

陈龙  
金融市场部，分析师  
电话：0769-22865831, 13342692180  
邮箱：[chenmxlong@163.com](mailto:chenmxlong@163.com)  
QQ: 18898592

## 人民币汇率急贬背后的央行货币政策思维

## 金融市场部

过去10天，美元兑人民币的汇率就呈现快速上升。2月17日，美元兑人民币的中间价为6.1053，而到了2月26日其中间价已经上升至6.1192，在短短的7个交易日，人民币兑美元的汇率下跌了0.23%；与此同时，人民币兑美元的即期价格以整整1%的跌幅领先于中间价。

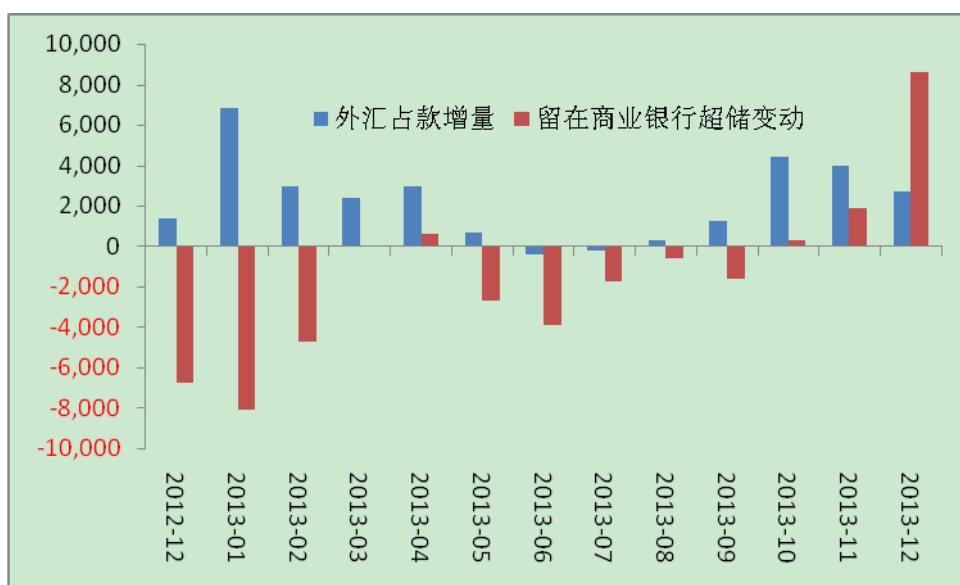
是什么样的力量触发了此次汇率的大幅度贬值？如果说是中国经济下行、出口竞争力下降导致的，可能还难以在于短期内有如此显著的效果，毕竟外部经济环境也好不到哪里去（美国可能除外）而内部的稳增长仍可以为外部资金提供较好的投资回报。

而作为人民币汇率市场的主导力量，央行主动降低人民币兑美元的中间价的行为，使我们有充分的理由认为，此次的人民币汇率急贬背后是央行配合国内货币政策的主动干预行为。

春节过后，银行间市场的流动性呈现超预期的宽松，资金价格迅速回落，隔夜回购利率最低至1.7%左右，7天回购加权平均利率也于昨天下行至3.09%左右。

资金价格如此大幅度的下降，源于商业银行超储的迅速上升，而这又源

于从去年四季度开始的外汇占款增量和财政投放的迅速上升。特别值得注意的是，与外汇占款增量与财政投放上升相反的是，央行公布的商业银行超储率并没有大幅上升，这就使得商业银行可以自由掌控的超储资金持续为正（与去年年初相反）。从我们的模型可以看出，虽然去年年初和当前的外汇占款增量都很大，但在商业银行的超储变动上却相反。



从央行的角度说，财政投放与上收的节奏是其无法掌控的，但外汇占款情况则是其完全的能力范围内。去年四季度以来，外汇占款增量迅速上升有两个主要原因：

一是人民币升值预期持续存在，使得套汇资金大举流入，形成大量的外汇占款；

二是国内资金价格持续高位，使得外部资金进入国内后可以获得稳定的无风险利差。

人民币升值预期真正源于国内宏观经济稳增长的政治底线。如果从贸易

竞争力来说，经常项目顺差缩小的事实，很难解决持续、稳定的人民币升值预期。

国内资金价格持续高位则是央行为了配合金融改革与控杠杆、防风险的底线而在货币供给端祭出的主动收紧行为，但在融资端需求居高不下和存量债务展期的要求下，收效甚微。

因此，从央行来说，与其控制货币的供给端而引发热钱持续流入并且调控效果甚微，不如转换政策思维，维持相对稳健平衡的货币供给政策，而在货币需求端加大调控与改革的力度，并通过外汇市场的干预，主动打破人民币升值预期，阻止外生流动性对国内货币政策的干扰并提前防范全球流动性收缩的风险。

近期，央行在公开市场回笼操作的谨慎性以保持货币市场的宽松，并通过主动引导人民币中间价的做空行为打击热钱，正是基于上述货币政策思维的转换。

但是，持续贬值和持续宽松可能不是央行货币政策调控配合国内宏观转型升级和金融改革的主要思维。

持续贬值在当前的全球流动性收缩趋势加强和国内宏观经济下行的背景下，很可能引发资金成规模的外逃，并引发基础货币的大幅度收缩而执行真正意义的货币紧缩。对于以投资拉动经济增长为主要力量的中国经济来说，资产价格的稳定远远甚于一切。反过来说，一旦资金外逃成趋势而引发资产价格下跌，紧缩风险将使当前支撑融资的价格体系瞬间崩坍，金融危机爆发

并不是什么遥远的事情。

持续宽松的货币市场也不是当前货币政策的选项。因为一旦供给端持续宽松，给予需求端的信号就是继续无底线的融资和投资，这将是另一个4万亿的翻本，所谓的经济结构转型可能再次沦为空谈。

因此，打破人民币升值预期并维持一定范围内的双向波动，打击热钱的持续流入，阻止外部流动性大进大出对于国内货币政策和宏观转型的冲击，是其外汇政策的底线（当然，这种打破预期的行为也直接促进了人民币汇率的市场化进程）；维持相对宽松而不是绝对宽松的银行间流动性则是进一步降低外部资金获取无风险利差的空间（另外，这种宽松的市场也有利于阶段性的稳增长和降低融资成本的目标，并推进直接融资）。

基于这样的思维，我们认为，一旦人民币贬值有效阻止了短线资金的大进大出，宽松的货币环境也促进了融资成本的下降和直接融资市场的发展（需要其它影子银行规范化政策的配合），人民币汇率维持双向波动的稳定局面和货币政策回归稳健偏紧应该是央行货币政策的既定目标。

从我们内部模型分析来看，只要央行维持当前偏谨慎的公开市场操作而外部流动性并没形成大规模的撤资现象，基于稳增长需要（宏观经济下行，参见昨天的宏观报告）的货币政策支持，当前流动性宽松局面应该可以维持至二季度上半段。

也就是说，基于数量分析和主观政策判断，我们认为，虽然期间可能有所波动，但当前银行间市场流动性宽松的趋势应该可以继续维持两个月左右。

## 法律声明

本报告由东莞银行股份有限公司制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但东莞银行股份有限公司及其关联机构（以下统称“东莞银行”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见，对依据或者使用本报告所造成的一切后果，东莞银行及其相关人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改，过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，东莞银行可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

东莞银行的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会根据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见、评估及建议不一致的市场评论和（或）交易观点。东莞银行没有将此意见、评估及建议向所有接收者进行更新的义务。东莞银行的资产管理部门、自营部门以及其他投资部门可能独立做出与本报告中的意见、评估或建议不一致的投资决策。

需要进一步提出的是，本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

### 版权所有 东莞银行

本报告版权归东莞银行股份有限公司所有，未经东莞银行事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发、翻版、发表、引用或公开传播。如欲引用或转载本报告内容，请务必联络东莞银行并注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的引用或删改。

东莞银行保留对任何未授权行为和有悖报告信息的引用行为进行追究的权利。