

## 汇率贬值压力下还会降息吗？

2022年10月27日

我们之前提到人民币汇率定价的三个“路标”，中国出口、美元指数以及中国国内经济增长。这三个变量目前仍未看到方向变化，预计未来人民币仍然偏软。

LPR已经连续两个月维持利率不动，恰逢8月中下旬以来人民币汇率持续贬值，市场疑虑再起，汇率贬值是否制约货币政策？

### ➤ 回答汇率贬值是否制约货币，不妨先来回溯历史，观察经验现象。

人民币打开双向波动以来，明显贬值趋势总共有三段时期。分别是2014至2015年，2018至2019年，2020年上半年。

这三段时期无一例外，都是汇率贬值同时央行连续货币宽松。经验告诉我们，人民币贬值并不改变货币宽松趋势。

**每当面对汇率稳定和货币宽松，这对经典的“内外均衡”矛盾时，央行都会选择货币以我为主，即以宽货币来应对国内增长压力。**

一面是货币宽松，另一面是汇率贬值。每逢贬值压力较大时期，央行会动用多种汇率管理工具，打破汇率超贬的螺旋机制，尽量控制汇率过快贬值、过度贬值。

### ➤ 稍微不同的是每段时期央行动用的外汇管理工具有所差异。

2014年至2015年央行主要动用外汇储备，这一传统外汇管理工具来维稳汇率。2018至2019年，央行面对再度承压的人民币汇率，开始尝试使用逆周期调节因子、外汇风险准备金率调整等措施。

2020年初，央行面对疫情冲击，毫不犹豫第一时间启动货币宽松，连续多次降息，宽松力度之大创近年之最。尽管当时人民币汇率快速贬值，从6.9贬至7.1。

**还有一个细节值得关注，央行对人民币汇率的具体点位没有绝对“迷思”。**

以2019年为例，人民币汇率一度逼近“7”这一交易的关键点位，央行明确表示是否破7，并不能成为人民币汇率定价锚。

人民币汇率破7之后，央行连续降息，汇率显然没有成为宽货币的实质性掣肘。

### ➤ 强美元周期之下，当下大国货币“以我为主”的三点支撑因素

汇率贬值同时宽松货币，短期内可能会对汇率形成较大压力。只要扛过短期资金流出压力，中长维度上看，稳定国内经济运行秩序，反而更有利于稳定汇率。**这也是大国货币“以我为主”第一点支撑因素。**

本轮贬值趋势之下，人民币汇率屡破关键点位。然而截止9月底，本轮人民币贬值并没有引发大规模的资金外流，跨境资金整体保持净流入状态。不仅如此，当下商业银行承受的外汇资金压力并不大。这两点金融特征意味着，未来贬值同时货币宽松压力可控，**这是当下大国货币“以我为主”的第二点支撑因素。**

目前央行有充分的外汇管理工具，可有效缓解汇率急速贬值压力，缓解“内外均衡”矛盾。**这是当下大国货币“以我为主”的第三点支撑因素。**

### ➤ 货币仍将“以我为主”，后续仍有降息空间

8月中下旬以来，人民币汇率在关键敏感点位徘徊，这可能会延缓降息节奏，但并不代表降息进程结束。地产仍在“磨底期”，出口四季度或仍在正增长区间，降息既利于经济回暖，防范地产风险扩散，又可以避免汇率出现大幅波动。**我们预计四季度仍可能降息，最快时点或在11月，预计5年期LPR仍是调降重点。**

**风险提示：**疫情发展超预期，海外通胀超预期，出口下滑超预期



#### 分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

#### 研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

#### 相关研究

1.9月财政数据点评：财政“疲态”的两点启示-2022/10/26

2.宏观专题研究：四季度美债利率或在4%-2.022/10/25

3.9月经济数据点评：如何理解9月出口和经济数据-2022/10/24

4.全球大类资产跟踪周报：美债收益率再创新高，人民币汇率承压-2022/10/23

5.月度高频数据追踪：数据真空期，我们需要关注什么-2022/10/20

# 目录

引言 .....	3
1 历史经验显示汇率贬值并不制约宽货币进程 .....	4
2 2014-2015 年：货币宽松同时外储下降 .....	5
3 2018-2019 年：货币宽松同时汇率破 7 .....	7
4 2020 年上半年：汇率与货币政策的极端测试 .....	8
5 本轮贬值周期并没有出现大幅资金外流 .....	9
6 大国货币政策以我为主，降息窗口仍在 .....	10
7 风险提示 .....	12
插图目录 .....	13

## 引言

当前全球央行仍在加息浪潮之中，美元指数持续走强，非美货币纷纷走弱，美联储对抗通胀的姿态颇为强势，非美经济体货币政策难以转向宽松。

日本央行保持货币政策宽松不变，承受日元汇率贬值，除去日本之外，鲜少有主流央行面对强势美元仍保持货币宽松。

**当前人民币汇率贬值压力仍存，国内经济动能偏弱，汇率是否会制约当前国内货币政策宽松空间成为市场焦点。**

本文将从内外两个层面阐述当前时点上，货币政策保持宽松的必要性和可行性。

## 1 历史经验显示汇率贬值并不制约宽货币进程

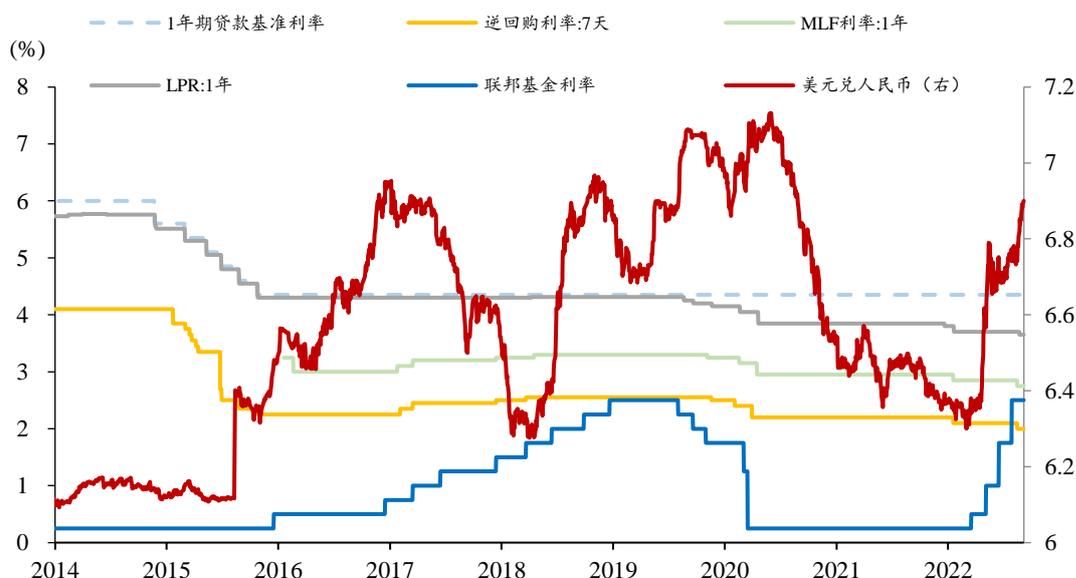
从人民币汇率双向波动以来，总共有三段典型时期：人民币汇率贬值，但央行坚持宽货币的历史经验：

第一段是 2014 年-2015 年，外汇储备下降，对冲汇率贬值压力，连续宽货币刺激国内需求回暖。

第二段是 2018 年-2019 年，央行打破市场对人民币汇率关键位点的“迷思”，货币政策坚持“以我为主”。

第三段是 2020 年上半年，短期疫情冲击经济，同时汇率快速贬值，在此局面下，稳国内经济依然是货币政策的最高优先级。

图1：中美货币政策与美元兑人民币汇率



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 2014-2015 年：货币宽松同时外储下降

2014 年以来汇率主要保持在 6.1-6.2 区间内窄幅波动，但其实自 2014 年下半年开始，外汇储备就已经出现下降的情况，但央行采取的措施是优先刺激国内经济，稳固经济基本面，来维持汇率稳定。

**美联储货币政策正常化周期开启，汇率压力开始显现，但央行坚持宽货币。**

2013 年 12 月，美联储开启 Taper，标志着 2008 年金融危机之后，美国宽松货币政策转向正常化。

2014 年下半年开始，人民币汇率压力开始显现，央行外汇储备规模开始下降。

当时国内需求极度疲弱，房地产处于下行周期，地产销售同比持续为负，PPI 持续为负且进一步走弱，同时出口也在下滑。

**对外汇率贬值，对内经济压力，这种典型的内外均衡困境下，央行选择稳定国内需求。**

自 2014 年下半年连续降低贷款基准利率，宽货币以确保国内需求回暖。

**2015 年底，美联储加息正式开启，全球非美货币进入贬值周期，央行继续“以我为主”，多次降息降准。**

2015 年，在美联储加息势在必行的情况下，央行依然坚持宽货币。

“811 汇改”之后，人民币汇率贬值情绪快速宣泄，央行依旧并不吝惜货币政策发力，依然采取两次降息和三次降准。

直到 2016 年初，国内经济动能明显回暖，央行结束了这一轮货币政策宽松的进程，可见当时人民币贬值并未对国内货币政策形成强制约。

图2：2014-2015 年外汇储备规模下滑



资料来源: wind, 民生证券研究院

### 3 2018-2019 年：货币宽松同时汇率破 7

**2018 年，美联储多次加息，全球新兴市场货币暴跌。**

国内金融体系改革持续推进，央行重启逆周期调节因子，一方面避免汇率持续单边贬值，另一方面，在出口和房地产两大部门增长动能均有所走弱的情况下，央行连续降准，稳定国内经济。

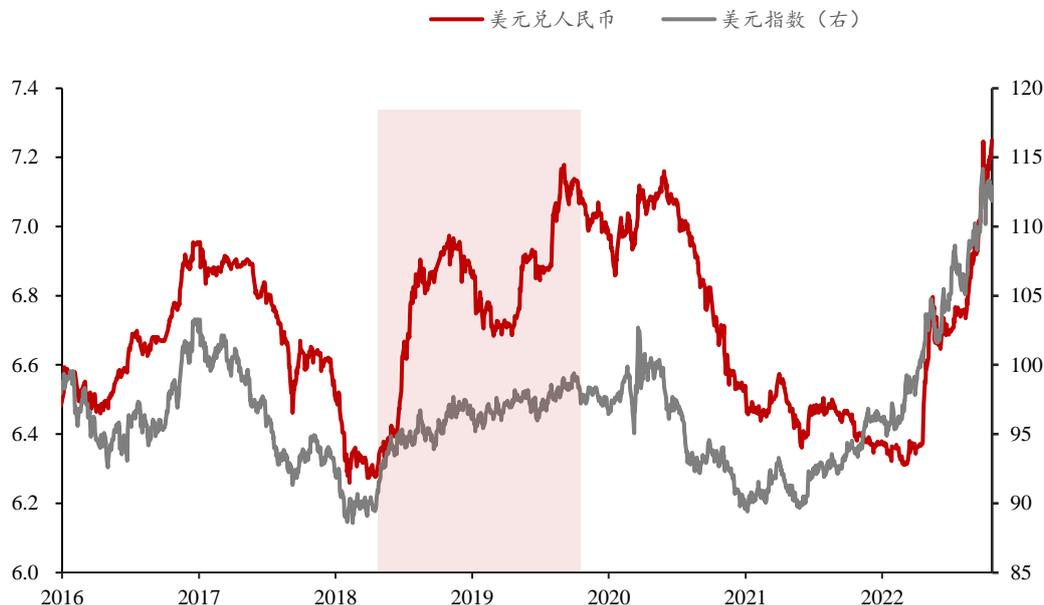
2019 年下半年，即使美联储进入降息周期，但其缩表进程仍在继续，美国货币市场一度爆发流动性危机，非美货币再次承受巨大压力。

**再次面临人民币汇率即将破 7 时，央行采用的方式是让汇率定价释放压力，同时国内货币宽松。**

央行表态打破了市场关于人民币汇率关键位点的“迷思”：“7”不是年龄，过去就回不来了，也不是堤坝，一旦被冲破大水就会一泻千里；“7”更像水库的水位，丰水期的时候高一些，到了枯水期的时候又会降下来，有涨有落，都是正常的。”

与此同时，为应对当时去杠杆引发的金融收缩，央行连续降息降准，稳定金融体系现金流稳定。

图3：2018-2019 年也经历了一轮强美元周期



资料来源：wind，民生证券研究院

## 4 2020 年上半年：汇率与货币政策的极端测试

2020 年年初国内疫情开始对经济造成冲击，人民币汇率迅速从 6.9 贬值至 7.1。面对疫情冲击，央行毫不犹豫地在第一时间进行货币宽松，连续多次降息，宽松力度之大创近年之最。即便汇率快速贬值，稳国内经济的依然是央行货币政策的最高优先级。

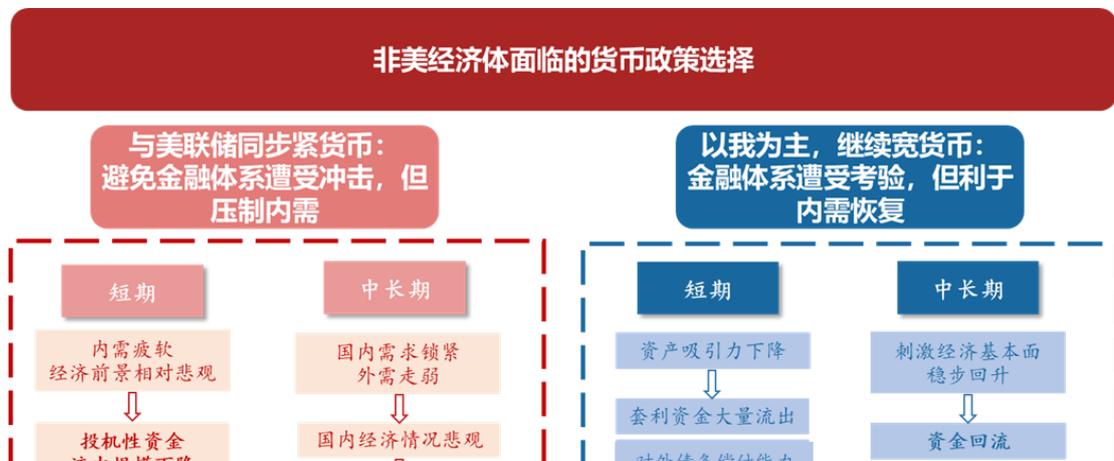
**我们认为 2020 年的经验可以视作一次极端测试：在汇率快速贬值和经济下滑二者中，货币政策如何抉择。**

短期内来看，如果货币政策优先保持汇率稳定，但由于货币政策难以宽松，国内信贷活动收缩，经济走弱，中长期维度上，汇率仍会面临大幅贬值的问题。

如果货币政策优先刺激经济回暖，宽松的货币政策，短期内可能会引发跨境资金流出，对汇率形成较大压力。但随着经济基本面稳步回升，跨境资金仍然可能会回流。

**中长维度上看，“以我为主”的货币政策对于国内经济更有利，也更有利于从根本上稳定汇率。**

图4：海外加息，面临货币贬值压力下非美经济体的政策选择



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\\_47964](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47964)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>