宏观

证券研究报告

2022 年 09 月 29 日

贬值的终点

问题 1：外汇政策工具有什么用？外汇政策工具推出并不意味着人民币拐点出现。政策推出后汇率经过短期的调整，都会重回此前运行态势，拐点的出现则需要更多的来自基本面等方面的支撑。

问题 2：本轮人民币汇率中期贬值的时间跨度有多长？我们判断本轮人民币汇率的中期贬值跨度也会明显收窄至历史平均跨度的三分之一，即半年左右。

问题 3：影响汇率的因素有哪些？经常账户（出口同比增速）、资本账户（2 年期中美国债利差）、宏观风险（5 年期中美主权债务 CDS 价差）这三个因子能够较好地解释人民币汇率的波动。

问题 4：汇率贬值的基本面拐点何时出现？中美货币政策背离的程度在年末或会出现拐点。且受益于份额端的支撑，后续出口有望维持韧性。

问题 5：汇率贬值的非基本面因素如何变化？目前人民币资产的风险可能被高估，后续随着国内地产风险回落，中外关系缓和等，风险溢价有望回落。

问题 6：本轮汇率的贬值幅度会有多大？年末随着中美货币政策、经济周期的相对位置发生反转，人民币汇率或能够在 7.2 的水平上企稳并进入震荡期。

风险提示：关注后续俄乌局势的演变；关注欧洲能源问题的变动；关注国内外货币政策的取向；关注国内经济走势的变动

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 联系人
sunyongle@tfzq.com

相关报告

1 《宏观报告：宏观-消费是不是被低估了？》 2022-09-24

2 《宏观报告：风险定价-中期逻辑仍有望回到经济复苏-9 月第 4 周资产配置报告》 2022-09-24

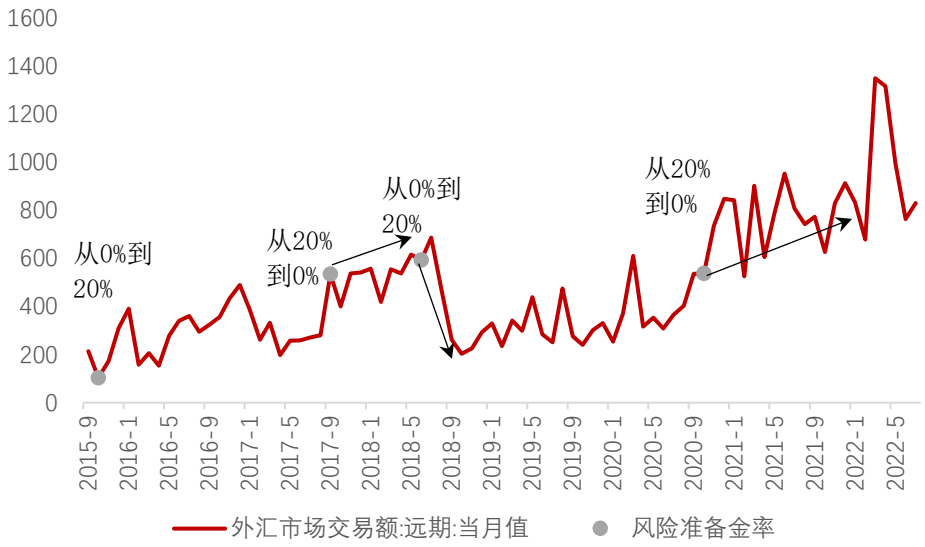
3 《宏观报告：联储货币政策考虑政治而非经济-联储货币政策考虑政治而非经济》 2022-09-23

问题 1：央行的外汇政策工具有什么用?

今年央行连续 2 次下调外汇存款准备金率，并在 9 月 26 日将外汇风险准备金率从 0%上调至 20%。相比于外汇存款准备金率，外汇风险准备金率的调整直接提高了银行开展远期售汇业务的成本，进而抑制企业远期售汇的顺周期行为。

从效果上看，该工具会直接影响远期外汇的成交规模，即风险准备金率下调—成本下滑—远期业务规模增加，反之则相反。我们预计本次上调准备金后，外汇远期业务规模会随之减少，并对即期汇率造成影响。因此，上调风险准备金率也向市场传递了央行稳汇率的信号。

图 1：风险准备金率上调后，远期交易规模明显下滑（单位：亿元）



资料来源：wind，中国人民银行，天风证券研究所

从汇率走势上看，调整风险准备金率对汇率仅有短期影响，不改中长期趋势。比如 2018 年 8 月 3 日央行宣布在 8 月 6 日提高风险准备金率后，人民币汇率一度从 6.8322 震荡回升至 6.8072，但是在短期调整后，汇率就会重回先前贬值路径，一直到 2019 年末甚至是 2020 年上半年才正式进入升值通道。

图 2：风险准备金率短期会对汇率造成影响

所处阶段	政策行为	宣布时间	落地时间	宣布时汇率	后续	周期高点/低点
汇率贬值	外汇风险准备金率从0%调整为20%	2015年8月31日	2015年10月15日	6.3893	继续贬值	6.9526
汇率升值	外汇风险准备金率从20%下调到0%	2017年9月8日	2017年9月11日	6.5032	继续升值	6.2764
汇率贬值	外汇风险准备金率从0%调整为20%	2018年8月3日	2018年8月6日	6.8322	继续贬值	6.9500
汇率升值	外汇风险准备金率从20%下调到0%	2020年10月12日	2020年10月12日	6.7126	继续升值	6.3014

资料来源：wind，中国人民银行，天风证券研究所

统计各类外汇政策工具，可以看到外汇政策工具与汇率走势存在几点关系。

第一，外汇政策工具常见于人民币汇率“急涨急跌”阶段，比如在 2018 年和 2022 年人民币快速贬值时，央行动用了外汇风险准备金率、存款准备金率等政策工具，以此来引导市场预期，避免汇率走势自我强化。

第二，外汇政策工具往往会搭配出现，如本轮汇率贬值中，央行动用了外汇存款准备金率和风险准备金率等工具。后续如果人民币贬值延续，我们预计央行会继续推出新的政策工具或加大已出台政策工具的力度。比如继续下调外汇存款准备金率，调整跨境融资宏观审慎调节参数，明确表示动用逆周期因子等。

第三，从政策力度上看，逆周期因子直接对中间价进行调整，影响最为直接；外汇风险准备金率则通过提高远期业务成本来间接的影响汇率，影响略弱；存款准备金率虽然能够增加一定的外汇供给，但影响更弱。

第四，外汇政策工具推出与人民币汇率拐点之间相关性较弱，政策推出后汇率经过短期调整，都会重回此前运行态势，拐点则往往与基本面等其他因素挂钩。

图 3：外汇政策与人民币汇率走势

资料来源：wind，中国人民银行，外汇管理局，天风证券研究所

问题 2：本轮人民币汇率中期贬值的时间跨度有多长?

在此前两轮贬值周期中，汇率中期贬值的时间跨度都在一年半左右。第一轮汇率贬值从 2015 年 811 汇改开始一直持续到 2016 年 12 月，历时 17 个月。第二轮贬值开始于 2018 年 4 月，中间出现小幅调整，后续再度贬值，直到 2019 年 10 月，历时 18 个月。

不过此次汇率中期贬值的时间跨度预计会明显缩短。原因是本轮美国货币政策的收紧速度远快于 2008 年之后的情况。疫情以来，全球经济周期呈现短期化特征。例如 2008 年之后，美国经济完全复苏用了 3 年（2009 年-2012 年），联储从开始 Taper 到开始加息用了 2 年（2014 年 1 月-2015 年 12 月），加息从开始到结束用了 3 年（2015 年 12 月-2018 年 12 月），但是这一次，美国经济完全复苏只用了 16 个月（2020 年 4 月至 2021 年 7 月），从 Taper 到加息只用了 5 个月（2021 年 11 月-2022 年 3 月），加息预计最多只用 1 年（联储点阵图预计加息至 2023 年 3 月）。

从疫情后美国的经济和政策周期来看，周期加速了三倍，而汇率定价的是内外经济周期和政策周期的错位程度，因此我们判断本轮人民币汇率的中期贬值跨度也会明显收窄至历史平均跨度的三分之一，即半年左右。

图 4：人民币汇率周期的变动情况

	开始日期	结束日期	历时	开始时汇率	结束时汇率	变动幅度
第一轮贬值	2015年8月	2016年12月	17个月	6.31	6.92	贬值6100点
第一轮升值	2016年12月	2018年4月	16个月	6.92	6.30	升值6200点
第二轮贬值	2018年4月	2019年10月	18个月	6.30	7.08	贬值7800点
第二轮升值	2019年10月	2022年3月	17个月	7.08	6.35	升值7300点
第三轮贬值	2022年3月			6.35		

资料来源：wind，天风证券研究所

问题 3：影响汇率的因素有哪些?

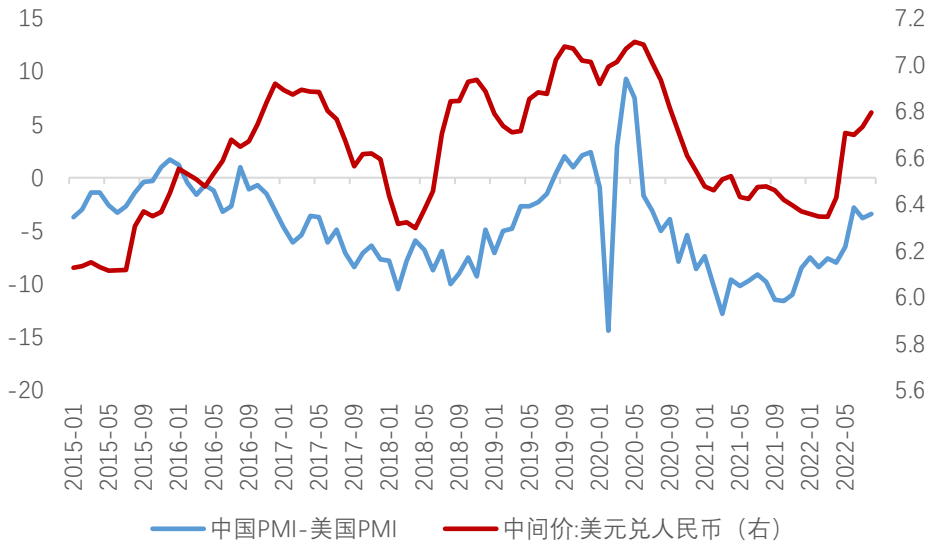
对人民币汇率的分析可以从国际收支的两个方面入手。一是经常账户，主要指国际间贸易往来,；二是非储备性质金融账户，主要指国际间投资（直接投资、证券投资等）往来。

出口除受外需的影响，也受到份额提升的影响。在美国经济强的时候，人民币汇率并不一定承压，比如 2020 年下半年，美国经济动能强于中国，但是受益于旺盛的出口，人民币处于升值状态。

直接投资和股票投资主要受到中国相对基本面强弱的影响，债券投资则主要是受到中美利差的影响，从历史上看中美利差收窄往往伴随着境外债券投资者持债规模减少。

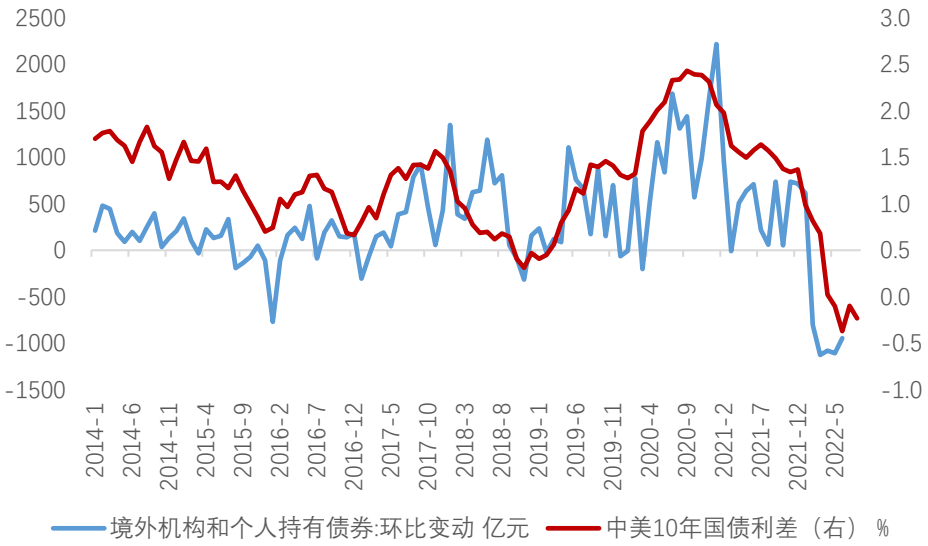
除基本面因素外，人民币汇率也会受到非基本面因素的影响。境外投资者投资人民币资产时，也会考虑中国的宏观风险，比如信用风险等等，一般用中国主权债务 CDS 衡量外资对中国宏观风险的评价，CDS 报价上行意味着人民币资产的潜在风险上升。

图 5： 中美 PMI 差值与人民币汇率（左轴单位：%）



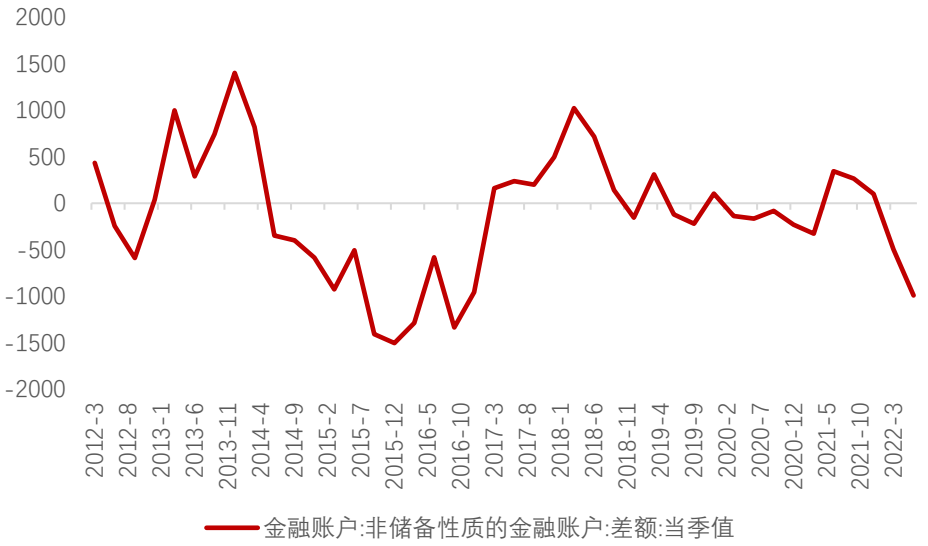
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6： 中美利差与境外持债



资料来源：wind，天风证券研究所

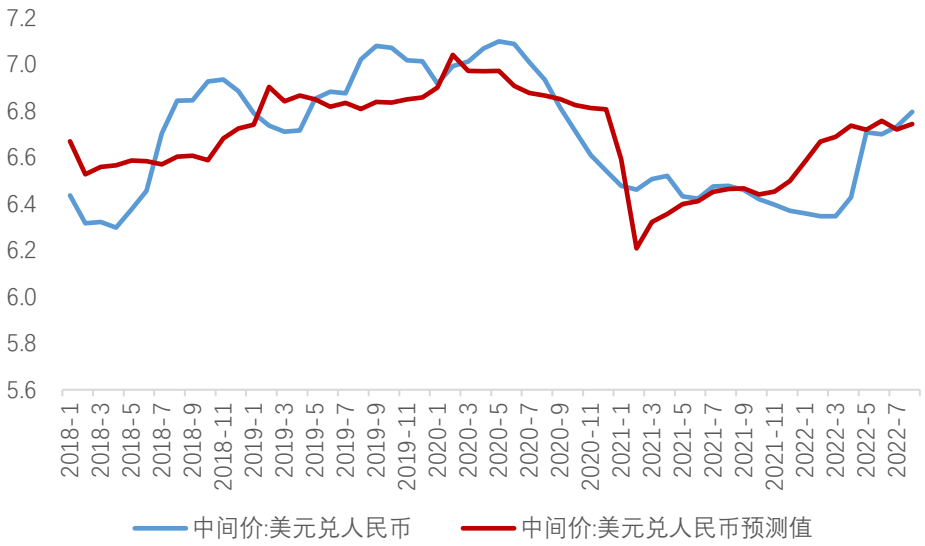
图 7： 非储备性质金融账户在上一轮美联储收紧是明显逆差（单位：亿美元）



资料来源：wind，天风证券研究所

从实证研究的角度，我们用经常账户（出口同比增速）、资本账户（2 年期中美国债利差）、宏观风险（5 年期中美主权债务 CDS 价差）这三个因子来拟合人民币汇率的走势，模型 R^2 达到 0.55，能够较好地解释人民币汇率的波动。

图 8：三因子模型对人民币汇率的波动具有较好的解释力



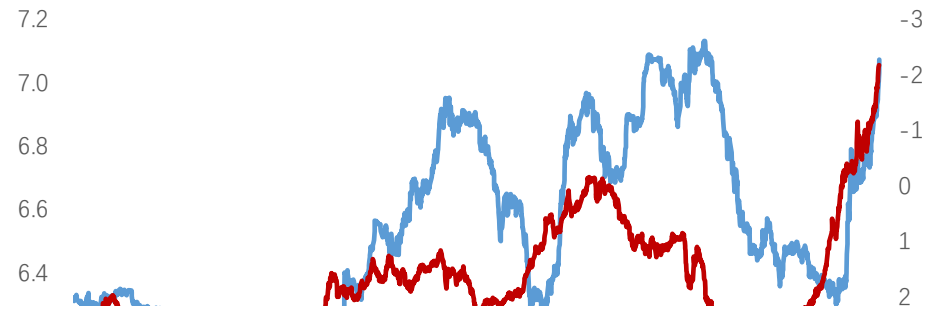
资料来源：wind，天风证券研究所

问题 4：汇率贬值的基本面拐点何时出现?

本轮人民币汇率走贬的基本面定价因素之一是中美两国的货币政策背离（资本帐）。在美国加息—中国降息的背景下，中美利差倒挂程度不断深化，人民币汇率开始承压。

但是，本轮美国通胀核心驱动因素是供给端，而不是需求端。对于由劳动力持续短缺等造成供给压力，美联储政策效果“微乎其微”。美联储在这种情况下大幅加息主要是出于政治方面考虑。我们预计 11 月中期选举结束后政治压力减弱，叠加美国经济下行压力显现（如联储将 22 年 GDP 增速从 1.7%下调至 0.2%），12 月议息会议可能是美联储加息幅度出现明显变化的分水岭。中美货币政策背离的程度在年末或会出现拐点。（详见《联储货币政策考虑政治而非经济》）

图 9： 汇率与人民币利差存在一定的负相关性（逆序）



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_46597