

证券研究报告

宏观研究

点评报告

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

上调外汇存款准备金率，为什么能够阻止人民币升值？——兼评 11 月金融数据

2021 年 12 月 10 日

央行上调外汇存准率解读：

- **两次上调外汇存准率均与人民币快速升值有关。**12月9日晚间消息，央行决定于12月15日将金融机构外汇存款准备金率上调2个百分点至9%，年内第二次上调。4-5月，人民币兑美元即期汇率从6.57一路升值至6.36，5月31日首次上调后汇率阶段性拐点出现，6-7月转为贬值。8月下旬以来人民币重启升值，12月9日升至6.35，创下三年多以来新高。本次上调外汇存准率后，离岸人民币兑美元一度跌超300基点。
- **市场最感意外的是人民币和美元走势出现大幅背离，不惧美元强势走出凌厉升值态势。**人民币之所以能走出独立行情，固然与中国经济在全球地位持续上升、中国持续推进金融对外开放人民币资产吸引力增强、美国财政贸易双赤字恶化损害美元信用等多重因素有关，但短期最直接的驱动力，还是来自强势出口。直至今日，出口几乎每个月都好于市场预期，截至11月仍保持20%以上增速。出口强势带来贸易顺差高企、外汇流入增多，与2008年前颇为相似。
- **这一次贸易顺差并未转化成外汇储备和外汇占款，而是作为外汇存款蓄积在金融机构。**2008年前，贸易顺差高企，在结售汇机制作用下，外汇储备和外汇占款持续高增，进而导致本币流动性泛滥。去年下半年以来，外汇存款增速持续大幅高于本币存款。相应地，国内外汇流动性过剩、人民币升值压力高企的局面就此出现。本次上调外汇存准率2个百分点，回收外汇流动性超过200亿美元，幅度与上次相当。外汇过剩流动性减少后，人民币升值压力自然可以得到缓解。如同上次行动后人民币汇率由升转贬一样，这次行动后人民币这一波升值也该阶段性结束了。

11月金融数据解读：

- **稳房贷是宽信用的关键一步。**11月新增信贷不及预期，实体信贷需求不足，企业中长贷明显拖累。10月居民房贷出现拐点，此前积压的个人住房按揭贷款得到释放，但地产开发贷形式依然不容乐观，10月当月同比减少27.23%，下挫幅度加深。稳房贷要做到“稳两端”，不仅要稳居民需求端，还要稳企业开发端，地产开发贷是宽信用的最后一道枷锁。
- **政府债发力支撑社融，企业债融资对冲中长贷下行缺口。**11月新增社融的最大支撑项是政府债净融资，新增专项债单月发行再创新高，且节奏上错位发行，对同比增量的支撑明显。企业债融资同样表现亮眼，一大原因是房地产行业债券净融资增加，很好地弥补了企业中长期贷款的下行缺口，在当月信贷数据收缩的情形下，支撑社融回升。

- **财政支出力度增强，实体经济活跃度改善。**11月新增人民币存款同比少增9600亿元，结构上特征鲜明，财政存款放量明显，“后置”的财政节奏终于迎来发力。11月M2较M1增速剪刀差边际收窄0.4个百分点，连续走阔7个月以来首次收窄。四季度以来稳增长政策加码，对实体经济预期产生正向效应，货币在实体中的流通速度加快，经济活跃度开始改善。
- **风险因素：**疫情再度恶化，政策推进不及预期。

目 录

一、上调外汇存款准备金率，为什么能够阻止人民币升值？	4
二、稳房贷是宽信用的关键一步	4
风险因素	7

图 目 录

图 1: 11 月新增信贷仍受企业中长贷明显拖累	5
图 2: 10 月居民房贷持续改善，地产开发贷降幅加大	5
图 3: 11 月政府债和企业债双双发力支撑社融	6
图 4: 11 月财政存款放量明显，财政支出力度增强	6
图 5: 11 月 M2 较 M1 增速剪刀差 7 个月以来首次收窄	7

一、上调外汇存款准备金率，为什么能够阻止人民币升值？

12月9日晚间，央行官网发布消息，为加强金融机构外汇流动性管理，中国人民银行决定，自2021年12月15日起，上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即由现行的7%提高到9%。这是央行年内第二次上调外汇存款准备金率。5月31日，央行曾宣布将这一工具从5%上调到7%（自6月15日起执行）。

两次上调外汇存准率均与人民币快速升值有关。4-5月，人民币兑美元即期汇率从6.57一路升值至6.36，5月31日央行首次宣布上调外汇存准率后，汇率阶段性拐点出现，6-7月转为贬值。8月下旬以来，人民币再次开启升值，截至12月9日已从6.5升至6.35，创下三年多以来新高。本次央行官宣第二次上调外汇存准率后，离岸人民币兑美元一度跌超300基点。

8月中旬以来这波人民币升值，市场最感意外的是人民币和美元走势出现大幅背离，人民币丝毫不惧美元强势，一反常态走出凌厉的升值态势。人民币之所以能走出独立行情，固然与中国经济在全球地位持续上升、中国持续推进金融对外开放人民币资产吸引力增强、美国财政贸易双赤字恶化损害美元信用等多重因素有关，但短期最直接的驱动力，还是来自强势出口。

一直到今天，出口几乎每个月都好于市场预期，截至11月仍保持20%以上增速。我们跟踪的出口份额月度数据显示，8月以来随着德尔塔疫情冲击海外供给链，中国出口份额出现重新小幅上升的态势。出口强势带来了贸易顺差高企、外汇流入增多的局面，这与2008年前颇有相似之处。

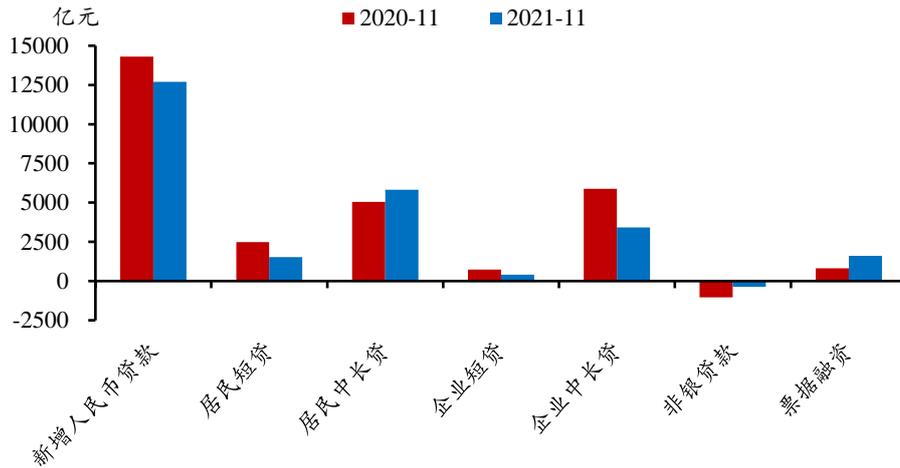
当年，贸易顺差高企，在结售汇机制作用下，外汇储备和外汇占款持续高增，进而导致本币流动性泛滥，有一段时间央行几乎每个月加准回笼过剩的本币流动性。**这一次的不同之处在于，贸易顺差并没有转化成外汇储备和外汇占款（二者始终保持稳定），而是作为外汇存款蓄积在金融机构。**自去年下半年以来，外汇存款增速持续大幅高于本币存款。相应地，国内外汇流动性过剩、人民币升值压力高企的局面就此出现。

截至11月末，金融机构外汇存款余额达1万亿美元以上，较去年同期增长1291亿美元。本次上调外汇存准率2个百分点，回收外汇流动性超过200亿美元，幅度与上次相当。外汇过剩流动性减少后，人民币升值压力自然可以得到缓解。如同上次行动后人民币汇率由升转贬一样，这次行动后人民币这一波升值也该阶段性结束了。

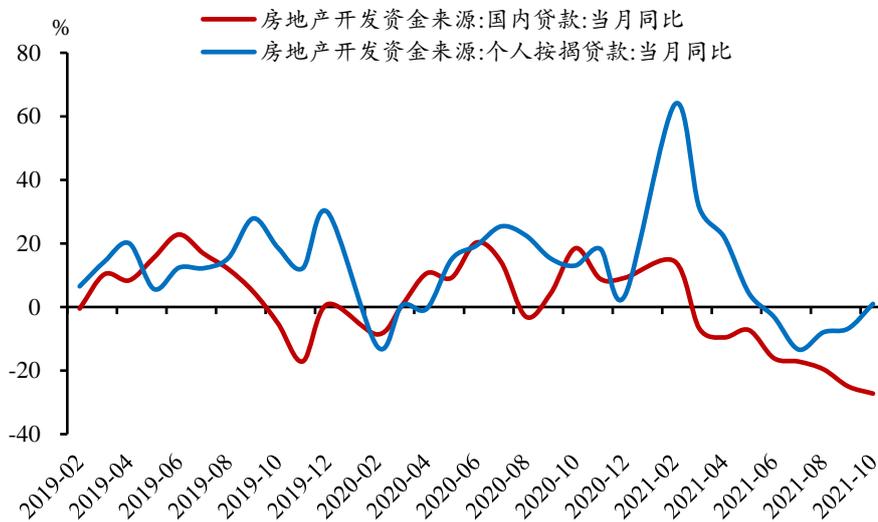
二、稳房贷是宽信用的关键一步

实体信贷需求不足，企业中长贷仍明显拖累。11月新增人民币贷款1.27万亿元，同比少增1600亿元，不及市场预期。从结构上看，仍然是企业中长贷的拖累最明显，同比少增2470亿元。受困于四季度经济基本面下行压力增大，实体融资需求仍然萎靡，居民短贷和企业短贷合计同比少增1293亿元。11月信贷数据主要受居民中长贷（主要是房贷）和票据融资支撑，其中居民房贷延续改善趋势，同比多增772亿元；票据融资同比多增801亿元，相比前几个月，银行填充信贷规模的力度明显下降。

稳房贷是宽信用的关键一步。10月信贷数据超预期的核心逻辑在于居民房贷出现拐点，11月居民房贷持续改善，此前被积压的个人住房按揭贷款得到释放。从房地产开发资金来源的最新数据上看，10月个人按揭贷款增速扭负为正，当月同比增长0.99%。但地产开发贷的形势依然不容乐观，10月当月同比减少27.23%，下挫幅度加深。从趋势上推测，11月企业中长贷疲弱，仍系地产开发贷收缩所致。稳房贷要做到“稳两端”，不仅要稳居民需求端，还要稳企业开发端，地产开发贷是宽信用的最后一道枷锁。

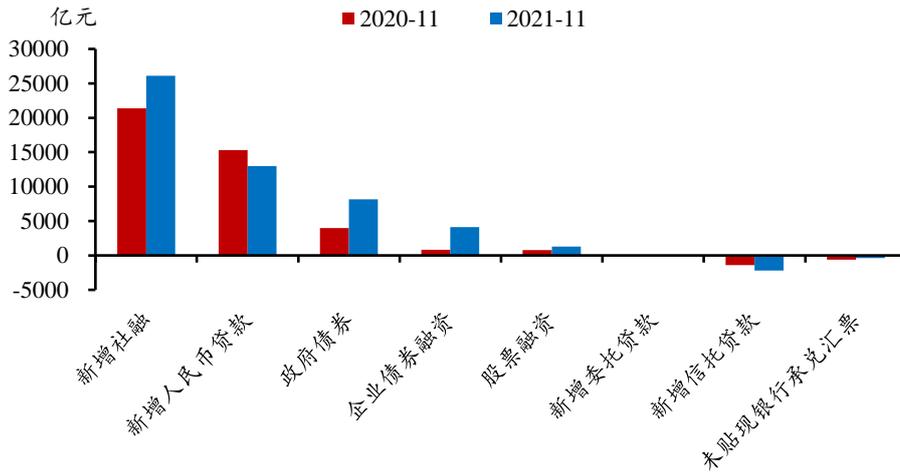
图 1：11 月新增信贷仍受企业中长贷明显拖累


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：10 月居民房贷持续改善，地产开发贷降幅加大


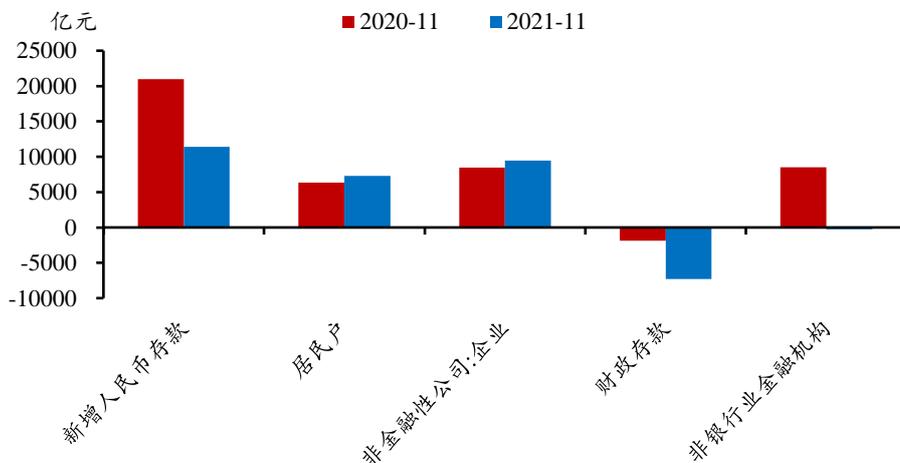
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

政府债发力支撑社融，企业债融资对冲中长贷下行缺口。11 月新增社融规模 2.61 万亿元，同比多增 4745 亿元，存量同比 10.1%，如期回升。分项上看，政府债净融资同比多增 4158 亿元，尤其是新增专项债 11 月发行 5761 亿元，再创全年新高，且节奏上错位发行，对同比增量有明显支撑。企业债融资同样有亮眼表现，同比多增 3264 亿元，是第二大支撑项。一大原因是房地产行业债券净融资增加，WIND 数据显示，11 月房地产债券净融资 2.26 万亿元，边际上升近 7000 亿元。这一部分增量很好地弥补了企业中长期贷款的下行缺口，在当月信贷数据收缩的情形下，支撑社融回升。其他分项上，表外三项融资同比多减 495 亿元；股票净融资反弹，同比多增 523 亿元。

图 3：11 月政府债和企业债双双发力支撑社融


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

财政支出力度增强，实体经济活跃度改善。11月新增人民币存款1.14万亿元，同比少增9600亿元。结构上特征鲜明，财政存款放量明显，同比多减5424亿元，“后置”的财政节奏终于迎来发力。其他分项上，非银存款同比多减8773亿元，居民和企业存款变化不大，分别同比多增974和968亿元。体现在货币增速上，11月M2同比8.5%、M1同比3.0%，分别较上月下降和上升0.2个百分点。值得注意的是，11月M2较M1增速剪刀差边际收窄0.4个百分点，连续走阔7个月以来，首次出现收窄。四季度以来稳增长政策加码，对实体经济预期产生正向效应，货币在实体中的流通速度加快，经济活跃度开始改善。

图 4：11 月财政存款放量明显，财政支出力度增强


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_30950



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>