如何理解央行外汇存款准备金率调升？

2026 年 11 月 04 日

证券分析师 芦哲
执业证书：S0600524110003
luzhe@dwzq.com.cn
证券分析师 李沛
执业证书：S0600526080003
lip@dwzq.com.cn

相关研究

《反常识和消费不等式：谁决定消费增速？》

2026-11-03

《中选临近，大类资产如何交易？——海外周报 20261102》

2026-11-02

■ **核心观点：2026 年 11 月 3 日，央行宣布自 11 月 15 日起将金融机构外汇存款准备金率由 4%上调至 6%，为 2021 年 12 月以来首次上调。按约 1.2 万亿美元外币存款测算，本次上调约冻结 240 亿美元外汇流动性，较银行间即期外汇市场成交额来看，信号意义为主。本轮人民币在美元指数走强、中美利差倒挂的背景下逆势升值，主要靠贸易顺差和结汇动能推动。政策意在缓和“升值预期—集中结汇—汇率走强”的顺周期循环。复盘历次调整，外汇存准率调整可平抑汇率单边运行节奏，其中期运行趋势仍取决于供需因素，年末来看，季节性结汇或仍有支撑。预计 11 月至 12 月美元兑离岸人民币汇率将于 6.6-6.7 中枢双向波动，乐观视角或“升”破 6.60 关口。若升值速率仍然较快，不排除央行使用跨境融资宏观审慎调节参数调降、逆周期因子等工具进行逆周期调节。**

■ **外汇存准率时隔近五年上调，境内美元流动性边际收紧**

外汇存款准备金是金融机构按其吸收外汇存款的一定比例向央行缴存的准备金，以外汇缴纳。上调后，银行可用于放贷、投资和在即期市场出售的美元头寸减少，境内美元拆借利率趋于上行，持有和融入美元的成本抬升。这将边际削弱结汇动力，缓和人民币升值压力。截至 2026 年 9 月末，金融机构外币存款余额为 12000 亿美元，上调 2 个百分点约冻结 240 亿美元。同期银行间+银行对客户即期外汇市场日均成交约 600 亿美元，相比之下冻结规模有限，政策更多为信号意义。市场反应来看，离岸人民币盘中由 6.64 附近快速贬至 6.66 至 6.67 区间，短线贬值超 200pips，人民币汇率中间价连续三个交易日调贬，累计幅度近 40pips。

■ **背景：美元偏强而人民币逆势升值，结汇动能形成顺周期强化**

一是美元偏强而人民币逆势升值，贸易顺差与结汇动能为主要驱动。2026 年 9 月上旬以来美元指数从 9 月上旬 98 附近上涨近 3.5%至 102 左右，离岸人民币却由 6.71 升至 6.65 附近，为 2022 年 6 月以来最强水平；同期中美 10 年期国债利差仍倒挂约 330 个基点。人民币在美元走强、利差倒挂的环境中升值，说明主要驱动力来自国内外汇供需，而非美元走弱或利差收窄。

二是贸易顺差与结汇需求持续释放。2026 年前三季度银行结售汇累计顺差 3941 亿美元。9 月银行结汇顺差 562 亿美元，较 8 月多 77 亿美元。每年 11 月至次年 1 月为外贸企业的季节性结汇高峰。央行选择在年末结汇高峰前出手，意在前瞻性平滑市场行为的“羊群效应”，这与 10 月发布的《中国人民银行关于人民币汇率的政策立场》中“防范汇率短期超调”的表述一致。

■ **影响与展望：控速率难控方向，年末结汇动能存在季节性**

历次调整重在平抑节奏，难改中期运行趋势。2021 年以来五次外汇存准率调整，均在短期内缓和了汇率单边运行的节奏，但其中期运行方向仍将回归外汇供需定价逻辑。以 2021 年 6 月和 12 月外汇存款准备金率的两次上调为例，央行公告后均出现阶段性回调，随后仍延续升值，但升值空间明显收窄，且后续离岸价进一步升值幅度超过 2000pips 的概率较小。展望来看，贸易顺差与年末结汇或仍支撑人民币汇率韧性；海外加息、中美利差倒挂限制升值空间。从政策视角看，央行“控速率、不控方向”的立场为人民币提供有序升值的制度保障。资产影响方面，汇率平稳有利于稳定外资预期，债市仍以基本面为主线，对 A 股影响亦偏中性。预计 11 月至 12 月美元兑离岸人民币在 6.6-6.7 中枢双向波动，乐观视角不排除“升”破 6.60 关口。展望至 2027 年，中性假设下，我们预计人民币汇率离岸价升值终点区间 6.5-6.6，乐观视角可能触及 6.45。若后续升值速率仍然较快，不排除央行使用跨境融资宏观审慎调节参数调降、口头干预及逆周期因子等外汇调节工具稳定市场预期。

■ **风险提示：**海外央行加息超预期；外需回落风险；地缘博弈因素

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 外汇存准率时隔近五年上调，境内美元流动性边际收紧 4
2. 政策背景：美元偏强但人民币升值加快，结汇动能强化 5
3. 复盘及展望：控速率难控方向，年末结汇存在季节性 6
4. 风险提示 8

图表目录

图 1：回顾 2021 年以来外汇存款准备金率的多次调整.....4
图 2：美元指数与人民币汇率.....5
图 3：中国金融机构外币存款余额.....5
图 4：商业银行结售汇的季节性.....6
图 5：央行外汇逆周期调节工具使用情况.....7

表 1：外汇市场关键指标一览.....5
表 2：2021 年以来外汇存款准备金率调整一览.....6

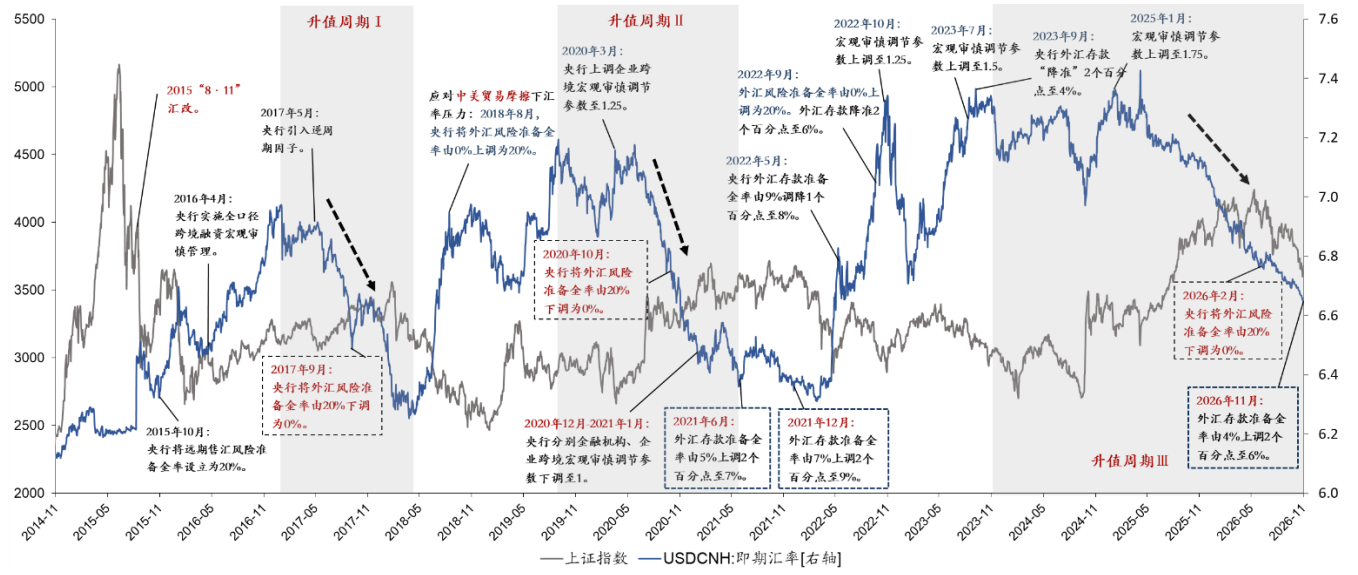
请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 外汇存准率时隔近五年上调，境内美元流动性边际收紧

2026 年 11 月 3 日，中国人民银行宣布，为加强金融机构外汇流动性管理，自 2026 年 11 月 15 日起上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，由现行 4%提高至 6%。这是 2023 年 9 月下调至 4%以来的首次调整，也是 2021 年 12 月以来的首次上调。

市场来看，当日离岸人民币盘中由 6.64 附近快速贬至 6.66 至 6.67 区间，短线贬值超 200pips，至 11 月 4 日午盘报收 6.68。**人民币汇率中间价连续三个交易日调贬，累计幅度近 40pips。**

图1：回顾 2021 年以来外汇存款准备金率的多次调整

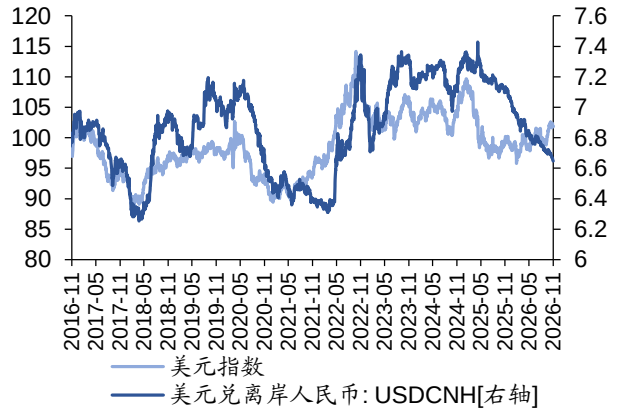


数据来源：中国央行，上交所，东吴证券研究所整理

外汇存款准备金是金融机构按其吸收外汇存款的一定比例向央行缴存的准备金，只能以外汇缴纳。上调后，银行可用于放贷、投资和在即期市场出售的美元头寸减少，境内美元拆借利率趋于上行，持有和融入美元的成本抬升，这将边际削弱结汇动力，缓和人民币升值压力。截至 2026 年 9 月末，金融机构外币存款余额为 12000 亿美元，上调 2 个百分点约冻结 240 亿美元。2026 年 9 月，中国（银行间+银行对客户）外汇即期市场全月成交 1.46 万亿美元，按约 22 个交易日估算，日均约 660 亿美元，相比之下冻结规模有限。**政策的作用更多体现在预期引导上，从 2021 年 6 月与 12 月两次使用情况来看，外汇存款准备金率调降短期有助于汇率升值放缓，但该操作时点大概率并非升值终点。但中期来看，后续人民币离岸价升值的幅度在 2000pips 以内的概率相对较大。**

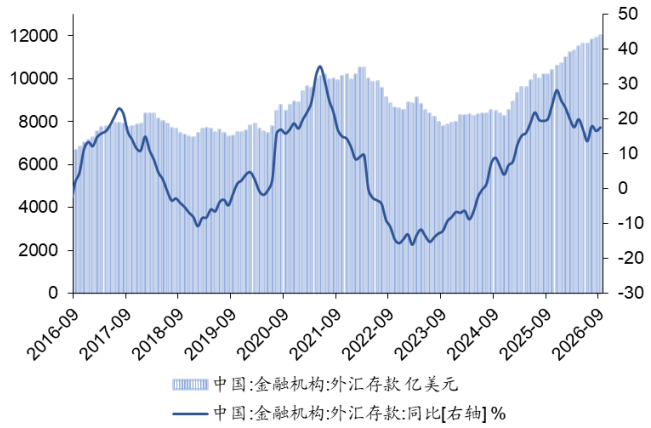
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图2：美元指数与人民币汇率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：中国金融机构外币存款余额



数据来源：中国央行，东吴证券研究所

2. 政策背景：美元偏强但人民币升值加快，结汇动能强化

一是美元走强而人民币逆势升值。美元指数从 9 月上旬 98.8 附近升至 102 左右，累计上涨约 3%。同期离岸人民币不贬反升，由 6.71 附近升至 6.65 附近。中美 10 年期国债利差倒挂仍在约 330 个基点。人民币在美元走强、利差倒挂的环境中升值，说明主要驱动力来自国内外汇供需，而非美元走弱或利差收窄。

表1：外汇市场关键指标一览

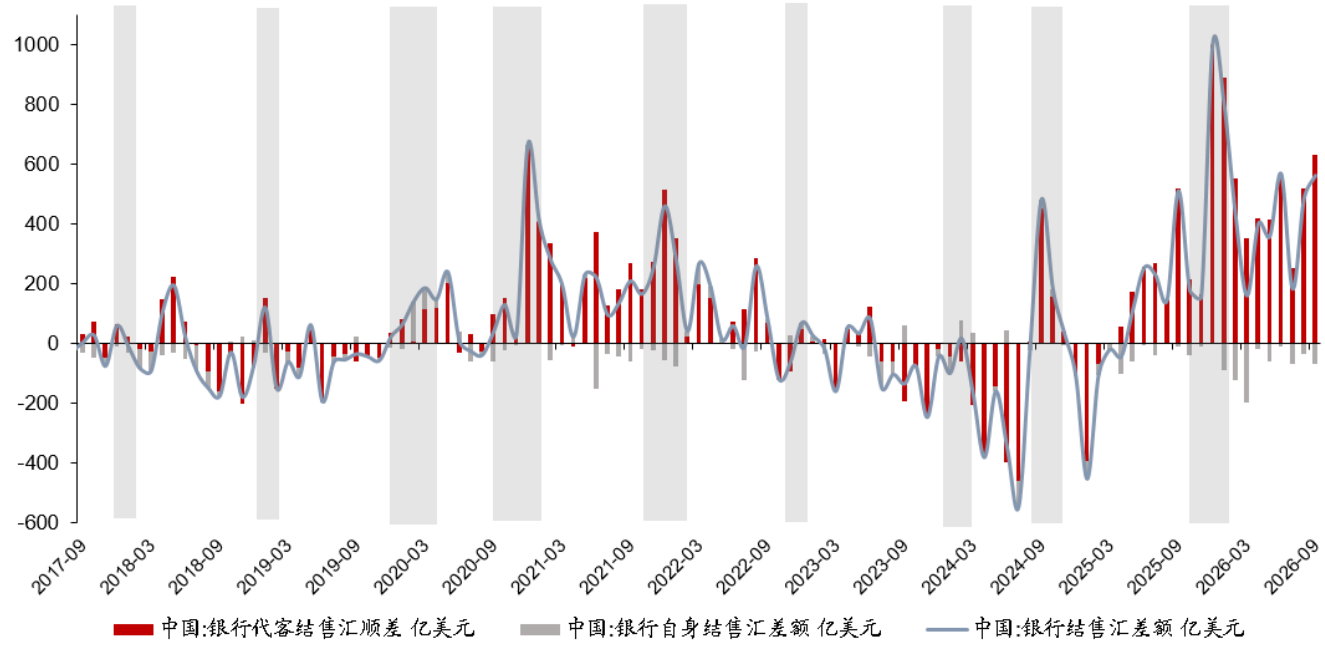
指标	最新值	对比值	变动	对比口径
外汇存款准备金率（%）	6.0	4.0	+2.0pct	调整前
金融机构外币存款余额（亿美元）	11994	11942	+52	2026 年 8 月末
银行结售汇差额（亿美元）	562	485	+77	2026 年 8 月
美元指数	101.80	98.78	+3.1%	2026 年 9 月 9 日
美元兑离岸人民币	6.6472	6.7065	-0.9%	2026 年 9 月 9 日
中国 10 年期国债收益率（%）	1.63	1.85	-21bp	2025 年末
美国 10 年期国债收益率（%）	4.91	4.83	+8bp	2026 年 9 月 9 日

数据来源：中国央行，东吴证券研究所

二是贸易顺差与结汇需求持续释放。2026 年前三季度银行结售汇累计顺差 3941 亿美元。9 月银行结汇顺差 562 亿美元，较 8 月多 77 亿美元。同时，据外管局数据 9 月企业等主体的结汇率环比上升。升值预期下，出口企业加快结汇，前期留存在境外的美元收入也加速回流，容易形成“升值预期增强—结汇增加—汇率进一步走强”的正反馈。每年 11 月至次年 1 月又是外贸企业的季节性结汇高峰。**央行选择在年末结汇高峰前出手，意在前瞻性抑制“羊群效应”。**这与 10 月发布的《中国人民银行关于人民币汇率的政策立场》中“防范汇率短期超调”的表述一致。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图4：商业银行结售汇的季节性



数据来源：中国央行，东吴证券研究所

3. 复盘及展望：控速率难控方向，年末结汇存在季节性

2021 年以来，本次调整之前，央行共五次调整外汇存款准备金率，方向都是逆着当时的汇率单边走势。2021 年 6 月、12 月两次上调，由 5%升至 7%、再升至 9%，彼时出口景气、顺差扩大，叠加美联储维持宽松，人民币持续升值。2022 年 4 月、9 月两次下调，由 9%降至 8%、再降至 6%，背景是美联储激进加息、中美利差倒挂，叠加国内疫情扰动，人民币贬值压力上升。2023 年 9 月再次下调 2 个百分点至 4%，彼时中美货币政策分化延续，美元走强，人民币再度承压。

表2：2021 年以来外汇存款准备金率调整一览

公告日期	生效日期	调整	汇率环境	主要背景
2021-05-31	2021-06-15	5%→7%	人民币持续升值	出口景气、顺差扩大，美联储维持宽松
2021-12-09	2021-12-15	7%→9%	人民币持续升值	结汇需求旺盛，升值预期较强
2022-04-25	2022-05-15	9%→8%	人民币快速贬值	美联储激进加息，中美利差倒挂，全球公共卫生事件扰动
2022-09-05	2022-09-15	8%→6%	趋贬压力加大	美元指数走强，人民币逼近 7.0
2023-09-01	2023-09-15	6%→4%	人民币再度承压	中美货币政策分化，美元走强
2026-11-03	2026-11-15	4%→6%	人民币加速升值	顺差与结汇驱动，美元走强、利差倒挂

数据来源：中国央行，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

从结果看，五次调整都在短期内缓和了汇率单边运行的节奏，但都没有扭转中期趋势，汇率最终仍回到基本面定价。以 2021 年两次上调为例，人民币公告后均出现阶段性回调，随后仍延续升值，但升值空间明显收窄，因此**这一工具的信号意义大于其冻结或释放的资金规模。**

图5：央行外汇逆周期调节工具使用情况

汇率管理工具	首推年限	RMB贬值时	RMB升值时	最新宣布调整日	当前运用情况
外汇存款准备金率	**2005年**	**下调↓**	**上调↑**	**20261103**	**上调2个百分点至6%**
远期售汇风险准备金率	**2015年**	**上调↑**	**下调↓**	**20260227**	**由20%下调至0**
跨境融资宏观审慎调节参数	2016年	上调↑	下调↓	20250113	全口径上调至1.75
离岸央行票据发行	2018年	增发	-	20260213	500亿元
离岸掉期市场干预	2018年	提升离岸做空成本	-	-	-
口头干预	-	-	-	202609	央行2026年Q3货币政策例会
逆周期调节因子	2017年	-	-	2026Q1	可能启用

数据来源：中国央行，东吴证券研究所整理

政策落地后，人民币短期升值斜率预计放缓，中期方向仍取决于内外基本面和外汇供需。**支撑因素方面，**出口韧性与经常账户顺差仍是人民币的主要支撑，企业结汇惯性和年末季节性结汇需求也将延续。**约束因素方面，**欧美央行进入加息周期，海外流动性收紧，美债收益率维持高位，中美利差深度倒挂，证券投资项下资金存在外流压力，这些都会限制人民币进一步升值的空间。从供需看，企业在 6.7 至 7.0 区间已集中结汇，存量待结汇资金有所消化，预计今年年末结汇需求弱于 2025 年末。**政策取向方面，**央行已明确不预设汇率目标，但会防范单边预期自我强化。若升值预期再度升温，外汇存准率仍有继续上调的空间，央行也可启用逆周期调节等其他工具。

资产影响方面，汇率平稳有利于稳定外资预期，债市仍以基本面为主线。年内资产走势是“债汇偏强、股市调整”。本次政策对 A 股偏中性，对债市的直接影响有限。

展望来看，四季度人民币将延续“偏强运行、双向波动”的格局，年末观察季节性结汇与海外流动性收紧之间的博弈。近半年央行逆周期因子整体为正，指向人民币需求整体偏强。从政策视角看，央行“控速率、不控方向”的立场为人民币将提供有序升值的制度保障。**预计 11 月至 12 月美元兑离岸人民币汇率将于 6.6-6.7 中枢双向波动，乐观视角不排除“升”破 6.60 关口。展望至 2027 年，中性假设下，我们认为人民币汇率离岸价升值终点区间 6.5-6.6，乐观视角可能触及 6.45。若后续升值速率仍然较快，不排除央行使用跨境融资宏观审慎调节参数调降、口头干预及逆周期因子等方式进行外汇工具稳定市场预期。**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 风险提示

1）海外货币政策超预期：美联储及欧洲央行加息幅度或节奏超预期。

2）外需不及预期：全球需求放缓导致出口和贸易顺差收窄超预期，结汇动能减弱，汇率双向波动加剧。

3）地缘因素扰动：地缘政治冲突升级冲击市场风险偏好。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn