

下调外汇准备金率快评

平抑贬值预期，回归理性波动

证券分析师

魏伟 投资咨询资格编号
S1060513060001
BOT313
WEIWEI170@pingan.com.cn

郭子睿 投资咨询资格编号
S1060520070003
GUOZIRUI807@pingan.com.cn



事项：

4月25日晚，为提升金融机构外汇资金运用能力，中国人民银行决定，自2022年5月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点，即外汇存款准备金率由现行的9%下调至8%。

平安观点：

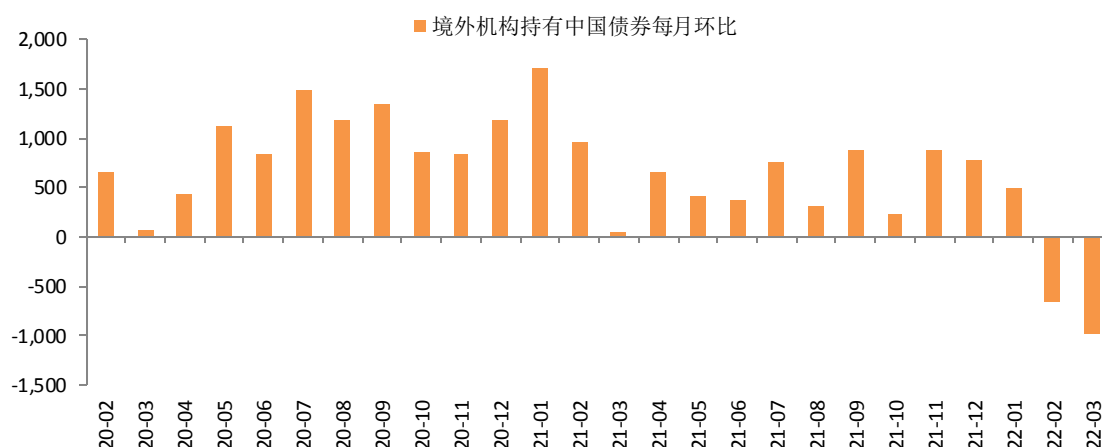
- 下调外汇存款准备金率，旨在平抑人民币的贬值预期，是央行向外界传递人民币可能出现非理性波动的信号，这与2021年人民银行分别在5月和12月通过上调外汇准备金率来管理人民币单边升值预期类似，有助于人民币回归理性波动，降低股市汇市的相互传染。
- 为何在此时下调外汇存款准备金率？自4月18日以来，人民币兑美元汇率连续五个交易日持续走贬，自6.37连续跌破6.4、6.5重要关卡至6.56，贬值幅度2.8%，离岸市场贬值幅度更大，股票市场和债券市场出现连续资本外流，同时股票市场也出现持续大幅调整。汇市股市出现较强的传染效应，通过引导汇率回归理性波动，也有助于资本市场的平稳运行。
- 外汇存款准备金率是央行应对人民币非理性波动的手段之一。在2021年5月和12月人民币出现强劲单边升值预期时，人民银行曾两次上调外汇存款准备金率。本次下调外汇存款准备金率，也向市场传递了如下信号：其一，不允许汇率出现明显的超调，人民币的过快升值和过快贬值都不是政策希望的。其二，相比调整中间价模型等工具，调整外汇存款准备金率对外汇市场自身交易行为的影响相对较小，这说明央行仍倾向于使用更加市场化的调控工具进行管理。其三，本次的调整幅度只有1个百分点，低于此前上调幅度，信号意义更重。
- 那么自4月18日以来人民币对美元为何快速走弱？我们认为这一轮人民币快速走弱的因素更趋复杂。资本市场的快速调整是人民币汇率走贬的直接导火索。资本市场的快速下跌引发投资者对中国经济金融风险的担忧，叠加美元指数续创新高，加大了人民币的贬值压力。从过去经验来看，资本市场的大幅调整往往引发人民币汇率的大幅波动，股市汇市具有较强的传染效应。
- 此外，引发人民币汇率贬值还有更深层次的基本面因素，支撑人民币汇率在过去一年半一直保持强势的因素在逐渐发生扭转。

首先，从外贸景气度来看，市场一直预期 2022 年中国出口增速将会下行，但下行的幅度和时点一直存在较大的不确定性。上海疫情的全面爆发，加大了市场对中国出口前景的担忧。一方面，上海是中国的重要港口城市，上海的接近封闭式管理，对中国的物流和供应链保障带来较大困难；另一方面，上海疫情的爆发导致全国其他城市也都不同程度升级防控举措，这与国外“躺平式”防疫形成显著差异，过去两年中国由于疫情防控带来的生产优势有所弱化，中国的出口增速存在快速下滑的风险。本周末北京疫情再起，无疑更进一步加大对中国经济的担忧。

其次，中美利差显著收窄甚至倒挂，未来不排除中美基准利率存在倒挂，这会给人民币不断积累贬值压力。2022 年全球宏观经济的主题是“海外治胀，中国抗滞”，这必然导致中国货币政策存在显著分化。在美联储激进加息和缩表预期下，美债收益率快速飙升，尤其是美债实际利率快速上行，中美长端利率已经出现倒挂。如果美联储在 2022 年底加息至中性利率附近，那么届时中美基准利率将会倒挂。中美利率的倒挂加大了海外抛售中国债券，这会给人民币不断积累贬值压力。这也是为何自 3 月份以来，离岸市场的人民币汇率持续弱于在岸市场汇率的主要原因。

最后，自去年下半年以来，美元与人民币走势持续分化，在美元续创新高下，人民币的强势存在一定的回归需求。

图表1 2022 年 2 月和 3 月境外机构减持中国债券（亿元）



资料来源：WIND, 平安银行 平安证券研究所

那么，人民币汇率后市如何看？

首先是美元指数，短期更可能高位震荡，在美联储加息和缩表路径尚未明确之前，美元指数很难大幅走弱。虽然美国通胀拐点渐近，但回落较为缓慢，尤其是在二季度，市场仍会对美联储紧缩有较强烈的预期。当前市场预计美联储在 5 月加息 50bp 是大概率事件，6 月份是否加息 50BP，目前仍有不确定性。关于缩表的具体细节可能会在 5 月的加息会议上进一步阐述，在此期间，美元指数仍将保持较强。

至于人民币汇率，2022 年其走势将会受到贸易和资本流动两种多空因素交织的影响，支撑人民币汇率强势的因素在逐渐扭转。自 2021 年下半年，人民币保持强势的主要因素在于大幅贸易顺差和企业较强的结汇需求，以及海外资金持续加仓中国股债核心资产，其中贸易顺差和企业较强的结汇需求是支撑人民币比较强势的重要基本面基础。随着中美货币政策进入实质性分化，中美利差开始

显著收窄，叠加俄乌冲突和中美金融监管不确定性引发资本市场波动加大，近期中国出现资本外流。而上海疫情的爆发加剧了中国出口前景的担忧，支撑人民币汇率强势的因素都在逐渐扭转，人民币也出现一定的贬值。短期来看，外汇存款准备金率的下调有助于平抑人民币的单边贬值预期，放缓人民币的贬值速度，但信号意义大于实际，人民币汇率可能还会呈现小幅贬值。当前而言，如何找到一种可持续的科学防疫策略，对稳定中国经济和资本市场预期至关重要。不过，也不必对人民币汇率过于悲观，我国央行的外汇管理工具还非常充足，除外汇存款准备金率外，还有远期售汇风险准备金率、跨境资本宏观审慎管理、逆周期调节因子以及外汇储备等。

风险提示：1）全球新冠疫情再次升温；2）全球宏观经济复苏不及预期；3）地缘政治环境波动加剧。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

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_40809

