

汇率调控的方向和节奏

2023年09月01日

9月1日，央行宣布，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，外汇存款准备金率由现行的6%下调至4%。

如何理解外汇存准率下调的影响，以及背后央行调控汇率的思路？

➤ **此次下调外汇存准率，将释放160亿美元流动性，有助于稳定人民币汇率。**

近期境内美元流动性有所收紧，银行间美元隔夜拆借利率相比SOFR明显走高。我们预计本次下调外汇存款准备金可以释放流动性约160亿美元，有助于缓解境内美元流动性紧张。前期人民币汇率贬值节奏偏快，最新一期货政执行报告中，央行释放明显的稳汇率信号，故而这次下调外汇存准率并不令人感到意外。

➤ **近期央行连续启用多重汇率管理工具，调节汇率节奏的政策信号强烈。**

我们回顾近期稳汇率一系列操作：

7月20日，央行上调外币跨境融资宏观审慎调节参数；

8月16日，香港离岸人民币流动性转紧，掉期报价快速抬升；

9月1日，央行宣布下调外汇存款准备金，给予商业银行外汇流动性补充。

本次下调之后，外汇存款准备金率降至4%，为2007年5月以来最低水平，加上近期央行频繁动用工具调控人民币贬值节奏，显示央行稳汇率决心之强。

➤ **稳汇率背景下，为何人民币仍偏弱？稳汇率不在于“死守”而在于延缓节奏。**

今年二季度美元兑在岸人民币，从6.87（3月末）贬至7.27（6月末）。三季度以来美元兑人民币汇率在7.3附近波动。

货政执行报告提到汇率长期根本上取决于经济基本面，所以汇率管理无法扭转也不应扭转汇率定价方向。汇率管理的目的是避免单边贬值预期发酵，导致汇率短期超调贬值。

➤ **近期央行仍高度关注汇率并展开积极管理，短期内汇率快速大贬值风险低。**

回顾过去十年，美元兑人民币汇率在接近敏感点位或前期高点，多数情况下会经过长时间的围绕这一点位震荡。根本原因是，适当调控可以延缓贬值速度，让实体经济用一段时间来适应汇率新水平。

当下国内政策重心仍在化解国内债务风险，海外货币政策仍未见明确转向信号，人民币汇率或仍有压力。但因有央行关注以及积极调控，汇率贬值的节奏或更加缓慢，即人民币汇率短期内急贬的概率降低。

➤ **汇率震荡时间越久，国内再次宽货币的窗口或越近。**

三季度以来汇率震荡走势有望持续，实体经济对于汇率新的均衡状态的适应程度也就越高，央行重心也将逐步回归国内货币政策。

在化解债务压力和风险背景下，流动性宽松和利率中枢下移趋势不可避免，新一轮降准降息窗口也将渐行渐近，我们预计新一轮降准最快或在九月落地。

➤ **风险提示：**货币政策超预期，海外货币政策超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

1. 2023年8月PMI数据点评：平庸的库存周期-2023/08/31

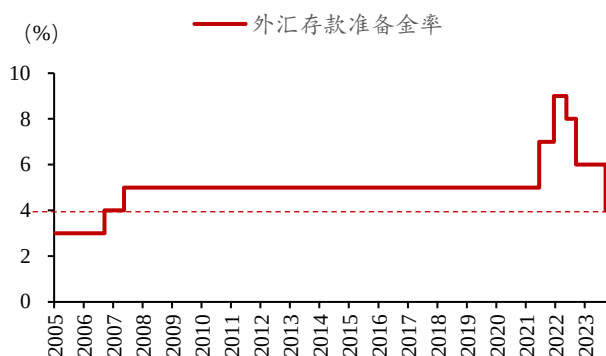
2. 全球大类资产跟踪周报：中长端美债利率涨势暂缓-2023/08/27

3. 流动性跟踪周报：为何近期资金面收紧？-2023/08/26

4. 大宗系列研究（二）：油价中枢会否上移？-2023/08/24

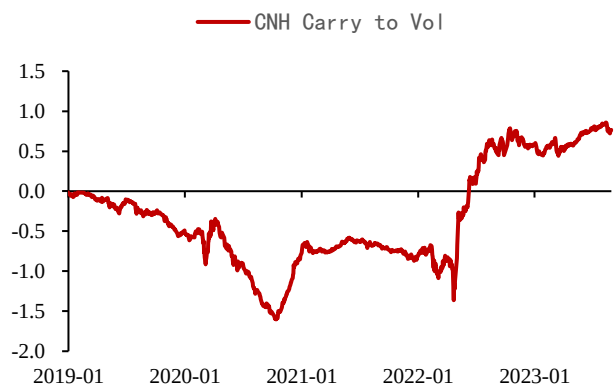
5. 宏观专题研究：地产的历史“大变局”-2023/08/23

图1：商业银行外汇存款准备金率



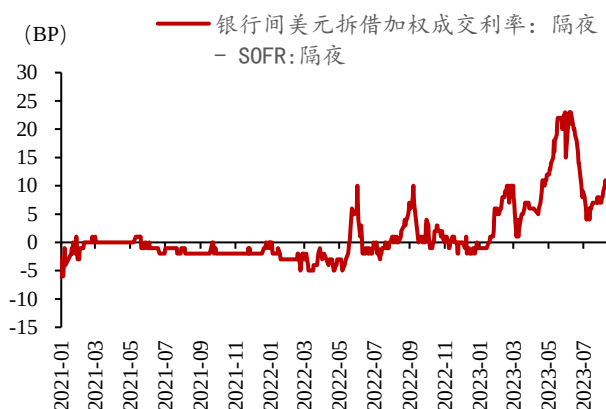
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：USDCNH Carry to Vol



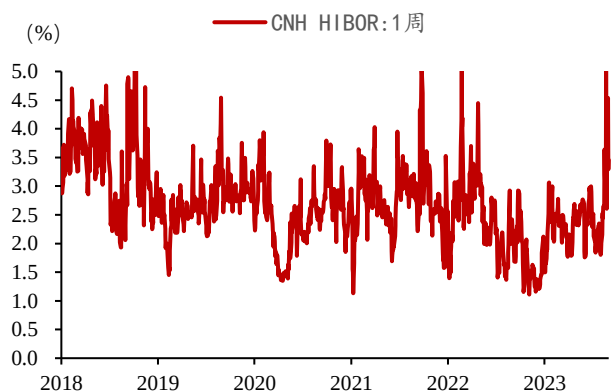
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：境内美元流动性偏紧



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：USCNH 拆借利率偏高



资料来源：wind，民生证券研究院

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。本报告清晰准确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
公司评级	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
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