

疫情以来美联储推出历史罕见货币宽松，全球美元流动性极为充沛。过去两年多高速增长支撑起中国疫中经济增长，不仅如此，源源不断的贸易顺差还带来巨额美元外汇涌入中国金融市场。

过去两年多抗疫时期，我们在经济层面见证了中国稳定的增长、蓬勃的出口、持续升值的人民币。然而当我们将视线聚焦到金融层面，人民币汇率的另一面——套息交易进入我们的视野。

只有理解了美元-人民币套息交易，我们才能够深刻理解最近一周人民币汇率贬值缘何如此迅速，才能够理解为何央行昨日宣布下调外汇存款准备金率，抑制人民币过快贬值。也只有充分理解套息交易机制，我们才能够判断后续人民币汇率走势。

► 美元-人民币套息交易本质上是一笔货币错配交易。

美元-人民币套息交易涉及多个步骤和机构。穿透这些细节，一笔典型的美元-人民币套息交易中，套息机构本质上是在负债端融入美元流动性，资产端配置人民币计价的资产。通过资产负债行为，套息机构可以享受货币错配带来的收益。

美元-人民币套息机构，可以是金融机构，例如境内外商业银行，国内外基金；也可以是非金融机构，例如跨国企业财务公司，甚至可以是进出口贸易商。只要机构可以在负债端融入美元，资产端可配置人民币资产，便可完成套息交易。

人民币计价的资产可以是人民币存款、中国国债、中国银行存单，甚至可以是股票。美元负债可以在境内美元市场获得，也可以在境外美元市场获得。获取美元负债的方式也极为多样，回购、拆借、信贷等等，不一而足。

► 美元-人民币套息交易的微观机制和滋生土壤。

既然套息交易本质上是货币错配操作，天然存在三大收益。一是息差，即人民币资产收入高于美元负债成本，所得剩余部分。二是人民币汇率升值汇兑收益。当套息交易还可以辅以杠杆操作，将收益放到极致。这也是套息交易的第三大收益来源。

套息交易的“息差”越厚，微观上交易动机越强，宏观上套息交易规模越大。以美元-人民币套息交易为例，当人民币资产收益越高、美元负债成本越低，该货币对套息的息差越厚。同样，当人民币相对美元持续升值，则美元-人民币套息交易动机越强。

2020年各国货币政策为美元-人民币套息交易创造了良好环境。过去一段时间以来中国人民币汇率持续升值，美元-人民币套息交易规模不断扩大。我们认为当前不管是在岸还是离岸市场，都存在一定规模的套息交易。

► 美元-人民币套息交易无疑将会放大人民币汇率波动。

当前人民币汇率开始贬值，则套息交易的收益空间将被大幅压缩。这种情况下，势必有一部分套息交易开始平仓。套息交易平仓过程中，人民币资产价格下跌、人民币汇率急速贬值、套息交易空间压缩，三个现象同时发生，并形成互为强化的内生螺旋循环。

► 从下调外汇存款准备金看央行处理内外均衡时政策选择。

其一，直接释放外汇流动性缓解套息交易平仓的流动性紧张的问题，缓解汇率贬值压力。

其二，阻止人民币汇率无序快贬，避免形成人民币汇率贬值的一致性预期，阻断金融风险。

风险提示：疫情持续时间超预期；央行汇率政策超预期；出口超预期恶化



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、宏观专题研究：人民币贬值的前因后果

目 录

前言	3
1 外汇存款准备金可以调节外汇流动性	4
1.1 外汇存款准备金运行机制	4
1.2 本次准备金率下调释放流动性估算	4
2 套息交易天然放大汇率波动	5
2.1 套息交易 (Carry Trade) 机制	5
2.2 套息交易天然容易放大汇率波动	6
2.3 用美元和人民币完成套息交易	7
3 当前人民币急贬有套息交易影子	8
3.1 套息交易或伴随金融市场融资规模扩张	8
3.2 四条线索捕捉人民币急贬背后的套息交易	9
3.3 人民币急贬的另一面，急速贬值与套息交易平仓恶性循环	12
4 下调外汇存款准备金背后的政策意图	13
5 风险提示	15
插图目录	16

前言

4月18日至25日，人民币急速贬值，美元兑在岸人民币汇率从6.36快速上行至6.56。单周贬值幅度之大，创下2015年“811汇改”以来单周贬值幅度之最。4月25日晚，央行宣布下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点（从9%下调至8%）。

央行下调外汇存款准备金，直接效果释放外汇流动性，主要目的是减缓人民币汇率贬值的节奏和幅度。一句话，阻止人民币过快贬值。这一点在隔日央行给出的信息中得到验证。4月26日，央行接受金融时报采访时提到，“我们关注到近期金融市场出现一些波动，主要受投资者预期和情绪的影响”。

当下美联储货币持续收紧，对全球流动性都带来冲击。然而中国国内饱受疫情冲击，内需疲弱，生产受限。这种情况下，国内货币政策面临两难的尴尬境地。**宽松，则面临资金外流和人民币贬值。收紧，国内经济压力进一步加大，若处理不当，甚至引发金融风险，汇率超预期下跌。**

一般而言，内外均衡的关键在于处理好资金外流和人民币汇率贬值问题。节奏方面，汇率若能短期快贬到位，好于缓慢贬值。因为缓慢贬值意味着资金持续外流，外汇储备持续被消耗。**快速贬值到位，可以节约外汇储备，为后续货币调控赢得足够的政策空间。**

按照这一逻辑推演，近期人民币快速贬值，央行理应乐见其成。为何4月25日宣布下调外汇存款准备金，阻止人民币汇率过快贬值呢？

理解过去一周史诗级别的人民币汇率急贬，关键是要理解套息交易。只有理解了套息交易，我们不仅能够获知，为何近期人民币贬值如此迅疾；也能清晰理解央行为何在当前时点希望人民币贬值速度有所缓和。**更进一步，我们才能够更加深刻理解央行面对经典的内外均衡时，政策意图及调控方向。**

1 外汇存款准备金可以调节外汇流动性

1.1 外汇存款准备金运行机制

外汇存款准备金率可类比于人民币存款准备金率。

商业银行除了吸收本币存款之外，还吸收外币存款。商业银行本币存款需要向央行缴纳外汇存款准备金，类似的，吸收的外币存款同样需要缴纳外汇存款准备金。

外汇存款准备金就是针对外币存款缴纳的准备金，当然也是以外汇形式进行缴纳。

外汇存款准备金在央行资产负债表的会计处理为：资产端对应其他国外资产项，负债端对应其他负债项。

央行可通过外汇存款准备金率高低来调整外汇市场流动性。

当央行上调外汇存款准备金率时，商业银行可使用的外汇资金减少，无论是零售外汇市场还是银行间外汇市场，可用的外汇资金都在减少。反之，央行下调外汇存款准备金率时，商业银行可使用外汇资金增加，外汇市场流动性改善。

图 1：央行下调外汇存款准备金率对应的资产负债表变化



资料来源：民生证券研究院

1.2 本次准备金率下调释放流动性估算

本次下调外汇存款准备金是历史首次。

央行调节汇率有多种工具，外汇存款准备金率调整只是其中一个工具。历史上中国央行动用外汇存款准备金率的次数并不多，而且往往是上调，而非下调。

大部分时间央行都是上调外汇存款准备金，收紧外汇流动性。2005 年至今，央行四次上调外汇存款准备金，其中 2021 年的 5 月和 12 月各上调一次，幅度均为 2 个百分点。

今年 4 月 25 日，下调外汇存款准备金倒是历史第一次。

外汇存款准备金下调可释放约百亿美元流动性。

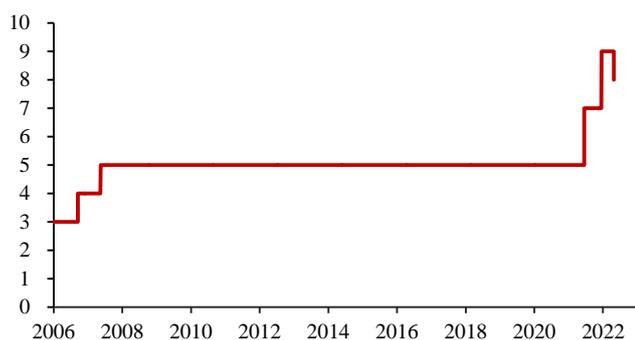
首先需要强调，直接将外汇存款规模乘以准备金率变动比例，得到外汇准备金释放规模。这种计算会高估实际的外汇流动性投放量，因为部分境外外汇存款不需要缴纳存款准备金。

我国现行外汇账户管理体系下，境外主体或居民在中国境内可开立三类银行账户，分别是

OSA 离岸账户(Offshore Account)、自贸区的 FT(Free Trade)自由贸易账户、NRA 账户(Non-Resident Account)。OSA 账户是不需要缴纳存款准备金的，也是计算外汇存款准备金率下调释放流动性的误差来源。

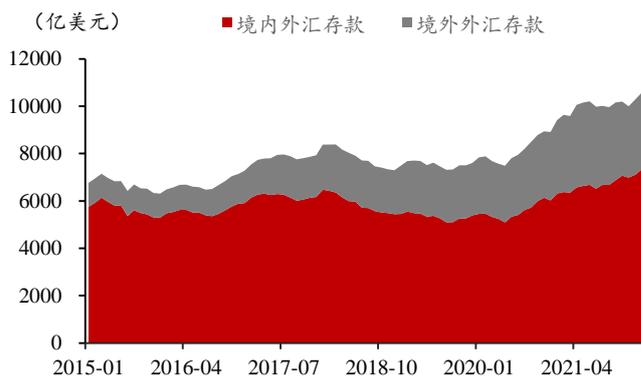
截至 2022 年 3 月，外汇存款规模 10481 亿美元，其中境内外汇存款 7295 亿元、境外外汇存款 3186 亿美元。按照这一外汇规模进行计算，此次外汇存款准备金下调实际释放的外汇资金规模在 72.95~104.81 亿美元之间。

图 2：央行首次下调外汇存款准备金



资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：境内外汇存款和境外外汇存款



资料来源：wind，民生证券研究院

2 套息交易天然放大汇率波动

2.1 套息交易 (Carry Trade) 机制

套息交易是典型的投机行为。

所谓“套息”，核心操作是负债端借入低息货币（计价的资产），资产端买入高息货币（计价的资产）。低息货币（计价的资产）和高息货币（计价的资产）之间存在息差，这就是套息交易所要套取的“息”。

整个套息交易环节分为三个步骤。

先把低息货币兑换成高息货币。值得注意的是，一个典型的套息交易中，低息货币可以通过金融市场融入。

再将高息货币配置相应的高息资产（高息货币计价资产）。例如存入该国银行机构，即配置成存款资产；或投资于该国资产如国债、股票等更有吸引力的资产。

最后，投资到期后将高息货币转回低息货币，偿还低息货币债务，从而获取息差。

套息交易可依托的模式多种多样。套息交易可投资的资产并不局限于债券类资产，也有可能是股票，商品等，只要保证资产端高收益货币资产高于负债端，各种模式都可以成立。

套息交易收益来源于两部分。

一是收益扣除成本所得息差，收益来自高息货币资产，成本主要是低息负债融资成本。

二是汇率波动产生的收益/损失。

部分套息交易或金融工具锁定汇率，避免汇率波动带来的损益，这种情况下套息交易收益来源仅仅依靠息差。锁定汇率波动的金融工具典型有如外汇掉期或者货币掉期工具。

以日元和澳元配对的套息交易案例如下：

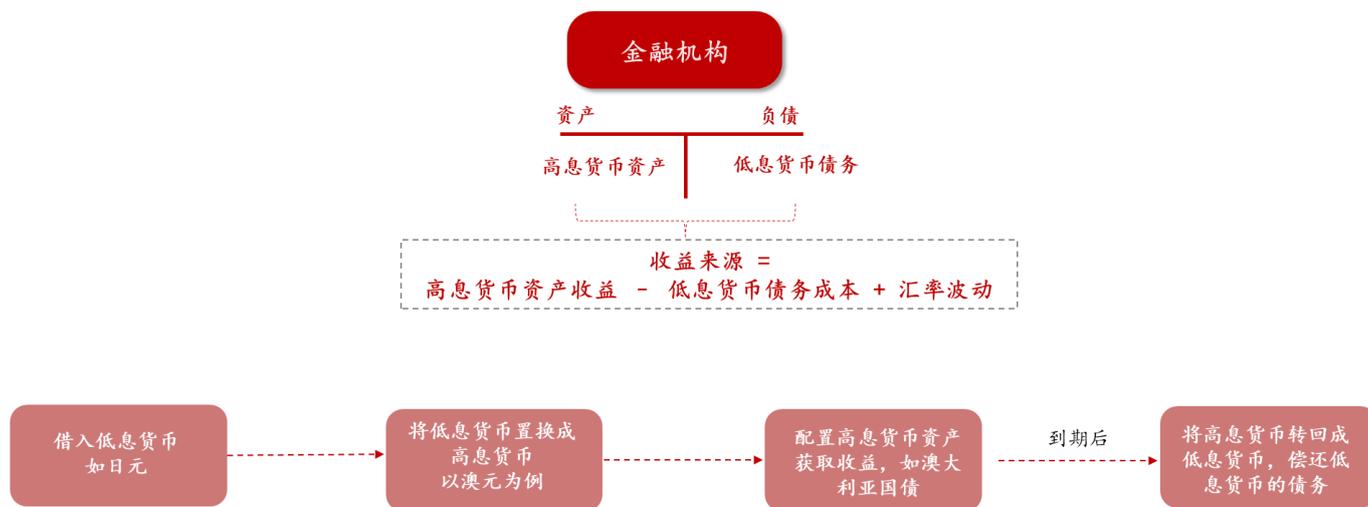
先负债端融得低息货币。某金融机构先去获取低息货币负债。例如在日元市场上获得一笔三个月期限的 900 万日元融资，利率是 0.1%。

再资产端配置高息货币资产。该金融机构立即以澳元兑日元为 90 的汇率将 900 万日元换成 10 万澳元，然后将该 10 万澳元全部购买澳大利亚国债。假设持有澳大利亚国债 3 个月，且国债到期收益率为 2.1%

计算套息所得。3 个月后，澳元兑日元汇率为 92.7。3 个月后这笔套息交易结束，则该笔套息收益为：10 万澳元 $\times (1 + 2.1\%) \times$ 澳元兑日元 3 个月后的汇率 92.7 - 900 万日元 $\times (1 + 0.1\%) = 45.567$ 日元。该笔收益最终的收益率约 5.06%。

5.06% 的收益可拆解为三部分：其一是 2% 的利差，其次是澳元相对日元升值 3%，以及是二者的乘积（一般比较小忽略不计），总收益率为 5.06%。

图 4：套息交易的机制



资料来源：民生证券研究院

2.2 套息交易天然容易放大汇率波动

套息交易在外汇市场极其普遍，全球外汇市场中成交量中占比超过 50%。

一般来说低息货币总是套息交易的融资货币。由于日本央行长期推行低利率政策政策，外汇市场上主流的套息配对交易均有日元参与的，例如有 AUD/JPY、NZD/JPY、USD/JPY 等配对的套息交易。

也就是说，外汇市场上套息交易是汇率扰动非常重要的一个因素。因而我们分析汇率波动，尤其短期波动时，必须给套息交易以足够的重视程度。

从套息交易的形成机制，我们可以总结出套息交易三大特征：

第一，套息交易的前提是两种货币资产存在较大的息差。

负债端融入的是低息货币负债，套息机构需要为之付出资金成本。当低息货币的负债成本越低，息差保护就越强。同样，高息货币资产能够提供越高的收益，息差就会越厚。

反过来，一旦低息货币的负债成本高、高息货币资产的收益小，息差就会被大幅压缩，套息交易盈利空间也会被高度挤压。套息交易的活跃度就会下降。

第二，微观机制上套息交易天然会伴随负债和资产端杠杆错配。

套息交易追逐的就是息差本身，因而容易在实务操作中放大负债和资产之间的金融杠杆。常见做法是放大期限错配和风险错配。即负债端短久期，资产端长久期；负债端低风险货币负债，资产端风险相对较高的资产配置。

第三，宏观效果上套息交易放大汇率波动。

套息交易操作本质上是融入低息货币，配置高息货币资产。每一笔套息交易都放大对高息货币的追求，即放大高息货币对低息货币的升值动能。

当高息货币相对于低息货币汇率持续保持升值趋势时，套息空间增厚，会有套息交易介入，赚取息差。而套息交易本身又放大了高息货币相对低息货币的汇率，进一步增厚套息空间，又吸引更多套息交易跟进。

整个过程可用一个简单的逻辑总结，高息货币汇率升值-->套息空间增厚-->套利行为增多-->高息货币汇率进一步升值。

2.3 用美元和人民币完成套息交易

我们首先举一个最为普通的套息交易模式。

假设现在有一家金融机构（不妨将其称为“**套息机构**”），可以参与国内银行间外汇市场的海外套息交易。套息交易中，机构的负债端是美元，资产端是人民币计价资产。

首先，套息机构通过各种方式已经在负债端囤有一笔美元负债。这笔操作的本质是，负债端记录一笔美元负债，资产端记录一笔美元。

其次，套息机构直接换汇，亦或通过外汇互换合约，与特定银行（不失一般性将其称为“**银行 I**”）进行交易。通过这次交易，**套息机构可以买入人民币，卖出美元。**

再次，套息机构将人民币货币购买人民币计价资产。例如国债或者银行存单等，享受人民币资产带来的收益。套息机构可以购买更高风险同时也更高收益的人民币资产，当然，套息机构还可以放杠杆（例如和商业银行 II 进行交易），增厚资产端人民币计价的收益。

最后，人民币资产到期或者套息交易停止，套息机构将人民币资产卖出，降低杠杆，并将人民币换回美元。

之前分析过，若使用外汇掉期锁定，则套息机构可以赚取（当然反面也可能是折损）美元和人民币计价资产之间的息差；也可以赚取人民币升值点差。

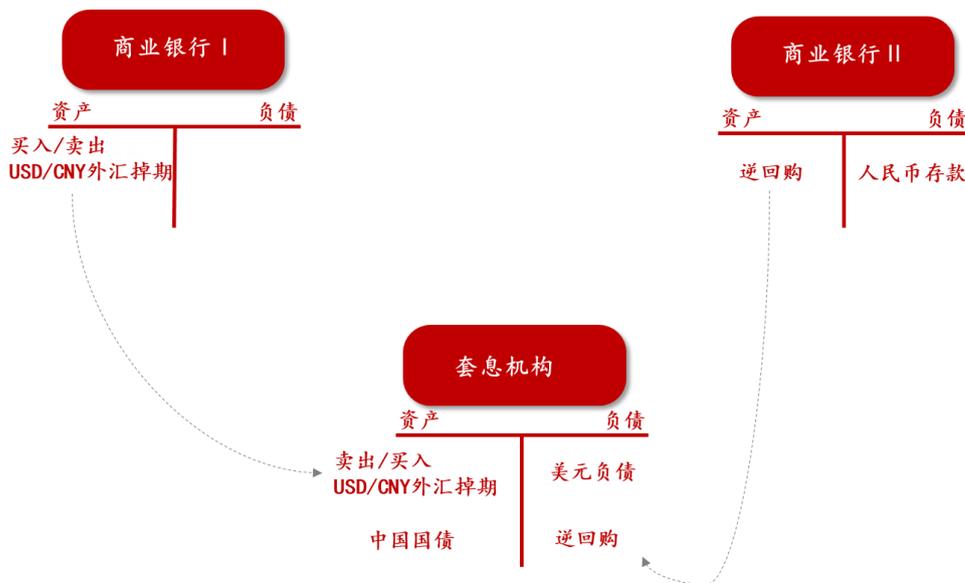
在刚才举例的美元和人民币套息交易中，套息机构赚取的收益是人民币国债或存单利率，所付出的成本是美元负债的利率，例如美元是通过同业拆借而来，则需要付出美元同业拆借利率。

值得注意的是，参与套息交易的机构纷繁多样。

若套息机构可以直接获得美元流动性，又或者可直接参与银行间外汇市场，那么这些套息机构具有天然的套息优势。例如境内外的商业银行、国内外的基金等非银金融机构、跨国企业财务公司等，都具备完成套息交易的条件。

另外进出口贸易商由于可以在银行获得外汇信贷资源，也可以通过多种渠道完成套息交易。

图 5：一个简单的套息交易模式



资料来源：民生证券研究院

3 当前人民币急贬有套息交易影子

疫情以来美联储维持了相当力度的货币宽松，全球美元流动性极度充沛。而在疫情过程中，中国享受了高景气出口，源源不断的贸易顺差带来巨量外汇涌入中国商业银行体系。

以此为土壤，美元-人民币套息机会大量涌现。不得不说，疫情以来中国人民币汇率升值中有套息交易推波助澜作用。

2.1 套息交易与人民币汇率升值

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_40947



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn