

# “弱汇率”下资金面如何演绎

## 宏观研究 · 专题报告

证券分析师：董德志

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

联系人：田地

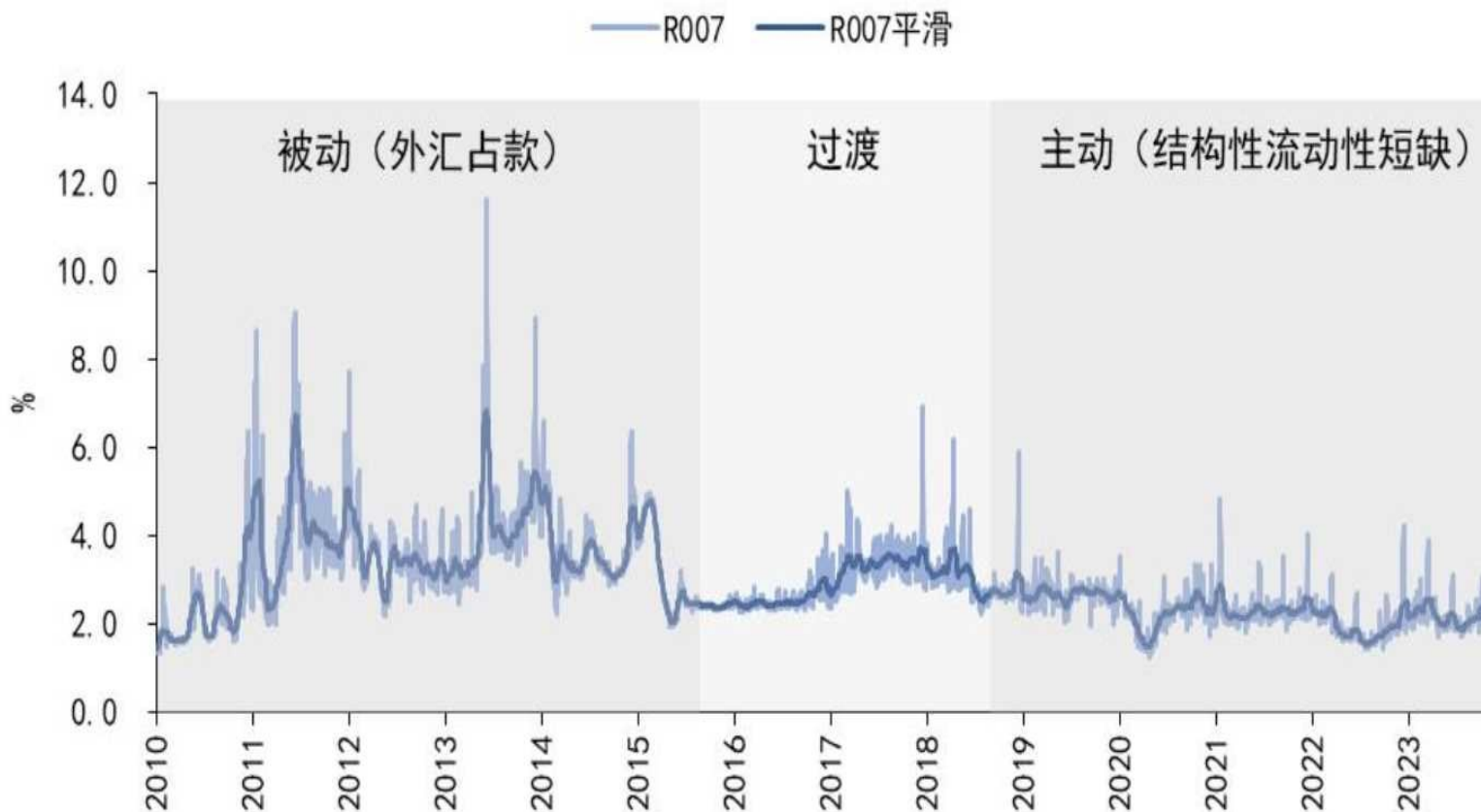
0755-81982035

tiandi2@guosen.com.cn

- 2010年以来，我国货币操作框架可大致分为三个阶段：
  - 央行被动扩表（2015年以前）- 过渡期（2015.7-2018.7）- 结构性流动性短缺（2018.8至今）
  - 这一过程中，数量型逐步转向价格型：7天逆回购利率也被逐渐明确为关键政策利率

图1：2010年以来我国货币政策操作的三个阶段

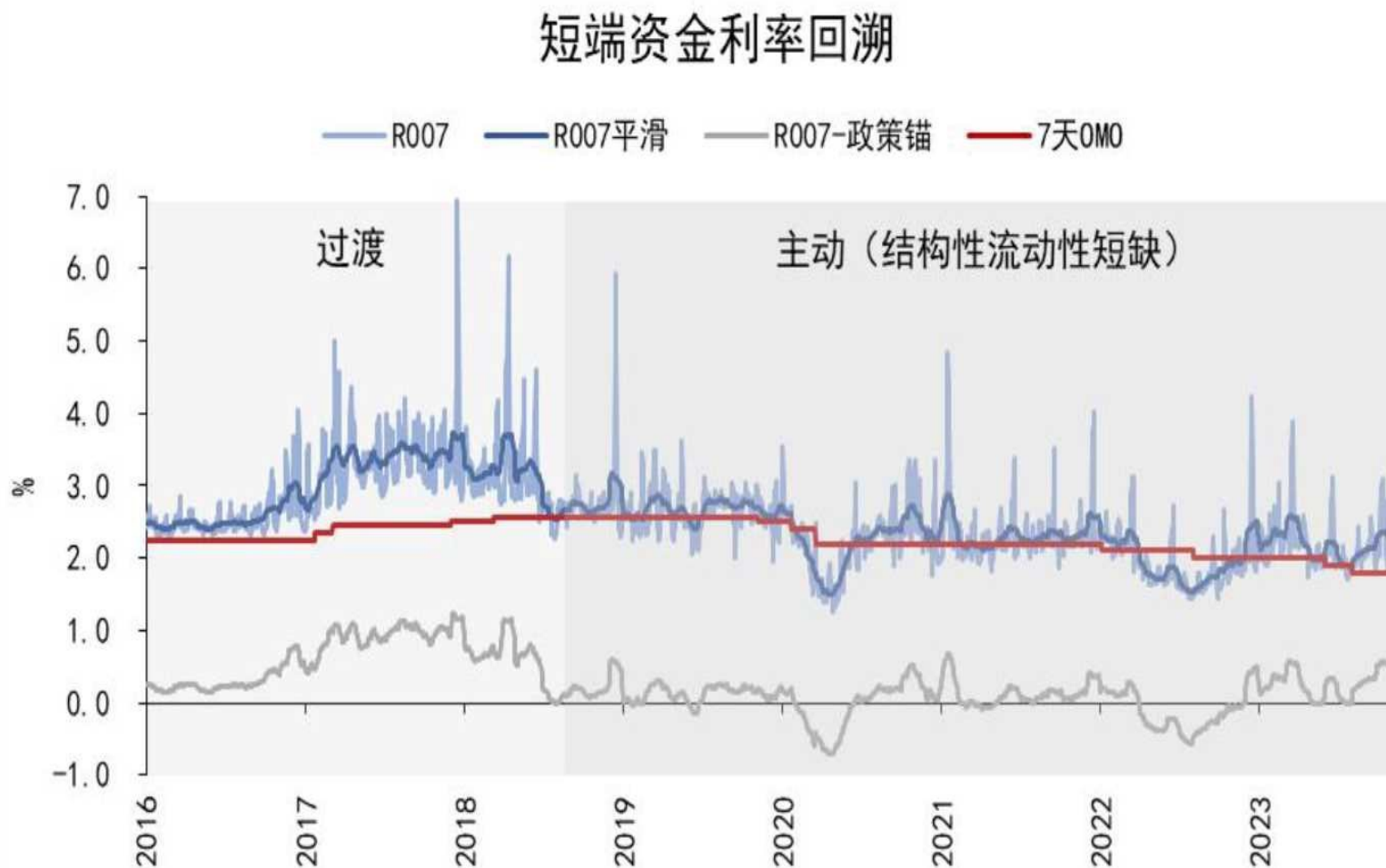
## 短端资金与央行操作范式



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 在锚定7天逆回购利率的情况下，利率偏离度成为核心观察指标
- 相较DR007，R007有更广泛的代表性

图2：以利率偏离度衡量资金面变化

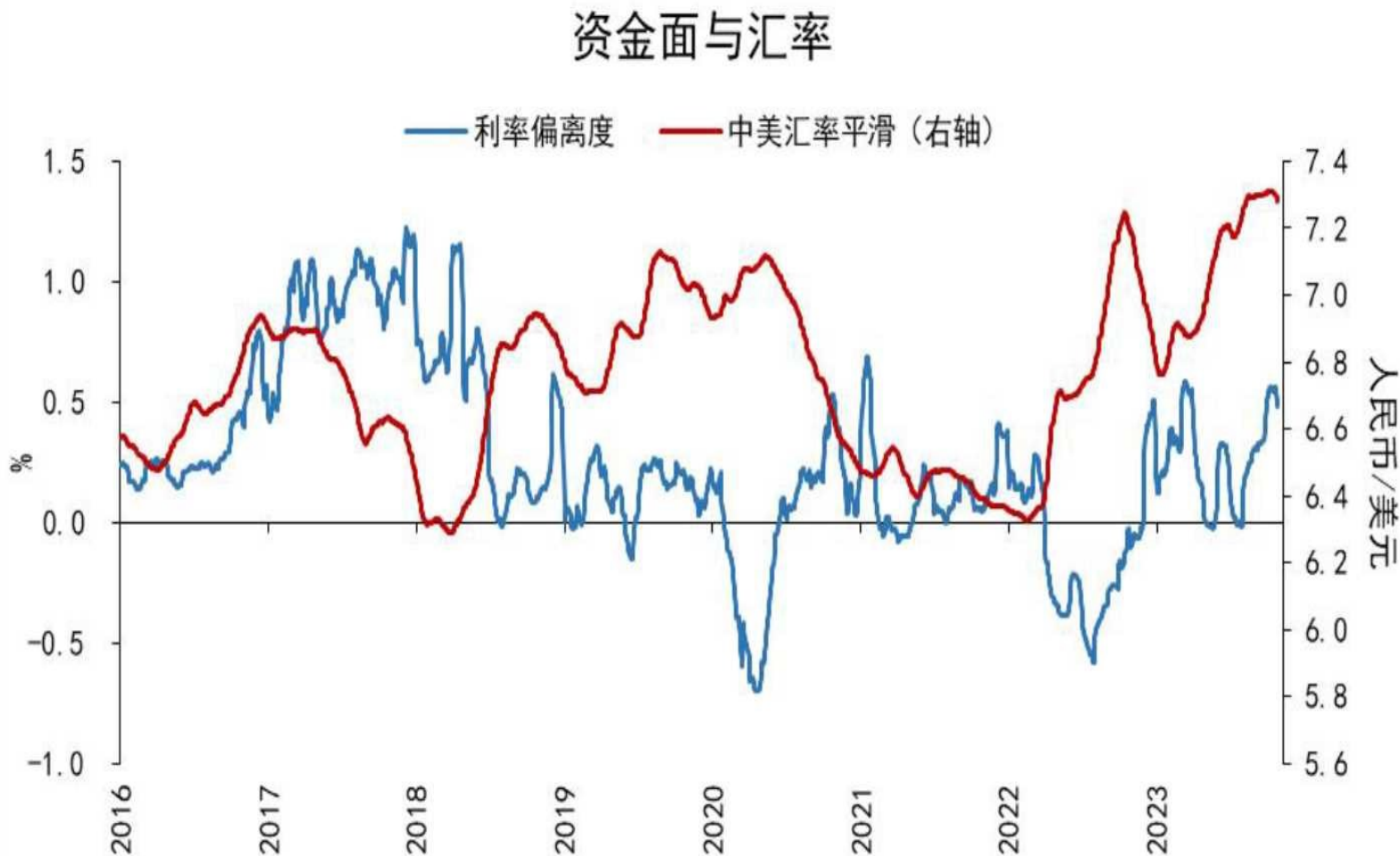


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# “弱汇率”时期的资金面

- 汇率走弱时，资金面是否有规律可循？
  - 把问题具化为两条曲线

图3：寻找资金面与汇率的关系



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# “弱汇率”时期的资金面

- 汇率走弱时，资金面是否有规律可循？
  - 聚焦汇率单边贬值时期：2016年以来共有10个“弱汇率”区间

图4：划分“弱汇率”区间



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# “弱汇率”时期的资金面

- 汇率走弱时，资金面是否有规律可循？
  - 将“弱汇率”区间分类：资金面趋紧标红，趋松标蓝，无明显趋势标灰
  - 无法归纳？

图5：结合资金面表现，将“弱汇率”区间分类



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 插叙：稳汇率的“七种武器”

- “三个层级”，“七种武器”
- 若喊话效果不佳，央行将使用间接汇率管理工具，这是影响资金面的关键

图6：央行稳汇率的响应层级与工具



# “弱汇率”时期的资金面

- 流动性管理是央行常用的引导汇率工具，既有信号意义也有实际作用
- 既然如此，蓝色区域的背离如何解释？

图5：结合资金面表现，将“弱汇率”区间分类



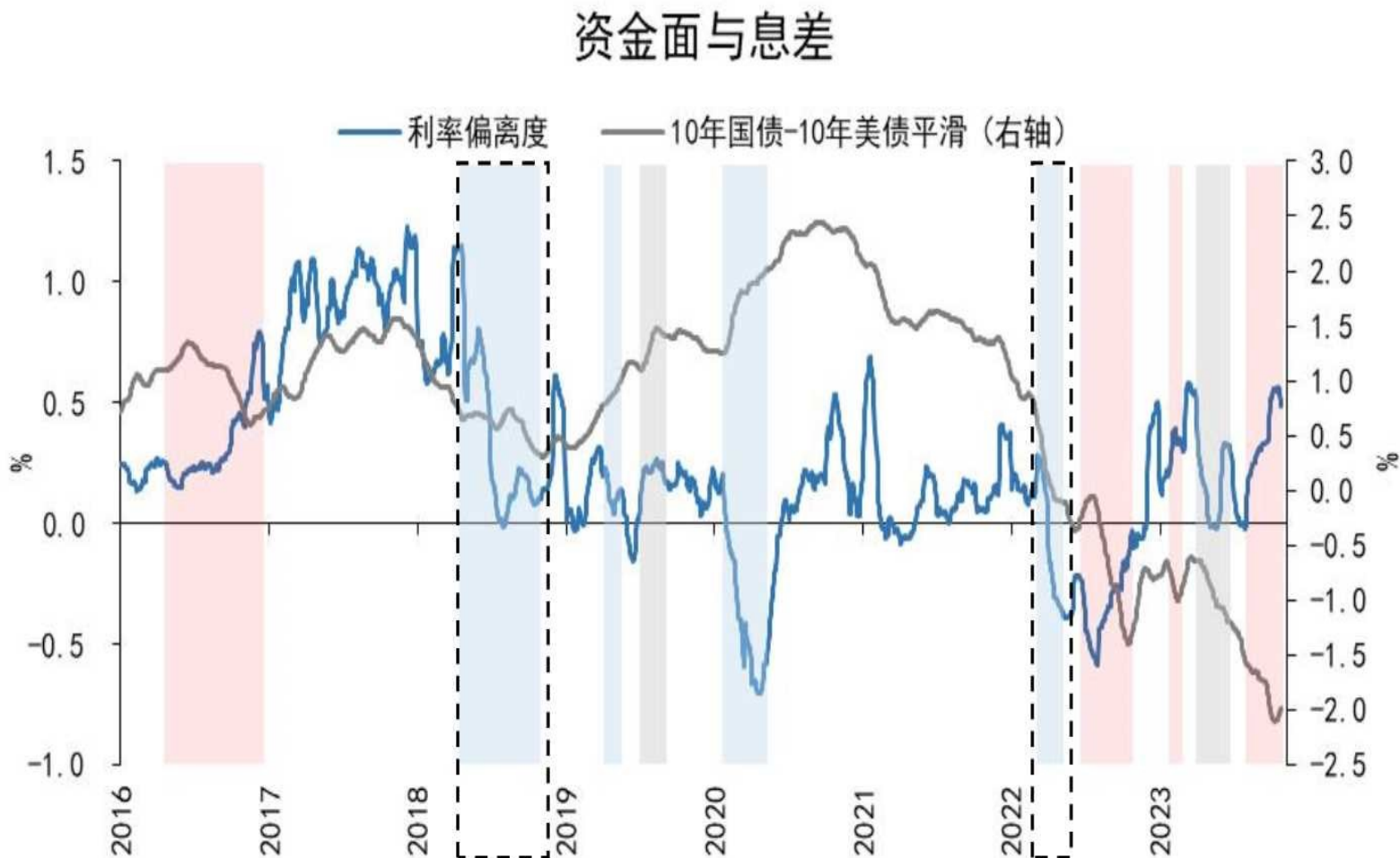
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



# 第一个特征：央行“推升”利率？

- 核心在于，贬值是否由中美利差直接驱动？
- 换言之，当中美利差在高位/走强时，收紧资金面意义有限

图6：利差水平和走势是区分是否紧资金的关键



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

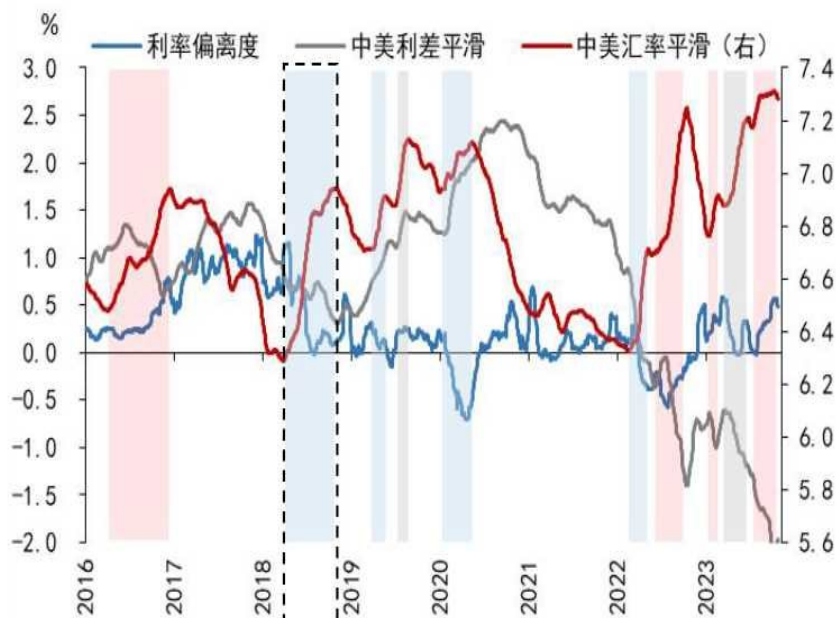
# 例外：2018.4-2018.11

- 背景：中美贸易战、供给侧改革、去杠杆深入、民营企业困难等因素叠加，中国经济增速有所走弱
  - 美联储持续加息，央行面临两难，出现“反向操作”：全年加息1次、降准4次
- 核心原因：贬值核心原因不在中美利差本身
  - 中美利差中枢虽有回落，但整体仍位于50BP附近
  - 汇率未“破7”，有助于对冲美国关税
  - 资金利率回落主要由于利率锚进一步明确，央行引导资金围绕7天OMO波动，利率“明升实降”
- 8月6日上调外汇风险准备金率（0%→20%）

图7：关注时期

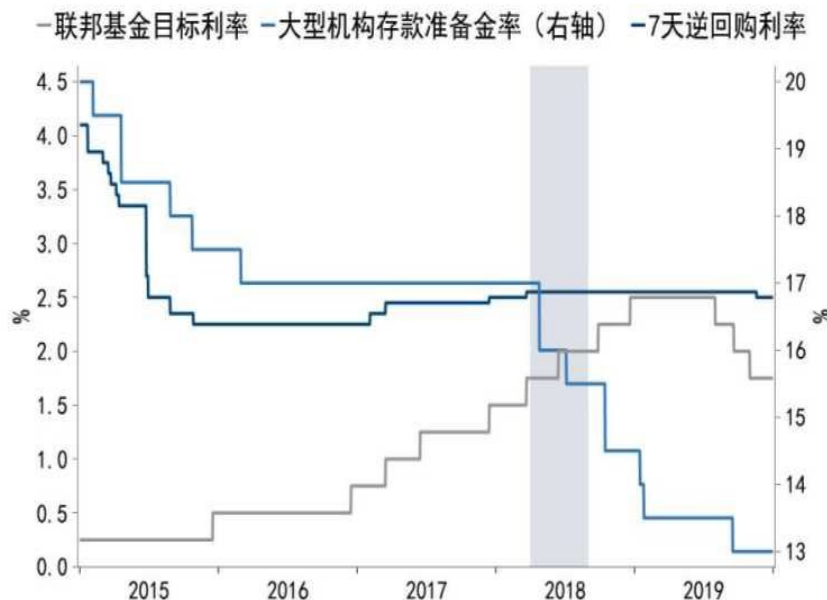
图8：央行“加息降准”的操作同时出现

## 资金面与汇率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 中美政策取向

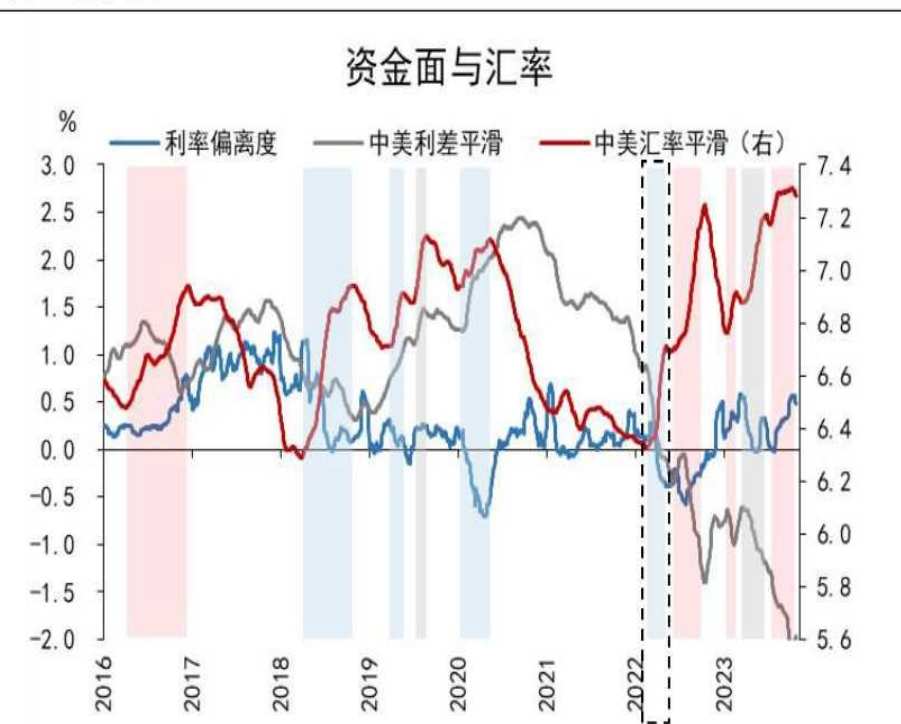


资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

# 例外：2022. 2-2022. 6

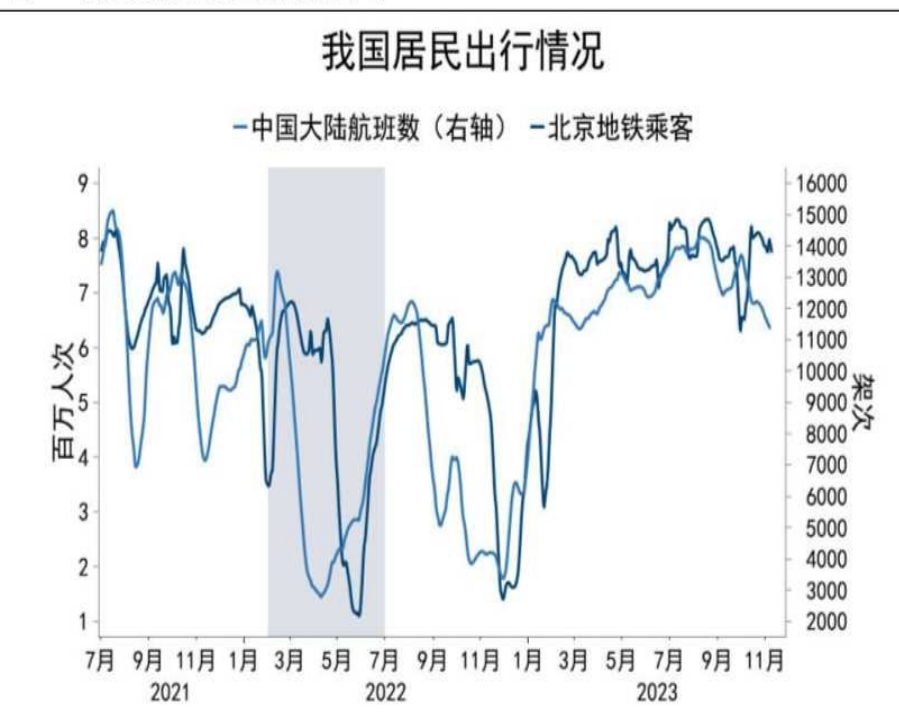
- 背景：奥密克戎对我国经济构成显著冲击
  - 美联储政策快速转向，3月结束Taper并开始加息，此时我国央行尚未在美联储加息时做降息操作的记录
- 核心原因：“稳增长” > “保汇率”
  - 中美利差快速收窄主要源于美联储加息预期，此时我国降息信号作用过强，央行选择“隐性降息”，降低资金利率
  - 中美利差大于0，汇率并未“破7”，外贸韧性（订单）仍在
- 5月15日下调外汇存款准备金率（9%→8%）

图9：关注时期



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：奥密克戎对经济运行构成冲击



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

## 第二个特征：显性“第二层级”工具

- 显性的间接汇率引导工具，更多以调节境内美元流动性供需为主
- 由于人民币流动性管理工具难以直接观测，美元流动性管理工具可以作为辅助判断

图11：近年显性稳汇率工具的使用规律

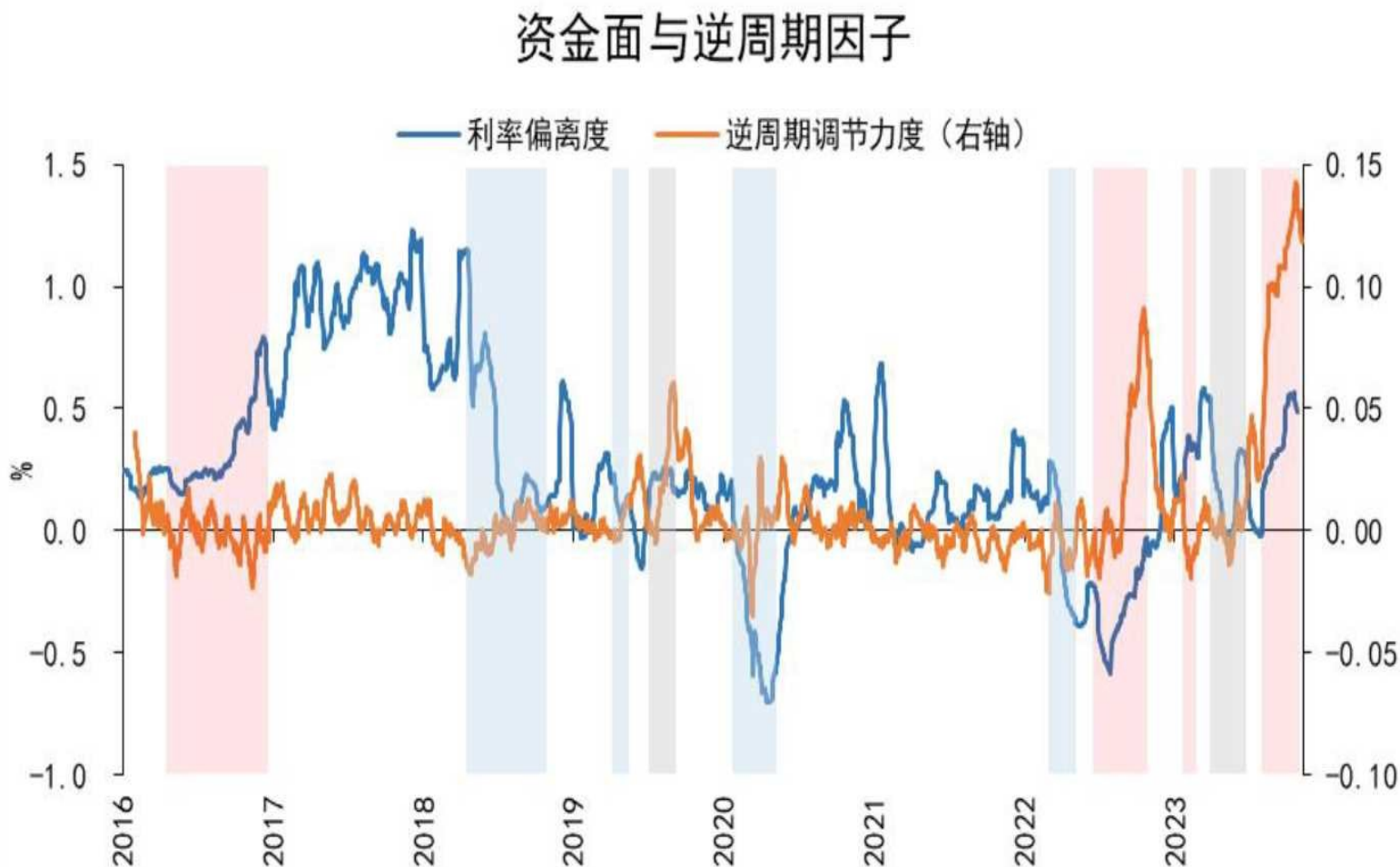


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 第三个特征：央行是否亲自下场

- 若前两种手段效用有限，央行可能亲自下场：央行“稳汇率”的决心，最终可以通过“逆周期因子”发力幅度观察
- 这一时期资金面往往较快收紧

图12：“逆周期因子”与资金面



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 结论：“弱汇率”并不必然导致“紧资金”
- 预判汇率是否会导致资金收紧，可以遵循三点准则：
  - 利差的位置和方向：汇率大幅走弱是否由中美利差 [低位 ( $<0$ ) ] + [快速收窄] 导致
  - 显性工具的使用：央行是否启用两个及以上美元流动性管理工具
  - 亲自下场：密切关注逆周期因子，央行被迫直接下场干预时，资金面收紧往往更为剧烈
    - 逆周期因子出现拐点或淡出后，资金面可能迎来“拐点”
- 需要提示的是，尽管近期人民币汇率企稳，但并非由于基本面改善（包括美联储调整），更多来自美元指数的回落
  - 明年年中前，“弱汇率”压力仍难轻言结束

# 下半年资金紧，只是因为“稳汇率”？

- 人民币汇率5月破7，6月26日突破7.2
- 7月20日央行开始动用间接干预工具
- 7、8月央行其他资产骤降约5000亿元，引发央行使用货币掉期工具猜测
  - 不用“消耗”外汇储备，也比较隐蔽
- 8月15日降息后资金利率不降反升，引起“明降暗升”猜测
- 9月特殊再融资……10月增发长期建设国债……所以呢？

图13：下半年资金面回顾



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14：其他资产科目快速萎缩，引发央行通过货币掉期“缩表”猜测



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

# 下半年资金紧，只是因为“稳汇率”？

- 汇率与政府融资均为表观压力，背后深层次原因是银行“真实”水位较浅

	2023前三季度	2022全年
• 结构工具	5715亿元	1.05万亿（仅下半年）
• 降准	1.15万亿	1 万亿
• 上缴利润	3000亿元	1.13万亿
• MLF	8360亿元	0 亿元

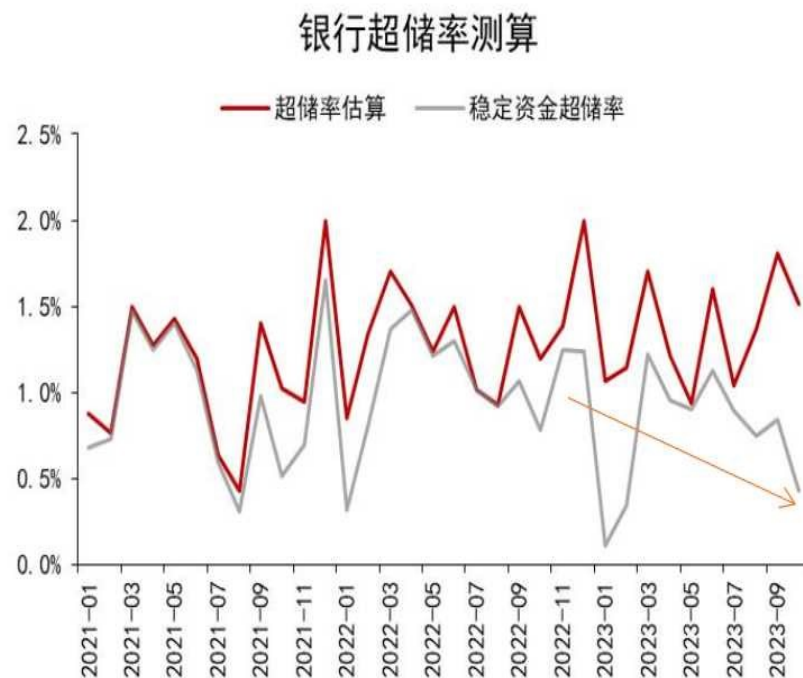
- 尝试用MLF对冲上缴结存利润的缺口，但结构性工具的缺口同样较为明显

图13：下半年资金面回顾



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图15：银行真实水位较浅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



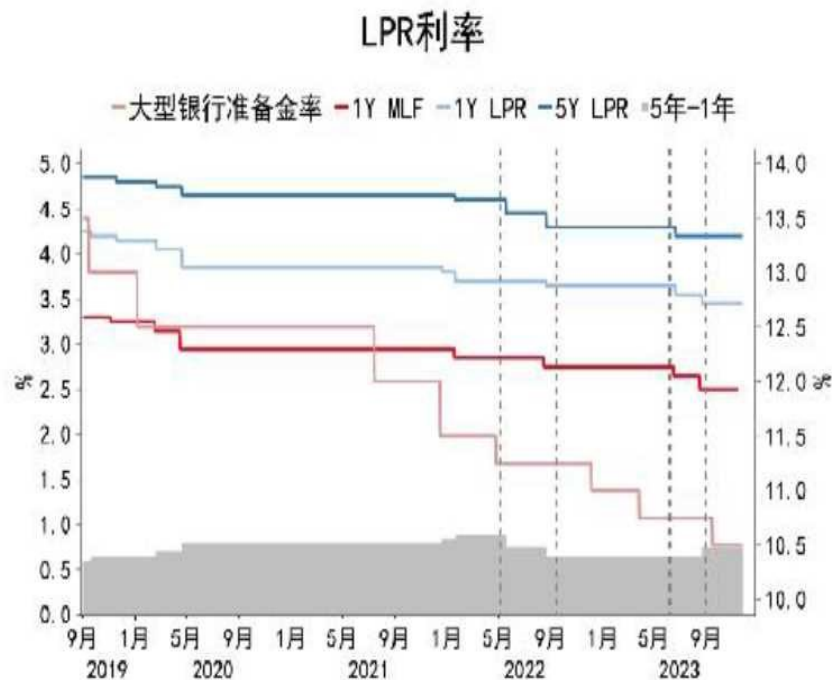
- 研判2024年的货币政策，需要警惕非线性的“范式变化”，避免“刻舟求剑”
- 当前货币政策格局，面临三个绕不开的问题：
  - 货币如何协同财政？
    - 为保障2024年5%的增长目标，以财政主导的“双积极”必不可少
    - 除了提供流动性保障，以及创建更多的“准财政”工具，央行还能做什么？
    - 机构改革和人员调整后的央行，政策思路是否有调整？
  - 刚性净息差意味着什么？
    - 存款利率或阶段性成为“政策利率”
  - 2012年前积累的降准空间还有多少？
    - 央行迫切需要新的流动性投放渠道
- 看似三个相对独立的问题，但存在递进关系

# 展望2024：刚性息差意味着什么？

- 降息以降低实体经济融资成本为目的
- 政策利率（如MLF）到贷款利率（如LPR）真的有传导逻辑吗？
  - 有，但不多
  - 单独调降政策利率意义下降，存款利率或阶段性成为“政策利率”，也有助于提高资金活化程度
- 在地方债务风险和地产风险化解取得进展前，银行息差依然较为刚性
  - 银行补充资本渠道亟待扩充
- 全年仍有10-20BP的政策利率调降空间，但节奏上可能较为靠后

图16：LPR调降的驱动因素发生变化

图17：与政策利率相关的负债成本仅占约10%



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

2023年6月30日

	金额	占总额 百分比%
(人民币百万元，百分比除外)		
客户存款	8,030,232	82.33
同业往来	899,036	9.22
向中央银行借款	157,372	1.61
以公允价值计量且其变动计入当期损益的 金融负债及衍生金融负债	74,092	0.76
应付债券	263,934	2.71
其他	329,257	3.37
<b>负债总额</b>	<b>9,753,923</b>	<b>100.00</b>

资料来源：招商银行年报，国信证券经济研究所整理

# 展望2024：刚性息差意味着什么？

- 降息以降低实体经济融资成本为目的
- 政策利率（如MLF）到贷款利率（如LPR）真的有传导逻辑吗？
  - 有，但不多
  - 单独调降政策利率意义下降，存款利率或阶段性成为“政策利率”，也有助于提高资金活化程度
- 在地方债务风险和地产风险化解取得进展前，银行息差依然较为刚性
  - 银行补充资本渠道亟待扩充
- 全年仍有1-2次（10-20BP）的政策利率调降空间，但节奏上可能较为靠后

图18：与LPR挂钩的资产占比约60%

(人民币百万元，百分比除外)	2023年6月30日	
	金额	占总额 百分比%
贷款和垫款总额	6,355,439	59.18
贷款损失准备	(269,024)	(2.50)
贷款和垫款净额	6,086,415	56.68
投资证券及其他金融资产	3,016,589	28.09
现金、贵金属及存放中央银行款项	592,812	5.52
同业往来	709,230	6.60
商誉	9,954	0.09
其他	324,836	3.02
<b>资产总额</b>	<b>10,739,836</b>	<b>100.00</b>

资料来源：招商银行年报，国信证券经济研究所整理

图17：与政策利率相关的负债成本仅占约10%

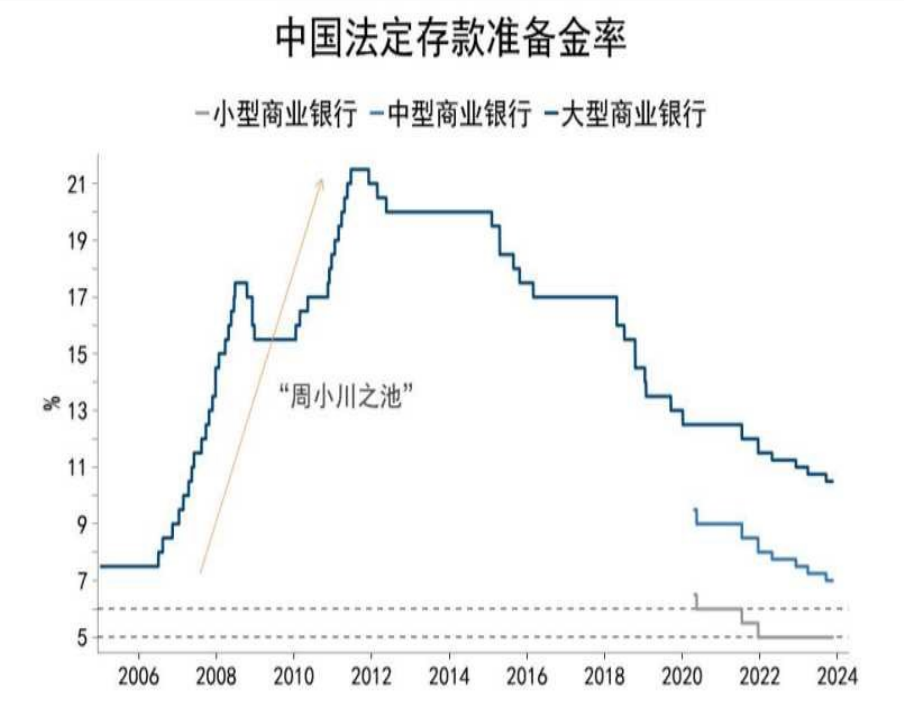
(人民币百万元，百分比除外)	2023年6月30日	
	金额	占总额 百分比%
客户存款	8,030,232	82.33
同业往来	899,036	9.22
向中央银行借款	157,372	1.61
以公允价值计量且其变动计入当期损益的 金融负债及衍生金融负债	74,092	0.76
应付债券	263,934	2.71
其他	329,257	3.37
<b>负债总额</b>	<b>9,753,923</b>	<b>100.00</b>

资料来源：招商银行年报，国信证券经济研究所整理

# 展望2024：降准空间还有多少？

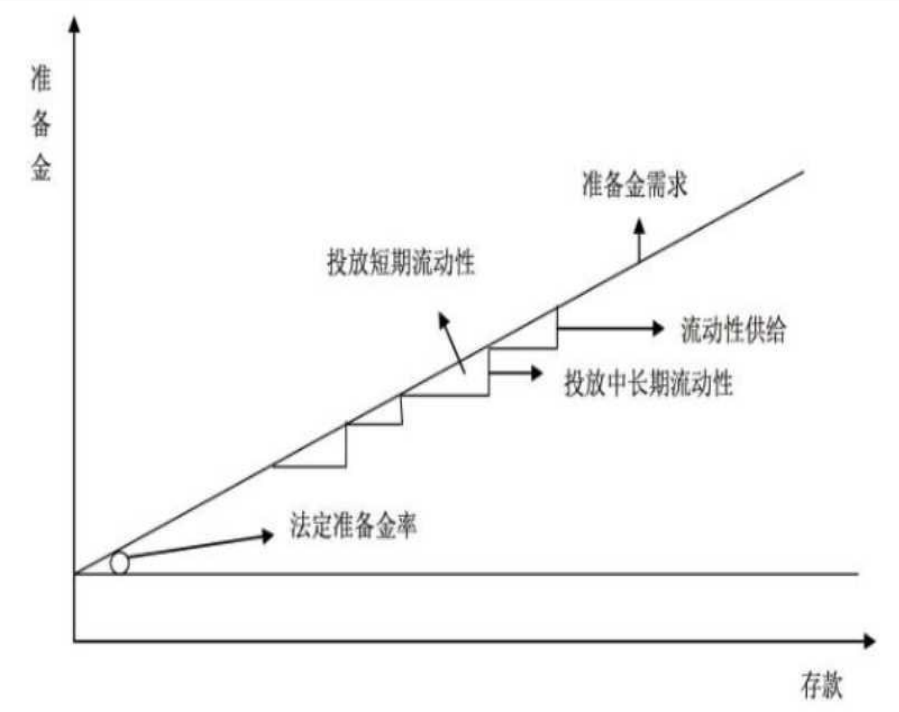
- 下半年资金紧，根本原因是由于长期资金投放缺位导致
- 降准空间面临约束，央行亟需新的长期流动性投放渠道，三点原因：
  - 当前我国央行占据主导的“结构性流动性短缺”框架的运行，以法定存款准备金为基础
  - 银行间流动性也出现显著分化，存款利率调降使基础货币迁出“夹心层”股份行，降准成为“不对称”补水
  - MLF与结构性工具难堪大任
- 2024年降准难以超过2-3次（50-75BP），资金缺口短期内可以通过MLF和结构工具过渡，但长期需要新渠道

图19：降准“弹药”濒临用尽



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图20：央行“结构性流动性短缺”框架

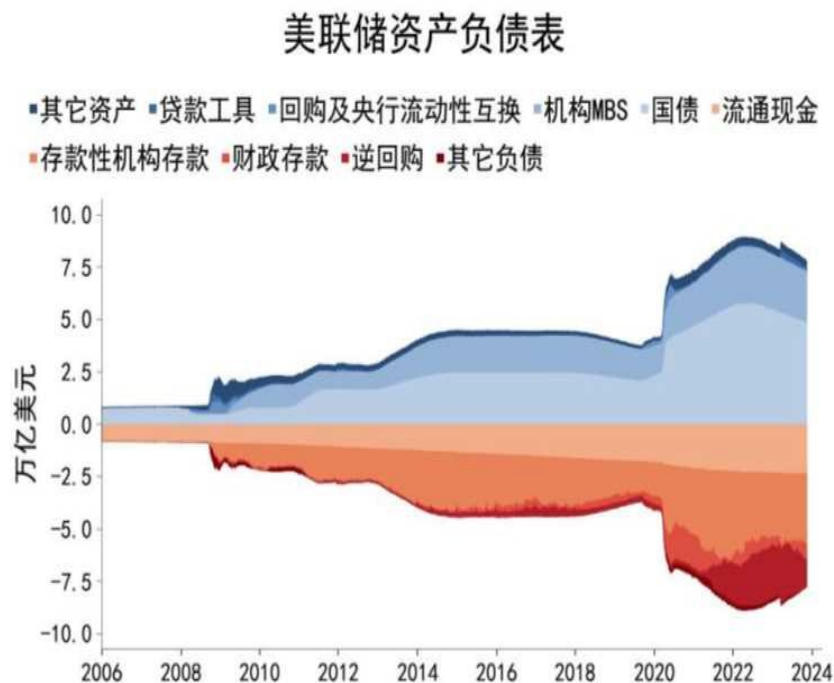


资料来源：《结构性流动性短缺的货币政策操作框架》<sup>1</sup>，国信证券经济研究所整理

# 展望2024：关注“范式变化”

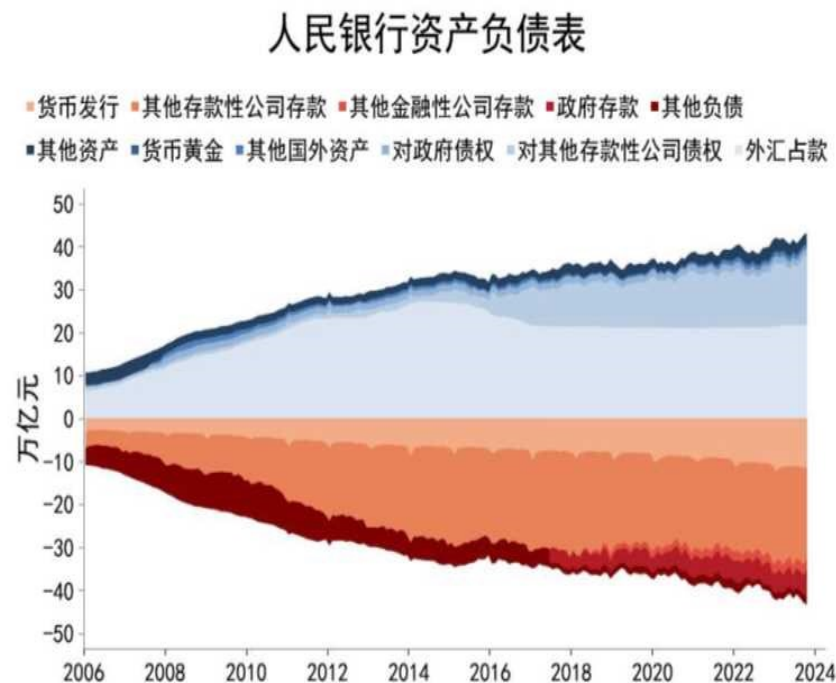
- 总量操作空间进一步受限，降准降息幅度均小于2023年
- 将存款利率与政策利率（隐性）挂钩
- 将吞吐国债作为新的长期流动性投放工具
  - 成本低、操作灵活、同质补水
  - （为量化宽松铺垫）
  - 问题：无独立价格信号

图21：美联储资产负债表



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图22：人民银行资产负债表



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

内需复苏不及预期，海外经济进入衰退。

1. 孙国峰, 《结构性流动性短缺的货币政策操作框架》, 比较, 2017, 91卷

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ， 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。 未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。





国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032