



Research and
Development Center

汇率与地产变局下的货币政策展望

2022 年 10 月 7 日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

汇率与地产变局下的货币政策展望

2022年10月7日

- **人民币汇率阶段性企稳。**最近一轮美元兑人民币汇率贬值,美元单边升值的特征十分突出。美元指数飙升的根本原因在于美联储史诗级加息,一是相比其他主要经济体央行美联储加息更早、幅度更大。二是利率抬升加剧了欧洲经济的脆弱性,进一步构成美元升值的基础。三是外汇市场难免形成空头情绪。国庆节前美元兑人民币汇率触底反弹,未来或进入低位震荡阶段。首先央行频频出手稳汇率,有利于打压贬值预期。其次美债利率见顶回落,利差压力趋于缓解。同时美国经济陷入衰退后,美元需求或减弱。最后中美经济基本面或再度扭转。
- **结合“定向降息”等地产刺激政策出台,央行短期内再降息可能性不大。**9月大部分城市房贷利率低至下限,多地放松限购限贷、调降首付比等。叠加季节性因素,地产销售小幅回暖,融资微弱改善。节前地产刺激政策重磅出台,包括放宽房贷利率下限、下调首套个人住房公积金贷款利率、适当加大“保交楼”专项借款力度、出台换房个税减免新政。从稳地产的角度出发,上述政策比通过降息引导房贷利率再降的方式更加直接,央行短期内再降息的可能性不大。
- **四季度是否有必要降准?**9月以来,银行间流动性从宽松格局转向收敛。体现在DR007显著回升至政策利率上方,同业存单净融资额大幅增加,以及8月超储率降至1%附近等。四季度来看,有多项影响流动性的因素值得关注,一是新增存款或趋于放缓,二是结构性货币政策工具的潜在作用,三是10月份存在一定规模的流动性缺口。针对上述问题,降准是较为理想的解决方式,形式上或为全面降准25bp+置换部分MLF。若降准预期落空,预计央行也会通过其他工具投放流动性,平滑资金面波动。
- **资产配置含义。**四季度依然是债市的友好窗口,原因在于,短期内利空债市的因素偏于出尽,包括地产政策出台后降息预期降温,美债收益率飙升和人民币汇率贬值压制交易情绪,以及跨季资金面波动等。节后资金面有望重回平稳,可进一步博弈货币宽松预期。股市方面,未来留抵退税对表内信贷的替代效应趋于消退,稳地产、发力基建、促实业等一系列政策落地,有望进一步提振需求,推动融资结构持续改善,属于积极信号。
- **风险因素:**疫情再度恶化,增量政策推出不及预期,美欧经济衰退。



目录

一、从汇率和地产角度理解央行降息空间	4
1.1 人民币汇率阶段性企稳	4
1.2 如何看待当前地产形势?	11
1.3 央行短期内再降息可能性不大	15
二、四季度是否有必要降准?	16
2.1 银行间流动性从宽松格局转向收敛	16
2.2 10月存在一定的资金缺口	18
2.3 降准可期,或以置换MLF形式落地	22
三、资产配置含义	23
风险因素	24

图目录

图 1: 8月中下旬以来一篮子汇率指数与美元对人民币汇率明显分化	4
图 2: 今年以来人民币较除美元以外主要货币汇率均呈现升值	4
图 3: 历史上美元指数和欧元兑美元汇率走势高度负相关	5
图 4: 今年以来欧元、日元、英镑兑美元汇率明显升值	5
图 5: 发达经济体央行中,美联储加息时点更早、幅度最猛	6
图 6: 今年一季度证券投资账户由此前顺差大幅转为逆差	6
图 7: 欧洲对能源商品的进口依赖度高,其中俄罗斯进口占比大	7
图 8: 8月欧盟成员国通胀数据仍主要由能源项拉动	7
图 9: 2021年欧元区边缘国家债务/GDP比例已明显超过2010年	8
图 10: 近期意德利差再度走阔	8
图 11: 交易情绪领先于美元指数	9
图 12: 远期市场隐含较强的人民币贬值预期	9
图 13: 即期汇率的中间价贡献与市场贡献拆分	10
图 14: 美元指数通常在经济衰退区间内见顶回落	10
图 15: 2022年8月以来多地房地产放松政策	11
图 16: 9月中下旬房地产销售小幅回暖	12
图 17: 8月企业房地产开发贷、个人按揭贷款微弱改善	12
图 18: 历史上房贷利率优惠力度较大的区间,个人住房贷款加权平均利率明显下行	13
图 19: 当前共23座城市符合放宽房贷利率下限要求	14
图 20: 8月债券市场境外持有量依然呈现为环比减少	15
图 21: 8月证券投资、其他投资依然呈现为逆差	16
图 22: 9月下旬DR007显著上升,重回政策利率上方	16
图 23: 同业存单收益率持续磨底	17
图 24: 9月同业存单净融资额大幅增加	17
图 25: 8月末超储率已降至1%附近	18
图 26: 经济活力明显回升之前,银行更多依靠同业渠道扩张信用	18
图 27: 今年1-8月新增存款明显高于往年同期	19
图 28: 留抵退税所剩无几	20
图 29: 各项结构性货币政策工具及实施细则	20
图 30: 2022年新增专项债限额接近使用完毕	21
图 31: 今年四季度MLF到期量较大	21
图 32: 10月税期特征十分明显	22
图 33: 8月末准备金缴存基数增速已接近12%	22
图 34: 货币宽松对于债市上涨有明显推动作用	23
图 35: 表外融资兴起领先于社融增速回升	23

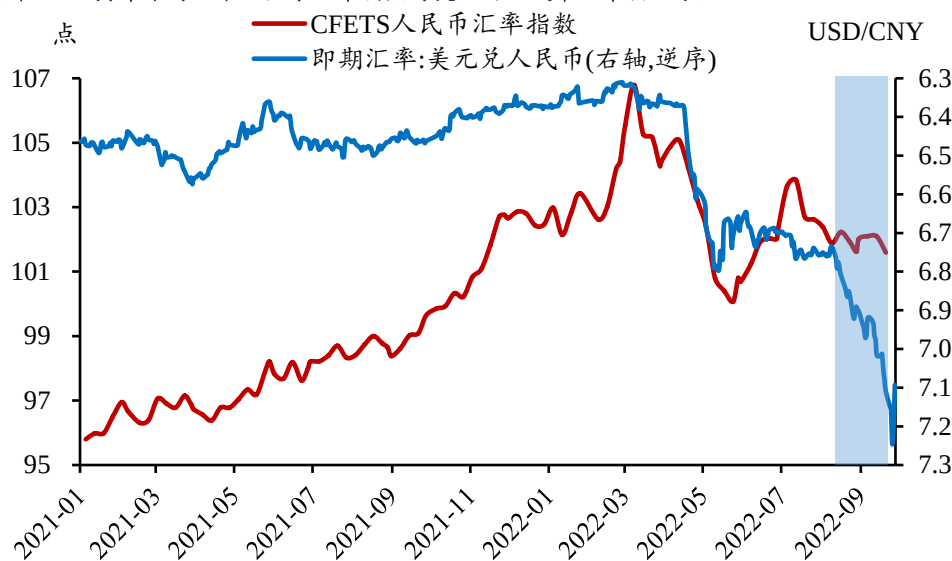


一、从汇率和地产角度理解央行降息空间

1.1 人民币汇率阶段性企稳

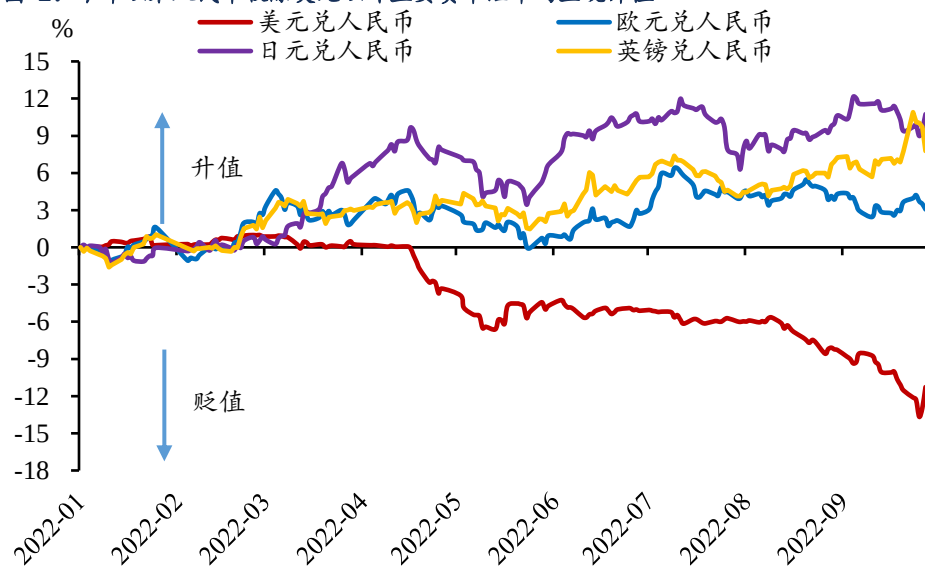
最近一轮美元兑人民币汇率贬值，主导因素在于美元单边升值。8月15日央行降低MLF利率后，美元兑人民币汇率出现新一轮贬值。9月以来美元兑人民币汇率接连贬破关键点位，15、16日，境内外人民币汇率交易价先后破7.0，28日进一步跌破7.20关口，收盘价录得7.25，创下2008年1月后新低。相比之下，参考一篮子货币的CFETS人民币汇率指数近期走势平稳，仍位于100点以上的较高位，基本持平2021年末水平。从主要币种兑人民币汇率上看，人民币主要较美元贬值较为明显，截至9月30日，今年以来美元兑人民币汇率贬值11.3%，欧元兑人民币汇率升值3.1%，日元兑人民币汇率升值10.7%，英镑兑人民币汇率升值7.8%，清晰反映出美元单边升值的特征。

图 1：8月中下旬以来一篮子汇率指数与美元对人民币汇率明显分化



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：今年以来人民币较除美元以外主要货币汇率均呈现升值

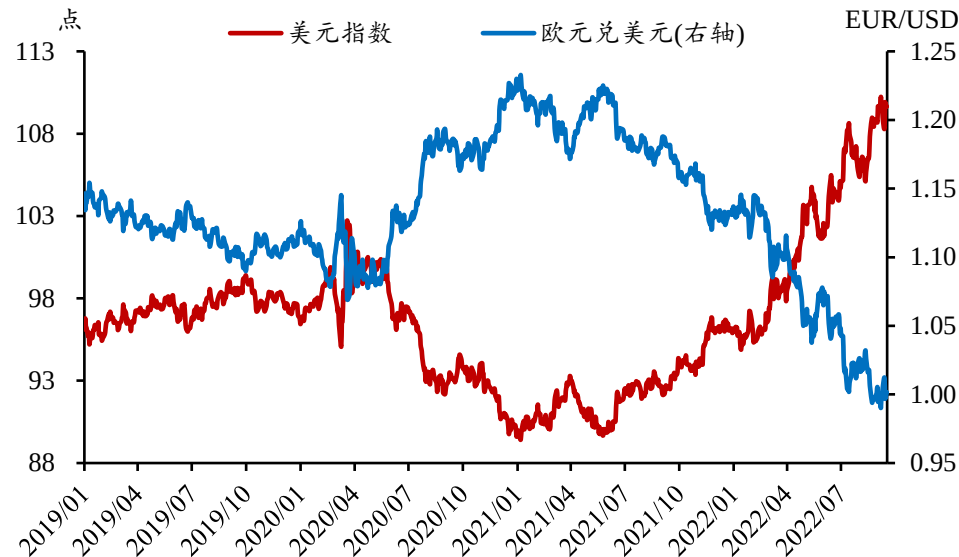


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

美元指数飙升的背后，是欧元、日元、英镑等主要币种接连走贬。1999 年欧盟推出欧元后，美元指数中各项货

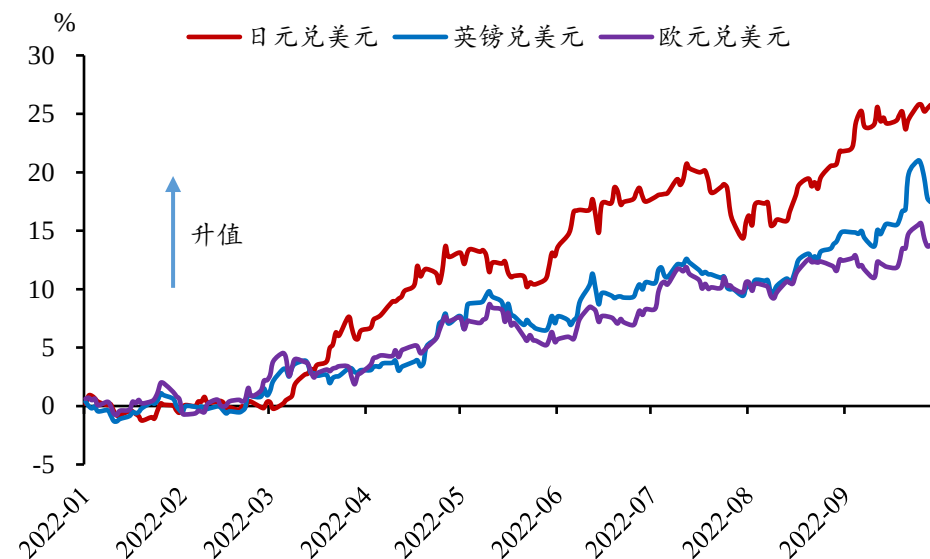
币权重未再做过调整，延续至今。其中欧元所占权重最高，为 57.6%，其余依次为日元 13.6%，英镑 11.9%，加元 9.1%，瑞典克朗 4.2%，瑞士法郎 3.6%。由于欧元在美元指数中占比最高，历史上美元指数和欧元兑美元汇率走势高度负相关。今年以来欧元贬值明显，实际有效汇率指数跌破 90 点关口，逼近 2017 年 2 月的前低水平。截至 9 月 30 日，欧元兑美元汇率较年初贬值 13.8%，日元、英镑的贬值幅度更大，分别为 25.8%、17.5%，直接推升了美元指数。

图 3：历史上美元指数和欧元兑美元汇率走势高度负相关



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：今年以来欧元、日元、英镑兑美元汇率明显升值



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

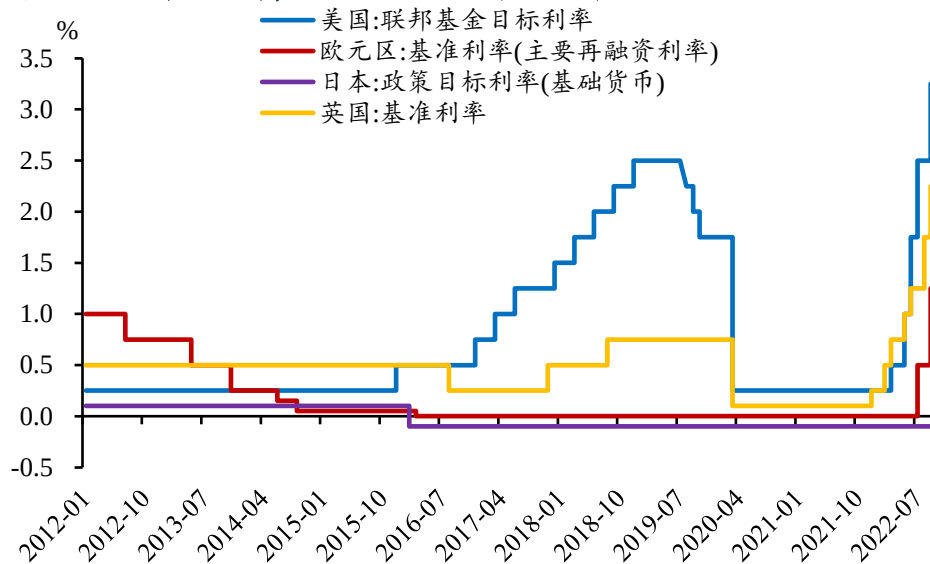
美联储史诗级加息是美元大幅升值的根本原因，在激进的加息路径下，人民币汇率的贬值压力不会消失。而在激进加息转为温和加息后，贬值压力可能明显缓解。

第一，在发达经济体央行中，美联储加息时点更早，幅度最猛。美联储在今年 3 月的议息会议上开启加息周期，仅英央行加息时点更早（2021 年 12 月），欧央行于今年 7 月末才开启加息，日央行则以低通胀为由坚持负利率。幅度上，美联储在 6、7、9 月议息会议上连续 3 次加息 75bp，大幅领先于其他发达经济体央行。



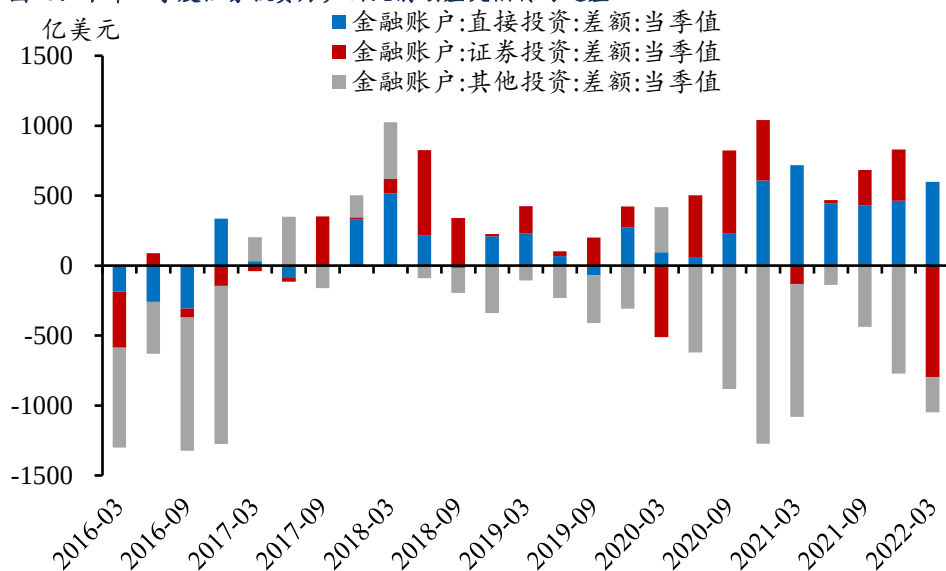
加息推升美债收益率，美国较其他经济体利差扩大，资本回流美国，推升美元汇率。利率平价理论能够很好地解释利差对于汇率的影响，其逻辑在于，利差驱动下，资金从低利率国家流向高利率国家以追求更高收益，使得高利率国家货币趋于升值，低利率国家货币则趋于贬值。体现在国际收支当中，主要是金融账户中的直接投资、证券投资和其他投资等项目受利差的影响较大。以中国为例，2020 年至 2021 年末，中国经济率先从疫情中复苏，对外资吸引力增强，直接投资顺差增加、证券投资维持顺差。2022 年 3 月中美利差快速收窄，4 月发生倒挂，证券投资转为逆差，明显加剧了人民币汇率的贬值压力。

图 5：发达经济体央行中，美联储加息时点更早、幅度最猛



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：今年一季度证券投资账户由此前顺差大幅转为逆差



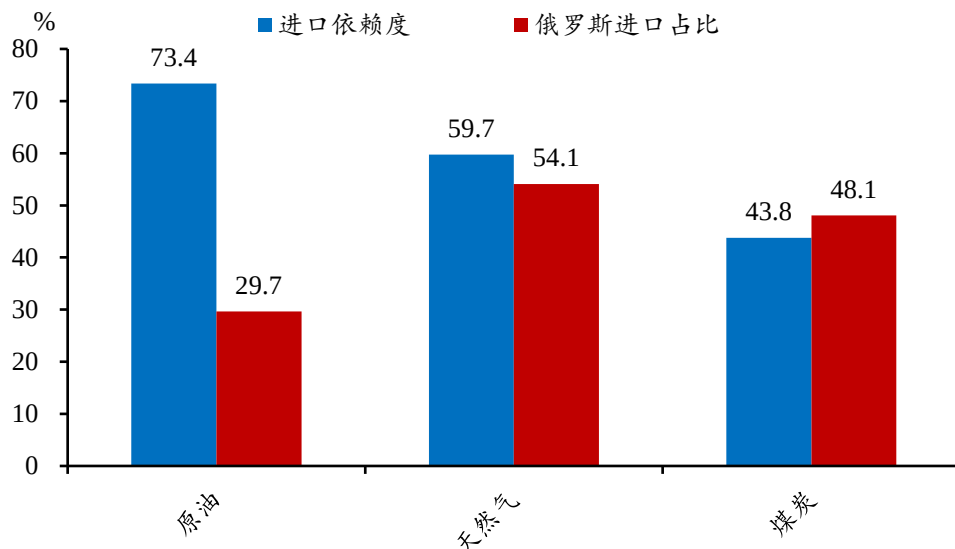
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二，利率抬升加剧了欧洲经济的脆弱性，进一步构成美元升值的基础。

欧洲经济正面临能源危机、通胀高企、货币收紧的三重冲击。在过去，俄罗斯所生产的廉价能源商品是欧洲工业体系和民生的关键一环。根据 bp 最新发布的全球能源统计报告，2021 年欧洲对原油、天然气、煤炭三大基础能源的进口依赖度分别高达 73.4%、59.7%、43.8%，其中来自俄罗斯的进口占比分别达到 29.7%、54.1%和 48.1%，

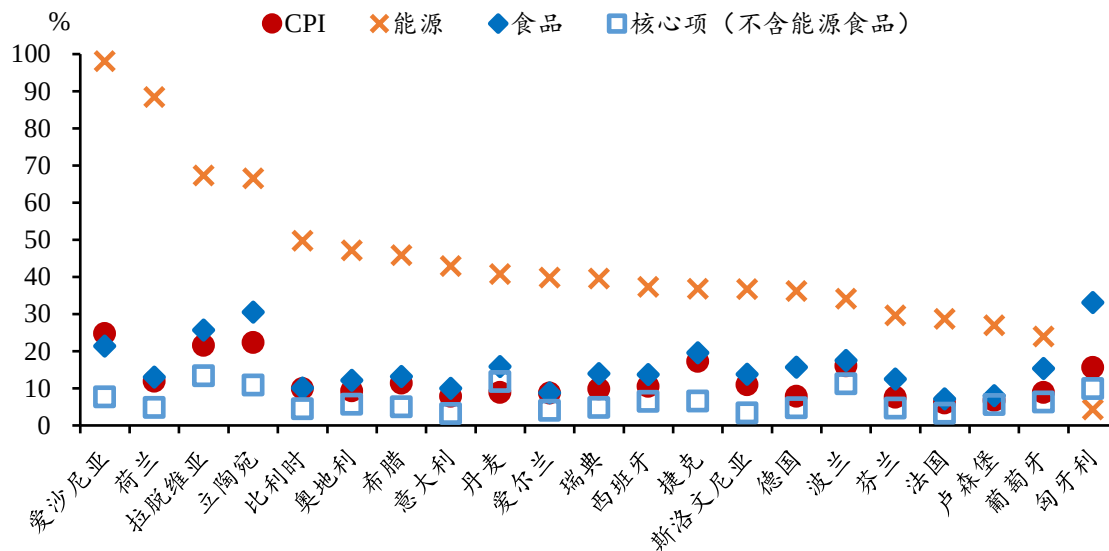
足以说明俄罗斯能源供应对于欧洲的重要性。但自俄乌冲突以来，各方制裁与反制裁持续升温，欧洲能源供应陷入危机，直接推升了欧洲的通胀压力。8月份欧盟27国CPI同比再创新高，录得10.1%，较前值上升0.3个百分点。主要欧洲国家中，德国、意大利CPI同比仍处于上行通道，法国、英国的8月CPI同比小幅回落，但仍位于40年来高点附近。根据OECD公布的欧盟成员国通胀数据，绝大多数国家的能源项通胀增幅均高于食品项和核心项。受困于严峻的通胀形势，欧洲主要国家央行不得不跟随美联储开启加息，9月14日欧央行大幅加息75bp至1.25%，9月22日英国央行将基准利率调高50bp至2.25%。

图7：欧洲对能源商品的进口依赖度高，其中俄罗斯进口占比大



资料来源: bp, 信达证券研发中心

图8：8月欧盟成员国通胀数据仍主要由能源项拉动

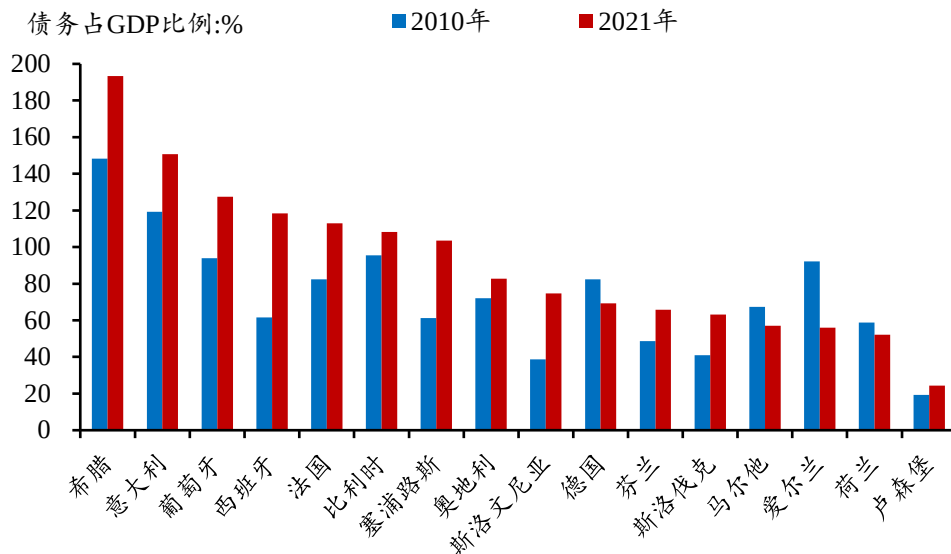


资料来源: OECD, 信达证券研发中心

在债务与经济下行压力下，欧洲国家跟进加息也无法扭转货币贬值趋势。欧央行、英央行跟随美联储大幅加息后，国债利率抬升、利差压力缓解，但欧元和英镑兑美元汇率不升反贬。原因在于，欧洲受地缘政治冲突的影响更直接，能源主导的输入性通胀更顽固，经济存在更大的下行压力。9月欧元区综合PMI录得48.2%，创2021年1月后新低，连续第三个月出现萎缩。激进加息甚至还会导致“欧债危机”升温，从债务占GDP比例上看，2021年希腊、意大利、葡萄牙、西班牙等欧元区边缘国家债务/GDP比例已超过2010年。近期意德利差再度走阔，不断逼

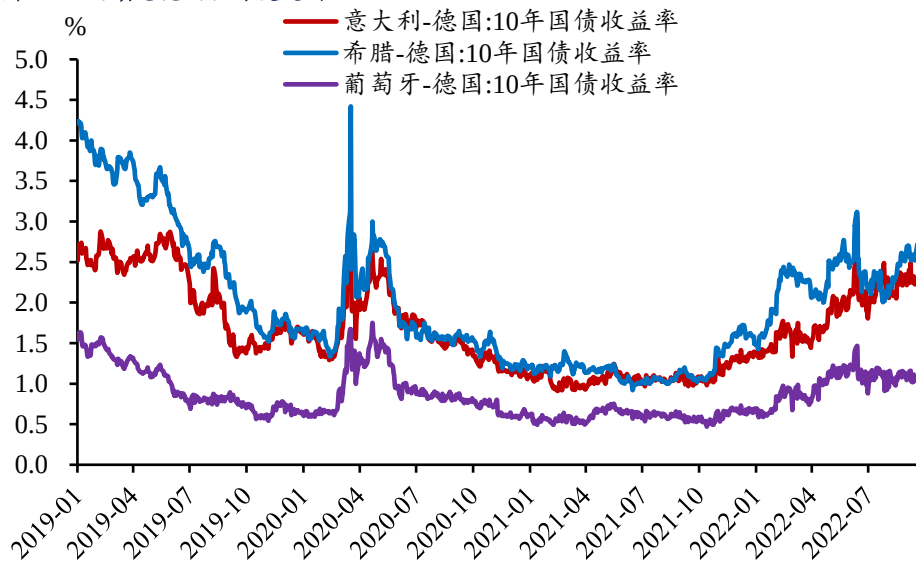
近 250 个基点的历史“危险区域”，其他欧洲边缘国家包括西班牙、希腊等较德国国债利差也有不同程度扩大。受困于此，欧洲一度陷入“越加息越贬值”的尴尬境地。

图 9：2021 年欧元区边缘国家债务/GDP 比例已明显超过 2010 年



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10：近期意德利差再度走阔



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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_47023

