济下行压力加大。消费、投资、出口均继续下滑，工业生产均超预期下行。这给人民币汇率带来现实压力。但是，PMI数据已连续三个月回升，PPI、大宗商品、库存、出口均处于自身周期的底部区域，内生的经济周期向上叠加逆周期政策的发力将共同推动国内经济在四季度逐步走出谷底，这将缓解经济基本面带给人民币汇率的压力。

我们的判断和政策预期：人民币两大压力年内仍存，预计人民币汇率年内在7.2-7.3区间宽幅震荡。央行会持续关注汇率市场，必要时再次使用外汇管理工具。

中美货币政策周期和中国经济基本面共同影响人民币汇率走势。需要两大压力均出现缓解才能改变人民币趋势。年内央行可能再次降息，存在20BP-30BP下调空间。预计人民币汇率年内可能仍然面临一定压力，在7.2-7.3区间宽幅震荡。央行会持续关注汇率市场，必要时再次使用外汇管理工具。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

主要风险：

1. 通胀上行不及预期的风险
2. 央行货币政策超预期的风险
3. 内需持续低迷的风险
4. 地方政府债务的风险
5. 政策时滞的风险
6. 美联储紧缩周期延长的风险

目录

一、稳定人民币汇率是央行重要工作之一	3
(一) 美元指数受到经济与金融双重支持走强	4
(二) 人民币汇率面临美元指数上行压力	6
(三) 人民币汇率面临国内经济下行的压力	7
二、央行外汇操作不改变趋势，需要等待中美货币政策错位改善。.....	7
三、我们的判断和政策预期：人民币两大压力仍存，央行会持续关注市场.....	8

一、稳定人民币汇率是央行重要工作之一

2023年9月1日，央行公布为提升金融机构外汇资金运用能力，自2023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的6%下调至4%。本次调整后的外汇存款准备金率距离历史最近值（2005年1月，3%）还有100BP的空间。

二季度货币执行报告强调“用好各项调控储备工具，调节外汇市场供求，对市场顺周期、单边行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险”。说明币值稳定的货币政策目标也是央行当前的重要考量。自今年7月开始，央行密集使用外汇调节工具，展现态度，稳定人民币汇率预期。7月20日央行和外管局将企业和金融机构跨境融资宏观审慎调节参数从1.25上调至1.50，国内企业可以借用外债的空间进一步扩大，鼓励使用外资，促进资金流入。8月22日，央行在香港招标发行350亿元人民币央行票据，创三年来新高，回笼离岸人民币流动性，增加做空成本，防止单边下行，稳定预期。

自2005年以来，央行历史上7次调整外汇存款准备金率，外汇存款准备金率是央行汇率调节的重要工具。2005年至2021年是上调周期，共4次上调，分别是2006年8月，2007年5月，2021年5月、12月，均是人民币快速升值时期。2022年至今是下调周期，共3次下调，分别是2021年4月，2022年9月，和2023年9月，均是人民币面临快速贬值压力的时期。（时期以公告变动日统计）。

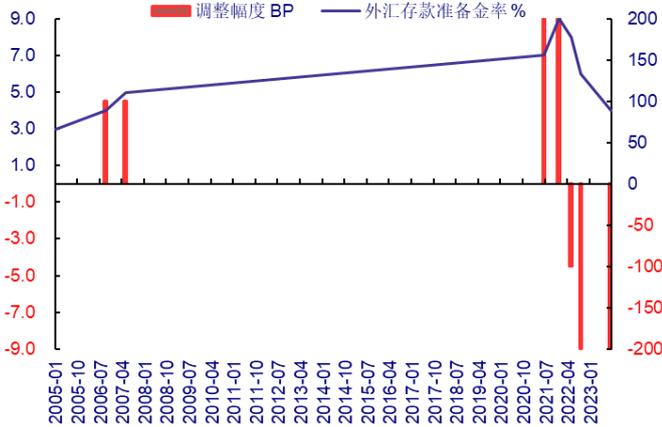
图1：央行历史上7次调整外汇存款准备金率（%）



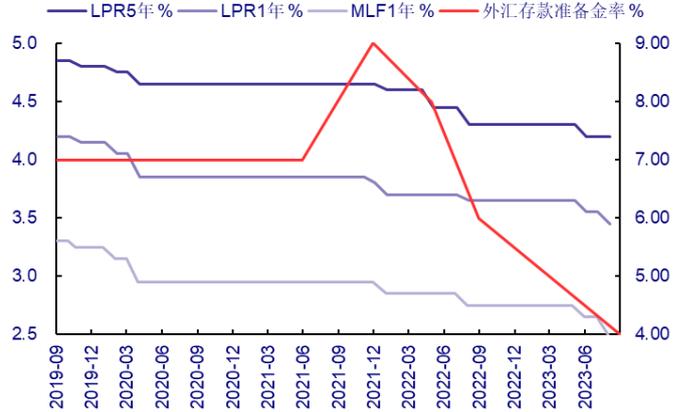
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：外汇存款准备金率和历史7次调整幅度（%，BP）

图3：2020年起外汇存款准备金率跟随利率下调（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(一) 美元指数受到经济与金融双重支持走强

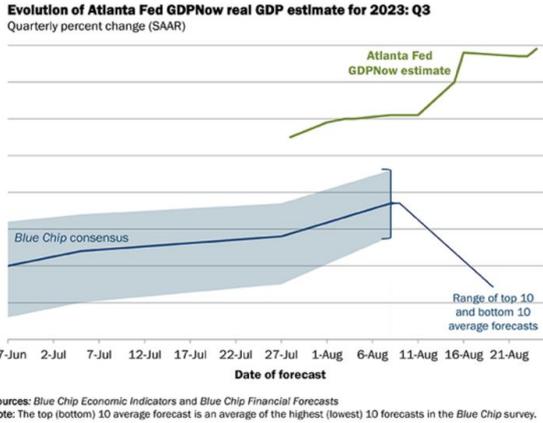
美国相对于欧洲经济增长更强劲。美国一、二季度 GDP 增速分别为 2.0% 和 2.4%，高于潜在经济增速，而三季度亚特兰大联储的 GDP 预测为 5.9% 的环比折年增速，这意味着美国 2023 年全年经济可能高于潜在增速 1.8%。美国二季度 GDP 走强，非偶然因素，质量较高，服务与商品消费还是投资都保持了稳定增长政府、净出口和库存以外项目对 GDP 的拉动率上半年均值为 2.33%，高于 2022 年。强周期性项目对 GDP 的拉动率上半年为 0.95%，同样好于 2022 年的 -0.95%。与此同时，8 月欧元区制造业 PMI 依旧处于低位，服务业超预期下滑至萎缩区间。

美联储比欧央行更鹰派，金融差扩大。美国紧缩周期拉长，我们倾向于美联储仍会在 9 月加息，而如果 9 月不出现加息，则观测数据更多的 11 月是合适时点。Jackson Hole 上欧央行拉加德的讲话并不十分鹰派，而欧央行官员内部对进一步加息也出现动摇的声音。

美元指数受到经济与金融双重支持走强。8 月美元指数受到经济与金融双重支持走强，叠加 8 月央行使用降息工具，人民币汇率当下面临现实压力。8 月美元指数上涨 1.72%，主要货币均出现贬值，人民币贬值 2.01%，属于中等。

图 4: 美国经济韧性超预期

图 5: 主要组织经济增速预测 (%)



实际产出增速预测	国际货币基金组织 (2023-7)	世界银行 (2023-6)	彭博
全球	3.00%	2.10%	2.60%
美国	1.80%	1.10%	1.60%
欧元区	0.90%	0.40%	0.43%
中国	5.20%	5.60%	5.30%

资料来源: Atlanta Fed, 中国银河证券研究院

资料来源: IMF、WB、Bloomberg, 中国银河证券研究院

图 6: 核心 PCE 走平是美联储最大的困扰

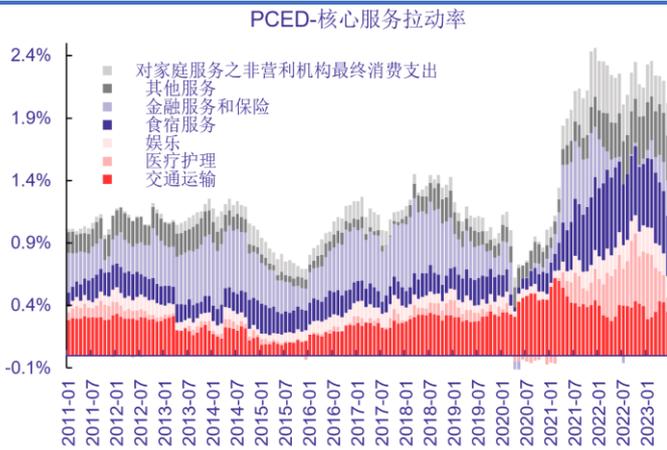


图 7: 对美联储进一步加息预期抬升 (%)

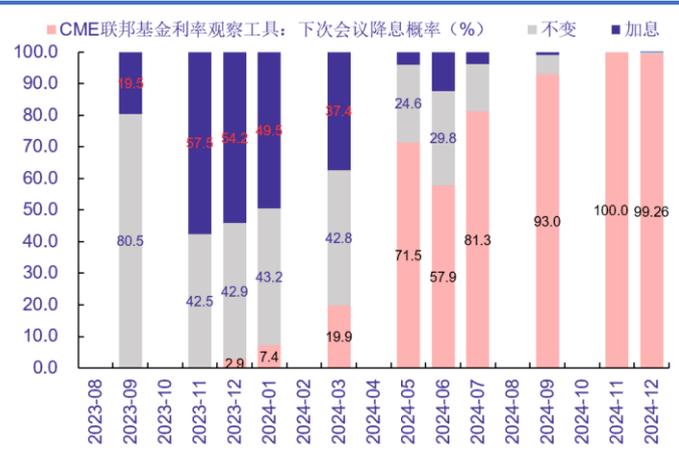


图 8: 8 月美债收益率相对法债、德债走强, 利差扩大 (%)

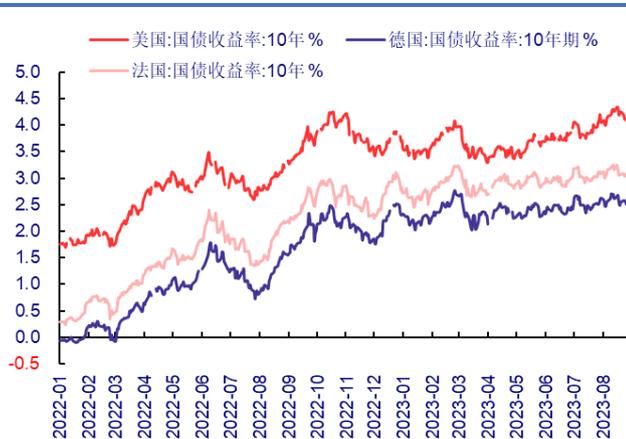
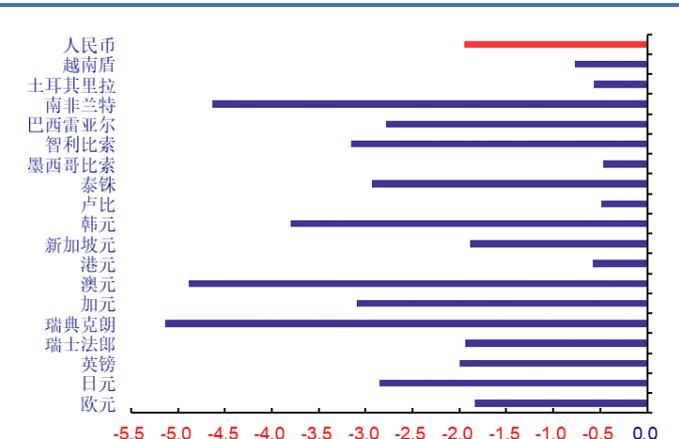


图 9: 8 月 1 日至 25 日, 主要货币均出现贬值 (%)

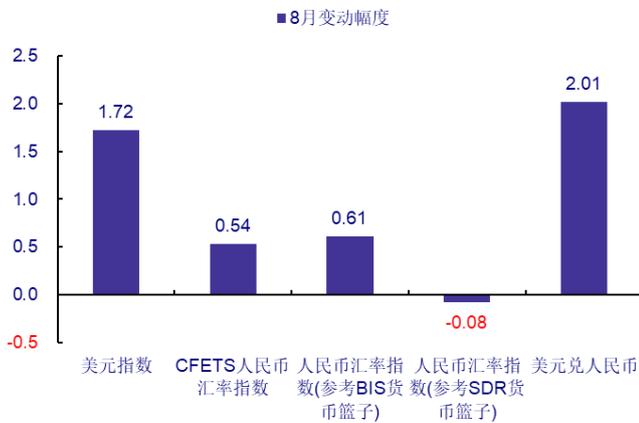


(二) 人民币汇率面临美元指数上行压力

8月美元指数受到经济与金融双重支持走强，叠加8月央行使用降息工具，人民币汇率当下面临现实压力。人民币汇率围绕中间价的波动幅度快速上行，截止8月31日，收盘价和中间价的波动幅度上升到1.52%，为历史较高的水平。

当前海外机构人民币预期也保持相对稳定，截止8月31日人民币NDF1个月为7.2220，1年期为7.1070。央行继续行动，调降外汇存款准备金率展现态度，这有利于稳定人民币汇率预期。

图 10: 8月人民币相对美元贬值 2.01% (%)



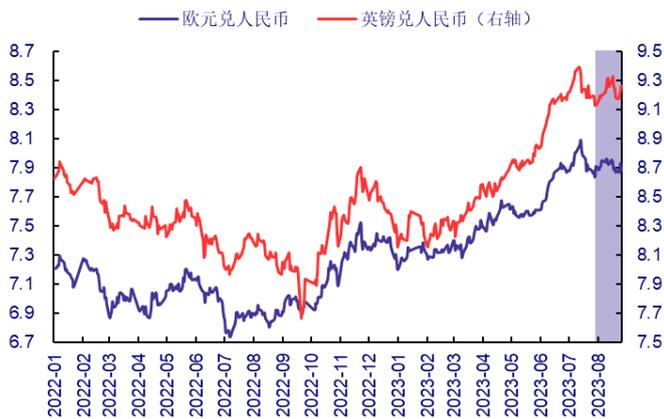
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11: 8月人民币贬值主要受美元指数上行影响



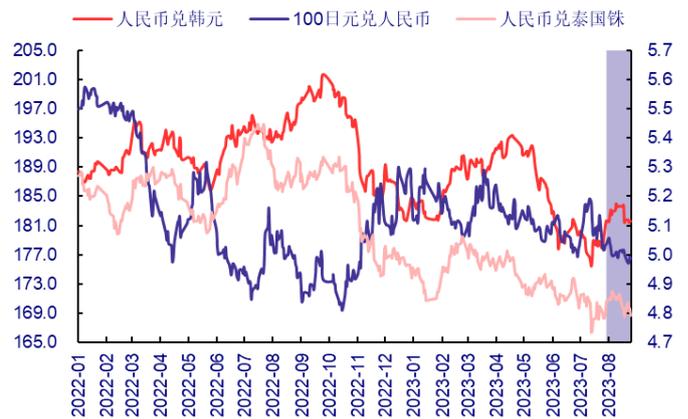
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: 8月人民币相对欧洲货币未出现明显贬值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

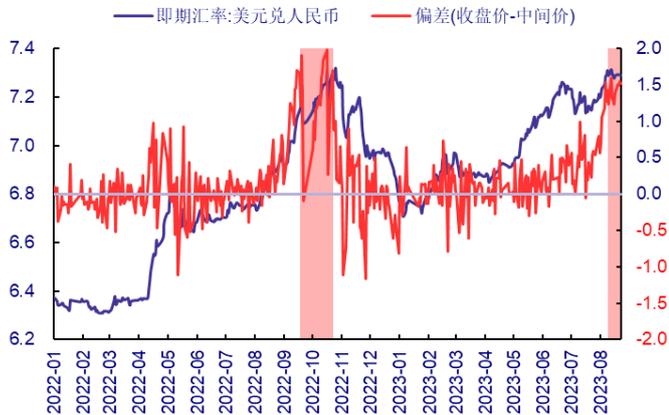
图 13: 8月人民币相对亚洲主要货币升值



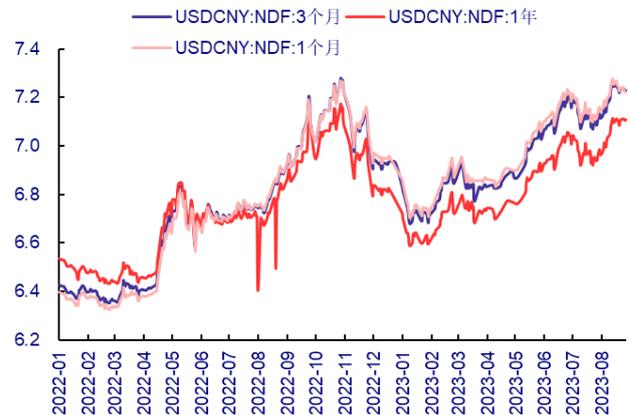
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14: 收盘价相对中间价的波动幅度上升 (%)

图 15: 海外机构对人民币汇率预期较稳定



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

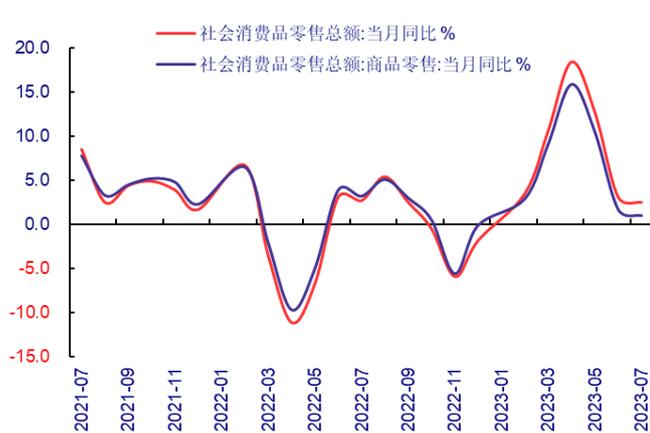


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 人民币汇率面临国内经济下行的压力

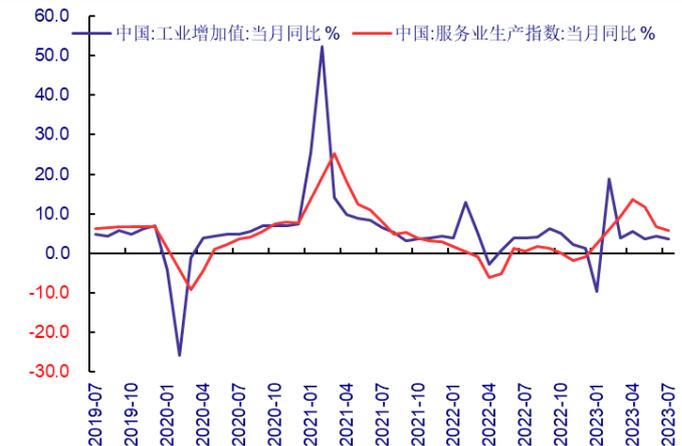
我国经济下行也给人民币汇率带来压力。随着未来国内经济逐步回暖将减轻经济因素给人民币的压力。7月经济数据显示宏观经济再次走低,运行稍显疲软,经济下行压力加大。消费、投资、出口均继续下滑,工业生产均超预期下行。7月消费、投资和生产的环比增速均负增长,房地产继续回落,这意味着3季度GDP的环比增速不及预期。

图 16: 消费弱勢下滑 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: 工业增加值同比下滑 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、央行外汇操作不改变趋势,需要等待中美货币政策错位改善。

2022年至今中美货币政策周期错位,中国央行于2021年底开启降息周期,美联储于2022年3月开启加息周期。中美两国央行的政策利率于2022年11月开始倒挂进入负值区间。观察

今年中国央行二次降息的时间窗口，均选择美联储非加息月份，6月央行提前预判美联储暂停加息，8月则是美联储货币政策的真空期。但在中美货币政策周期错位的背景下，虽然可以减轻但依然会给人民币汇率带来的压力。

图 18: 中美货币政策周期错位 (%)

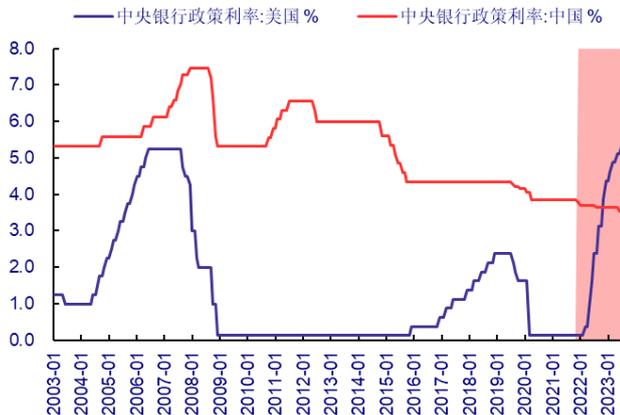


图 19: 截止 8 月 31 日，中美利差倒挂走扩至 153BP (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

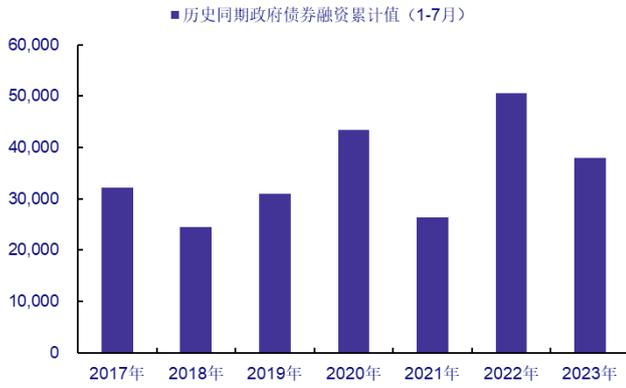
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、我们的判断和政策预期：人民币两大压力仍存，央行会持续关注市场

美联储加息和中国经济的不确定性始终影响着人民币市场。需要两大压力有所缓解才能改变人民币趋势。

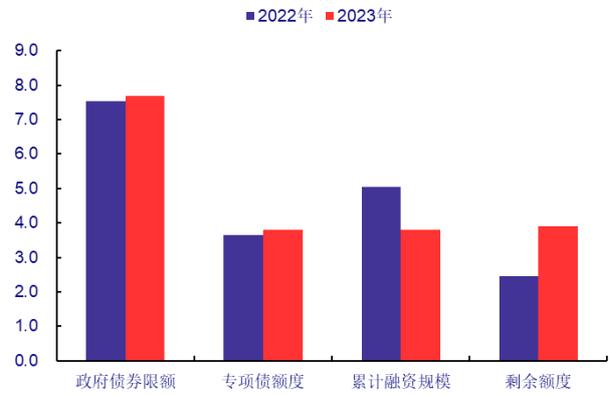
我国短期利率年内存在 20BP-30BP 下调空间，长端下降空间更大。人民币汇率年内可能仍然面临一定压力，预计央行会持续关注汇率市场，必要时再次使用外汇管理工具，包括外汇风险准备金率、跨境融资宏观审慎调节参数、外汇存款准备金率、在港发行人民币央票、逆周期因子等的使用。

图 20: 1-7 月政府债券融资累计规模 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 21: 政府债券剩余额度高于去年 1.4 万亿 (万亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn