

外汇专题

2023年09月01日

研究员：沈忱

期货从业证号：

F3053225

投资咨询资格编号：

Z0015885

✉：shenchen_qh@chinastock.com.cn

发出稳定汇率的信号

——评央行下调外汇存款准备金 2 个百分点

正文：

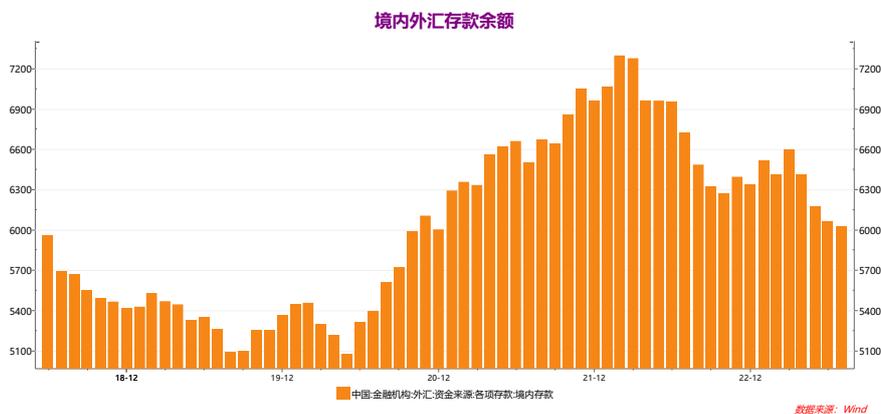
昨天半夜，人民币离岸价被狂拉 300 点以上，市场对此有不少解读，如下调存量房贷利率、提升个人所得税减免额度、国家集成电路产业投资基金响应减持新规等。加上昨天的 PMI 依旧乏善可陈，美元又在 PCE 指标的带动下走强。以上这些举措尽管积极，但难以和人民币离岸价狂飙挂钩，

正当笔者百思不得其解时，今天央行宣布降低外汇存款准备金率 2 个百分点，从 6% 下调到 4%，这正是人民币昨天晚上狂飙的正解。这也印证了笔者在 8 月 15 日撰写的《下一个央行稳定汇率的间接调控手段会是什么？》的观点，即央行最有可能采取降低外汇存款准备金稳定汇率。

降低外汇存款准备金可以改善境内外汇市场供求关系，目前境内的外汇存款余额为 6029 亿美元（7 月数据）。实际上，今年以来出现了明显的下降，降低 2 个点的外汇存款准备金率，将增加 120.58 亿美元的市场外汇供应，改善市场的关系。而更重要的意义是央行在这个时点上降低准备金率，是向市场发出稳定汇率的信号。

这次调整力度之大是超出预期的，如 2022 年下调是分 2 次从 9% 下调到 6% 的，这次一次下调 2%。

图 1：境内外汇存款余额



资料来源：银河期货 外汇管理局 WIND

央行这次降低外汇存款准备金后，实际上，在 2023 年，其通过调整金融机构和企业跨境融资审慎系数、启用逆周期因子、调整外汇存款准备金等，将间接调控手段用到了一个新的高度。

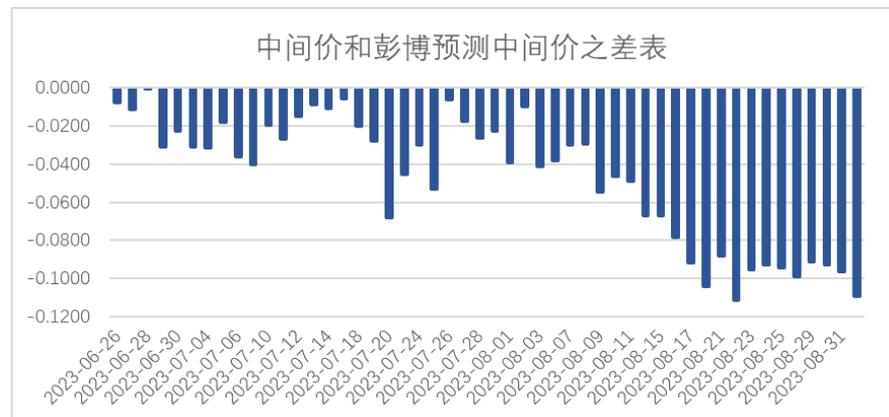
表 1：近年央行间接调控手段比较

2020年9月-2021年3月减缓升值的间接措施	2022年稳定汇率的部分间接措施	2023年稳定汇率的部分间接措施
将银行远期售汇保证金从20%下调到0	将银行远期售汇保证金从0%上调到20%	
逐步退出“逆周期因子”对中间价的影响	事实上改变了中间价的制定规则	事实上改变了中间价的制定规则
将金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.25下调至1	将金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1上调至1.25	将金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.25上调至1.5
将境内企业境外放款的宏观审慎调节系数由0.3上调至0.5		
将境内企业的跨境融资宏观审慎调节参数从1.25下调至1	将境内企业的跨境融资宏观审慎调节参数从1上调至1.25	将境内企业的跨境融资宏观审慎调节参数从1.25上调至1.5
提升商业银行外汇存款准备金从5%到9% (分2次完成)	提升商业银行外汇存款准备金从9%到6%(分2次完成)	提升商业银行外汇存款准备金从6%到4%

资料来源：银河期货 外汇管理局 WIND

同时，近期央行依旧持续启用逆周期因子改变中间价既定制定规则，力度有所加大。

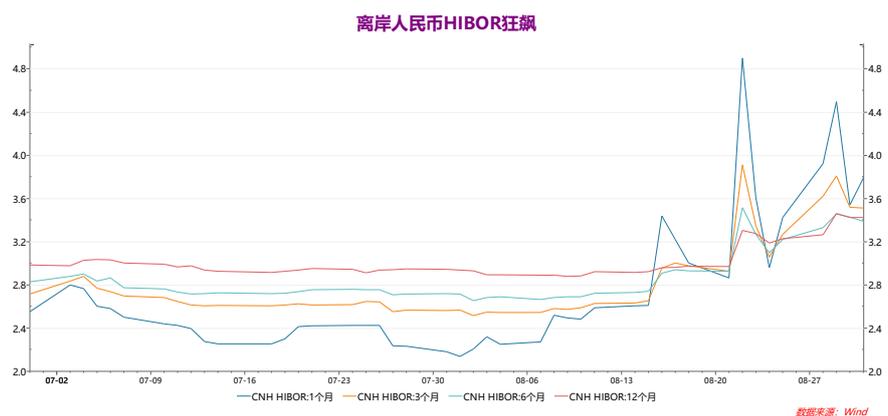
图 2：央行持续启用逆周期因子



资料来源：银河期货 外汇管理局 WIND

在离岸市场上，央行加大发行离岸票据和离岸债券的力度，收紧离岸人民币流动性。如 8 月 22 日，发行 3 个月期 200 亿元和 1 年期 150 亿元人民币央票，其比往常多发了 100 亿元的 3 个月离岸人民币票据，导致各个期限 HIBOR 狂飙。其中，3 个月的 HIBOR 最为明显。

图 3：各期限离岸人民币 HIBOR8 月下旬以来狂飙



资料来源：银河期货 外汇管理局 WIND

那么，下一步央行会上调售汇风险准备金率吗？笔者认为可能性很小，因为目前已经到了 20% 的高位，导致的结果是外汇支出企业进行套保锁汇的成本大幅

提升，导致其套保锁汇的成本太高，这和央行倡导的保持汇率风险中性是背道而驰的。从远期售汇履约率和远期售汇对冲比率看，去年9月调升售汇风险准备金率以来已经出现了明显的下降。

图 4：去年 9 月以来明显下跌远期售汇履约率

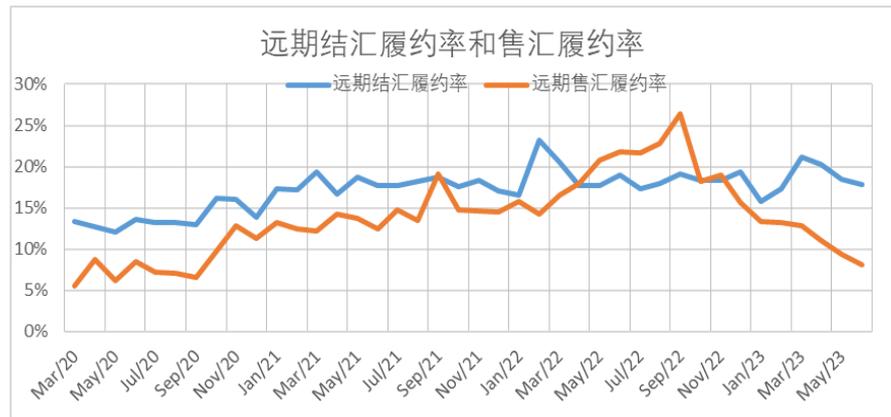
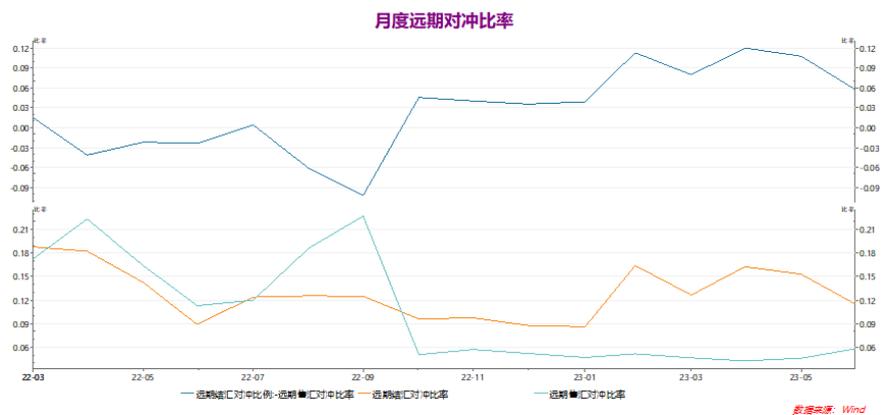


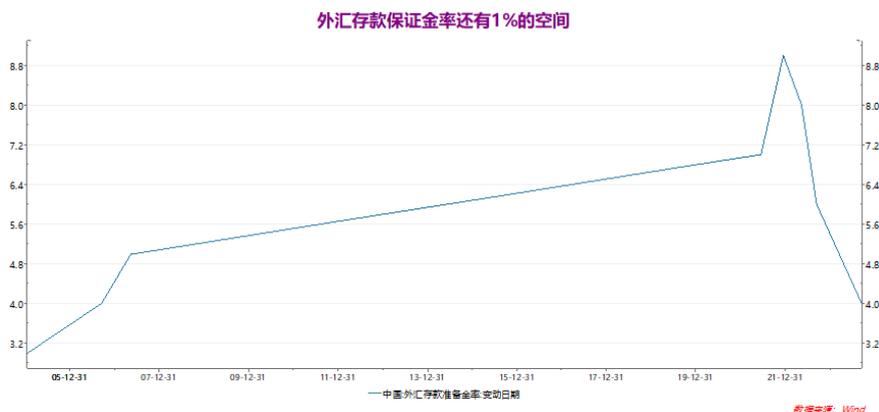
图 5：去年 9 月以来明显下跌远期售汇对冲比率



资料来源：银河期货 外汇管理局 WIND

而历史上，外汇存款准备金率最低到 3%，因此，依旧有 1% 的下调空间。当然，由于目前的境内外汇存款余额出现了明显的下降，下调的效果可能也会边际递减。

图 6: 外汇存款准备金率还有 1% 的空间



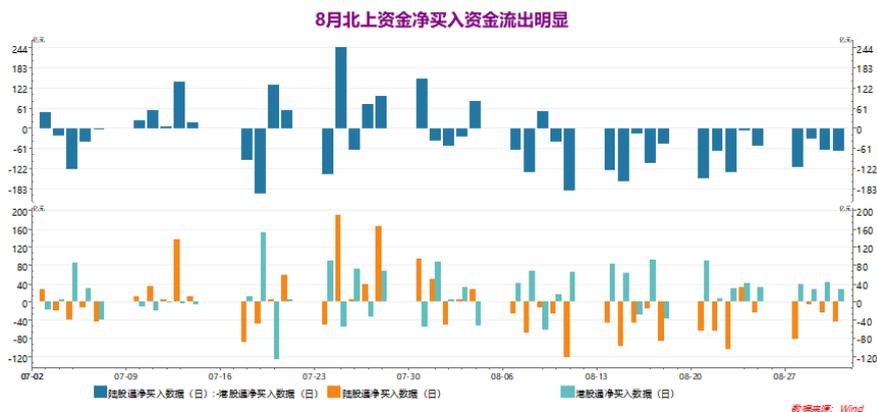
资料来源: 银河期货 外汇管理局 WIND

央行也有可能通过发行离岸人民币票据和债券稳定汇率, 即更多地采取量的手段进行间接调节。当然, 在极端的情况下, 也不排除央行直接干预, 或者采取限制售汇等行政手段稳定汇率, 因此, 在这个意义上央行的工具箱以及工具充足。

外汇存款准备金率下调后, 人民币出现反弹, 但是我们要警惕另外一种超调。央行在二季度货币政策执行报告中, 警告要防止回来超调, 同时承认目前的汇率水平符合和反映宏观基本面及其预期的。

从近期的数据看, 宏观数据改善依旧有限, 除了直接投资和外贸数据乏善可陈外, 陆港通下的北上资金出现了明显的外流, 值得关注和警惕, 尽管证监会出台了一系列的稳定市场的措施。

图 7：8 月北上资金净买入资金流出明显



资料来源：银河期货 外汇管理局 WIND

因此，在这个时点上，我们要分清汇率今年以来调整的根本性原因和事件性因素，分清汇率波动的短期因素和中长期因素。笔者认为，外汇存款准备金下调短期内有稳定汇率的效应，但中长期还是需要看中国的内生增长动力的恢复。因此，从这个意义出发，从企业外汇风险中性原则出发，进口等外汇支出企业应当抓紧汇率反弹机会做好锁汇和套保工作。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货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，但银河期货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。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799