

**分析师：周君芝**

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理：吴彬

执业证号：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

8月下旬以来资金面边际显著收紧，DR001持续维持高位。另一方面，人民币汇率持续承压，央行汇率管理工具也逐步启用。市场开始讨论：近期资金面收紧是否为应对汇率，即汇率贬值压力掣肘流动性宽松？

➤ 先看历史，不少时间段里汇率急速快贬，利率也快速下行。

2014年以来，有三段时期，汇率快速贬值同时利率也在下行。

2015年4月-8月，美元兑人民币汇率贬值至6.4左右，2015年6月开始，资金大幅转松，R001较前期大幅降低。

2020年2月-5月，美元兑人民币汇率在7.2左右波动，资金也是大幅转松，R001持续走低。直到5月开始，资金才逐步转紧。

2022年4月-10月，美元兑人民币汇率持续贬值至7.3左右，资金实际上自4月开始就大幅转宽，直到8月末小幅上行，但R001显著低于4月之前的水平。

理论上，汇率和资金面存在一个紧密的联动关系，资金面收紧有助于抑制汇率贬值。然而历史经验显示，收紧资金稳汇率逻辑，在现实中运行的并不顺畅。

➤ 境内资金面和人民币汇率关系弱，原因或在于境内市场实施“人民币-美元”套息交易难度较大。

能够同时参与境内银行间本币市场和外汇市场的主体并不多。境内主体包括商业银行和财务公司；境外主体包括境外银行、境外人民币清算行以及境外央行。

这些主体在境内市场融入人民币的诉求不强，比如**境内商业银行**在资金市场主要扮演融出方的角色，又比如**境外主体**在境内货币市场参与活跃度低。

境内主体外汇头寸受到严格的监管，难以扩大其外币资产负债表规模，所以这类套息交易在实际执行层面可行性较低。

➤ 一个有力证据是，8月境内资金面收紧，然而境内外汇市场并未计入这一影响，说明资金面与汇率相关性并不强。

我们进一步反向论证：若“人民币-美元”套息交易大规模存在，则资金利率抬升，外汇掉期工具价格也会同步抬升（基于抛补利率平价原理定价）。

例如离岸市场CNH资金收紧后，USDCNH掉期价格也同步大幅抬升，否则，市场会出现明显的套利机会。

相关研究

- 1.全球大类资产跟踪周报：国内外风险偏好再度回落-2023/09/10
- 2.宏观专题研究：哪些地区还缺房子？-2023/09/06
- 3.宏观专题研究：人地关系，城中村改造内核-2023/09/04
- 4.全球大类资产跟踪周报：政策加码带动情绪好转-2023/09/03
- 5.流动性跟踪周报：汇率调控的方向和节奏-2023/09/02

事实上是 8 月下旬以来，资金利率显著上行，但境内银行间外汇市场外汇掉期报价偏平稳，尤其像 USDCNY ON、1W、1M 等期限掉期报价依然保持稳定。

8 月以来外汇掉期定价并没有计入人民币资金利率抬升的影响，这说明现实运行机制中，资金面收紧对外汇市场的影响有限。

➤ **排除市场自发交易因素之后，我们再看另一种可能性，央行汇率调控影响。**

我们在《汇率逼近 7.2，打开汇率管理的工具箱》一文详细介绍过央行汇率管理工具。所有工具中，对人民币资金面造成影响的只有一个工具，央行与商业银行的货币互换，央行向商业银行提供美元流动性，吸收商业银行人民币流动性。

货币互换（央行-商业银行）工具在理论上的确会加大资金和汇率联动，然而工具规模有限，不足以在投放美元流动性抑制汇率贬值时，造成境内资金面的实质性影响。

境内银行间美元即期成交规模约 350 亿美元/天，假设央行货币掉期规模为美元即期单日成交规模，其对应收紧银行人民币流动性约 2500 亿。

当前资金宽松的交易日（如 9 月 6 日）与资金偏紧的交易日（如 9 月 8 日）相比，国有大行净融出资金体量可能相差近 1 万亿。货币互换工具带来的扰动并不能完全解释国有大行资金融出规模的大幅下滑，央行管理汇率对人民币的流动性影响实际有限。

➤ **构筑于利率平价基础之上的“资金-汇率”联动关系，不能完美解释中国资金利率和人民币汇率关系，不应过度放大中国资金面和汇率之间的联动关系。**

部分市场观点之所以会将资金紧归咎于汇率，是因为一个朴素的直觉判断：央行收紧资金面，资金利率抬升，中美利差收窄，汇率贬值压力便可缓解。

收紧国内资金面从而影响汇率，即所谓利率平价理论需要发挥效果，需要有一个重要前提：

有市场参与者在银行间市场融入人民币资金，再将人民币资金转换为美元资产，即套息交易（Carry Trade）。

事实上套息交易在人民币利率定价机制中，发挥的作用偏间接，本质原因是中国实施资本和金融账户管理。正因如此，我们认为，人民币利率定价机制中，不应过度放大资金面和汇率之间的联动关系。

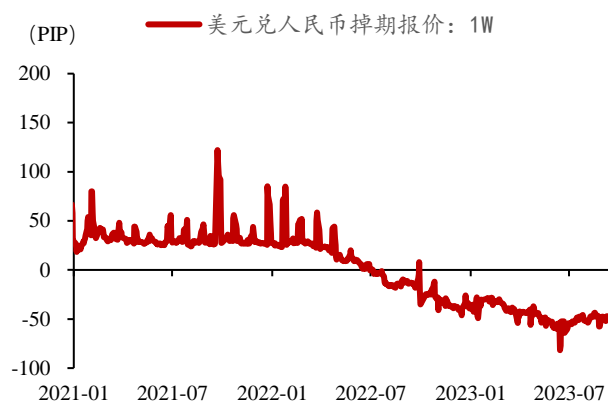
➤ **风险提示：**货币政策超预期，汇率波动超预期。

图1：美元兑人民币汇率 vs R001



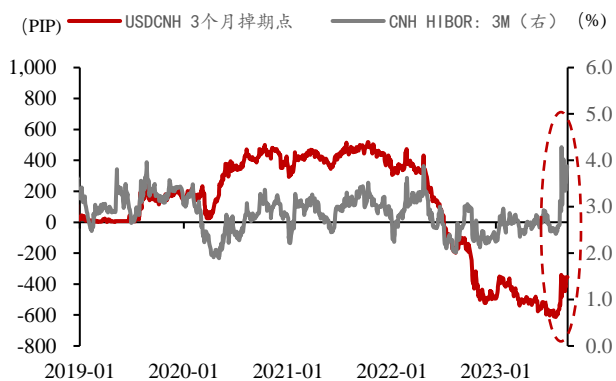
资料来源：wind，民生证券研究院；注：截至 2023 年 9 月 11 日

图2：美元兑人民币 1 周掉期报价



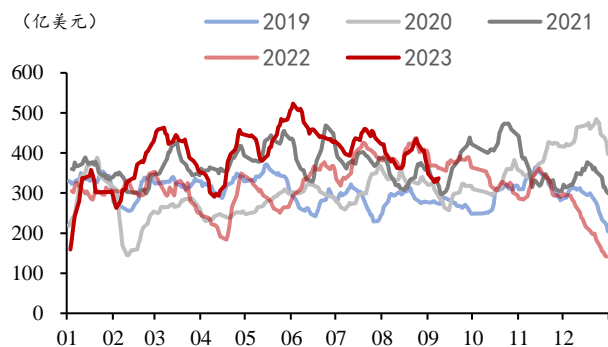
资料来源：wind，民生证券研究院；注：截至 2023 年 9 月 11 日

图3：CNH Hibor vs USDCNH 掉期



资料来源：wind，民生证券研究院；注：截至 2023 年 9 月 11 日

图4：银行间外汇市场即期询价成交规模



资料来源：wind，民生证券研究院；注：截至 2023 年 9 月 11 日

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