

汇率逼近 7.2 之际，打开外汇管理工具箱

2022 年 09 月 27 日

当前美元之强历史罕见，美元指数创 20 年以来的新高。与之对应的是，全球非美货币普遍疲软，货币贬值问题开始困扰各国。例如，日本财政省已经在 9 月 22 日宣布对汇率进行干预。另外，韩国、瑞士等国央行已经在多个场合强调，当前正密切关注外汇市场的波动。

美元兑人民币正在逼近过去 10 年的最高位，央行有哪些工具应对汇率波动自然成为了市场最为关心的话题之一。本文将梳理历史上央行使用过的汇率管理的工具，并详细阐述各项管理工具的机制。

► 汇率管理工具可以通过作用机制分为四大类

根据各种管理工具是否直接作用于汇率价格，我们将汇率外汇管理工具分为四大类：**(1) 汇率定价干预工具**：主要有逆周期调节因子、动用外汇储备干预；**(2) 外汇流动性调节工具**：主要有外汇存款准备金、外汇风险准备金、货币掉期交易，发行离岸央票；**(3) 跨境资本流动管理**：宏观审慎管理、资本管制等；**(4) 口头干预**。

► 汇率定价工具直接干预汇率形成机制

直接管理工具主要有逆周期调节因子和动用外汇储备：前者主要通过影响中间价从而引导汇率走势和市场预期，后者要通过央行参与外汇市场交易，影响汇率走势。当前央行更青睐逆周期调节因子，并且已经退出了用外汇储备干预汇率的模式。

► 外汇流动性调节工具主要影响金融机构的外汇流动性

间接管理工具主要有调整外汇存款准备金率、外汇掉期交易、调整远期风险准备金，发行离岸央票。其中前三个工具都可以影响商业银行等金融机构外汇流动性，进而影响汇率走势；而最后一个工具是通过影响离岸市场上人民币的流动性，抑制做空行为，避免汇率单边贬值。

► 跨境资本流动管理主要是影响跨境资金流动行为

跨境资金流动具有强顺周期性特征，从而与金融体系和实体经济构成了动态正反馈机制，将会放大繁荣或萧条周期，加剧周期性波动，影响金融系统稳定性。

宏观审慎调节作为管理工具的出发点是，平抑这种顺周期特征：一是限制企业和金融机构的外币资产负债表扩张；二是抑制企业和金融机构外币业务发展风险偏好。

此外，外汇管制也是跨境资本流动管理的一种。短期内更为直接，但是从中长期来看，外汇管制的效果会随着市场参与者逐渐适应而减弱。

► 若汇率继续承压，不排除后续会采用更多管理工具

首先，当前外币存款准备金率还有下调的空间，可能是首选工具；

其次，远期售汇存款准备金能够有效打击市场单边投机行为，对稳定汇率预期有比较好的作用，央行已经将远期售汇业务的外汇风险准备金率调整为 20%；

最后，若境内美元流动性进一步收紧，不排除通过外汇流动性调节工具，会给予金融机构流动性补充。

► 风险提示：美联储货币政策超预期，欧洲能源危机超预期，央行政策超预期。



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.政策双周报：“保交楼”政策逐步推进-2022/09/25

2.全球大类资产跟踪周报：货币紧缩风暴，欧美债券利率飙升-2022/09/25

3.美国 9 月议息会议点评：关注未来更长的紧缩周期-2022/09/22

4.宏观专题研究：人民币贬值最快阶段或已过去-2022/09/20

5.宏观专题研究：美元指数 110 后往哪去？-2022/09/19

目录

前言	3
1 当前汇率管理工具足够丰富	4
2 汇率定价干预工具：直接干预汇率形成机制	5
3 外汇流动性调节工具：影响外汇市场流动性	8
4 跨境资本管理工具：影响跨境资金行为	12
5 若汇率继续承压，央行或采取更直接的管理工具	14
6 风险提示	15
插图目录	16

前言

2022 年美元加息周期开启，美元强势历史罕见，近期美元指数攀至 113，创下 20 年以来，新高。与之对应，全球非美货币普遍疲软，欧元、英镑、瑞郎、日元、以及人民币等纷纷走弱。

当前强美元周期下，货币贬值开始受到各国政府和货币当局关注，非美国国家纷纷采用不同方式避免汇率快速的单边贬值。

最为激进是日本财政省，已在 9 月 22 日宣布对汇率进行干预；巴西央行 9 月 23 日宣布在外汇市场卖出美元提振巴西雷亚尔。另外，韩国、瑞士等国央行已经在多个场合强调，当前正密切关注外汇市场的波动。

经验上人民币关键点位的突破，会对资本市场带来影响。正因如此，一旦汇率波动超出正常范围，央行或对外汇市场进行适当干预。

9 月以来，美元兑人民币一路上行，已经突破了 7.0 和 7.1，正在逼近过去 10 年的最高位。本文梳理历史上央行使用过的汇率管理工具，并详细阐述各项管理工具的机制，为理解近期央行可能使用的外汇干预操作，提供一些启示。

1 当前汇率管理工具足够丰富

货币当局有多种多样的方式管理外汇市场，平抑汇率市场波动，避免金融市场冲击。解构中国央行工具箱，目前中国央行尚有足够工具应对汇率市场波动。

1.1 既有汇率管理工具可分为四大类

按照对汇率干预的直接程度，我们可将既有汇率干预工具分为四大类。

(1) 汇率定价干预工具。直接参与外汇市场交易或影响定价机制，这种方式对汇率定价的干预作用非常直接。主要有逆周期调节因子、动用外汇储备干预。

(2) 外汇流动性调节工具。通过直接影响外汇市场流动性来间接影响汇率定价，主要有外汇存款准备金率调整、远期售汇风险准备金率调整、货币掉期交易、发行离岸央票。

(3) 跨境资本管理工具。主要影响金融机构和实体部门跨境行为，从而间接影响外汇市场流动性供需，继而影响汇率定价。主要包括宏观审慎工具和外汇管制这两项。

(4) 口头干预。例如，央行官员在不同渠道发言或发文，向市场传递央行对人民币汇率的态度，引导市场预期。

图1：汇率管理工具分类

汇率管理工具	汇率定价干预工具	外汇流动性调节工具	跨境资本管理工具	口头干预
主要包括	逆周期调节因子 直接进行外汇买卖	外汇存款准备金率调整 远期售汇风险准备金率调整 货币掉期交易 发行离岸央票	宏观审慎管理 外汇管制	央行发文 央行官员发言等

资料来源：民生证券研究院整理

1.2 中国外汇管理主要经历了三阶段

央行外汇管理机制历经了三个阶段。

阶段一（2017 年之前）。

主要依赖汇率定价干预工具，尤其借助外汇储备，直接参与人民币汇率定价，干预外汇市场。

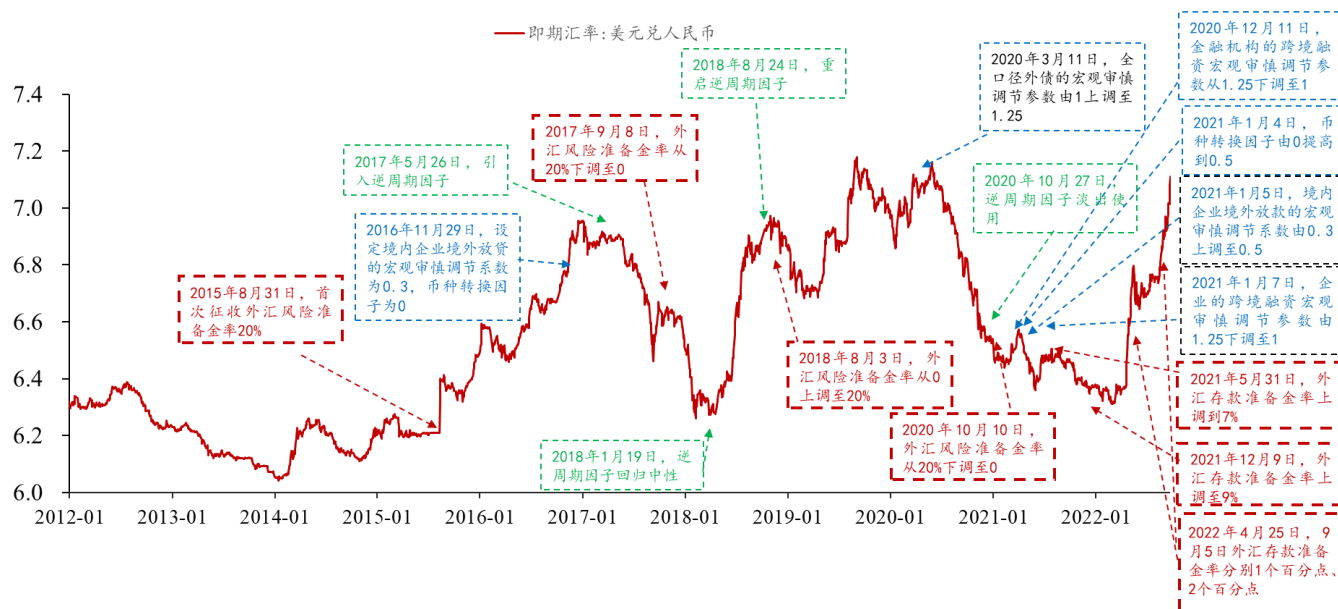
阶段二（2017-2019 年）。

这一阶段的外汇管理操作发生变化，标志性事件是央行启用逆周期调节因子。自此之后，央行较少直接通过外汇买卖来干预汇率定价。

阶段三（2020 年至今）。

这一阶段中，央行主要采用外汇流动性调节及跨境资本管理相结合，引导外汇市场平稳运行。其央行最常使用的工具是宏观审慎监管框架以及流动性调节工具。

图2：央行外汇管理工具实施一览



资料来源：中国人民银行，民生证券研究院整理

2 汇率定价干预工具：直接干预汇率形成机制

汇率定价干预工具最大特征是直接干预人民币汇率价格形成。

任何一个价格形成机制都涉及两个层面，价格形成机制以及市场买卖交易行为。中国目前有两类操作，逆周期调节因子和外汇储备缩放，分别干预人民币汇率定价机制以及，人民币汇率交易操作。

2.1 逆周期调节因子

逆周期调节因子主要通过影响中间价，从而影响汇率最终定价，并引导市场预期。

引入“逆周期调节因子”以后，人民币兑美元汇率中间报价模型变成了：前一交易日收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子。

逆周期因子各项参数，或取自市场公开信息，或由中间报价行自行决定。其中中间报价行给定逆周期因子参数，主要根据经济基本面变化，外汇市场顺周期程度。

值得注意的是，央行可以发出政策指引，即当汇率大幅偏离基本面时，央行可以通过调整逆周期因子，及时纠偏汇率定价，向市场释放政策信号，从而对冲市场情绪的顺周期波动，阻止汇率定价陷入“贬值-贬值预期增强-进一步贬值”恶性循环。

历史上显性使用过逆周期因子的时期有两段，

2017年5月27日，贸易改善但人民币持续贬值，央行引入“逆周期调节因子”，引导市

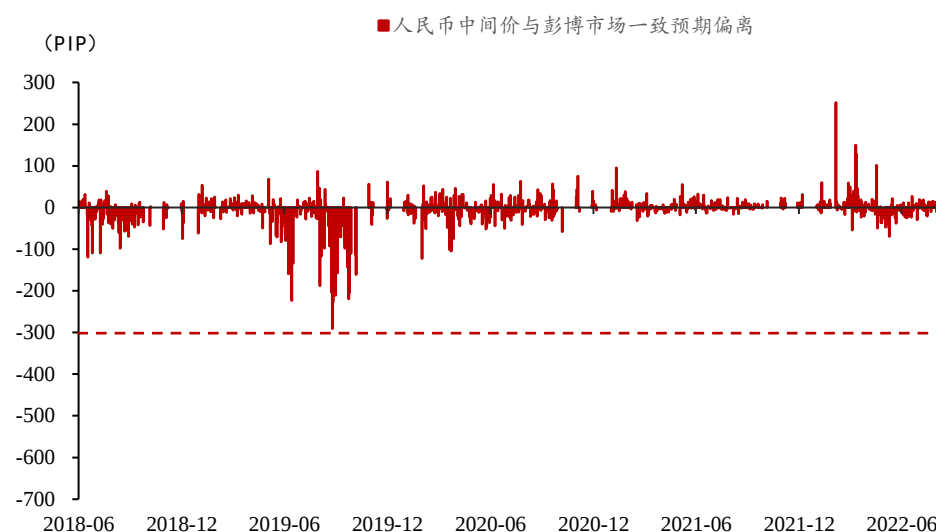
市场预期修正。

2018 年 8 月 24 日，贸易摩擦和国内经济放缓，人民币持续贬值，央行重启逆周期调节因子

2020 年 10 月 27 日，我国跨境资本流动和外汇市场供求稳定，央行宣布逆周期调节因子淡出使用。

值得注意的是，近期人民币汇率已经突破 7 关键点位，中间价大幅偏离市场预期，或表明逆周期调节因子已经重启。

图3：近期人民币中间价与彭博一致预期显著偏离



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

2.2 外汇储备缩放

央行直接动用外汇储备，参与外汇市场交易，直接影响人民币汇率。

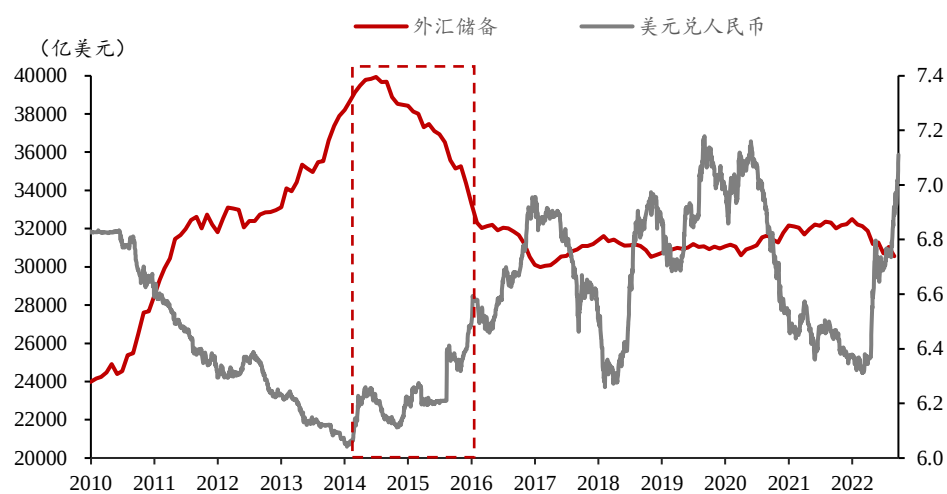
外汇储备是货币当局控制并可以利用的对外资产，是国际储备的一部分。外汇储备增加主要来源于经常项目顺差、资本和金融项目顺差，主要是由美元资产组成。

中国央行可以使用外汇储备，调节国际收支失衡，也可以参与外汇市场交易从而稳定本币汇率。历史上中国央行明显动用外汇储备干预外汇市场的案例是 2015 年。

2015 年“811”汇改以后，人民币持续贬值，央行采取利用外汇储备干预汇率。央行在外汇市场上出售外汇购买人民币，释放外汇流动性，抑制人民币贬值预期。

但目前央行已经基本退出外汇市场常态干预，与之对应的是，当前外汇储备波动不大。

图4：2015 年央行动用了外汇储备干预人民币汇率定价



资料来源：wind，民生证券研究院

3 外汇流动性调节工具：影响外汇市场流动性

外汇流动性调节工具直接影响外汇市场上的流动性条件，从而影响外汇市场流动性供需格局，最终影响人民币汇率定价。

根据既有历史经验，中国央行旨在调节外汇市场流动性条件的工具主要有四类：外汇存款准备金率升降、外汇掉期交易、调整远期风险准备金、发行离岸央票。

3.1 外汇存款准备金率

外汇存款准备金率的操作原理非常类似于人民币存款准备金率。

外汇存款准备金率调整之所以能够影响外汇市场的流动性条件，关键原因在于外汇存款准备金率调整可以同样影响商业银行资产负债表。

我们先来理解一个基础概念：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。和本币存款一样，商业银行吸收外币存款后，同样需要向央行缴纳外汇存款准备金，差别在于缴纳外汇准备金适用外汇存款准备金率。

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。

每一次外汇缴准行为，都对应两笔会计操作：央行资产负债表中资产端记录其他国外资产增加，同时其他负债项同步增加；商业银行资产负债表记录为，资产端外汇存款准备金、外汇两个科目一增一减。

央行可通过调整外汇存款准备金率高低，调整金融机构的流动性，进而影响汇率走势。

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5：央行下调外汇存款准备金率对应的资产负债表变化



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_46553

