

2021年06月05日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-61981316
联系人：樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn
方诗超 S0350121030003
fangsc@ghzq.com.cn

人民币升值压力有所缓解

——央行上调外汇存款准备金率点评

相关报告

《5月PMI数据点评：制造业持续回落》——2021-06-01

《4月工业企业利润数据点评：工业利润受大宗商品价格上行冲击尚不明显》——2021-05-31

《4月财政数据点评：政府性基金预算支出进度落后》——2021-05-24

《4月经济数据点评：纠结的经济数据》——2021-05-18

《策略会专题：经济展望》——2021-05-17

事件：

5月31日，央行决定自6月15日起，上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即外汇存款准备金率由现行的5%提高到7%。这有助于缓解人民币短期升值的压力，降低央行被动投放流动性的风险。央行此举可能是出于央行防范外汇市场超调、支持出口部门、防范经济下行等多方面的考虑。展望未来，我们认为今年年内人民币升值空间有限，更长期或具备一定升值可能。

投资要点：

■ 上调外汇存款准备金率有助于缓解人民币短期升值压力

上调金融机构外汇存款准备金率将提升在岸市场外汇的利率水平，对美元汇率构成一定的支撑，缓解人民币升值的压力。

首先，外汇存款准备金率上调后，银行间外汇市场的超额准备金减少，外汇供给减少，外汇利率水平随之上升。

然后，外汇利率的上升意味着持有外汇资产的回报更高。不论是银行还是居民、实体企业或非银机构，都会有增加外汇资产持有/减少人民币资产持有，减少外汇负债/增加人民币负债的意愿。

更多出售人民币获取外汇资产的行为、更少出售外汇获取人民币资产的行为，以及更多通过增加人民币债务置换美元债务的行为、和更少增加美元债务替代人民币债务的行为都会增加外汇市场上人民币的供应和对外汇的需求，压低人民币汇率。在新的汇率水平上，上述的资产配置选择才会重新变得无差别，人民币与外汇的供求才能实现新的平衡。这个过程中人民币已经完成了贬值。

当然，从银行间市场美元利率上行的程度来看，整体比较小，说明上述手段信号作用可能大于实质作用。

■ 降低央行被动投放流动性的风险

此外，虽然自去年12月以来银行代客结汇保持较高增速，但未能与强劲的贸易顺差完全匹配，仍有大规模外汇存款积累在银行体系之中，银行也因此拥有巨额的外汇超额准备金，使得银行动用这些超额准备金与央行集中结汇推动央行被动放水的风险上升。上调外汇存款准备金率将降低银行的外汇超额准备金规模，客观上也降低了一些极端情况下银行向央行大规模集中结汇的风险。

■ 央行出于什么考虑上调外汇存款准备金？

央行上调外汇存款准备金可能有防范外汇市场超调、支持出口部

门、防范经济下行等多方面的考虑。

首先，近期持续的人民币升值已经在外汇市场上形成了一定程度人民币单方面升值的预期，羊群效应可能推动了人民币进一步升值，并可能带来资源错配。央行通过行动抑制人民币升值，阻断升值预期的自我强化，对汇率的潜在超调进行了纠偏，防止汇率过度波动，维持人民币汇率处于一个相对稳定的水平。

对出口部门而言，上调外汇存款准备金可以抑制人民币过快升值，有助于避免汇率上升对出口的抑制效应。

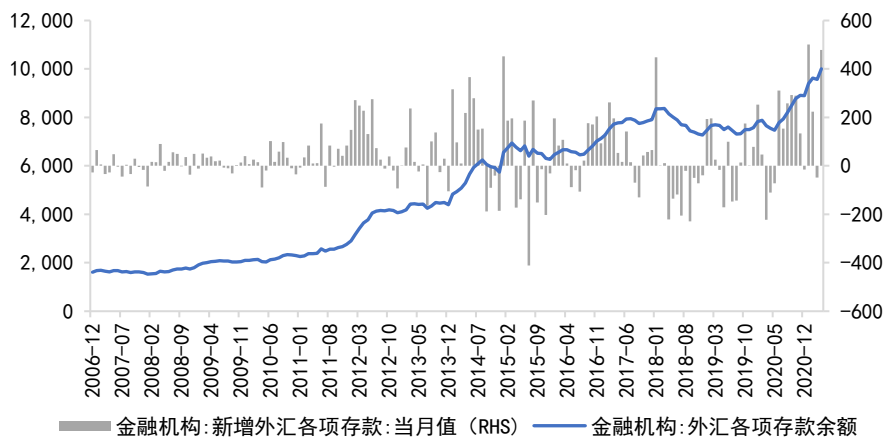
当然，上调外汇存款准备金可能对社融有轻微影响——可能减少外汇贷款的规模，但并不代表央行有紧缩的意图。如前文所述，从银行间美元拆借加权成交利率上看，其在公布上调计划后的两日上升不多，表明上调外汇存款准备金率对流动性的实质影响可能比较有限。

■ 人民币年内升值空间有限，长期或有一定升值可能

我们认为今年年内人民币升值空间有限。伴随美国经济复苏，联储政策可能转向，美元大概率不会明显走弱，同时中美经济周期存在一定的错位，从基本面角度而言，人民币不具备年内大幅升值的基础。更长期来看，如果中国能实现赶超其他经济体，人民币有一定升值的可能，但这取决于经济体制改革、科技创新等方面的进展，不是一定确定的。

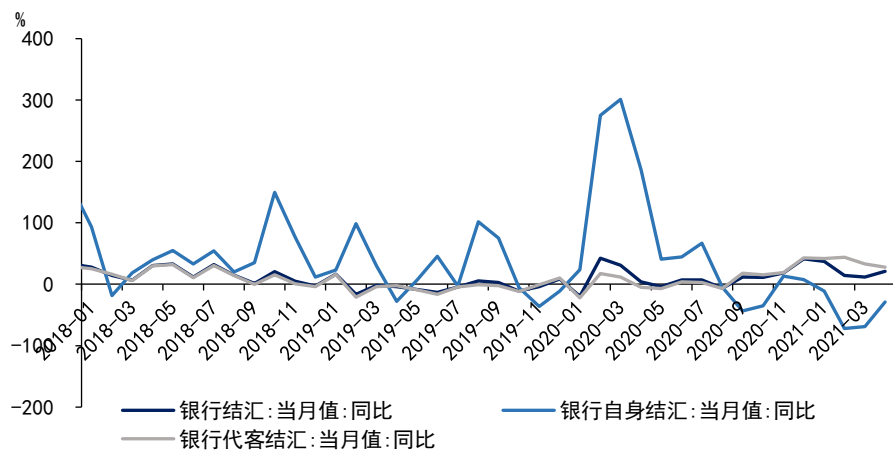
风险提示： 通胀上行、国内外疫情恶化、中美关系恶化超预期。

图 1: 金融机构外汇存款 (亿美元)



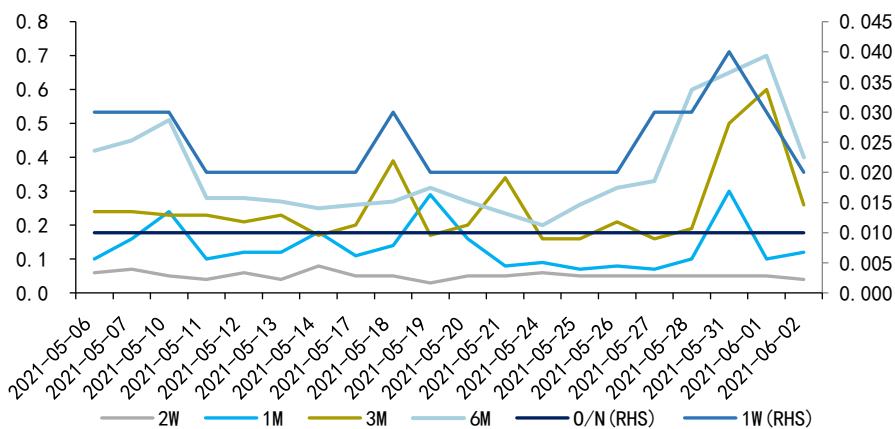
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 银行结汇同比增速



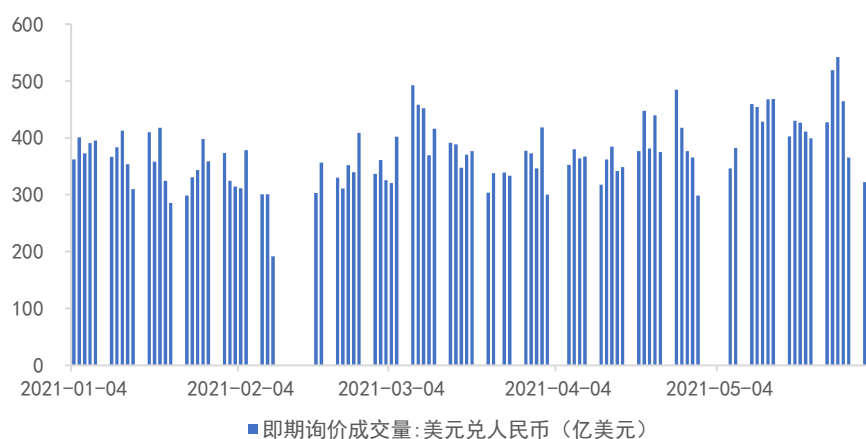
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 3: 银行间美元拆借加权成交利率 (收盘价)



资料来源: 中国货币网, 国海证券研究所

图 4: 银行间市场即期询价交易日均成交量在 400 亿美元左右



资料来源: Wind, 国海证券研究所

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超过 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

方诗超，宏观助理研究员。2017 年在浙江大学获得经济学学士学位，2020 年于美国 Cornell 大学获得应用经济学硕士学位。2021 年加入国海证券，从事宏观经济研究。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短

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_19966

