

央行通过离岸市场调控人民币汇率的机制及方式

——新时代视野下的国际经济及大宗商品周察 第64期 (2019.05.13-2019.05.17)

宏观定期

潘向东 (首席经济学家) 刘娟秀 (分析师)

证书编号: 010-83561312

S0280517100001 liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

邢曙光 (联系人)

18046221202

xingshuguang@xsdzq.cn 证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

钟奕昕 (联系人)

18070182515

证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

● 央行通过离岸市场调控人民币汇率的机制及方式

为稳定市场预期,支撑离岸人民币汇率企稳回升,央行于2019年5月15日在港成功发行两期人民币央行票据。央行此次在港发行3个月期和1年期央行票据各100亿元,中标利率分别为3.00%和3.10%。

自2004年香港银行正式开办人民币业务以来,随着政策逐步放宽,资本账户逐渐开放,离岸人民币市场不断发展、规模不断扩大。在香港成为人民币离岸中心后,台湾、新加坡、英国、卢森堡的离岸人民币市场也相继发展起来。由于香港离岸人民币存款、交易量均大于其他人民币离岸市场,央行基本上是在香港人民币离岸市场调控汇率。离岸、在岸人民币汇率的联动效应,是央行通过离岸市场干预在岸汇率的基础。由于不受管制,离岸人民币汇率对经济基本面的变动更为敏感,受国际市场风险偏好变化的影响较大,加上两者的流动性有所差异,导致离岸和在岸人民币汇率有所差异。

离岸与在岸人民币汇率主要通过跨境贸易企业贸易结算渠道、离岸与在岸人民币远期市场套利渠道以及市场信心渠道相互影响。根据离岸人民币流动性的来源,央行可以通过多种手段影响离岸人民币汇率。

央行可以作为参与者动用外汇储备直接入市干预,例如在离岸外汇市场卖出美元,买入人民币,改变人民币与美元供需关系,从而缓解人民币的贬值压力。从央行外汇占款环比已连续3个月零变动,表明央行可能并未直接入市干预外汇市场。

货币互换是离岸人民币的重要来源之一。货币互换是为了便利双方的贸易和投资,虽然双方对货币互换的用途有规定,但还是仍不排除境外人民币空头通过这个渠道获得人民币。8.11汇改之后,人民币贬值压力增加,央行和包括香港金管局在内的境外央行货币互换大幅放缓。截至2019年4月,央行人民币货币互换规模为34,687亿元。

央行还曾通过暂缓RQDII等方式干预离岸人民币汇率。2014年11月,RQDII机制正式被推出,但是8.11汇改之后,人民币贬值压力增加,2015年末RQDII业务被暂时叫停。为了加快资本市场双向开放,2018年5月RQDII重启,同时加强了该业务的跨境资金流动宏观审慎管理。

央行在香港发行离岸央票,收紧离岸人民币流动性。2018年9月20日,中国央行与香港金管局签署《关于使用债务工具中央结算系统发行中国人民银行票据的合作备忘录》,以便利中国央行在香港发行央行票据。截至目前,央行已三次通过香港金管局债务工具中央结算系统(CMU)债券投标平台发行人民币央行票据。此次央行选择在人民币兑美元汇率中间价连续下调之际,再度出手在港发行离岸央票,收紧离岸流动性,可以起到稳定市场预期的作用,从而支撑人民币汇率回升。发行离岸央票拓宽了央行调控流动性的渠道,也有助于推进人民币国际化进程。

总之,央行能够通过多种手段调控汇率,人民币汇率仍富有弹性,无需对人民币贬值过度担心。

● 美国零售销售再度转跌,工业产出也有所放缓

美国零售销售在3月大幅反弹后,4月美国零售销售再度转跌,表明美国消费者支出在二季度初仍旧低迷,也为二季度美国经济蒙上一层阴影。美国4月零售销售环比下跌0.2%,不及预期0.2%,前值上修至1.7%,该数据自今年年初以来已有二个月环比走低。汽油销售环比大幅增长1.8%是美国4月零售销售的主要支撑,而建材、家电以及汽车销售走弱是主要拖累。美国工业产出也有所放缓,美国4月工业产出环比下降0.5%,为2018年5月以来最差表现。其中制造业产出环比下滑0.5%是主要拖累。

● 美国就业市场强劲,避险情绪仍存,美元指数回升

美元指数上周上行至97.0253。美国就业市场维持强劲,且美元仍受避险情绪推动,美元指数走高。美元指数在近期维持强势,人民币汇率有所贬值。截至5月17日,美元兑人民币中间价收至6.8859;美元兑离岸人民币汇率收至6.9486。

● 商品指数悉数回升

美元指数走高,贵金属价格也从高位略有回落,但由于近期人民币贬值幅度较大,国内金价有所回升。螺纹钢供给端较为宽松,而未来南方高温降雨季节来临,消费端将逐渐步入淡季,利空螺纹钢价格。贸易谈判的影响逐渐淡化,市场信心有所回暖,利多铜价。中东地区地缘政治局势再度趋紧,短期内原油供应端偏紧,利多油价。钢厂焦炭库存回升,港口库存胀库问题仍存,利空焦炭价格。电厂日耗小幅回升,港口煤炭库存回落。利多动力煤价格。豆粕库存大幅回落,美豆播种进度较缓,利多豆粕价格。

● 风险提示:美联储货币政策超预期

相关报告

国际经济及大宗商品:美联储利率调控体系未来可能的演化方向

2019-05-12

国际经济及大宗商品:美联储短期内加息降息可能性都不大

2019-05-05

国际经济及大宗商品:超预期的美国经济可能没那么好

2019-04-28

国际经济及大宗商品:美联储货币政策对美股的影响

2019-04-21

国际经济及大宗商品:美联储前瞻指引面临困境

2019-04-14

国际经济及大宗商品:为何美国薪资增长乏力?

2019-04-07

国际经济及大宗商品:为什么长端美债收益率那么低?

2019-03-31

国际经济及大宗商品:中美欧经济博弈下的人民币汇率走势

2019-03-24

国际经济及大宗商品:为什么中国国债收益率远低于经济增速?

2019-03-17

国际经济及大宗商品:货币宽松能解决欧洲经济问题吗?

2019-03-10

国际经济及大宗商品:为何美国经济增速超预期?

2019-03-03

国际经济及大宗商品:美国菲利普斯曲线“失效”了么?

2019-02-24

国际经济及大宗商品:未来美联储缩表走势如何演绎?

2019-02-17

目 录

1、 央行通过离岸市场调控人民币汇率的机制及方式	4
1.1、 离岸、在岸人民币汇率具有较强的联动效应	4
1.2、 央行可以多手段干预离岸人民币汇率	6
2、 国外经济形势一周综述	7
3、 汇率走势一周综述	9
4、 商品价格走势一周综述	10
4.1、 商品指数悉数上涨	10
4.2、 国际黄金价格走低	11
4.3、 金属价格多数回升	11
4.4、 能源化工产品价格涨跌不一	13
4.5、 农产品价格多数走高	15

图表目录

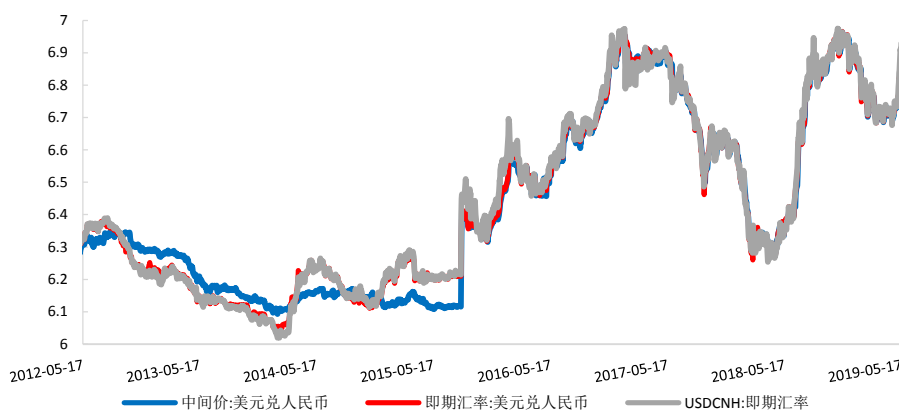
图 1: 美元兑人民币汇率走势	4
图 2: 离岸市场人民币存款 (亿元)	5
图 3: 在岸、离岸市场人民币汇率差	5
图 4: 央行外汇占款环比 (%)	6
图 5: 央行人民币货币互换规模 (亿元)	7
图 6: 美国零售销售环比增速 (%)	8
图 7: 美国工业产出环比增速 (%)	8
图 8: 美国密歇根大学消费者信心指数	8
图 9: 美国新屋开工年化总数 (千套)	8
图 10: 欧元区 GDP 同比增速 (%)	8
图 11: 欧元区 ZEW 经济景气指数	8
图 12: 南华商品指数近期走势	10
图 13: 南华商品指数周度涨跌幅	10
图 14: 上周黄金价格走势	11
图 15: 美元指数走势	11
图 16: 高炉开工率 (%)	12
图 17: 当周螺纹钢库存 (万吨)	12
图 18: 全国主要钢材品种库存 (万吨)	12
图 19: 铁矿石港口库存 (万吨)	12
图 20: 全国主要钢厂螺纹钢当周产量 (万吨)	12
图 21: 上期所阴极铜库存 (吨)	12
图 22: 焦化企业开工率 (%)	13
图 23: 独立焦化企业焦炭总库存 (万吨)	13
图 24: 港口焦炭库存 (万吨)	14
图 25: 国内样本钢厂焦炭库存 (万吨)	14
图 26: 下游发电集团煤炭库存 (万吨)	14
图 27: 6 大发电集团日均耗煤量 (万吨)	14
图 28: 6 大发电厂煤炭库存可用天数	14
图 29: 港口煤炭库存 (万吨)	14
图 30: 国际原油期货价格走势 (美元/桶)	15
图 31: 布伦特原油-WTI 原油价差 (美元/桶)	15

图 32: 全国豆粕库存 (万吨)	15
表 1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.05.13-2019.05.17)	9
表 2: 商品指数总览 (2019.05.13-2019.05.17)	10
表 3: 国际黄金价格走低 (2019.05.13-2019.05.17)	11
表 4: 金属价格多数回升 (2019.05.13-2019.05.17)	11
表 5: 能源化工产品价格涨跌不一 (2019.05.13-2019.05.17)	13
表 6: 农产品价格多数走高 (2019.05.13-2019.05.17)	15

1、央行通过离岸市场调控人民币汇率的机制及方式

近期人民币汇率呈现贬值趋势，特别是 2019 年 5 月初以来，中美贸易摩擦再度趋紧，触发人民币兑美元汇率加速贬值，自 5 月初至 5 月 17 日的短短半个月时间内，人民币兑美元汇率从 6.7286 一路贬值至 6.8859，离岸人民币更是跌破“6.90”关口，市场对于人民币“破 7”的恐慌也进一步蔓延。2019 年 5 月 15 日，在人民币汇率中间价出现“五连降”之际，央行在港成功发行两期人民币央行票据，来稳定市场预期，支撑离岸人民币汇率稳定。

图1：美元兑人民币汇率走势

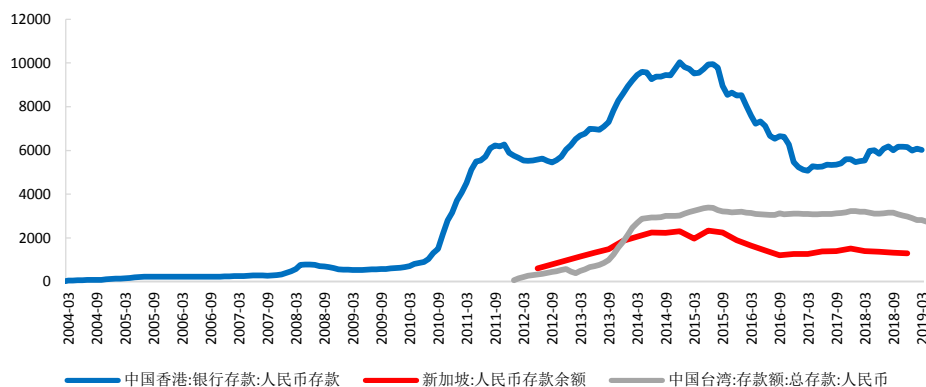


资料来源：Wind，新时代证券研究所

为稳定市场预期，支撑离岸人民币汇率企稳回升，央行于 2019 年 5 月 15 日在港成功发行两期人民币央行票据。央行此次在港发行 3 个月期和 1 年期央行票据各 100 亿元，中标利率分别为 3.00% 和 3.10%，较 2 月 13 日央行在港发行央票的中标利率 2.45% 和 2.80% 有所回升，但不及 2018 年 11 月 7 日发行央票的中标利率 3.79% 和 4.20%。那么央行如何通过调控离岸人民币汇率影响在岸人民币汇率？

1.1、离岸、在岸人民币汇率具有较强的联动效应

自 2004 年香港银行正式开办人民币业务以来，随着政策逐步放宽，资本账户逐渐开放，离岸人民币市场不断发展、规模不断扩大。在香港成为人民币离岸中心后，台湾、新加坡、英国、卢森堡的离岸人民币市场也相继发展起来，并在 2015 年发展至顶峰。虽然在 2015 年底至 2017 年初，受市场波动、人民币贬值预期等因素影响，香港和其他地区的离岸人民币资金池规模略有缩减，但仍是全球最大的人民币资金池，而在内地资本帐开放的长期进程下，香港离岸人民币业务仍充满活力。截至 2019 年 3 月，香港人民币存款高达 6,022.38 亿元，占离岸人民币总存款的一半以上。由于香港离岸人民币存款、交易量均大于其他人民币离岸市场，央行基本上是在香港人民币离岸市场调控汇率。

图2： 离岸市场人民币存款（亿元）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

离岸、在岸人民币汇率的联动效应，是央行通过离岸市场干预在岸汇率的基础。由于不受管制，离岸人民币汇率对经济基本面的变动更为敏感，受国际市场风险偏好变化的影响较大，加上两者的流动性有所差异，导致离岸和在岸人民币汇率有所差异。但离岸与在岸人民币汇率之间具有联动效应，因此两者的价差不会过大，在大多数时间都在 100BP 以内。但自 5 月初以来，离岸与在岸人民币汇率价差明显扩大，截至 2019 年 5 月 17 日，离岸人民币汇率收报 6.9486，较在岸人民币汇率高出 347BP。

图3： 在岸、离岸市场人民币汇率差

资料来源：Wind，新时代证券研究所

离岸与在岸人民币汇率主要通过以下几种渠道相互影响：

首先，通过跨境贸易企业贸易结算渠道影响。跨境贸易企业出于企业自身利益考虑，在离岸和在岸市场中选择最优惠的市场进行交易，从而影响交易地的人民币供需关系，进而使在岸、离岸人民币汇率趋同。当人民币贬值预期增加时，离岸美元兑人民币普遍要高于在岸美元兑人民币，1 美元在离岸市场能够换取比在岸市场更多的人民币。当同样的美元能够在离岸市场换取更多的人民币时，企业更愿意选择在离岸市场进行交易，从而能够获得更多的人民币收入，这会促使离岸人民币升值。同时，进口商倾向于在在岸市场交易，这样同样的美元，支付的人民币要少于离岸市场，这会促使在岸人民币贬值。最终，在岸、离岸人民币汇率价差收窄。

其次，通过离岸与在岸人民币远期市场套利渠道影响。无本金交割远期外汇市场交易（NDF）属于非交割远期合约，交易双方在签订时确定远期汇率、期限以及金额，在合约到期时直接将远期汇率与实际汇率的差额进行交割清算，无需对本金进行交割，因此不涉及本币与外币的直接兑换。远期结售汇（DF）是指交易双方

签订远期结售汇协议，约定未来结售汇的币种、金额、期限及汇率，到期后进行现汇交割。由于 NDF 和 DF 两个市场的报价有差异，存在无风险的套利空间，因此在岸金融机构可以通过在岸人民币远期市场和 NDF 市场进行套利，离岸金融机构可以通过离岸人民币远期市场和 NDF 市场进行套利。随着套利交易的不断进行，套利空间不断缩小，在岸与离岸人民币汇率逐渐趋同。

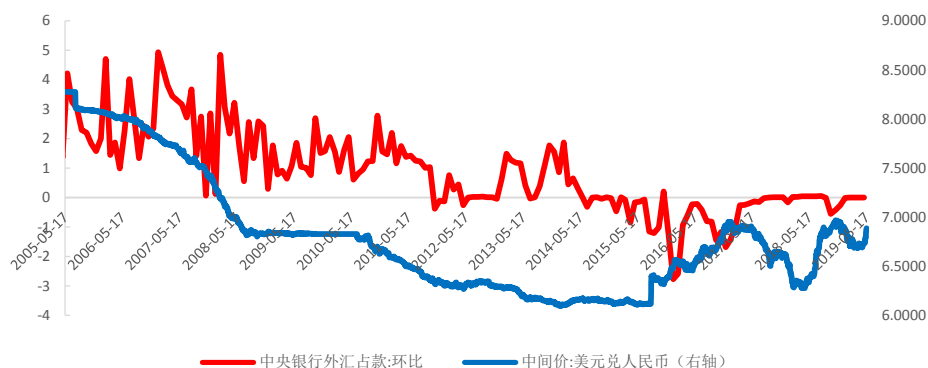
最后，通过市场信心渠道影响。相较之下，离岸人民币市场与国际金融市场的联系更为紧密，因此全球风险偏好的变化对离岸人民币汇率影响较大。在国际金融市场遭受冲击，或是经济基本面前景恶化的情况下，投资者风险偏好会发生变化，从而影响国际资本的流向，进而导致离岸人民币汇率波动。而当离岸人民币汇率受市场信心不足而发生贬值后，将导致在岸人民币市场信心下降，进而引发在岸人民币汇率的波动。

1.2、央行可以多手段干预离岸人民币汇率

根据离岸人民币流动性的来源，央行可以通过多种手段影响离岸人民币汇率。

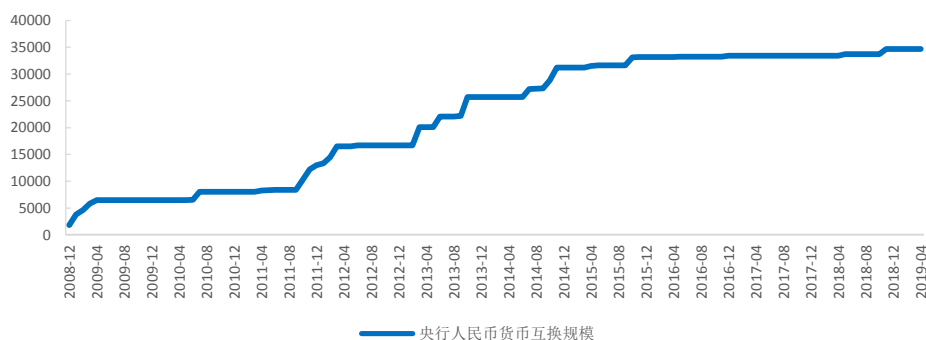
直接入市干预。央行可以作为参与者动用外汇储备直接入市干预，例如在离岸外汇市场卖出美元，买入人民币，改变人民币与美元供需关系，从而缓解人民币汇率的贬值压力。这种直接干预的手段操作简便但也存在弊端，因为入市干预将直接消耗外汇储备，会使得外汇储备降低，并且此种操作手段难以长期执行；此外，直接干预还会对市场释放明显的信号，不利于预期的引导。有时央行会窗口指导在港中资银行在离岸市场购入人民币。这样的好处是，如果中资银行用的是自己存留的外汇，就暂时不会影响央行的外汇储备规模，但是中资银行的汇率风险增加。从央行外汇占款环比变动来看，该数据已连续 3 个月环比零变动，表明央行可能并未直接入市干预外汇市场。

图4：央行外汇占款环比（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

货币互换放缓。货币互换是离岸人民币的重要来源之一。货币互换是为了便利双方的贸易和投资，虽然双方对货币互换的用途有规定，但还是仍不排除境外人民币空头通过这个渠道获得人民币。8.11 汇改之后，人民币贬值压力增加，央行和包括香港金管在内的境外央行货币互换大幅放缓。截至 2019 年 4 月，央行人民币货币互换规模为 34,687 亿元，该规模已维持了近一年。

图5： 央行人民币货币互换规模（亿元）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

央行还曾通过暂缓 RQDII 等方式干预离岸人民币汇率。2014 年 11 月，RQDII 机制正式被推出，但是 8.11 汇改之后，人民币贬值压力增加，2015 年末 RQDII 业务被暂时叫停。为了加快资本市场双向开放，2018 年 5 月 RQDII 重启，同时加强了该业务的跨境资金流动宏观审慎管理。

央行在香港发行离岸央票，收紧离岸人民币流动性。2018 年 9 月 20 日，中国央行与香港金管局签署《关于使用债务工具中央结算系统发行中国人民银行票据的合作备忘录》，以便利中国央行在香港发行央行票据。央行可以通过在香港发行离岸央票，影响人民币供给，从而收紧离岸人民币的流动性，这能够在一定程度上提升做空人民币的成本，从而稳定离岸人民币市场的汇率。由于央票的期限相对灵活，并且发行程序相对简便，便于央行更加灵活的调控汇率。

截至目前，央行已三次通过香港金管局债务工具中央结算系统（CMU）债券投标平台发行人民币央行票据。此次央行选择在人民币兑美元汇率中间价连续下调之际，再度出手在港发行离岸央票，收紧离岸流动性，可以起到稳定市场预期作用，从而支撑人民币汇率回升。发行离岸央票拓宽了央行调控流动性的渠道，也有助于推进人民币国际化进程。

总之，央行能够通过多种手段调控汇率，人民币汇率仍富有弹性，无需对人民币贬值过度担心。

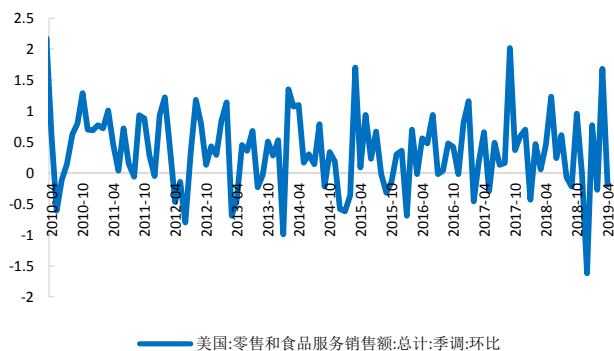
2、国外经济形势一周综述

美国零售销售在 3 月大幅反弹后，4 月美国零售销售再度转跌，表明美国消费者支出在二季度初仍旧低迷。占美国经济 70% 的消费在 4 月表现疲弱，也为二季度美国经济蒙上一层阴影。美国 4 月零售销售环比下跌 0.2%，不及预期 0.2%，前值上修至 1.7%，该数据自今年年初以来已有二个月环比走低；核心零售环比增长 0%，不及预期 0.3%，前值上修至 1.1%。汽油销售环比大幅增长 1.8% 是美国 4 月零售销售的主要支撑，而建材、家电以及汽车销售走弱是主要拖累，其中建筑材料大幅下滑 1.9%，家电和电子产品下滑 1.3%，汽车销售下滑 1.1%。

美国工业产出也有所放缓，美国 4 月工业产出环比下降 0.5%，不及预期 0% 和前值 -0.1%，为 2018 年 5 月以来最差表现。其中制造业产出环比下滑 0.5% 是主要拖累，此前三个月平均每月下降 0.4% 左右。在连续三个月的下滑后，4 月矿业产出增加 1.6%，较上年同期增长 10.4%。4 月矿业指数的上升反映了石油和天然气行业的增长，以及煤炭行业在经历了几个月的下跌后出现的反弹。

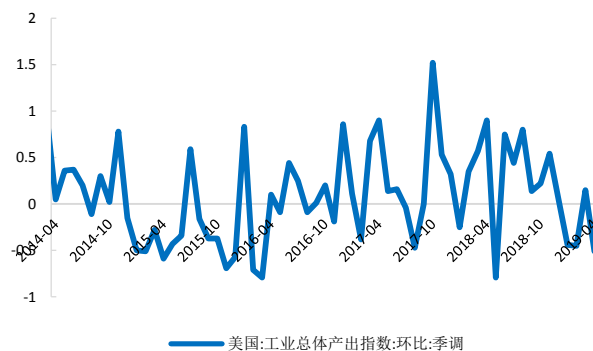
欧元区一季度 GDP 同比增长 1.2%，环比增长 0.4%，主要受最大经济体德国经济的反弹以及意大利经济复苏的支撑。其中，德国 GDP 环比增速从去年四季度的零增长反弹至今年一季度的 0.4%；意大利经济也从此前两个季度的衰退复苏，重回正增长区间，今年一季度的环比增长 0.2%。受严冬、新排放标准导致汽车工厂设备更新、罢工等因素影响，德国经济在 2018 年下半年表现不佳，而 2019 年一季度，受建筑业与家庭支出增加的拉动，德国经济有所反弹，对欧元区经济提振作用明显。

图6： 美国零售销售环比增速（%）



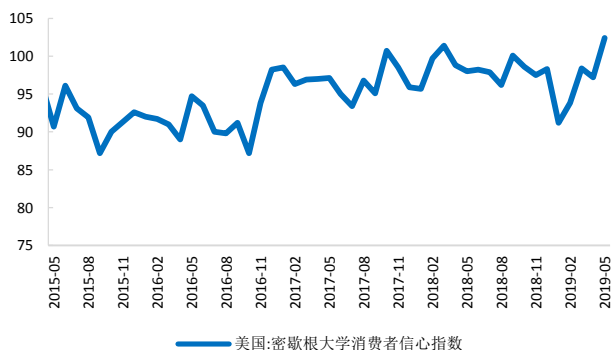
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 美国工业产出环比增速（%）



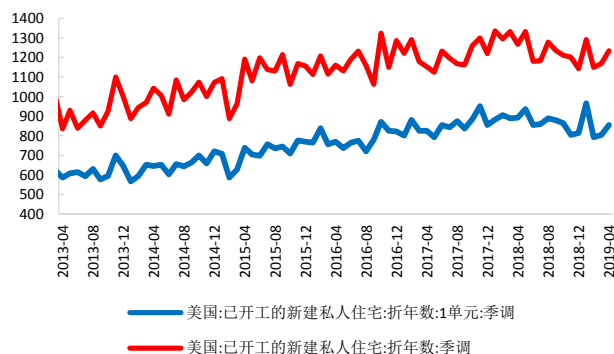
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 美国密歇根大学消费者信心指数



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 美国新屋开工年化总数（千套）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

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_12451

