

# 货币政策与流动性观察

## 年内人民币汇率将在新中枢窄幅震荡

### 核心观点

#### 年内人民币汇率将在新中枢窄幅震荡

我们认为本轮人民币汇率调整是内外部因素叠加下的市场纠偏。主要有以下三方面因素作用：

一是强势美元。美联储强势加息叠加地缘政治因素促使美元指数快速突破110大关，创下近20年新高。尽管如此，人民币汇率仍然展现出较强韧性。一方面人民币贬值幅度不到美元升值幅度一半，另一方面人民币兑全球其它主要币种持续升值。

二是中美货币政策背离。今年3月美联储首次加息后中美利差迅速归零。8月以来美国10年国债收益率再度拉升，中美利差已经扩大到-100bp以上。可见，4月和8月中美利差的迅速收窄和转负，是中美汇率出现调整的主要动因之一。

三是我国内外需转弱。一方面，随着美欧宏观刺激退潮和全球供应链修复，今年中国出口增速中枢有所回落，4月受上海疫情影响出口增速下滑，一定程度上构成了汇率利空预期。8月我国出口增速再次逆季节性大幅放缓。另一方面，在今年疫情反复扰动和私人部门预期转弱的影响下，我国内需同样走弱，对经济增长构成拖累。

前瞻地看，多空因素交织下，年内人民币汇率或将呈现“上有顶，下有底”格局，新波动中枢位于7.0附近。人民币汇率的贬值压力在年内仍将继续存在，特别是随着美欧衰退预期增强，对我国外贸带来的冲击可能加剧。尽管如此，人民币汇率仍有多方面力量的支撑：

首先，央行汇率“工具箱”种类丰富且弹药充足。但需要注意，央行对汇率的关注更多在于防止形成单边贬值预期。汇率作为宏观经济和国际收支的重要“稳定器”，未来围绕合理均衡水平的“双向浮动”仍将是常态。

其次，我国经济基本面改善有望对汇率形成支撑。近期我国经济运行呈现企稳向好的修复态势。此外，我国年内通胀压力整体可控。中外“经济差”、“通胀差”有望部分对冲美元继续走强带来的影响。

### 流动性观察

外部环境方面，美联储再次加息75bp，并将缩表速度提升至“600+350”亿美元/月的终端速率。

国内利率方面，国庆节后（10月8-9日）超短端利率较节前显著回落，隔夜利率下行幅度大于7天利率。

国内流动性方面，国庆节前（9月26-30日）考虑到跨节跨季资金需求，央行明显加大资金投放力度，净投放资金8680亿元。

债券发行方面，国庆节前（9月26-30日）政府债净融资270.5亿元；同业存单净融资-687.8亿元；企业债券净融资-1116.4亿元。

**风险提示：**政策调整滞后，疫情再度扩散，经济增速下滑。

### 经济研究·宏观周报

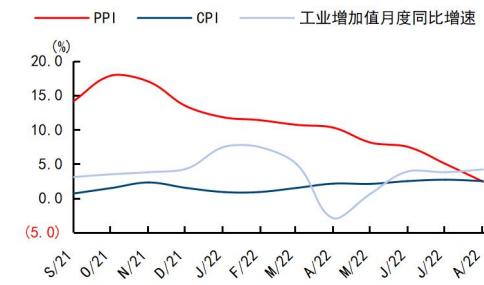
#### 证券分析师：董德志

021-60933158  
dongdz@guosen.com.cn  
S0980513100001

#### 基础数据

固定资产投资累计同比	5.80
社零总额当月同比	5.40
出口当月同比	7.10
M2	12.20

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《宏观经济宏观周报-政策支持下国内经济仍有继续向上修复的空间》——2022-10-11
- 《宏观经济宏观周报-本周国内消费和投资景气均有所回升》——2022-09-26
- 《宏观经济宏观周报-国信高频宏观扩散指数在持续6周上升后开始遭遇阻力》——2022-09-20
- 《宏观经济宏观周报-8月出口增速下降并不意味着趋势性回落的开始》——2022-09-13
- 《海外宏观双周报-浅谈美国劳动力市场“三个问题”》——2022-09-07

## 内容目录

每周观点：人民币汇率将在新中枢窄幅震荡 .....	4
哪些因素导致了本轮汇率快速调整？ .....	4
接下来怎么看？ .....	6
流动性观察 .....	7
外部环境：美联储继续加息 75bp，缩表再提速 .....	7
国内利率：节后超短端利率显著回落 .....	8
国内流动性：国庆前央行加大跨季跨节资金投放 .....	10
债券融资：节后政府债券融资提速 .....	12
汇率：美元指数“一枝独秀” .....	13
免责声明 .....	14

## 图表目录

图1: 去年9月到今年4月人民币汇率与美元指数走势背离 .....	4
图2: 下半年人民币指数基本保持稳定 .....	5
图3: 4月、8月中美利差迅速收窄和转负 .....	5
图4: 4月、8月中国出口失速 .....	5
图5: 美联储关键短端利率 .....	7
图6: 欧央行关键短端利率 .....	7
图7: 美联储关键短端利率 .....	8
图8: 欧央行关键短端利率 .....	8
图9: 央行关键利率 .....	8
图10: LPR 利率 .....	8
图11: 短端市场利率与政策锚 .....	9
图12: 中期利率与政策锚 .....	9
图13: 短端流动性分层观察 .....	9
图14: 中长端流动性分层观察 .....	9
图15: SHIBOR 报价利率 .....	9
图16: 中美利差 .....	9
图17: “三档两优”准备金体系 .....	10
图18: 央行逆回购规模（本周投放截至周一） .....	10
图19: 7天逆回购到期与投放 .....	10
图20: 14天逆回购到期与投放 .....	10
图21: MLF 投放跟踪 .....	11
图22: MLF 投放季节性 .....	11
图23: 银行间回购成交量 .....	11
图24: 上交所回购成交量 .....	11
图25: 债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期） .....	12
图26: 政府债券与同业存单净融资 .....	12
图27: 企业债券净融资与结构 .....	12
图28: 主要货币指数走势 .....	13
图29: 人民币汇率 .....	13

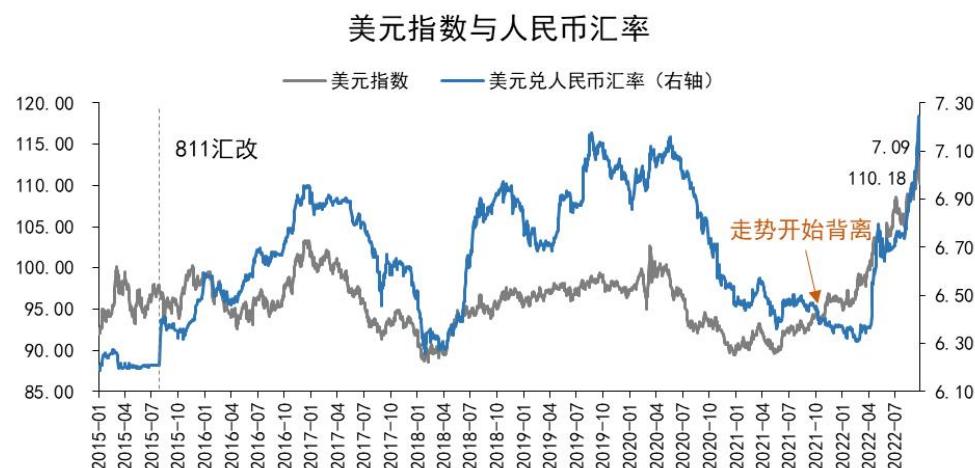
## 每周观点：人民币汇率将在新中枢窄幅震荡

9月28日，人民币在岸、离岸汇率分别跌破7.2人民币/美元的关键点位，分别收盘于7.25和7.23人民币/美元。该位置已低于2019年8月中美贸易摩擦背景下创下的7.17人民币/美元前低，人民币兑美元汇率回到2008年初时的水平。

### 哪些因素导致了本轮汇率快速调整？

我们认为本轮人民币汇率调整是内外部因素叠加下的市场纠偏。“811”汇改以来，人民币汇率和美元指数走势上展现出较强的相关性。但去年9月起的半年时间里，人民币走出独立行情：人民币兑美元汇率和美元指数走势显著背离，在美元走强的同时人民币汇率仍然保持坚挺。其主要支撑力量来自去年我国出口的持续超预期表现（特别是去年下半年海外补库存周期带来出口商品价格拉升）以及随之而来的企业结汇需求。今年4月人民币兑美元汇率开始迅速调整，而8月中旬以来的走弱延续了这个逻辑，将人民币前期积累的贬值压力的进一步释放。

图1：去年9月到今年4月人民币汇率与美元指数走势背离



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

具体而言，主要有以下三方面因素作用：

一是强势美元。去年中期以来，随着疫后美国经济在海外主要经济体中率先复苏，叠加美联储逐步释放转向信号，美元指数从90的阶段性低位开始触底反弹。今年以来，高通胀压力下美联储保持强劲的加息态势，叠加地缘政治摩擦带来的避险需求等多方面因素，美元指数一路走高，并在美联储9月议息会议进一步提升本轮加息终点预期后一举突破110大关，创下近20年新高。

需要注意的是，人民币汇率在美元快速升值的过程中仍展现出了较强韧性。美元自去年6月以来累计升值约21.4%，但同期人民币兑美元仅贬值约8.9%。与此同时，人民币指数基本保持稳定，人民币兑其它国际主要币种持续升值。截至9月30日，人民币兑英镑、人民币兑欧元、人民币兑日元分别升值约13.0%、10.0%和18.9%。

**图2：下半年人民币指数基本保持稳定**


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

二是中美货币政策背离。随着“控通胀”成为美国的首要目标，“稳增长”成为中国的政策重心，经济周期错位使两国货币政策立场分化。去年底以来，美联储货币政策急剧转向，货币政策正常化进程提前启动：去年12月启动Taper，今年3月Taper提前结束并开始首次加息，6月开启缩表。与此同时，人民银行“以我为主”采取了相对宽松的政策立场，通过两次降准、两次降息加速推动“宽信用”落地。

中美政策分化使中美利差迅速缩窄并转负，进而作用于汇率和跨境资金。美联储宣布Taper后，中美利差从去年下半年140bp附近的中枢水平收窄，并在今年3月美联储首次加息后迅速归零。8月以来，随着美国10年国债收益率再度拉升，中美利差已经扩大到-100bp以上。可见，4月和8月中美利差的迅速收窄和转负，是中美汇率出现调整的主要动因之一。

**图3：4月、8月中美利差迅速收窄和转负**


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**图4：4月、8月中国出口失速**


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

三是国内外需转弱。一方面，外需整体趋于回落，中国出口高增速难以延续。疫情爆发后，我国率先控制疫情，生产快速恢复。在海外需求效应和替代效应的作用下，中国制造在全球份额显著上升，出口持续高速增长，结汇需求是前期支撑人民币汇率走出独立行情的重要原因。今年以来，随着美欧宏观刺激退潮和全

球供应链修复，中国出口增速中枢有所回落，4月受上海疫情影响出口增速下滑，一定程度上构成了汇率利空预期。8月我国出口增速再次逆季节性大幅放缓，从5-7月17.6%的平均水平大幅下降至7.1%。另一方面，在今年疫情反复扰动和私人部门预期转弱的影响下，我国内需同样显著走弱，对经济增长构成拖累。

## 接下来怎么看？

多空因素交织下，我们认为年内人民币汇率将呈现“上有顶，下有底”格局，新波动中枢位于7.0附近。前述人民币汇率的贬值压力在年内仍将继续存在，特别是随着美欧衰退预期增强，对我国外贸带来的冲击可能加剧。尽管如此，人民币汇率仍有多方面力量的支撑：

首先，央行汇率“工具箱”种类丰富且弹药充足。央行汇率管理工具可以大致分为预期管理、流动性调节、跨境资本管制和直接干预等种类。在人民币汇率突破7.2当天，全国外汇市场自律机制召开电话会议；央行货币政策委员会三季度例会也释放出明确的“稳汇率”信号。这两者可以归类为预期管理工具。5月、9月两次下调的外汇存款准备金率和本周上调的外汇风险准备金率，则可以理解为流动性调节工具。需要注意的是，央行对本轮人民币汇率的市场化调整总体呈较为开放的态度，对汇率的关注点更多在于防止形成单边贬值预期，而非改变汇率走势。汇率作为宏观经济和国际收支的重要“稳定器”，未来围绕合理均衡水平的“双向浮动”仍将是常态。

其次，我国经济基本面改善有望对汇率形成支撑。随着稳增长政策进一步落地发力和疫情防控精细化，我国经济运行呈现企稳向好的修复态势。此外，在全球通胀高企的大环境下，我国物价水平仍然保持基本稳定，年内通胀压力整体可控。中外“经济差”、“通胀差”有望部分对冲美元继续走强带来的影响。

## 流动性观察

### 外部环境：美联储继续加息 75bp，缩表再提速

#### 美联储

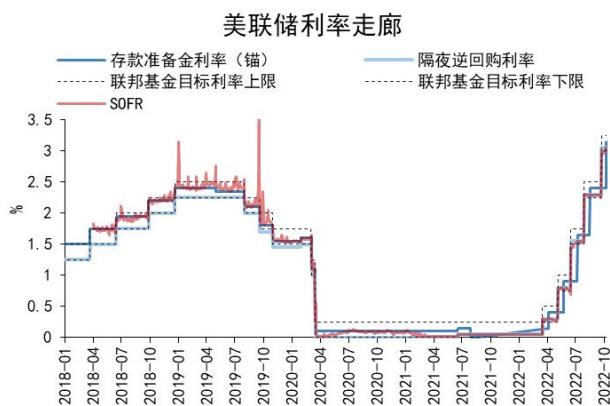
9月22日，美联储FOMC做出继续加息75bp的决定，符合市场预期。本次加息后，美国政策利率目标区间提升至3-3.25%，超过前一轮加息周期最高点；两大管理利率——存款准备金利率(IORB)与隔夜逆回购利率(ON RRP)分别位于3.15%和3.05%。受加息影响，上周五(10月7日)SOFR利率较加息前(9月21日)上升80bp至3.05%。

同时，美联储如期将缩表速度提升至“600+350”的终端速率，即每月600亿美元国债和350亿美元MBS。按此估算，美联储每年约可缩减资产负债表规模1.1万亿美元左右。当前(截至10月4日)美联储资产负债表规模为8.76万亿美元，较前一周减少365.1亿美元，约为今年4月本次缩表初期资产负债表历史最高值(8.965万亿)的97.7%。

#### 欧央行

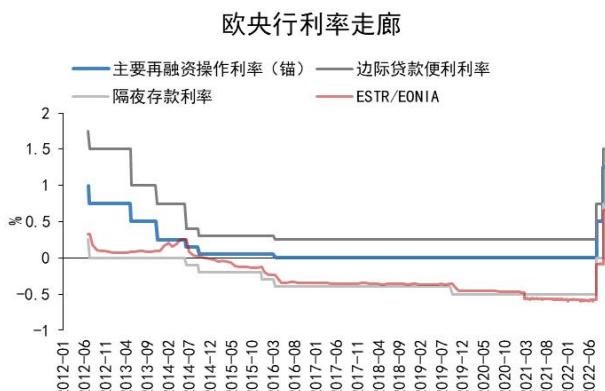
欧央行9月议息会议加息75bp后，欧央行三大关键利率，主要再融资操作(MRO)、边际贷款便利(MLF)和隔夜存款便利(DF)利率分别位于1.25%、1.5%和0.75%。欧元短期利率(ESTR)上周五(10月7日)较9月30日上升2bp至0.66%。

图5：美联储关键短端利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

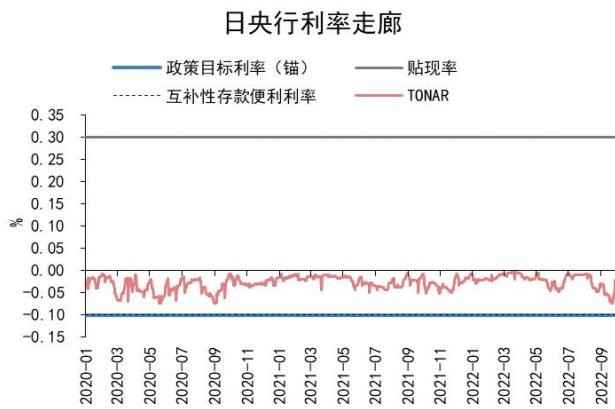
图6：欧央行关键短端利率



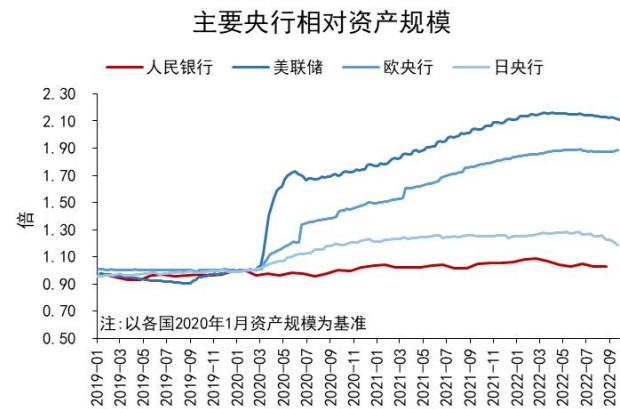
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

#### 日央行

日本央行三大关键利率，政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率分别保持在-0.1%、0.3%和-0.1%不变。东京隔夜平均利率(TONAR)上周五(10月7日)较9月30日上升5bp至-0.02%。

**图7：美联储关键短端利率**


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

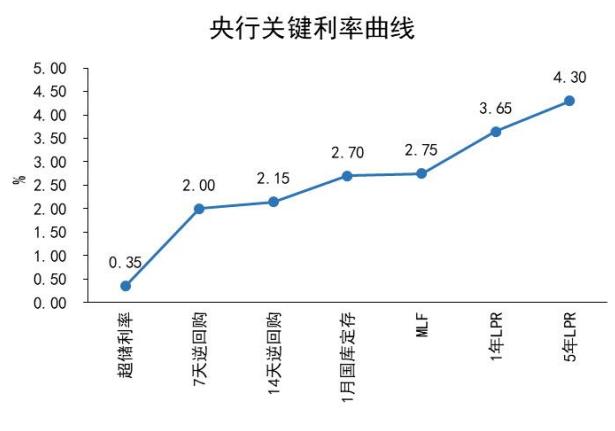
**图8：欧央行关键短端利率**


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

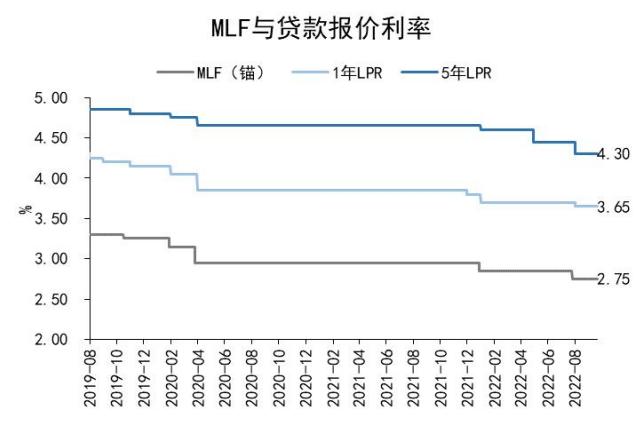
## 国内利率：节后超短端利率显著回落

### 央行关键利率

9月20日，9月贷款市场报价利率(LPR)公布，1年期与5年期及以上均无变化，分别维持在3.65%和4.3%。央行其它关键利率无变化。

**图9：央行关键利率**


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**图10：LPR利率**


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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\\_47143](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47143)

