



管涛：近期市场利率上行是 为了稳汇率吗？



意见领袖 | 管涛

8 月份, 境内月均隔夜 Shibor (上海银行间同业拆放利率) 为 1.12%, 月均 DR007 (银行间存款类机构以利率债为质押的 7 天期回购利率) 为 1.42%, 均创下年内新低。此后, 市场利率触底回升。11 月 1~11 日, 日均隔夜 Shibor 和 DR007 分别为 1.67% 和 1.76%, 较 10 月份月均水平分别上升 33 和 11 个基点, 较 8 月份月均水平分别上升 55 和 33 个基点。11 月份, 市场利率快速走高, 是出于稳汇率的考虑吗?



汇率波动不是当前突出问题

11 月份, 人民币汇率延续了 8 月中旬以来的调整态势。11 月 3 和 4 日, 人民币汇率银行间市场下午四点半收盘价 (下同) 和中间价先后刷新

七年来的低点,分别为 7.3200 和 7.2555 比 1,较年内高点分别下跌 13.8% 和 13.2%。然而,境内外汇市场依然保持平稳运行,市场贬值压力和预期趋于收敛。

11 月 1~11 日,银行间外汇市场日均即期询价外汇成交量为 326 亿美元,较上月日均成交量增长 5.1%,但较 8 月和 9 月份日均成交量分别减少 18.9%和 11.9% (见图 1)。显示境内外汇市场没有因当月人民币汇率继续调整,而出现剧烈震荡。

图 1：银行间市场日均外汇成交量及收盘价相对中间价的偏离

(单位：亿美元；%)



资料来源：中国外汇交易中心；WIND；中银证券

注：（1）收盘价相对当日中间价偏离为正值代表美元对人民币偏升值方向（即人民币兑美元偏弱），为负值代表美元对人民币偏贬值方向（即人民币兑美元偏强）；（2）11 月份数据为截止 11 日日均（下同）。

11 月份以来，银行间市场美元对人民币汇率收盘价相对当日中间价总体仍在偏升值方向（即人民币对美元汇率贬值）。11 月 1~11 日，日均偏离程度为 0.33%，远低于 9 月和 10 月份日均分别偏离 0.92% 和 1.26% 的水平（见图 1）。收盘价相对中间价正向偏离趋于收敛，显示人民币贬值压力有所缓解。

11月1~11日,境外人民币汇率(CNH)相对境内人民币汇率(CNY)日均差价为+92个基点,较上月日均差价回落了21个基点,为8月份以来最低(见图2)。特别是11月4~11日六个交易日,有四个交易日CNH相对CNY偏强。显示月初人民币汇率新低之后,贬值压力得到进一步释放。

图2：境内外汇差和市场汇率预期（单位：个基点；%）



资料来源：中国外汇交易中心；ICAP；WIND；中银证券

注：(1) CNH 相对 CNY 偏离为正值代表 CNH 偏弱，为负值代表 CNH 偏强；(2) 1 年期 NDF 隐含的人民币汇率预期为负值代表人民币贬值预期，为正值代表人民币升值预期。

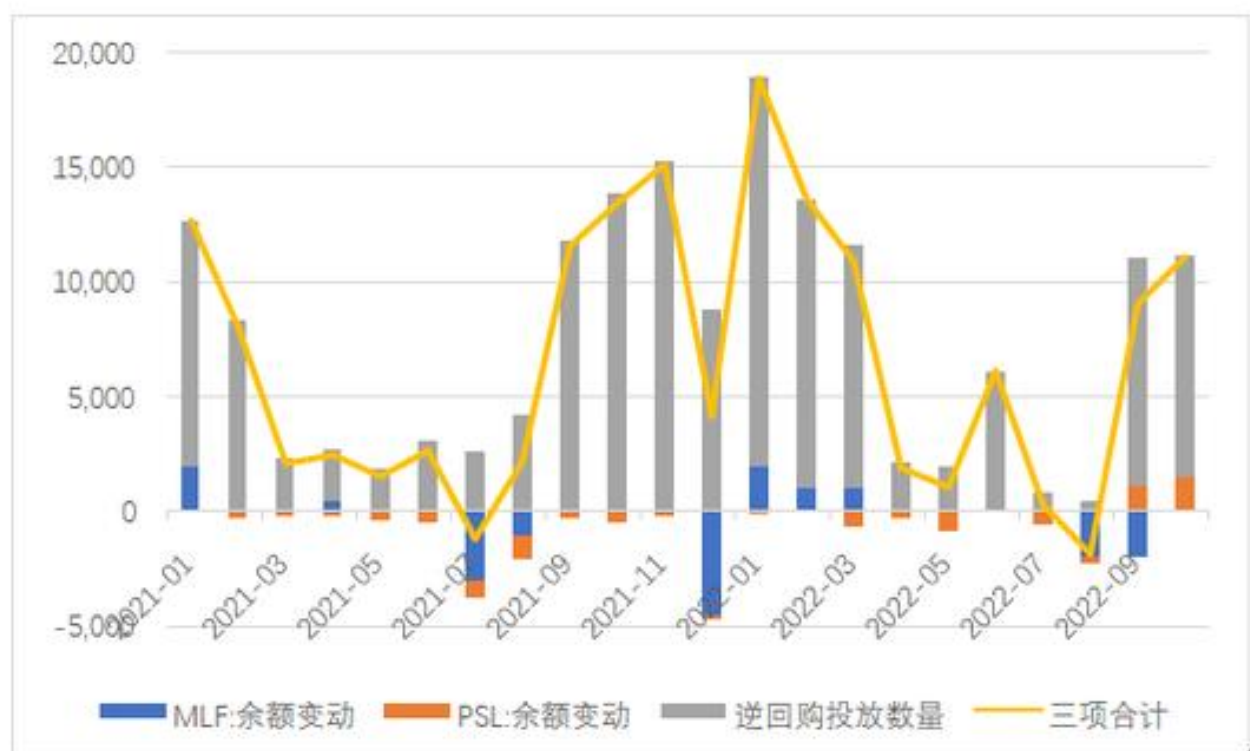
11月1~11日,1年期无本金交割远期(NDF)隐含的人民币汇率贬值预期日均为1.38%,较上月回落0.83个百分点,为9月份以来最低(见图2)。尤其是11月4日以来,人民币贬值预期迅速降到2%以下,至11

日日均贬值预期为 0.90%，远低于 10 月 14 日~11 月 3 日日均 2.54% 的水平。

综上，人民币汇率波动没有影响国内金融稳定，不构成国内货币政策的束缚。相反，人民币汇率弹性增加，释放了贬值压力，避免了预期积累，同时增强了货币政策的自主性。实际上，从逆回购投放及 MLF（中期借贷便利）、PSL（抵押补充贷款）余额变动看，10 月份合计为 11133 亿元，环比增长 22.6%；8 月份市场利率低点时期，前述三项合计为-1823 亿元（见图 3）。这表明，9 月份人民币汇率跌破整数位以来，央行从这三个渠道增加而非减少了流动性投放。

图 3：中国央行通过逆回购、MLF 和 PSL 流动性投放状况

(单位：亿元人民币)



资料来源：中国人民银行；WIND；中银证券

经济复苏基础不牢固才是当今主要矛盾

三季度，中国经济顶住压力回稳向上，及时扭转了二季度前期经济下滑的势头。但是，外部环境更趋复杂严峻，国内经济复苏基础有待进一步稳固。

受国内疫情点多面广频发影响，国内经济活跃度降低。10 月份，制造业 PMI 降至 49.2%，环比回落 0.9 个百分点，时隔一个月再度跌至临界点以下。其中，生产指数和新订单指数分别为 49.6%和 48.1%，环比分别下

降 1.9 和 1.7 个百分点，反映制造业供需景气度均有所回落。同期，非制造业商务活动指数为 48.7%，环比下降 1.9 个百分点。其中，服务业商务活动指数降至 47.0%，低于上月 1.9 个百分点。从行业情况看，零售、交通运输、住宿餐饮、租赁及商务服务等接触性聚集性服务行业商务活动指数低位回落。当月，综合 PMI 产出指数为 49.0%，环比下降 1.9 个百分点，时隔四个月再度跌破临界点。

继上半年出口全球市场份额同比回落后，外需景气拐点正在逐步迫近。8 月份以来，美元计值的外贸出口同比增速连续三个月环比回落，10 月份更是同比下降 0.3%，为 2020 年 6 月以来首次。8、9 月份出口数量分别同比下降 0.8% 和 2.8%，10 月份预计将延续下滑势头。

物价下行凸显国内需求不足。今年以来，PPI 同比增速单边下行，到 10 月份转为同比下降 1.3%，为 2021 年 1 月以来首次。CPI 同比增速虽然自今年 4 月起持续高于 2%，但始终未超过 3%，属于温和的通胀，10 月份同比增长 2.1%，增速环比回落 0.7 个百分点。特别是剔除食品和能源的核心 CPI 同比增速一直在 1% 左右，10 月份仅同比增长 0.6%（见图 4）。

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_48871

