



宏观专题报告

人民币贬值后货政宽松走向何向？ ——大类资产比价关系研究之六

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号：S0120121110003

邮箱：wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《怎样看中美元差收窄下的汇率贬值压力？——大类资产比价关系研究之一》

《本轮人民币贬值的合理位置在哪里？——大类资产比价关系研究之二》

《人民币隐含波动率高企意味着什么？（上）——大类资产比价关系研究之三》

《兑现“衰退预期”需要分几步？——大类资产比价关系研究之四》

《大宗商品何时启动新一轮下跌？——大类资产比价关系研究之五》

投资要点：

- 从货币政策兼顾内外平衡的角度来看，短端利率调降的空间有限，但是长端贷款利率或有继续下调的可能，并且更低成本的数量型工具的政策效应大于价格型工具。
 - **“稳息差”。**汇率代表外部均衡、利率代表内部均衡，维持人民币汇率稳定就需要保持隐含的美元利率和人民币利率之间的利差不再继续扩张甚至有必要收窄。从美元流动性来看，9月5日人民银行下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点、释放美元流动性主要为了稳定美元拆借利率；从人民币流动性来看，继续调降短端货币市场利率的空间被限制，并且在二季度以来流动性供给充裕，市场回购利率已经大幅偏离政策利率的情况下，继续调降短端政策利率的必要性已经下降。因此人民币汇率贬值、掉期点差下降隐含的美元拆借利率上行，对货币政策从外部均衡角度潜在的约束在于限制了短端利率下行的空间，并且人民银行在兼顾内外均衡时，稳定汇率等价于稳定美元和人民币拆借息差，消解做空人民币汇率的收益空间。
 - **“降长端”。**2022年上半年4种贷款利率以及贷款加权平均利率降幅均大于LPR基准利率降幅，表明在贷款基准利率调降的引导作用之外，商业银行风险溢价也在下滑。截止6月末的贷款利率报价，还没有定价8月份LPR基准利率下调的政策效应，考虑到8月份1年期LPR和5年期以上LPR报价分别调降5个BP和15个BP，预计三季度及四季度新发放贷款利率也会继续下移，继续压降贷款利率或是下半年货币政策宽松的主要发力方向，预期贷款加权平均利率还将在二季度的基础上环比调降15-20个BP，至年底最低或达到4.20%左右的水平。
- 汇率贬值后人民币资产 Carry 正息差是资金流动的安全垫。人民币资产正在套息交易息差为人民币汇率贬值提供了安全防护，在此防护下，8月份以来的人民币汇率贬值继续诱发 Carry Trade 解杠杆的风险较低，预计三季度及以后资金流出压力较二季度缓和。
- 风险提示：（1）美联储和欧洲央行等主要央行加大货币政策紧缩力度，引发全球金融条件超预期紧缩；（2）疫情反复影响三季度中国经济增长的不确定性；（3）中国经济“稳增长”政策效应滞后。

内容目录

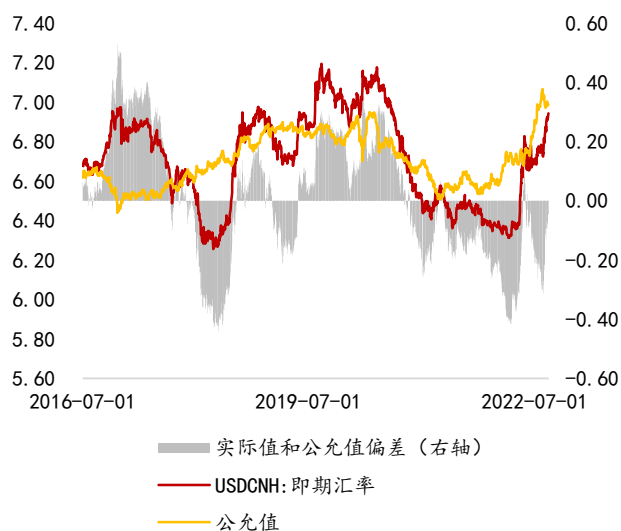
1. 人民币贬值后中美 Carry Trade 恢复正息差	4
2. 人民币贬值后货币政策宽松的方向	5
2.1. 稳息差：短端利率下调空间有限	6
2.2. 降长端：压降贷款利率或是主要方向	7
3. 总结	9
4. 风险提示	10

图表目录

图 1：截止 9 月 6 日美元兑人民币汇率“合理”点位接近 7.0	3
图 2：中美利差之差持续扩张	3
图 3：CFETS 人民币汇率指数维持平稳	3
图 4：人民币实际有效汇率维持高位	3
图 5：资金流出“解杠杆”导致掉期点差转负	4
图 6：随着掉期点差转负，7 月份资金流出压力减缓	4
图 7：掉期点差下滑后中美息差基本符合利率平价	5
图 8：掉期点差下滑后中美息差空间重新被拉开	5
图 9：1Y FR007 利率互换和人民币中间价隐含的 1Y 美元拆借利率升破 3.50% 的水平	6
图 10：FR007 利率互换/中间价隐含美元利率和 1Y FR007 Repo 利差度量“做空人民币”的收益空间	6
图 11：个人住房贷款利率时隔 9 个季度低于一般贷款利率	8
图 12：相比贷款基准利率，实际贷款利率仍有压降空间	8
图 13：8 月份 MLF 期末余额同比增速小幅回落	9
图 14：8 月份净回笼后 MLF 期货余额回落至 4.75 万亿	9

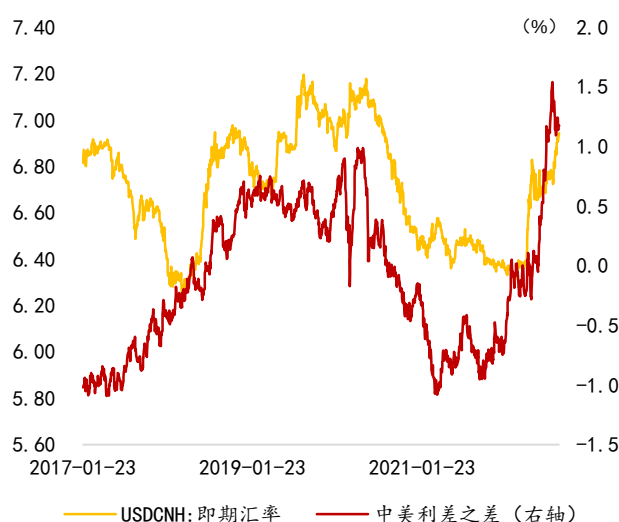
我们在 6 月 20 日发布的研究报告《人民币隐含波动率高企意味着什么？(上)》中，从当时 1 个月期平价期权隐含波动率保持高位，并带动风险溢价走高的情形判断人民币汇率二季度贬值过程并未结束，并依据中美期限利差之差估算人民币汇率存在大约 2% 的高估幅度。6 月份美联储加息之后，随着中美政策利差倒挂以及中美期限利差之差继续扩张，对应的人民币汇率“合理”波动中枢也逐步上移，模型估算的人民币汇率波动中枢在 7 月份进入“7.0”时代，截止 9 月 6 日的数据显示，美元兑人民币汇率的合理波动水平大约位于 6.98-7.0，当前即期汇率已经贴近美元兑人民币汇率的合理波动区间。

图 1：截止 9 月 6 日美元兑人民币汇率“合理”点位接近 7.0



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：中美利差之差持续扩张



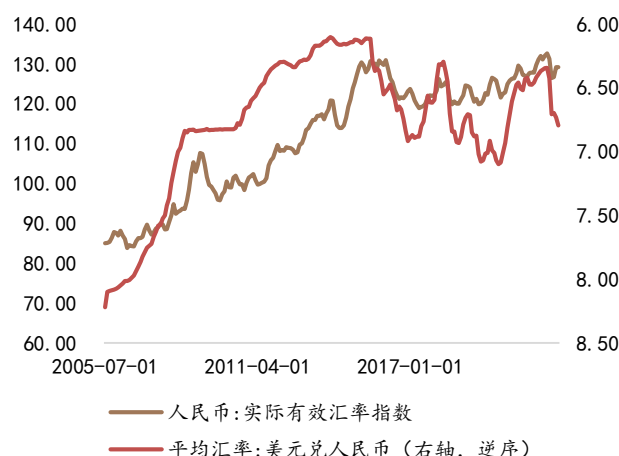
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：CFETS 人民币汇率指数维持平稳



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：人民币实际有效汇率维持高位



资料来源：Wind，德邦研究所

然而由于欧元和日元等货币对美元汇率贬值幅度更深，人民币汇率相对其他货币还保持相对升值态势，截至 9 月 7 日 21:00，人民币对欧元年初以来累计升值 4.17%，对日元年初以来累计升值 12.89%，对英镑年内累计升值 6.90%，导致盯住一篮子货币的人民币汇率指数并未显著贬值，9 月 2 日 CFETS 公布的人民币汇率指数年初以来仅仅下跌 0.44%，人民币汇率并没有全面贬值的趋势，对

一篮子货币汇率保持平稳，这是人民银行对汇率的韧性有信心、货币政策继续坚持“以我为主”的底气。但是也如同央行在4月份“降准”公告和8月初货币政策执行报告中的表述，货币政策还需要“兼顾内外平衡”，从4月份下调外汇存款准备金率1个百分点到8月份下调外汇存款准备金率2个百分点，不同的政策实施力度从侧面表明外部均衡约束正在增强。

尽管三季度美元兑人民币汇率存在“破7”风险，并且二季度人民币汇率贬值和三季度汇率贬值存在一些共同的地方，两次贬值均是发生在人民银行“降息”或“降准”之后；人民币汇率贬值的路径均是离岸汇价带动在岸汇价贬值、中间价跟进“补跌”；贬值之前人民银行均通过公开渠道表示货币政策需要“兼顾内外平衡”，但是三季度人民币汇率贬值并非二季度贬值过程的重复，人民币资产面临的微观市场交易已经发生变化，对货币政策的约束性也随着汇率状态的不同而不同。

1. 人民币贬值后中美 Carry Trade 恢复正息差

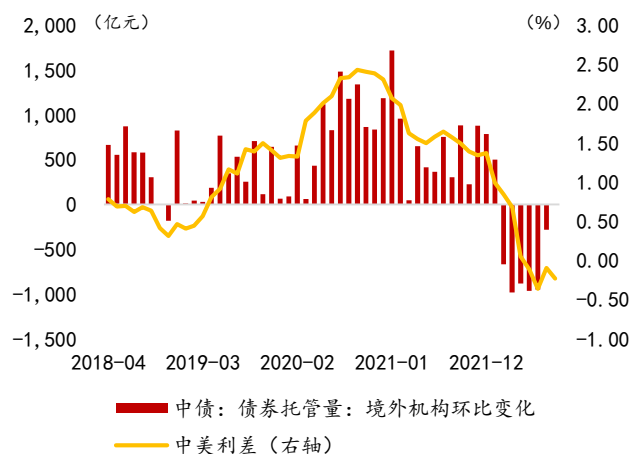
2020年二季度至2021年四季度是在美元流动性供给充裕的条件下，做多人民币资产的 Carry Trade 黄金期。持续涌入在岸市场的外资，在不断买入并持有中债等资产的情况下，基于抛补定价原则也不断推升了代表锁汇成本的掉期点差。到了2021年11月份，掉期点差已经上升至侵蚀掉了中美利率之间的收益空间，经过汇率对冲后的中债美元收益率低于美债收益率。从2022年一季度开始，资金开始外流、境外机构减持中债，此前2年 Carry 交易被翻转。

图5：资金流出“解杠杆”导致掉期点差转负



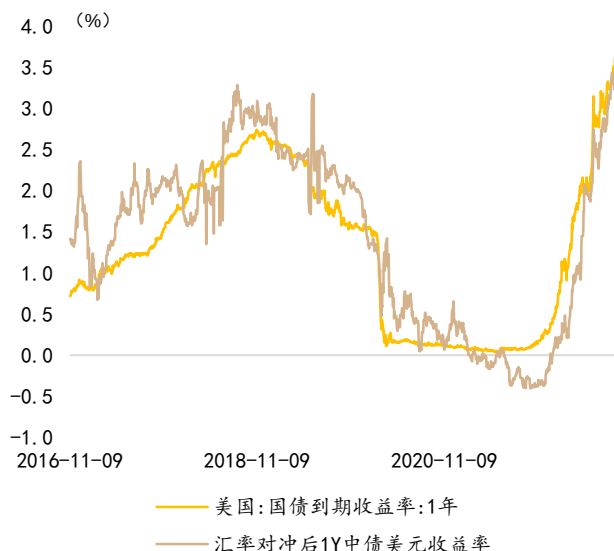
资料来源：Wind，德邦研究所

图6：随着掉期点差转负，7月份资金流出压力减缓



资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：掉期点差下滑后中美息差基本符合利率平价



资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：掉期点差下滑后中美息差空间重新被拉开



资料来源：Wind，德邦研究所

但是随着二季度人民币汇率充分释放贬值压力，协同资金流出的“解杠杆”行为，掉期点差从高位转为负值，以掉期基差（Swap Basis）度量的外汇对冲成本持续下降，2021 年二季度之后因为大幅抬升的锁汇成本侵蚀中美债息差收益的局面被彻底翻转，“融资美元、持有人民币资产”的人民币套息 Carry Trade 空间被重新拉开。2022 年 8 月 12 日以来，经汇率对冲之后中债的美元收益率已经显著上升，截止 9 月 7 日，10Y 中债的美元收益率达到 4.23%，超过 10 年期美债收益率 3.30%；1Y 中债的美元收益率也贴近 3.30%，继续向 1Y 美债收益率的 3.61% 水平收敛。而在 6 月份人民币套息交易空间重新转为正收益之后，资金流出压力已经边际减缓。根据中债登公布的数据显示，7 月份境外机构环比减持人民币债券 281.10 亿元，相比 6 月份环比下降 950.42 亿元的规模已经显著收窄。人民币资产正在套息交易息差为人民币汇率贬值提供了安全防护，在此防护下，8 月份以来的人民币汇率贬值继续诱发 Carry Trade 解杠杆的风险较低，预计三季度及以后资金流出压力将较二季度缓和。

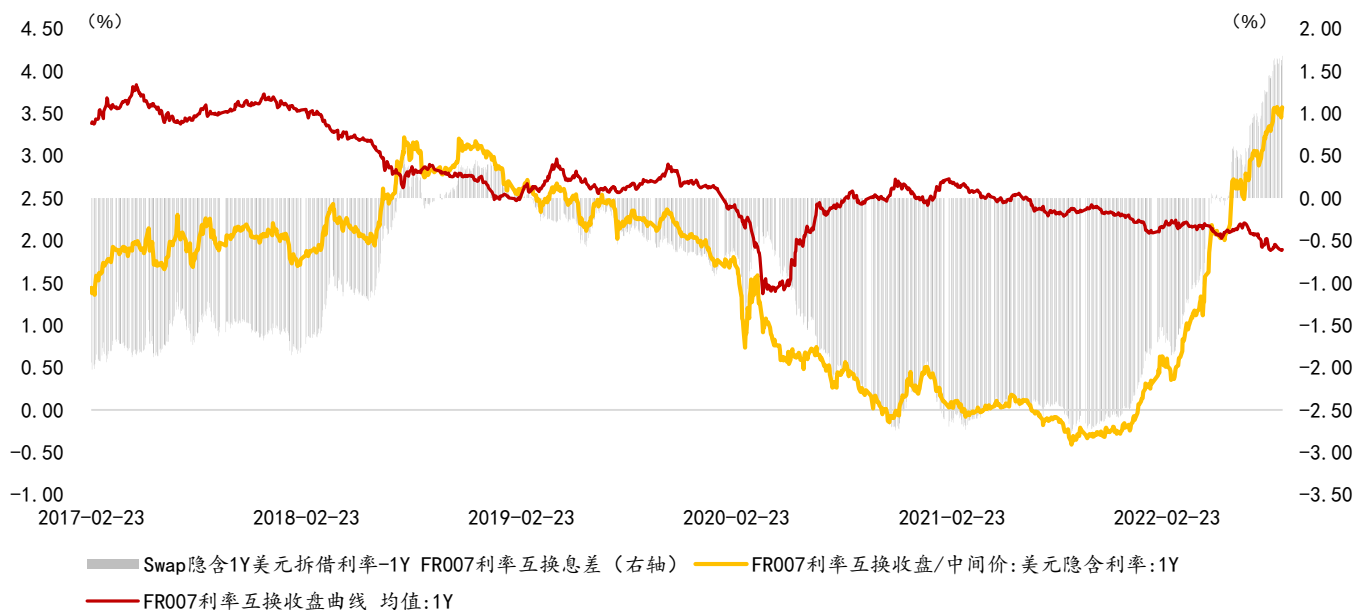
2. 人民币贬值后货币政策宽松的方向

9 月 5 日国新办举行的国务院政策例行吹风会上，人民银行副行长刘国强在答记者问中回应人民币汇率贬值是否制约货币政策空间时提到，“当前中国货币政策的空间还比较充足，政策工具丰富，既不缺价格工具，也不缺数量工具”，下一步，“有力有度有效用好政策工具，兼顾好稳增长、稳就业与稳通胀的关系，应对好各种风险挑战。”货币政策工具有力、有度、有效三方面的要求，指向货币政策宽松的基调不会随着人民币汇率贬值而改变，但是宽松的方向有保有压。我们认为出于兼顾内外均衡的角度，短端利率调降的空间有限，但是长端贷款利率或有继续下调的可能，并且更低成本的数量型工具的政策效应大于价格型工具。

2.1. 稳息差：短端利率下调空间有限

根据利率平价原理，美元兑人民币掉期点差反应的是美元和人民币无风险利率之间的利率差异，掉期点差大幅缩小说明货币对的利差骤然缩窄。(1) 如果境内美元利率比人民币利率下滑的更快、人民币和美元之间的利差趋于扩张，预示着“融出美元、融入人民币”做多人民币交易更加有利，掉期点差上行；(2) 如果境内美元利率比人民币利率上行的更快、人民币和美元之间的利差趋于收窄，那么“融入美元、融出人民币”做空人民币的交易更加有利，掉期点差下行。二季度以来，掉期点差随着外资“解杠杆”滑落进负值区间，与滑落的掉期点差相对应的是隐含的美元利率上行，为“做空人民币汇率”扩展了收益空间。

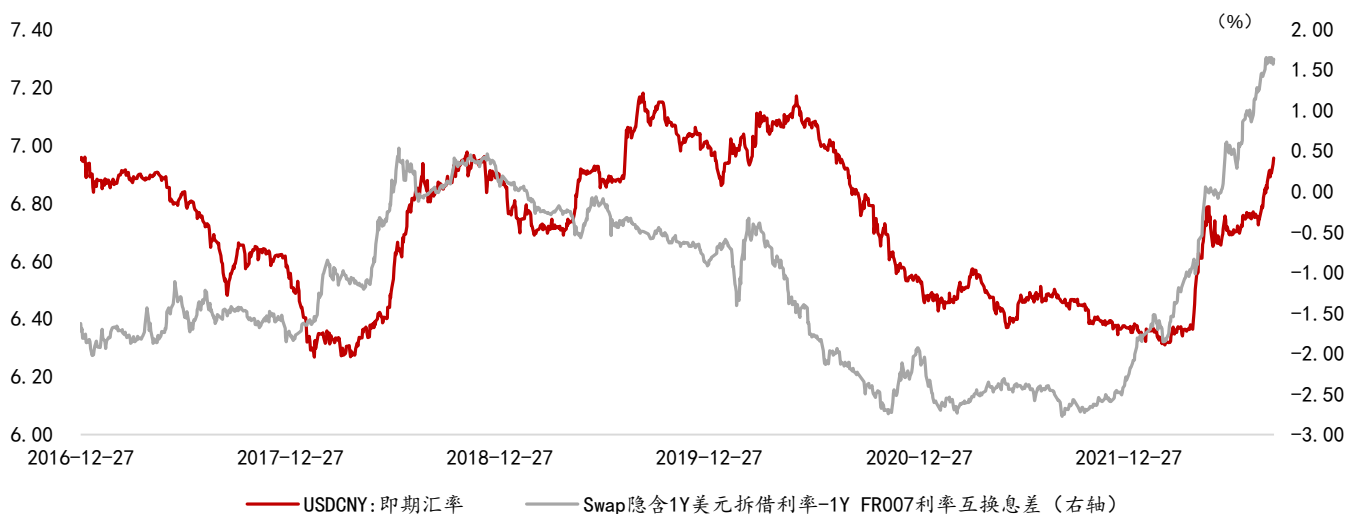
图 9：1Y FR007 利率互换和人民币中间价隐含的 1Y 美元拆借利率升破 3.50% 的水平



资料来源：Wind，德邦研究所

注：由于 1 年期美元拆借在境内的成交并不活跃，CFETS 给出了根据 FR007 利率互换和掉期点差计算而来的 1 年期美元拆借利率，其理论计算公式是：
1 年期境内美元拆借利率 = (即期汇率 * (1 + 1Y FR007 IRS 收盘价 * 365/365) / 远期汇率 - 1) / (365/360)

图 10：FR007 利率互换/中间价隐含美元利率和 1Y FR007 Repo 利差度量“做空人民币”的收益空间



资料来源：Wind，德邦研究所

掉期点差隐含人民币和美元的拆借息差趋于下降，由于在岸美元拆借市场流动性不足，理论上可以根据利率平价关系，使用美元兑人民币掉期点差推导而来的远期汇率和 1 年期人民币互换利率来推导相应期限的美元拆借利率。根据 CFETS 发布的数据，使用 1 年期 FR007 利率互换收盘价和美元兑人民币汇率中间价推算而来的 1 年期美元拆借利率，随着 Carry Trade “解杠杆”和掉期点差大幅下降而大幅上行，导致美元对人民币的息差大幅走阔，截至 9 月 7 日隐含的 1 年期美元拆借利率和 1 年期 FR007 利率互换之间的价差已经达到 1.68 个百分点，远超过 2018 年至 2019 年人民币汇率贬值期间最高不足 0.5 个百分点的水平。当然这里我们只是使用 1 年期 FR007 利率互换作为人民币拆借成本的代表，掉期点差隐含的美元拆借利率和人民币拆借利率之间的息差可以视为“做空人民币汇率”的收益空间，由于实际的美元拆借利率和人民币拆借利率在有无抵押品等方面存在差异，这里仅用有质押品要求、较低的 FR007 作为融资成本的一种指标，纯信用拆借、无质押品需求的利率水平应会更高，从而做空人民币汇率的息差收益空间应更窄。

如果人民银行需要兼顾内外部均衡，汇率代表外部均衡、利率代表内部均衡，那么维持人民币汇率稳定，就需要保持隐含的美元利率和人民币利率之间的利差不再继续扩张甚至有必要收窄。为了实现这一目标，从美元流动性来看，9 月 5 日人民银行下调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点、释放美元流动性主要为了稳定美元拆借利率；从人民币流动性来看，继续调降短端货币市场利率的空间被限制，并且在二季度以来流动性供给充裕，市场回购利率已经大幅偏离政策利率的情况下，继续调降短端政策利率的必要性已经下降。因此人民币汇率贬值、掉期点差下降隐含的美元拆借利率上行，对货币政策从外部均衡角度潜在的约束在于限制了短端利率下行的空间，并且人民银行在兼顾内外均衡时，稳定汇率等价于稳定美元和人民币拆借息差，消解做空人民币汇率的收益空间。

2.2. 降长端：压降贷款利率或是主要方向

8 月份人民银行调降 1 年期 MLF 和 7 天期逆回购利率、调降 LPR 报价，主要目的还是在于推动企业和居民融资成本下降，尽管在人民币汇率贬值凸显外部均衡约束的情况下，短端利率调降的空间可能受到限制，但继续推动实体经济

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_45824

