

汇率压力之下利率怎么看？

2022年10月04日

9月28日，美元兑人民币汇率进一步突破7.2，人民币汇率创下2015年以来新低。政策考量下的内外均衡压力逐步提升，未来人民币汇率及债市走势怎么看？我们先来复盘历史上几次人民币快速贬值时期的债市走势：

► 复盘人民币汇率4次贬值时期

回顾历史上几轮贬值周期（2015年“811”汇改至2017年1月初、2018年3月下旬至10月末、2019年5月初至9月初、2020年1月下旬-5月末），可以看到，在美联储加息而国内政策宽松、美国经济复苏而国内经济走弱时，人民币贬值压力通常增加。在此期间，央行往往通过多种汇率政策对冲贬值压力，而人民币贬值趋势的根本性扭转，则需要国内经济基本面的有力支撑，与此同时中美关系也是一项重要影响因素。

针对货币政策而言，汇率贬值并不会改变国内政策的整体取向，始终以我为主。但内外均衡考虑之下，其对国内货币政策工具及节奏确有一定约束。针对资金面和债市而言，汇率贬值的影响也较为有限，资金面和债市同样呈现以我为主。

近期人民币一度出现快速贬值，与历史情形有相似之处，即中美经济基本面走势分化、政策周期错位。在此情形下，如何看待未来美元兑人民币汇率？

► 如何看待人民币汇率？

从历史复盘看，关键还是在于美元走强的节奏以及国内经济修复情况。当前美国经济具有韧性和美联储加息预期将对美元指数形成支撑；而国内经济基本面尚不具备往经济潜在增速靠拢的动能，对应货币政策便仍会保持宽松。综合来看，稳汇率效果仍待进一步观察。

那么国内货币政策应对空间如何？当前央行为维持汇率基本稳定，仍有充足的政策工具。操作框架上来看，央行主要通过汇率定价干预工具、外汇流动性调节工具、跨境资本管理工具及口头干预等手段来对冲人民币贬值压力。如果人民币贬值压力进一步加大，央行可以进一步调用其他外汇管理工具，其中动用外汇储备直接干预最为直接，当前我国还有约3万亿美元的外汇储备，可用于应对贬值压力。综合来看，我国应对人民币贬值压力仍有充足的政策空间，但中短期内货币政策在节奏和工具选择上或还是会受到一定程度的影响。

► 债市怎么看？

综合来看，贬值时期货币政策总体仍是以我为主，但贬值压力还是会对国内货币政策工具及节奏产生一定影响，故而关于年内降准降息问题：（1）年内再次降息的可能性不大：当前经济金融呈现趋势上弱修复，再考虑内外平衡，我们预计年内再次降息的概率不高；（2）年内再度降准节奏或也受一定约束：出于稳银行负债成本的角度，年内再次降准存在一定可能。但在内外平衡考虑之下，央行也将适度关注M2与外汇储备的增速差，这或在一定程度上对降准有所约束。

于债市而言，当前国内经济基本面尚不具备往经济潜在增速靠拢的动能，对应货币政策便仍会保持宽松；稳汇率效果仍待进一步观察，这或将一定程度制约央行行为，但内外均衡之下更以我为主；故而流动性也将维持在合理充裕状态，当然诸多干扰因素下波动性可能加大，但整体无虞。在此情形下，债市短期或继续调整，中期视角下债市仍有空间，10月隔夜利率仍按照1.2-1.5%判断，10年期国债利率或更多在2.6-2.75%间震荡。

► 风险提示：政策不确定性；基本面变化超预期；海外地缘政治冲突



分析师 谭逸鸣

执业证书：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

相关研究

1. 城投随笔系列：如何界定城投平台？-2022/10/04
2. 信用一二级市场跟踪周报 20221002：净融资转负，收益率普遍上行-2022/10/03
3. 城投、产业利差跟踪周报 20221002：各等级城投、产业利差均上行-2022/10/03
4. 交易所批文更新跟踪周报 20221002：本周“通过”及“注册生效”规模均显著增加-2022/10/03
5. 可转债周报 20221001：权益市场延续下跌行情，转股溢价率持续上升-2022/10/01

目录

1 历史上人民币汇率贬值时期债市如何？	3
1.1 2015 年“811”汇改至 2017 年 1 月初	3
1.2 2018 年 3 月下旬至 10 月末	5
1.3 2019 年 5 月初至 9 月初	7
1.4 2020 年 1 月下旬至 5 月末	9
2 人民币汇率突破 7.2，未来怎么看？	13
2.1 如何看待人民币汇率？	15
2.2 如何看待债市？	17
3 小结	20
4 风险提示	22
插图目录	23
表格目录	23

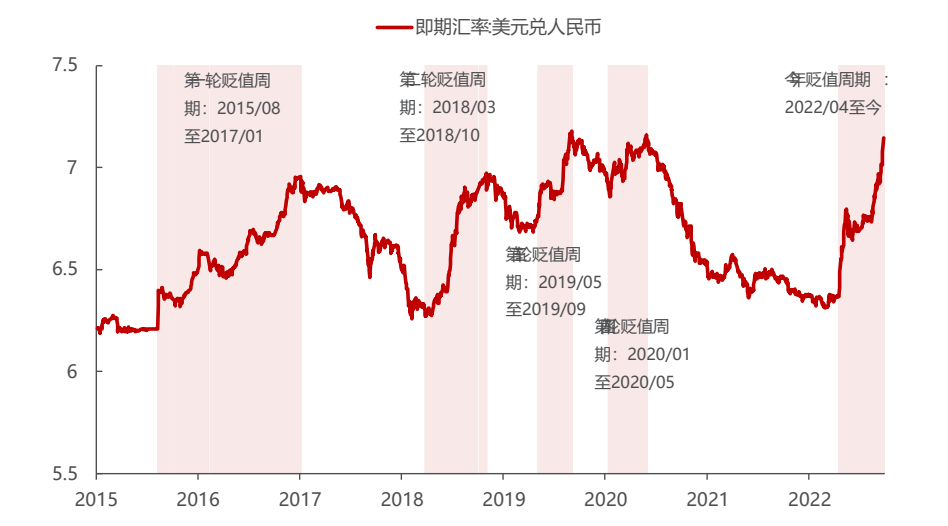
近期人民币汇率贬值压力受到市场高度关注。9月以来，美元兑人民币汇率快速上行，9月15-16日，离岸和在岸汇率先后“破7”；9月28日，美元兑人民币汇率进一步突破7.2，人民币汇率创下2015年以来新低。政策考量下的内外均衡压力逐步提升，未来人民币汇率怎么看？国内债市走势又将如何变化？本文聚焦于此。

我们先来复盘历史上几次人民币快速贬值时期，对应的国内外宏观背景、应对政策以及债市走势：

1 历史上人民币汇率贬值时期债市如何？

历史观察，自2015年“811”汇改释放贬值压力以来，人民币共出现4次较为明显的贬值时期。

图1：2015年以来人民币汇率4轮贬值周期（USD/CNY）



资料来源：wind，民生证券研究院

具体来看：

1.1 2015年“811”汇改至2017年1月初

在此期间，人民币汇率由6.32上升到6.96，贬值幅度超过10%，贬值周期长达17个月：

2015年8月11日，中国人民银行宣布调整人民币兑美元汇率中间价报价机制，扩大市场汇率的实际运行空间，一方面是为推动人民币加入SDR，另一方面也属央行主动释放长期积累的人民币贬值压力，毕竟适当贬值也有利于出口。

而彼时积累的贬值压力从何而来？与当前情形相似，主要是中美经济走势分化、政策周期错位所致：（1）从经济基本面看，当时美国经济处于弱复苏，而国内

经济面临下行压力，人民币贬值压力上升；**(2) 从货币政策看**，2015 年 8 月到 2016 年底，我国多次降准降息，而美联储加息开启推动美元指数维持强势，人民币贬值压力加大。此外，随着人民币国际化进程加速，海外用汇增长，也一定程度加大人民币贬值压力。

面对快速贬值压力，央行采取哪些措施加以应对？

(1) 动用外汇储备。2017 年 1 月，易纲行长表示：“过去两年，中国人民银行花了大约 1 万亿美元来防止人民币汇率过度贬值。我认为总体上利大于弊：首先，外汇储备就是为了用的；其次，客观上我们以此维护了人民币汇率的稳定，防止市场的‘超调’”。¹

(2) 通过外汇流动性调节工具干预。2015 年 8 月 31 日，央行宣布在 2015 年 10 月 15 日将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0 上调至 20%。

(3) 口头干预，央行多次通过发言、发文或公告，引导市场预期。例如，2015 年 8 月 13 日，央行在关于完善人民币兑美元汇率中间价报价吹风会上表示“当前不存在人民币汇率持续贬值的基础，中央银行有能力保持人民币在合理均衡水平上的基本稳定”；²2016 年 1 月 7 日，央行发文表示“人民银行有能力保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。³

当然从结果看，各项措施对于逆转汇率贬值走势的作用较有限，人民币仍维持长达 1 年多的贬值趋向。直至国内经济逐步企稳，汇率贬值压力才有所缓解。

而在此过程中，货币政策是否受到制约？

一方面，汇率走势并未对国内货币政策产生明显的直接约束。在本轮贬值周期中，为增加需求释放市场流动性，降低实体经济融资成本，央行维持宽松的货币政策，2015 年央行共进行 5 次降准（含定向降准）和 5 次降息。

但另一方面，人民币贬值压力会让央行在政策选择上更为考虑内外均衡，这种影响更多体现在节奏或工具选择上。2016 年 1 月 19 日，央行有关负责人也表示“央行既要保持银行体系流动性的合理充裕，又要关注到流动性太过宽松会对人民币汇率造成比较大的压力，形成负面冲击。降准的政策信号过强，我们可以用其他工具来替代，补充流动性”。⁴

相应地，央行仍维持流动性合理充裕，资金面相对平稳，而债市则受国内基本面和宽松政策影响，10 年国债收益率明显下行。

¹ http://www.xinhuanet.com//fortune/2017-01/25/c_129461052.htm

² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2927856/index.html>

³ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3001858/index.html>

⁴ http://www.jjckb.cn/2016-01/23/c_135038075.htm

图2：2015-2016 年中美货币政策分化 (USD/CNY, %)



图3：人民币汇率与资金利率 (USD/CNY, %)

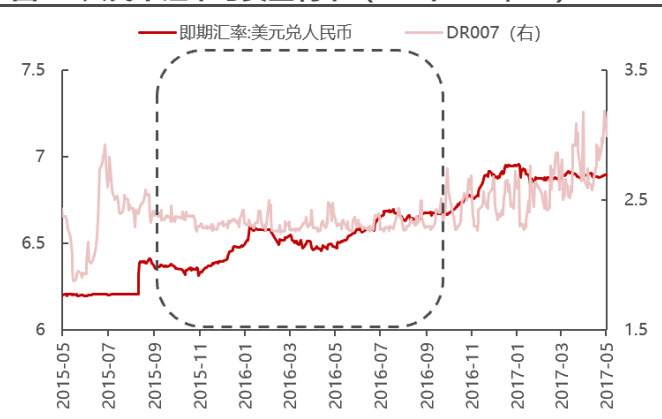
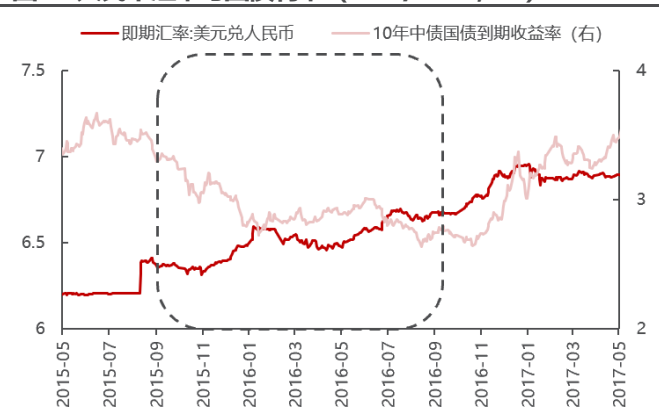


图4：人民币汇率与国债利率 (USD/CNY, %)



1.2 2018 年 3 月下旬至 10 月末

在此期间，人民币汇率贬值幅度约 11%至 6.97，贬值周期约为 8 个月。此次人民币贬值，对应的背景是中美贸易摩擦和美联储连续加息节奏，具体而言：

(1) 中美贸易摩擦不断升级，加大人民币汇率贬值压力。3 月 22 日，中美贸易摩擦开启；4 月 16 日美国宣布对中兴制裁，贸易摩擦升级；6 月 16 日，美国正式宣布对华加征关税；9 月 18 日，特朗普正式宣布将 2000 亿美元商品纳入加税范围，中美摩擦升级；直至季度，中美贸易摩擦才有所缓和。

(2) 中美经济基本面分化。中美贸易摩擦对我国外贸出口形成明显制约，经济下行压力增加，失业率上行，而与此同时美国失业率则有所回落，中美经济基本面走势分化。

(3) 中美政策周期错位。2018 年美联储实施正常化的货币政策，持续加息和缩表，而与此同时国内货币政策则保持宽松，4 月、7 月、10 月分别降准 100BP、50BP、100BP。

在此情形下，人民币贬值压力不断加大，央行如何应对？除了依然采取口头干预、外汇流动性调节工具干预（将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0 上调至 20%），还进行了汇率定价干预：

8 月 24 日，央行发布公告：“近期受美元指数走强和贸易摩擦等因素影响，外汇市场出现了一些顺周期行为。基于自身对市场情况的判断，8 月份以来人民币对美元汇率中间价报价行陆续主动调整了‘逆周期系数’，以适度对冲贬值方向的顺周期情绪。截至发稿时，绝大多数中间价报价行已经对‘逆周期系数’进行了调整，预计未来‘逆周期因子’会对人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定发挥积极作用。”⁵

以上汇率政策对于减缓贬值速度具有一定作用，但并未扭转汇率走向。总结来看，本轮人民币贬值由中美贸易摩擦主导，而这当中核心影响因素仍是中美经济基本面和货币政策的分化，直至中美贸易摩擦有所缓和后，人民币汇率才明显止跌。

同样，汇率走势并未对国内货币政策形成明显制约，但有一定扰动。由于国内去杠杆的推进，实体经济面临融资难的问题，再叠加中美贸易冲突，年内央行多次降准，但考虑到中美局势紧张等外部压力，央行始终未采取降息措施，一定程度体现外部因素的制约。

针对资金面和债市而言，在国内货币政策整体仍以我为主之下，资金面和债市走势也依然以国内经济基本面情况展开，外部因素影响整体有限。

⁵ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3610722/index.html>

图5：2018 年中美贸易摩擦主要事件 (USD/CNY, %)



图6：人民币汇率与资金利率 (USD/CNY, %)



图7：人民币汇率与国债利率 (USD/CNY, %)



1.3 2019 年 5 月初至 9 月初

本轮贬值人民币汇率由 6.77 贬值至 7.18，突破 7 关口，贬值幅度约 6%，贬值周期为 4 个月。其重要背景是中美贸易摩擦再度升级，我国出口竞争力下降，对人民币贬值形成压力：

(1) 5 月 6 日，美方宣布自 5 月 10 日起，对 2000 亿美元中国输美商品加征的关税从 10% 上调至 25%；同日，央行公告定向降准。在此情形下，人民币急贬；

(2) 而在 6 月 18 日，中美两国元首通话，6 月 29 日中美同意重启经贸谈判，中美贸易摩擦有一定缓和，对应汇率也稳定在 6.90 左右。

(3) 8 月 2 日，中美贸易摩擦再起，美国威胁从 9 月 1 日起对 3000 亿美元

中国输美商品加征 10%关税，随后在 8 月 5 日，人民币汇率破 7，次日美国财政部将中国列为汇率操纵国；

(4) 8 月 15 日，美国贸易代表办公室宣布将对约 3000 亿美元自华进口商品加征 10%关税，人民币贬值压力进一步加大。

在本轮贬值过程中，央行如何应对贬值压力？

(1) 一方面，央行启动在离岸市场发行央票，回收人民币流动性，在 2019 年 5 月、6 月、8 月、9 月的发行量分别为 200、300、300、100 亿元，传递稳汇率意图，稳定市场信心；

(2) 另一方面是口头干预，例如 8 月 5 日，人民币汇率破 7 后，易纲行长表示：“中国作为一个负责任的大国，会恪守历次二十国集团领导人峰会关于汇率问题的承诺精神，坚持市场决定的汇率制度，不搞竞争性贬值，不将汇率用于竞争性目的，也不会将汇率作为工具来应对贸易争端等外部扰动。一直以来，人民银行致力于维护人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定，这个努力相信大家有目共睹。”

6

总结而言，本轮人民币贬值仍由中美贸易关系主导，但货币政策并未受到较大制约，央行全年三次降准，并创新 TMLF 以加强对实体经济的资金支持，显然国内货币政策仍是以我为主。

而在内外均衡的考虑之下，在此期间央行并未降息，而是在中美贸易摩擦缓和之后，于 11 月 5 日、18 日分别 MLF 降息 5BP、OMO7 天降息 5BP，这一程度显示央行降息会顾虑外部压力。

此外，2019 年中美隔夜利率出现倒挂，而从前文复盘来看，汇率走势更多受中美关系影响，而隔夜利率倒挂对人民币汇率并未构成明显制约。

针对资金面和债市而言，在国内较弱的基本面数据影响下，国内货币政策维持宽松，资金面维持相对平稳状态，债市收益率也整体呈现下行态势。

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_46803

