

宏观点评

外汇存款准备金率再上调，怎么看人民币汇率？

事件：北京时间 12 月 9 日，央行将金融机构外汇存款准备金率由 7% 上调至 9%，随后人民币即期汇率由 6.35 左右快速贬至 6.38 左右。

核心结论：人民币汇率短期仍将强势，2022 年全年趋于贬值，拐点可能在一季度末。

1、外汇存款准备金率的实施机制、调整历史、影响效果。

> **实施机制：**外汇存款准备金率，是指金融机构吸收的外汇存款中，需要缴存在中央银行用作准备金的比例，与常规的存款准备金率意义相同。央行提高外汇存款准备金率，意味着金融机构提供外汇贷款的能力将有所减弱，从而减少外汇供应，最终抬高外汇汇率、压低人民币汇率。

> **调整历史：**2004 年 10 月、2006 年 8 月、2007 年 5 月，央行曾 3 次上调外汇存款准备金率，从 2% 提高至 5%，每次上调 1 个百分点。随后时隔 14 年至 2021 年 5 月，央行再次将外汇存款准备金率由 5% 上调至 7%，本次进一步由 7% 上调至 9%。

> **影响效果：**截至 2021 年 11 月，金融机构外汇存款规模 1.02 万亿美元，上调外汇存款准备金率 2 个百分点，意味着将直接回笼 200 亿美元的外汇流动性。相比之下，根据 BIS 统计，2019 年全球人民币外汇交易规模高达 2850 亿美元，因此影响有限。从实际表现来看，过去 4 次上调外汇存款准备金率后，金融机构的外汇存贷款规模均未受到显著影响，总体仍维持上升趋势；2021 年 5 月上调后，人民币汇率仅短期内出现小幅贬值，随后持续大幅升值。因此，这一政策更主要的目的是表达央行态度、引导市场预期，其信号意义远大于实际效果。

2、近期人民币持续升值，主因中美关系缓和、全球疫情恶化。

> **中美关系：**自 2015 年“811 汇改”之后，美元兑人民币与美元指数基本完全同向变动，二者仅有过 2 次较明显的背离：第一次是 2019 年初至 2019 年 4 月，美元指数上涨 2.4%，人民币兑美元升值 2.8%；第二次是 2021 年 10 月初至今，美元指数上涨 3.1%，人民币兑美元升值 1.7%。分析背后的原因可以发现，两次背离均发生在中美关系缓和的背景下：2019 年初中美曾一度接近达成第一阶段贸易协议；今年 10 月初则是由于美国贸易代表戴琪发表讲话，称将会启动对华关税的豁免程序。

> **全球疫情：**在前期报告《美元反弹，人民币为何坚挺？能否持续？》中我们曾指出，全球疫情恶化将对人民币汇率形成支撑，表现为全球新增新冠确诊人数领先人民币汇率 1 个月作用。背后的逻辑在于，中国疫情防控能力更强，经济受冲击程度也更轻，同时中国出口份额有望维持高位。10 月中旬以来，随着天气转冷以及 Omicron 病毒爆发，全球疫情再度恶化，也在一定程度上推动了人民币升值。

3、人民币汇率展望：短期保持强势，明年全年趋于贬值，拐点可能在一季度末。

> **短期内：**鉴于关税豁免尚未落地，同时拜登 1.75 万亿“更好重建法案”尚未在参议院通过，短期内中美关系依然可以偏乐观。关于全球疫情的演化路径，可参考 Delta 病毒爆发后的表现，2020 年 10 月 Delta 病毒首次在印度发现，随后全球确诊人数快速上升，直到 2021 年 1 月中旬才开始回落。而 Omicron 病毒的感染性明显强于 Delta，因此预计本轮全球疫情恶化至少持续到 2022 年 2 月。此外，近期美元指数上涨速度过快，明显超出基本面表现，短期内可能会有回调。

> **明年全年：**在前期报告《反转之年——2022 年海外宏观展望》中我们曾指出，2022 年美元指数大概率上涨，高点可能破 100；同时，出于中期选举诉求，拜登大概率采取更加强硬的对华立场，中美关系在 2022 年更有可能边际趋紧。再考虑到全球疫情不会持续恶化，中国货币政策保持独立宽松，人民币汇率难持续保持强势。

综上分析，短期内人民币汇率有望保持强势，但 2022 年全年来看，人民币汇率大概率由升值转为贬值，拐点可能在 2022 年一季度末，贬值的开始可能要等两大信号，一是中美关系出现紧张的迹象，二是全球疫情开始触顶回落。

风险提示：全球疫情超预期缓和，中美关系超预期演化。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 刘新宇

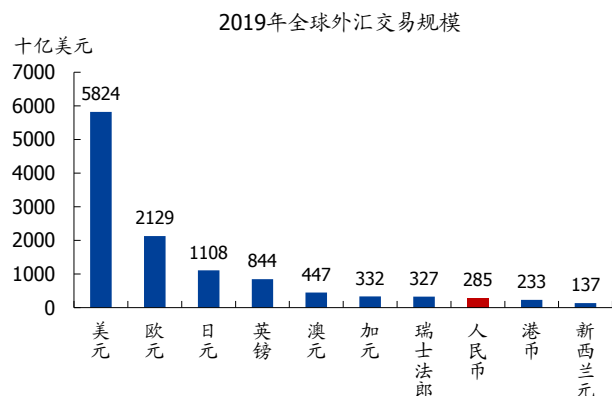
执业证书编号：S0680521030002

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

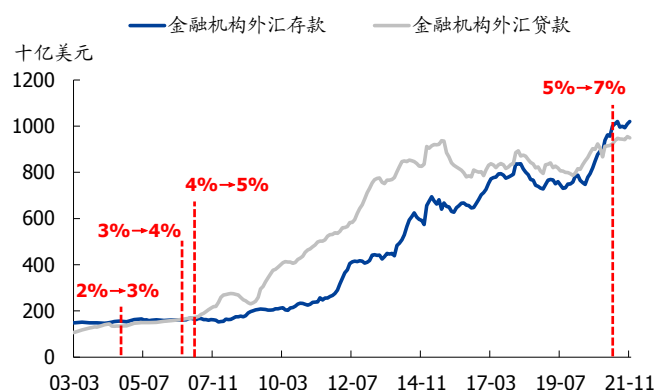
- 1、《变局与破局——2022 年宏观经济与资产配置展望》2021-11-29
- 2、《反转之年——2022 年海外宏观展望》2021-11-12
- 3、《Taper 终官宣，鹰还是鸽？——美联储 11 月议息会议点评》2021-11-4
- 4、《9 月非农略弱，不影响 Taper 和加息路径》2021-10-9
- 5、《美元反弹，人民币为何坚挺？能否持续？》2021-8-24

图表 1: 2019 年全球人民币外汇交易额达 2850 亿美元



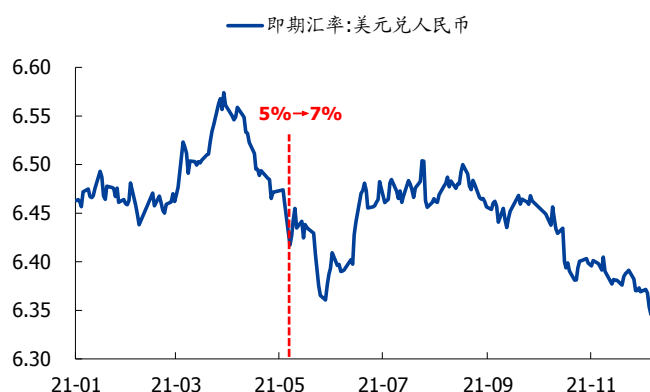
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 最新数据仅公布到 2019 年

图表 2: 历次上调外汇存款准备金率后, 外汇存贷款未受到显著影响



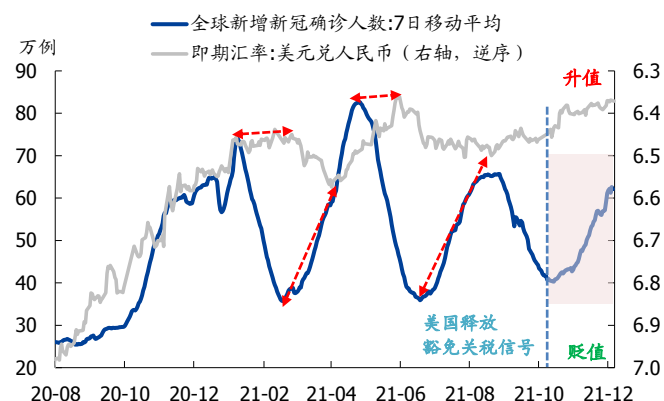
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 2021 年 5 月上调外汇存款准备金率后, 人民币不改升值趋势



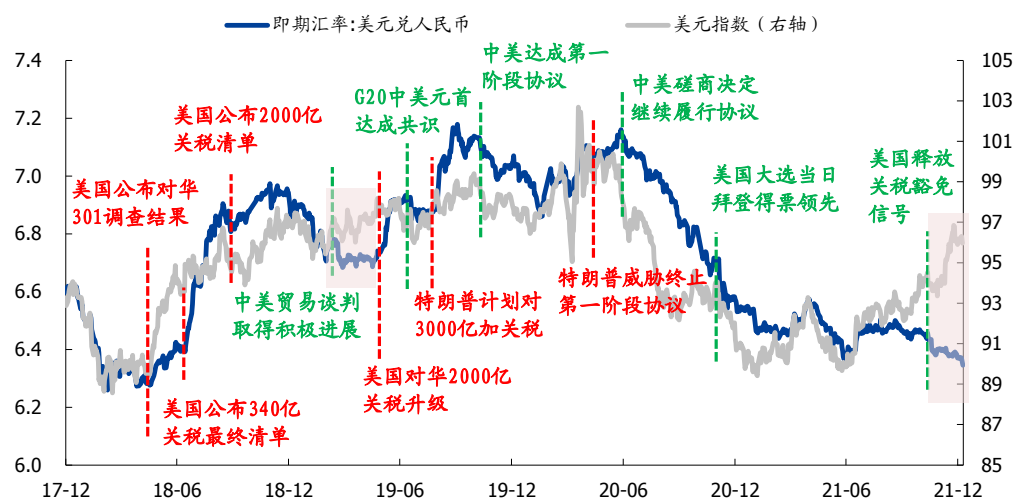
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 全球新增确诊人数领先人民币汇率 1 个月左右



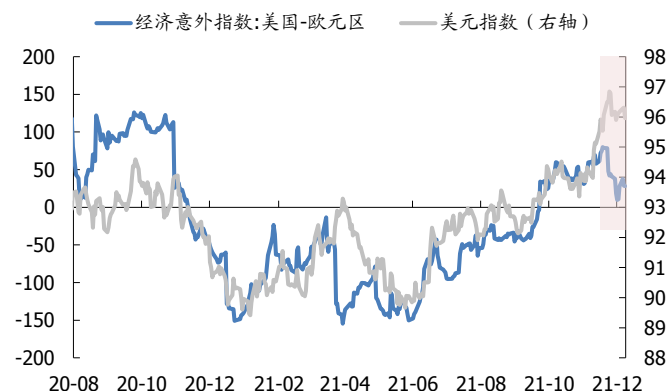
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 美元指数与美元兑人民币两次背离, 均是由于中美关系缓和



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 近期美元指数上涨过快, 超出基本面表现, 短期可能回调



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 全球经济已进入放缓区间, 美元指数大概率趋势性上涨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

全球疫情超预期缓和, 中美关系超预期演化。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30933

