

摘要：逆周期调节下，汇率避险正当时

人民币汇率热点

## 深入解读近期央行稳汇率的n把“利剑”

2025年1月16日

### 主要观点

1、若央行继续遵循“滚动发行、借新还旧”的规律性特征在香港发行央票，**我们推测，无论届时人民币兑美元汇率是否面临压力，下一次发行离岸央票的时间很可能在3月之前，且发行的期限将分别为3个月（91天）和1年期，发行规模预计分别为300亿元和150亿元。**

2、从央行的公开信息可明确央行发行离岸央票的主要目的如下：其一，旨在丰富香港市场高信用等级人民币投资产品系列；其二，满足离岸市场投资者的需求，完善离岸人民币收益率曲线，进而带动其他发行主体在离岸市场发行人民币债券，促进离岸人民币债券市场的发展，推动人民币国际化进程。通过进一步综合考量历次央行发行央票对美元兑离岸人民币即期汇率、CNH HIBOR的影响以及其他相关因素，除央行一贯强调的上述目标外，央行发行离岸央票还具有以下几方面的重要作用：首先，使央行能够直接参与离岸人民币流动

性的调节，更有效地发挥对离岸人民币市场利率的引导作用，从而增加做空离岸人民币的成本，以实现稳定人民币汇率的目的；其次，满足央票滚动发行、借新还旧的需求，以偿还到期的央票。

3、从市场历史表现的角度审视，央行离岸央票对美元兑离岸人民币即期汇率存在一定程度的影响，然而，并非每一次发行均会引发美元兑离岸人民币即期汇率的贬值。即便离岸央票的发行在短期内对汇率产生了影响，这些影响大多仅是暂时性的，并不足以改变汇率的长期趋势。汇率的长期走势，更多地仍取决于其经济基本面因素。与此同时，随着离岸央票的持续滚动发行，其超出市场预期的影响逐渐减弱，对整体外汇市场的冲击也逐步降低。**我们认为，若离岸央票的发行仅是为了满足滚动发行、借新还旧以偿还到期央票的需求，且发行规模未超出市场预期，则未来离岸央票的发行对汇率市场的冲击将趋于温和。**对于此次央行发行离岸央票的目的，我们认为其更多地意在发出稳汇率的信号、回笼离岸人民币流动性，而非单纯的滚动发行、借新还旧。

4、在人民币相对于美元仍面临贬值压力的当下，监管层上调跨境融资宏观审慎调节参数的主要目的为向市场传递稳定汇率的信号，即信号意义大于实际意义。

5、在国内经济基本面尚未出现显著改善，且中美利差持续处于高位的背景下，人民币仍面临来自美元的一定贬值压力。在当前汇率形势下，且在央行态度未发生改变的前提下，我们预计，短期内，美元兑人民币即期汇率大概率将维持在7.40以下的水平运行。**后续汇率走势的核心影响因素仍在于国内经济的强度，若经济强度无法跟上稳汇率的决心，大概率在短期无法改变汇率的趋势。**

**风险点：**海外货币政策调整超预期、地缘政治冲突超预期、特朗普非常规出牌

正文

一、从美元兑在岸人民币即期汇率升破“魔性”关口说起

经过长达一个多月的“关键”关口守护，美元兑在岸人民币即期汇率最终于2025年1月3日升破7.30，这也意味着央行正在阶段性地择机适度释放人民币相对于美元的贬值压力，以避免贬值压力过度累积。探寻汇率突破魔性关口的背景，一方面，市场始终未能等到国内经济基本盘释放超预期的积极信息；另一方面，在国内以稳定为主的发展基调下，海外局势再生波澜，特朗普再次引发关税问题，美联储12月会议纪要以及美联储的“传声筒”均传达了对降息的审慎态度。同时，美国12月非农就业数据再度表现强劲，凸显出美国经济的韧性，从而支撑美元指数持续上行。



图：美元指数直逼110关口



与此同时，我们也观察到，在短暂的释放压力之后，央行的稳汇率政策在近期不断出台，涵盖预期管理、数量型工具以及价格型工具等多个方面。具体来看：2025年1月3日，中国人民银行货币政策委员会2024年第四季度例会释放出“三个坚决”的信号。1月9日，中国人民银行招标发行规模“创纪录”的离岸央票。1月10日，中国人民银行决定阶段性暂停在公开市场买入国债。1月13日，中国人民银行与国家外汇局联合上调跨境融资宏观审慎调节参数。此外，中国人民银行行长潘功胜同日在第18届亚洲金融论坛上对汇率问题作出回应，中国外汇市场指导委员会会议也强调了稳定汇率的重要性。综合来看近期央行对汇率的表现，我们认为符合我们在年报《布局与破局》中对2025年央行或对汇率采取的态度，即“在2025年，我国央行对汇率的容忍度或在一定程度上有所打开。**但在必要时将适度引导汇率走势，这将成为主导趋势，特别是面对外部冲击加剧或市场出现羊群效应时，我国央行仍可能采取灵活的策略，动用其政策工具箱中的多种工具。**”

表：近期央行稳汇率政策梳理

日期	类型	具体内容
2025年1月3日	预期管理	中国人民银行货币政策委员会2024年第四季度（总第107次）例会于12月27日召开：增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防止形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2025年1月9日	数量型	为丰富香港高信用等级人民币金融产品，完善香港人民币收益率曲线，根据中国人民银行与香港金融管理局签署的《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》，2025年1月15日（周三）中国人民银行将通过香港金融管理局债务工具中央结算系统（CMU）债券投标平台，招标发行2025年第一期中央银行票据。第一期中央银行票据期限6个月（182天），为固定利率付息债券，到期还本付息，发行量为人民币600亿元，起息日为2025年1月17日，到期日为2025年7月18日，到期日遇节假日顺延。第一期中央银行票据面值为人民币100元，采用荷兰式招标方式发行，招标标的为利率。

2025年1月10日	价格型	中国人民银行决定阶段性暂停在公开市场买入国债：鉴于近期政府债券市场持续供不应求，中国人民银行决定，2025年1月起暂停开展公开市场国债买入操作，后续将视国债市场供求状况择机恢复。
	外汇和跨境宏观审慎管理	中国人民银行、国家外汇局上调跨境融资宏观审慎调节参数：为进一步完善全口径跨境融资宏观审慎管理，继续增加企业和金融机构跨境资金来源，引导其优化资产负债结构，中国人民银行、国家外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.5上调至1.75，于2025年1月13日实施。
2025年1月13日	预期管理	中国人民银行行长潘功胜在亚洲金融论坛开幕式上的致辞：近段时间以来，美元指数高企，非美货币普遍都在贬值。人民币对美元汇率也有所贬值，但总体展现出较强韧性。经过多年持续努力，中国外汇市场已取得长足的发展，市场参与者更加成熟，交易行为更加理性。目前，货物贸易人民币跨境收支占比已达到30%，降低了企业生产经营面临的汇兑风险敞口。人民银行、国家外汇局作为外汇市场的监管者，在面对市场变化时更加从容，经验更加丰富，有信心、有条件、有能力维护外汇市场的稳定运行。我们将坚持市场在汇率形成中起决定性作用，有效发挥汇率的宏观经济和国际收支自动稳定器功能。同时，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
	预期管理	中国外汇市场指导委员会会议在北京召开。中国人民银行副行长宣昌能、国家外汇局副局长李斌出席会议并讲话。会议讨论了近期外汇市场形势，部署了加强外汇自律管理有关工作。会议强调，要坚定不移保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。人民银行、外汇局将继续综合施策，稳定预期，增强外汇市场韧性，加强外汇市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险。外汇市场指导委员会将加强对外汇市场自律机制的指导，进一步强化行业自律管理，指导外汇市场成员严格落实自律规范，对扰乱市场秩序、恶意误导公众等违反自律规范的行为及时采取措施。外汇市场自律机制成员要坚持以服务实体经济为首要任务，努力为企业和居民提供稳定的汇率环境。要坚持汇率风险中性，完善服务企业汇率风险管理的长效机制。要自觉遵守自律规范，不得扰乱市场秩序，不得推波助澜加剧顺周期行为，共同维护外汇市场有序规范运行。
2025年1月14日	预期管理	国新办新闻发布会（介绍金融支持经济高质量发展有关情况）：1）人民银行汇率政策立场是清晰和一以贯之的，保持人民币汇率基本稳定的目标不会改变；2）下阶段，将继续综合采取措施，增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；3）下一步将加强外汇市场管理，适时采取宏观审慎和逆周期调节措施，坚决对外汇市场顺周期行为进行纠偏，维护人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定。

source：南华研究

表：我国外汇市场逆周期调控工具梳理

工具类型	主要措施	优点	缺点
数量型	即期市场：主动运用外汇储备来投放或收回美元管理汇率走势	对即期汇率影响较为明显	不透明（准确时点很难判断）；可能消耗外汇储备或对货币政策形成掣肘；干预存在上限
	掉期市场：近购远结，收紧美元；近结远购，投放美元		
	在离岸人民币市场发行央票	兼顾灵活性与低成本且透明；推动人民币国际使用	阶段性工具
价格型	逆周期因子	更透明、更具市场化，市场能够准确感知意图	不符合长期取消中间价的目标
	离岸人民币流动性（CNH Hibor）：干预离岸市场，增加套利与做空成本		不利于境外人民币市场建设及人民币国际化；没有解决本质的问题
	远期售汇业务外汇风险准备金率		对企业自主管理风险敞口有影响，提升企业购汇成本
	在外汇市场上买进或卖出外汇时，同时在国内债券市场上卖出或买进债券	不改变现有货币政策	冲销干预有效与否，需视情况而定
外汇和跨境宏观审慎管理	结售汇相关：银行外汇考核“货物贸易结汇/收汇率变动”；对实需结售汇的期限加以限制	能够有效推动跨境资本流动与结售汇相对均衡	对企业自主管理风险有影响
	跨境资本流动相关：控制QDII/（R）QFII等审批额度；调整人民币跨境账户融资政策		对资本账户开放和人民币国际化有影响



预期管理	官方发声引导市场预期	成本最小，市场能迅速感知	需要央行具备较高信誉，较高政策透明度且高效市场沟通
窗口指导	央行引导金融机构展开行动，达到自己的政策目的	对人民币的提振作用效果显著	不透明，行政干预色彩浓重，不利于人民币市场化运行

source: 南华研究

## 二、第一把“利剑”：离岸央票

**事件：**北京时间2025年1月9日9:00，中央银行票据发行公告[2025]第1号。公告显示，为丰富香港高信用等级人民币金融产品，完善香港人民币收益率曲线，根据中国人民银行与香港金融管理局签署的《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》，2025年1月15日（周三）中国人民银行将通过香港金融管理局债务工具中央结算系统（CMU）债券投标平台，招标发行2025年第一期中央银行票据。第一期中央银行票据期限6个月（182天），为固定利率付息债券，到期还本付息，发行量为人民币600亿元，起息日为2025年1月17日，到期日为2025年7月18日，到期日遇节假日顺延。第一期中央银行票据面值为人民币100元，采用荷兰式招标方式发行，招标标的为利率。

鉴于此次中国人民银行发行的离岸央票规模达到了自2015年首次发行离岸央票以来的最高水平，本文拟从离岸央票的发展历程、发行特征、发行背景及其功能等多个维度出发，探讨这一“天量”离岸央票是否仅是雷声大而雨点小，进而深入剖析央行此次发行央票的深远意义。

### 2.1 什么是“离岸央票”？

所谓“中央银行票据”（以下简称“央票”），是中央银行用于调节市场货币流动性的货币政策工具，亦属于央行在市场发行的一种短期债务工具。其精准作用于银行间市场，与PSL（抵押补充贷款）、MLF（中期借贷便利）、SLF（常备借贷便利）等投放流动性的操作不同，央票主要用于主动收紧货币，回笼市场流动性，进而提升银行间市场利率、收紧银行间流动性。因此，“离岸央票”顾名思义，是我国央行通过离岸市场发行的央票，其主要作用在于影响离岸市场的人民币供给，从而收紧离岸人民币的流动性。这一举措可以在一定程度上加大投机者在离岸市场做空人民币的成本，以达到稳定人民币汇率的目的。总体来看，离岸央票作为一种稳汇率的工具，属于通过影响货币供给、调节离岸市场人民币流动性的手段，具有重要的政策意义。

## 2.2 离岸央票的发展历程

虽然，目前我国央行发行的离岸央票，均是在中国香港进行发行，但最早一期的离岸央票是在英国伦敦进行的。当时发行背景为我国加入WTO，致使外资大规模流入，为了回收市场流动性，我国央行于2015年10月20日在英国伦敦发行了50亿元人民币央行票据（期限1年，票面利率3.1%）。与此同时，也用于落实第七次中英经济财金对话成果。此次央行票据发行是中国人民银行首次在中国以外地区发行以人民币计价的央行票据。央行在公告中还表示，该央票的发行，不仅有利于丰富离岸市场高信用等级人民币金融产品，也有利于深化离岸人民币市场发展，对于推动跨境贸易和投资的便利化也具有积极意义。



图：实际使用外资当月同比



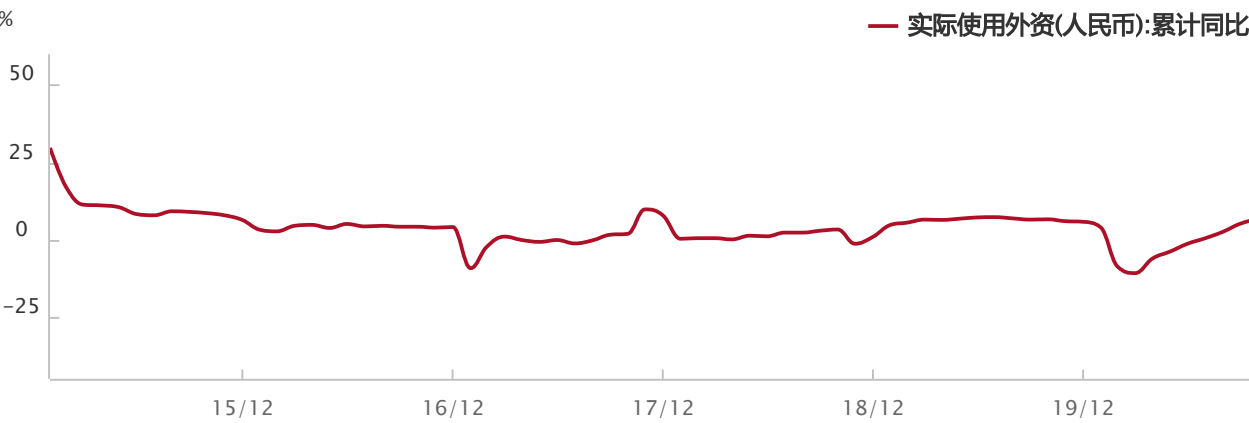
source: 同花顺,南华研究

图：实际使用外资当月值



source: 同花顺,南华研究

图：实际使用外资累计同比



source: 同花顺,南华研究

2018年9月20日，中国人民银行和香港特别行政区金融管理局签署了《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》，目的在于便利中国人民银行在香港发行央票，丰富香港高信用等级人民币金融产品，同时完善香港人民币债券收益率曲线。2018年10月31日，央行宣布将于11月7日首次在香港发行离岸央票，即通过香港金融管理局债务工具中央结算系统（CMU）债券投标平台，招标发行2018年第一期和第二期中央银行票据。两期中央银行票据面值均为人民币100元，采用荷兰式招标方式发行，招标标的为利率。自此，央行逐渐形成在香港发行央票的常态化机制。香港离岸央票投标明细，具体见下表。

表：离岸（香港）央票投标明细



指标	详情
参与者	合格的债务工具中央结算系统（CMU）成员
发行形式	总额债务
投标标的	利率，报价变动幅度为0.01%
托存	香港金融管理局债务工具中央结算系统指定的副托管人
招标方式	荷兰式招标（当标的为利率时，指按照投标人所报价由低向高的顺序中标，直至满足预定发行额为止；最高中标利率为当期央票的票面利率。）
投标单位	人民币50万元活期整数倍数
央票利息	以投标中被接纳的最高中标利率作为单一年息发行利率计算利息
其他	离岸央票免征印花税和利得税并可以通过中央结算系统证券账户转让

source：公开信息整理、南华研究

### 2.3 离岸央票的发行特征

自2018年11月起，中国人民银行逐步构建了在香港发行人民币央票的常态化机制，以相对稳定的频率发行期限分别为1个月（28天）、3个月（91天）、6个月（182天）及1年的央票，累计发行50次，共76期，总额达10600亿元。本次发行后，离岸央票余额为2000亿元，其中3个月（91天）期限的存量为300亿元，6个月（182天）的为1050亿元，1年期限的为650亿元。据本研究观察，央行发行离岸央票呈现出以下特征：首先，发行规模呈现出逐步扩大的趋势。其次，在50次发行中，1个月（28天）期限的离岸央票发行次数最少，仅为一次。再次，发行愈发受到境外投资者的广泛欢迎，这在一定程度上表明人民币资产对境外投资者具有较强的吸引力，也反映了全球投资者对中国经济的信心。此外，发行频率上升，并逐渐向常态化方向发展。最后，发行具备一定的规律性。虽然在疫情之后，由于国内外局势发生了一些变化，也导致发行规律上增添了一些小插曲，但不管怎么说，整体还是呈现出一定发行规律。从已多次发行的3个月（91天）、6个月（182天）、1年期限品种来看，这三个期限品种在多数时间段内呈现“滚动发行、借新还旧”的规律性特征。

**若央行继续遵循上述规律在香港发行央票**，考虑到目前即将到期的150亿元1年期限央票（发行日期为2024年2月20日，到期日期为2025年2月22日），以及即将到期的300亿元3个月（91天）期限央票（发行日期为2024年11月20日，到期日期为2025年2月21日），和即将到期的250亿元6个月（182天）期限央票（发行

日期为2024年9月25日，到期日期为2025年3月28日），可以合理推测，无论届时人民币兑美元汇率是否面临压力，下一次发行离岸央票的时间很可能在3月之前，且发行的期限将分别为3个月（91天）和1年期，发行规模预计分别为300亿元和150亿元。

表：离岸央票已发行信息历史梳理

发行次数	公告日	招标发行日	期限	发行规模（亿元）	中标利率（%）
一	2015-10-21	2015-10-20	1年	50	3.1
二	2018-10-31	2018-11-07	3个月（91天）	100	3.79
			1年	100	4.2
三	2019-01-30	2019-02-13	3个月（91天）	100	2.45
			1年	100	2.8
四	2019-05-07	2019-05-15	3个月（91天）	100	3
			1年	100	3.1
五	2019-06-20	2019-06-26	1个月（28天）	200	2.8
			6个月（182天）	100	2.82
六	2019-08-08	2019-08-14	3个月（91天）	200	2.9
			1年	100	2.95
七	2019-09-20	2019-09-26	6个月（182天）	100	2.89
八	2019-11-01	2019-11-07	3个月（91天）	200	2.9
			1年	100	2.9
九	2019-12-16	2019-12-20	6个月（182天）	100	2.9
十	2020-02-07	2020-02-13	3个月（91天）	200	2.55
			1年	100	2.6
十一	2020-03-20	2020-03-26	6个月（182天）	100	2.19
十二	2020-05-08	2020-05-14	3个月（91天）	200	1.77
			1年	100	1.78
十三	2020-06-17	2020-06-23	6个月（182天）	100	2.21
十四	2020-08-07	2020-08-13	3个月（91天）	200	2.7
			1年	100	2.7
十五	2020-09-18	2020-09-24	6个月（182天）	100	2.68
十六	2020-11-06	2020-11-12	3个月（91天）	100	2.85
			1年	150	2.9

十七	2020-12-17	2020-12-23	6个月 (182天)	100	2.7
十八	2021-02-10	2021-02-19	3个月 (91天)	100	2.7
			1年	150	2.74
十九	2021-03-19	2021-03-25	6个月 (182天)	50	2.6
二十	2021-05-17	2021-05-21	3个月 (91天)	100	2.48
			1年	150	2.63
二十一	2021-06-18	2021-06-24	6个月 (182天)	50	2.54
二十二	2021-08-16	2021-08-20	3个月 (91天)	100	2.6
			1年	150	2.75
二十三	2021-09-17	2021-09-24	6个月 (182天)	50	2.5
二十四	2021-11-15	2021-11-19	3个月 (91天)	100	2.59
			1年	150	2.75
二十五	2021-12-15	2021-12-21	6个月 (182天)	50	2.5
二十六	2022-02-15	2022-02-21	3个月 (91天)	100	2.5
			1年	150	2.7
二十七	2022-03-16	2022-03-22	6个月 (182天)	50	2.6
二十八	2022-05-17	2022-05-23	3个月 (91天)	100	2.49
			1年	150	2.8
二十九	2022-06-15	2022-06-21	6个月 (182天)	50	2.3
三十	2022-08-16	2022-08-22	3个月 (91天)	100	1.9
			1年	150	2.3
三十一	2022-09-14	2022-09-20	6个月 (182天)	50	2.2
三十二	2022-11-15	2022-11-21	3个月 (91天)	100	2.09
			1年	150	2.5
三十三	2022-12-14	2022-12-20	6个月 (182天)	50	2.2
三十四	2023-02-15	2023-02-21	3个月 (91天)	100	2.4
			1年	150	2.75
三十五	2023-03-15	2023-03-21	6个月 (182天)	50	2.2
三十六	2023-05-17	2023-05-23	3个月 (91天)	100	2.08
			1年	150	2.45
三十七	2023-06-16	2023-06-26	6个月 (182天)	50	2.24
三十八	2023-08-15	2023-08-22	3个月 (91天)	200	3.2
			1年	150	2.7

三十九	2023-09-13	2023-09-19	6个月 (182天)	100	3.38
四十	2023-11-15	2023-11-21	3个月 (91天)	300	3.18
			1年	150	2.98
四十一	2023-12-14	2023-12-20	6个月 (182天)	50	2.8
四十二	2024-02-07	2024-02-20	3个月 (91天)	300	3.04
			1年	150	2.79
四十三	2024-03-13	2024-03-19	6个月 (182天)	250	2.73
四十四	2024-05-16	2024-05-22	3个月 (91天)	300	2.75
			1年	200	2.7
四十五	2024-06-13	2024-06-19	6个月 (182天)	200	2.59
四十六	2024-08-15	2024-08-21	3个月 (91天)	300	1.88
			1年	150	1.9
四十七	2024-09-19	2024-09-25	6个月 (182天)	250	1.55
四十八	2024-11-14	2024-11-20	3个月 (91天)	300	3.2
			1年	150	2.6
四十九	2024-12-12	2024-12-18	6个月 (182天)	200	2.55
五十	2025-01-09	2025-01-15	6个月 (182天)	600	3.4

source: 南华研究

表：离岸央票对比（伦敦VS香港）

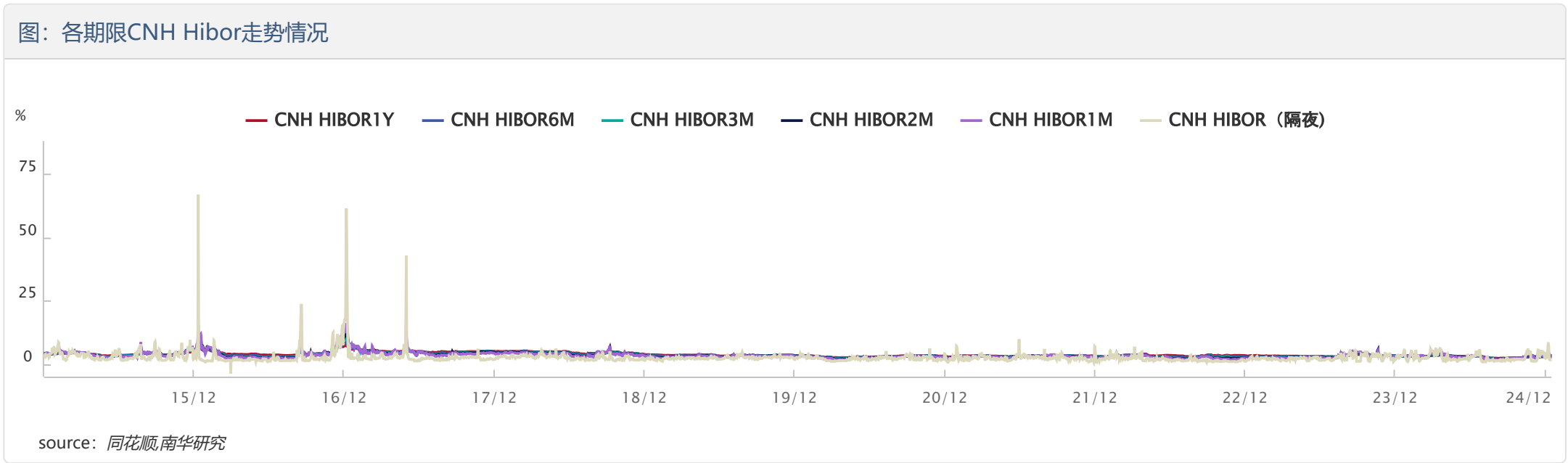
类型	期限	累计发行次数	票据面值 (计价方式)	发行方式	发行意义
伦敦	1年	1次	人民币	采用簿记建档方式	有利于丰富离岸市场高信用等级的人民币金融产品，也有利于深化离岸人民币市场发展，对于推动跨境贸易和投资的便利化也具有积极意义
中国香港	1个月 (28天)、3个月 (91天)、6个月 (182天)、1年	50次	人民币100元	采用荷兰式招标方式发行	为丰富香港高信用等级人民币金融产品，完善香港人民币收益率曲线

source: 市场公开信息整理、南华研究

## 2.4 发行背景及作用

通过对上述信息的梳理与分析，从央行的公开信息可明确央行发行离岸央票的主要目的如下：其一，旨在丰富香港市场高信用等级人民币投资产品系列和人民币流动性管理工具；其二，满足离岸市场投资者的需求，完善离岸人民币收益率曲线，进而带动其他发行主体在离岸市场发行人民币债券，促进离岸人民币债券市场的发展，推动人民币国际化进程。通过进一步综合考量历次央行发行央票对美元兑离岸人民币即期汇率、

CNH HIBOR的影响以及其他相关因素，除央行一贯强调的上述目标外，央行发行离岸央票还具有以下几方面的重要作用：首先，使央行能够直接参与离岸人民币流动性的调节，更有效地发挥对离岸人民币市场利率的引导作用，从而增加做空离岸人民币的成本，以实现稳定人民币汇率的目的。简单理解，就是影响人民币的供求关系，使人民币的供求关系发生变化。受资本项目未完全开放影响，在岸人民币与离岸人民币虽同宗同源，但分属两大池子。离岸人民币由于受到的约束较少，反应较在岸人民币更为灵敏，被视为在岸市场人民币汇率走势的先行指标，因此央行可通过干预CNH市场来引导CNY的预期。央行可通过某些中资机构，收缩离岸市场人民币流动性，提高CNH市场隔夜拆借利率，加大做空成本，从而抑制CNH进一步贬值预期，提振离岸人民币，并借此传递到境内，影响在岸市场。CNH资金池较CNY而言规模小很多，调控成本低且效果好。最具代表性例子为2016年初和2017年初，人民币贬值压力最大的两个时期，当时在央行收缩离岸人民币流动性情况下，隔夜Hibor最高都飙升至60%以上。从下图可以看出，Hibor的提高短期内令人民币贬值压力有所缓和，但拉长时间看，人民币还是会坚持惯有的走势，表明该工具虽在短期内可增加做空成本，抑制空头，但并没有解决本质的问题；其次，满足央票滚动发行、借新还旧的需求，以偿还到期的央票。



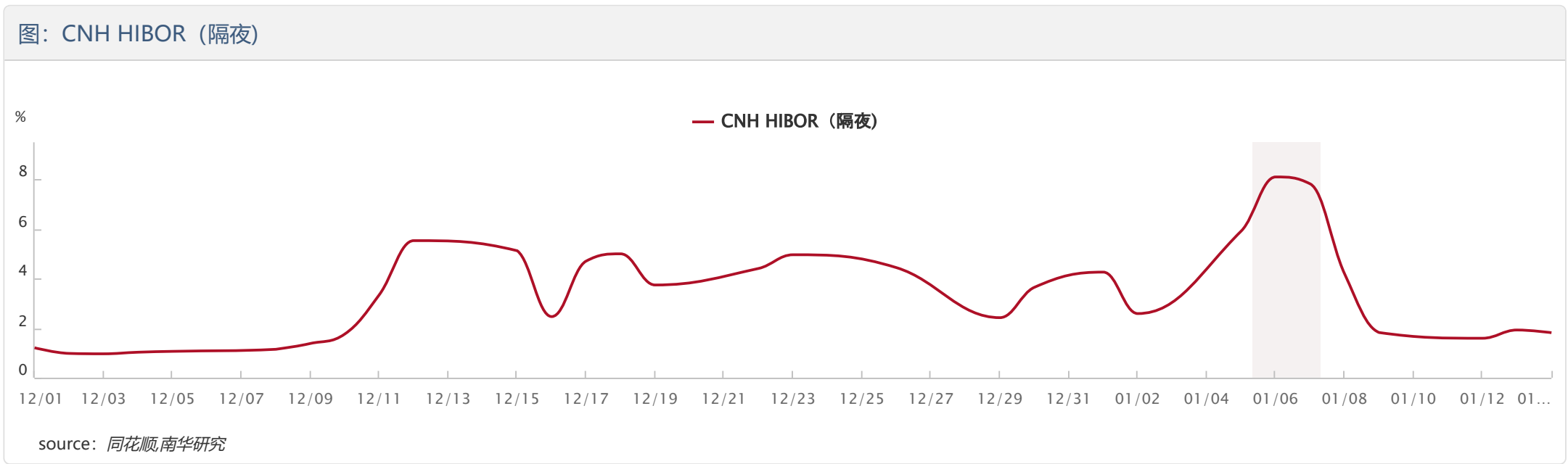
从市场历史表现的角度审视，央行离岸央票对美元兑离岸人民币即期汇率存在一定程度的影响，然而，并非每一次发行均会引发美元兑离岸人民币即期汇率的贬值。即便离岸央票的发行在短期内对汇率产生了影响，



这些影响大多仅是暂时性的，并不足以改变汇率的长期趋势。汇率的长期走势，更多地仍取决于其经济基本面因素。与此同时，随着离岸央票的持续滚动发行，其超出市场预期的影响逐渐减弱，对整体外汇市场的冲击也逐步降低。**我们认为，若离岸央票的发行仅是为了满足滚动发行、借新还旧以偿还到期央票的需求，且发行规模未超出市场预期，则未来离岸央票的发行对汇率市场的冲击将趋于温和。**具体分析详见《大事件！300亿央票已“出海”——细品离岸央票的昨日与今朝》。

2.5 本次央行发行“天量”离岸央票的用意何为？

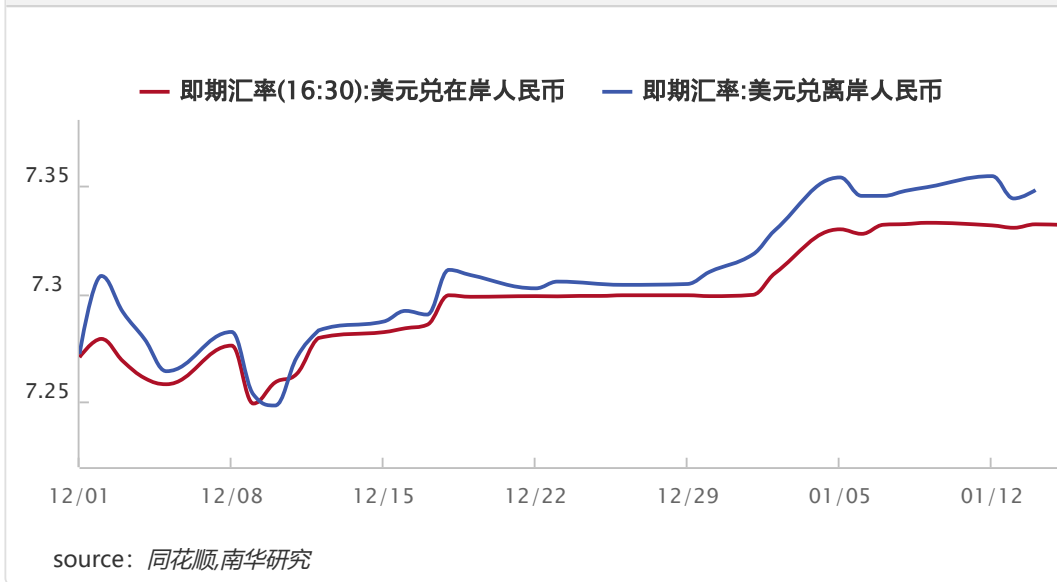
通过对利率与汇率走势的深入分析，我们观察到在2025年1月9日央行发布公告之后，隔夜CNH HIBOR呈现出迅速攀升的态势，但随后又出现了一定程度的回落。进一步对比本次发行的6个月离岸央票中标利率与同期限的CNH HIBOR，可以发现两者之间仍存在显著差距，且中标利率显著高于同期限的CNH HIBOR。鉴于此次央行发行的央票规模较大，且在离岸央票发布公告之后，央行连续采取了一系列措施，包括暂停在公开市场买入国债、上调跨境融资宏观审慎调节参数，以及在公开会议上发表相关言论，旨在稳定市场对汇率贬值的预期。因此，我们观察到美元兑人民币即期汇率上行斜率有所放缓，且稳定市场预期的效果较为明显。



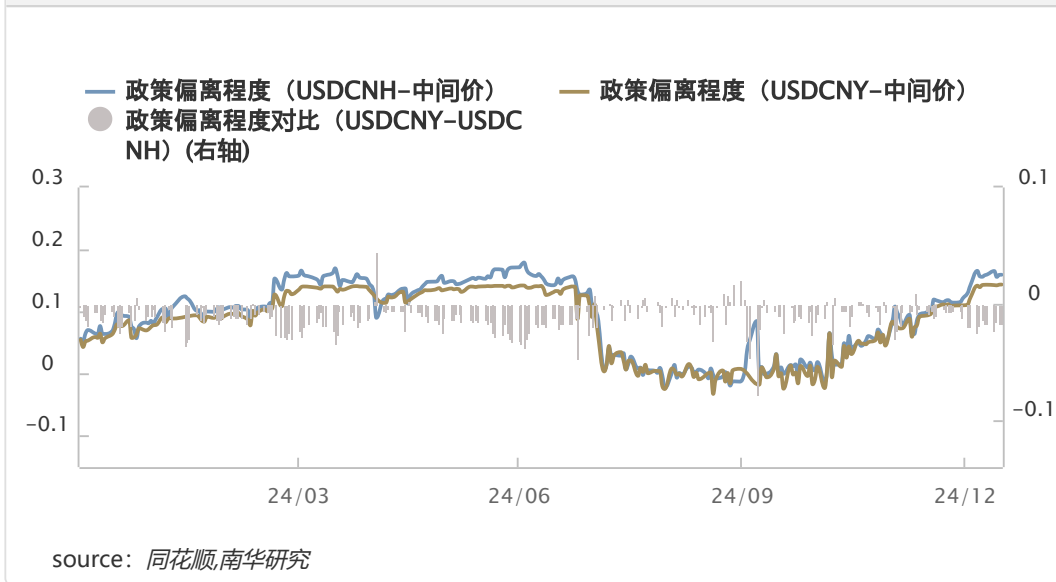
图：2025年第一期中央银行票据和6个月CNH HIBOR



图：央行稳汇率政策下，美元兑人民币即期汇率上行斜率有所放缓



图：政策偏离程度图



从此次央行发行离岸央票的背景分析，国内经济基本面主要以“稳”为主，而海外因素对人民币施加了较大压力。此外，中美利差显著扩大，尤其是在2024年11月之后，美元兑人民币即期汇率面临较大上行压力，并已初步逼近历史相对高位。考察离岸央票的到期情况及此次发行量，我们未发现近期有到期的央票。此次单次发行规模达600亿元，创历史新高。

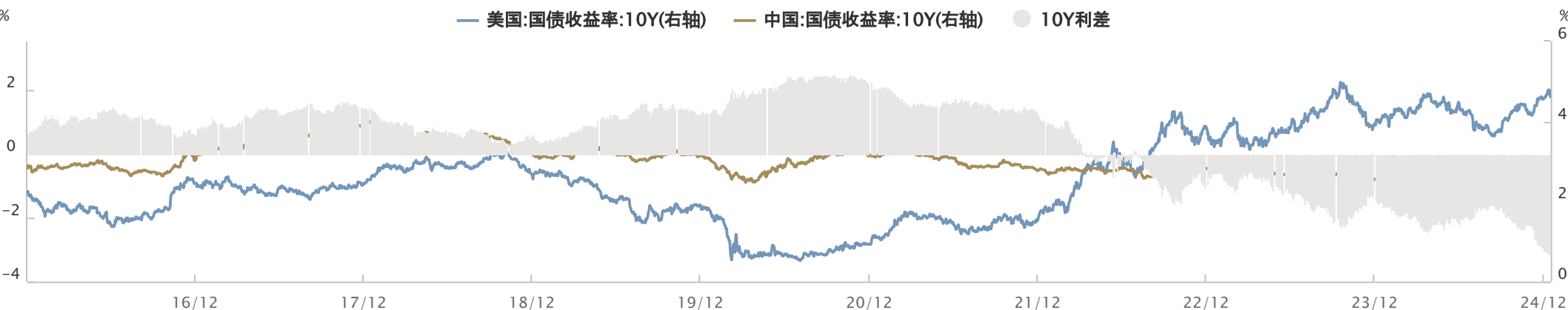
**综上所述，对于此次央行发行离岸央票的目的，我们认为其更多地意在发出稳汇率的信号、回笼离岸人民币流动性，而非单纯的滚动发行、借新还旧。**

图：中美利差和美元兑人民币历史走势图



source: 同花顺,wind,南华研究

图：中美10Y国债收益率及利差走势图



source: 同花顺,南华研究,wind

对于此次央行发行“天量”离岸央票，我们并不感到意外，因为在此之前的政策铺垫已清晰可见。2025年1月3日，中国人民银行货币政策委员会召开2024年第四季度例会，在会议中，央行对汇率问题表达了“三个坚决”的明确态度，即“增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决处置扰乱市场秩序的行为，坚决防止形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”这一表述与前期中央政治局会议和中央经济工作会议上对汇率的表态相比，态度更为坚定，

反映出央行对汇率稳定的重视程度有所提升。与此同时，2025年1月初举行的央行工作会议上，再次重申了“三个坚决”，进一步凸显了央行稳定汇率的决心。

## 三、第二把“利剑”：调节跨境融资宏观审慎调节参数

---

### 3.1 跨境资本流动的宏观审慎管理

目前，管理资本流动的工具主要划分为两个类别：首先是资本控制，其次是宏观审慎措施。资本控制通常通过限制本地与非本地居民之间的跨境金融活动来实施，而宏观审慎措施则着重于跨境或外汇交易的风险管控，不考虑交易方的居民身份。宏观审慎措施涵盖两个关键领域：一方面进行逆周期调控，另一方面聚焦于系统重要性金融机构的监管强化。这两项策略旨在增强金融实体应对突发外部冲击的韧性，进而减少金融危机发生的几率以及其可能带来的破坏性影响。针对跨境资金流动的宏观审慎措施在新兴经济体中较为常见，可概括为两类工具：一类是数量型工具，主要涉及外债的管理，我国现行的是全面跨境融资宏观审慎管理模式；另一类是价格型工具，一般包含托宾税或托宾税类的税收政策，当前普遍应用的有金融交易税、无息准备金要求、宏观审慎特别稳定费用等。国际货币基金组织（IMF）进一步将跨境资本流动的宏观审慎工具细分为汇率风险管理与资本流动管理两个政策领域。

跨境资金流动调控作为广义货币政策的一个重要分支，构成了金融宏观调控体系的基础框架。

#### 1) 政策目标

终极目标：旨在维护国际收支的均衡状态，提升货币政策的自主性与效能，确保跨境收支差额维持在可接受的合理区间内。中间目标：可依据国际收支平衡表细分为经常账户、资本与金融账户的平衡。若某一账户下的跨境资金流动出现显著失衡，可灵活运用相应的政策工具进行调节。

#### 2) 政策工具

长期以来，我国在跨境资金流动管理方面主要形成了三类工具或手段。第一类是真实性审核与行政性审批等传统管理手段。这些手段通过在事前对微观主体的每一笔交易进行真实性和合规性审核或审批，实现宏观管

理的有效性和风险防范。第二类是具有总量调控特征的数量型管理手段。这类手段通过限制市场主体在特定领域内的资金收付规模，引导市场主体按照政策调控要求调整资金收付行为，以实现总体风险防范。与传统的真实性审核和行政审批手段相比，数量型管理手段对市场主体的约束力相对较弱，管理更具弹性。在总体风险可控的前提下，既能引导微观主体的资金收付行为，又赋予其一定的市场灵活性。第三类是事后核查检查等保障手段。这些手段通过对市场主体可疑交易行为的调查取证和违规定性处罚，起到威慑违规行为、规范市场秩序、防范金融风险的作用。

### 3) 传导机制

由于绝大多数外汇业务均通过银行办理，银行在调控政策传导中扮演着核心中介的角色。针对银行实施的调控更具宏观性，更符合宏观审慎政策的要求。

## 3.2 跨境融资宏观审慎调节参数上调背后的用心良苦

**事件：**北京时间2025年1月13日9:00，为进一步完善全口径跨境融资宏观审慎管理，继续增加企业和金融机构跨境资金来源，引导其优化资产负债结构，中国人民银行、国家外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.5上调至1.75，于2025年1月13日实施。

跨境融资宏观审慎调节参数与我国外债规模紧密相关。中国人民银行可通过调整该参数，进而影响境内企业或金融机构可借入外债的规模，即外债额度。在现行的“全口径”管理模式下，外债规模的控制是依据跨境融资风险加权余额的上限进行管理，规定企业外债额度不得超过其净资产的三倍。

中国人民银行如何调整跨境融资宏观审慎调节参数这一关键机制？通常情况下，当人民币汇率出现过快升值时，央行会降低该系数，从而缩小外债额度，限制外债流入，减少境内美元的流动性，以此缓解市场对人民币升值预期的过度集中。相反，当人民币汇率出现过快贬值时，央行会提高该系数，扩大外债额度，鼓励外债流入，增加境内美元流动性，以缓解市场对人民币贬值预期的过度集中。

$$\text{跨境融资风险加权余额上限} = \text{资本或净资产} * \text{跨境融资杠杆率} * \text{宏观审慎调节参数}$$



中国人民银行决定，自2016年5月3日起，将本外币一体化的全口径跨境融资宏观审慎管理试点扩大至全国范围内的金融机构和企业。对金融机构和企业，中国人民银行和国家外汇管理局不实行外债事前审批，而是由金融机构和企业在其资本或净资产挂钩的跨境融资上限内，自主开展本外币跨境融资。

2016年1月22日，中国人民银行发布《中国人民银行关于扩大全口径跨境融资宏观审慎管理试点的通知》（银发〔2016〕18号），决定自2016年1月25日起，面向27家金融机构和注册在上海、天津、广州、福建四个自贸区的企业扩大本外币一体化的全口径跨境融资宏观审慎管理试点。试点期间，多家企业和金融机构在全口径跨境融资宏观审慎管理框架下开展跨境融资业务，丰富了市场主体的融资渠道，降低了融资成本，取得了较好效果，积累了可复制可推广的经验，扩大试点的条件已经成熟。

全口径跨境融资宏观审慎管理推广至全国范围后，中国人民银行可根据宏观调控需要和宏观审慎评估（MPA）的结果设置并调节相关参数，对金融机构和企业的跨境融资进行逆周期调节，使跨境融资水平与宏观经济热度、整体偿债能力和国际收支状况相适应，控制杠杆率和货币错配风险，有效防范系统性金融风险。

对于中国人民银行与国家外汇管理局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.5上调至1.75，这一决策在理论上意在激励企业和金融机构扩大外债借贷规模（境内企业和金融机构的外债额度提高了16.7%），适度放宽其跨境融资额度，进而促进外债规模的扩大和资金流入，特别是美元的流动性，以减轻人民币对美元的贬值压力。从历史背景来看，该参数的上调通常与汇率的显著波动以及人民币对美元面临的较大贬值压力相伴随。然而，必须指出，在当前中美利差仍存在差距的情况下，企业是否愿意承担更高的市场借贷利率是一个值得探讨的问题。此外，宏观审慎参数仅影响跨境融资风险加权余额的上限，企业是否实际使用该额度仍由其自主决定。因此，该政策更多地是向市场传递稳定汇率的信号。这一点可从以往调整后的汇率走势中得到印证，即在中美利差倒挂且国内经济难以提供足够支撑的情况下，汇率往往延续之前的走

势。综上所述，在人民币相对于美元仍面临贬值压力的当下，监管层推出该汇率政策的主要目的包括：一是向市场传递稳定汇率的信号；二是增加投机活动的成本。对于美元兑人民币汇率的未来走势，我们认为，汇率的核心影响因素仍在于国内经济的强度。若国内经济强度不足以支撑稳汇率的决心，汇率在短期内大概率无法改变其趋势。

表：跨境融资宏观审慎调节参数历史调节情况

调节日期	企业	金融机构	调节内容
2017-01-12	1	1	——
2020-03-11	1.25	1.25	将《中国人民银行关于全口径跨境融资宏观审慎管理有关事宜的通知》（银发〔2017〕9号）中的宏观审慎调节参数由1上调至1.25
2020-12-11	1.25	1	下调金融机构； 从1.25下调至1
2021-01-07	1	1	下调企业； 由1.25下调至1
2022-10-25	1.25	1.25	上调企业和金融机构；从1上调至1.25
2023-07-20	1.5	1.5	将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.25上调至1.5
2025-01-13	1.75	1.75	将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.5上调至1.75

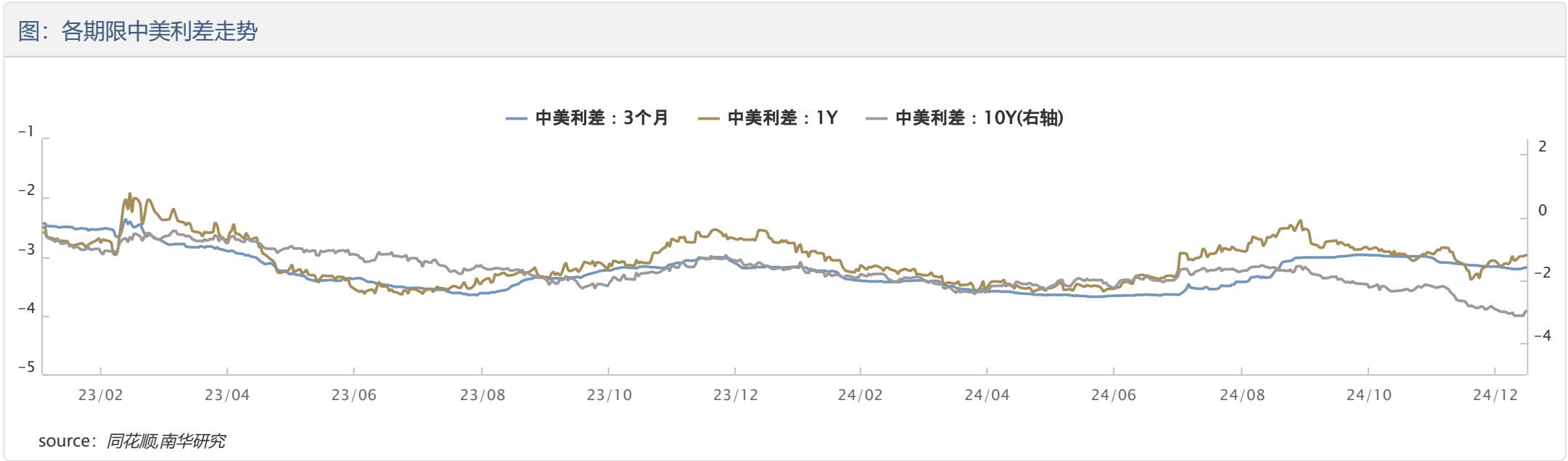
source：中国人民银行、南华研究

## 四、第三把“利剑”：债券买卖

**事件：**北京时间2025年1月10日9:00:01， 鉴于近期政府债券市场持续供不应求，中国人民银行决定，2025年1月起暂停开展公开市场国债买入操作，后续将视国债市场供求状况择机恢复。

中央银行对外汇市场的干预措施可以根据是否对干预产生的副作用进行对冲来划分，主要分为两种类型：非对冲干预和对冲干预。在对冲干预中，货币政策的现状保持不变，具体表现为中央银行在外汇市场上执行交易操作的同时，运用其他货币政策工具来中和这些交易对货币供应量的影响，确保货币供应量保持稳定。这种干预外汇市场的行为即为对冲式干预。债券交易是中央银行常用的对冲工具之一。具体而言，当中央银行在外汇市场上购入或售出外汇时，会同步在本国债券市场上进行相反方向的债券操作，即卖出或购入债券，以此实现汇率变动而利率保持稳定的效果。

从中国人民银行决定阶段性暂停在公开市场买入国债的操作来看，我们认为这表明，稳汇率的重视度在一定程度上有所提升。近期美债收益率由于美联储的鹰派降息，叠加市场因为特朗普政策可能带来再通胀的预期，整体处于强势。国债方面，由于2024年12月政治局会议定调“适度宽松的货币政策”，使得国债收益率整体处于偏低水平。最终使得中美利差的倒挂程度长期处于没有好转的状态。因此，央行阶段性暂停在公开市场买入国债，在一定程度上能够起到缓解中美利差倒挂程度，从而维持人民币汇率稳定的作用。



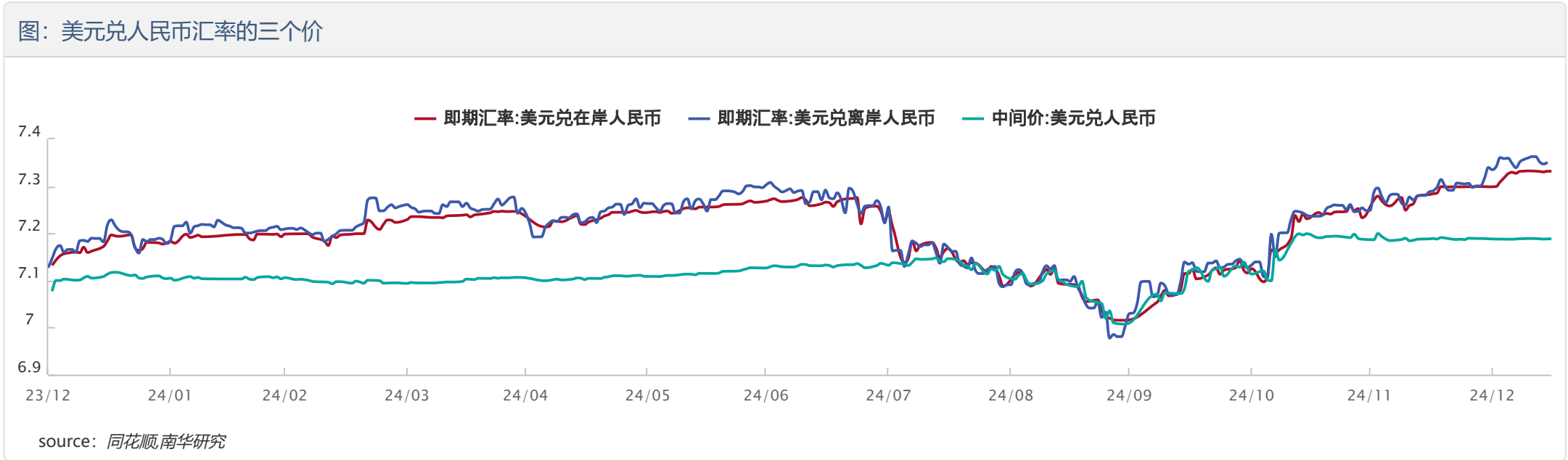
## 五、第四把“利剑”：央行频繁发声，进行预期管理

预期管理对中央银行提出了较高要求。首先，中央银行需具备广泛的影响力，确保其货币政策和外汇政策能够通过媒体频繁报道并广泛传播至公众。其次，中央银行应具备宏观经济预测能力。公众对中央银行的信任基于多种因素，但首要的是其能力，这既包括潜在的高水平研究能力，也包括向公众展示其对经济形势预测的准确性，超越市场预期。中央银行预期管理的手段主要包括：1) 货币政策声明（包括补充报告内容）；2) 定期经济评估中对相关经济变量的预测公布；3) 经济预测的发布；4) 货币政策委员会成员的公开讲话。此外，预期管理的形式还涵盖中央银行发布的新闻稿、记者招待会、会议纪要、定期报告或货币政策报告、央行官员的讲话、其他中央银行官员的访谈、新闻发布会、专栏文章、央行官员的研究文章以及央行官员主

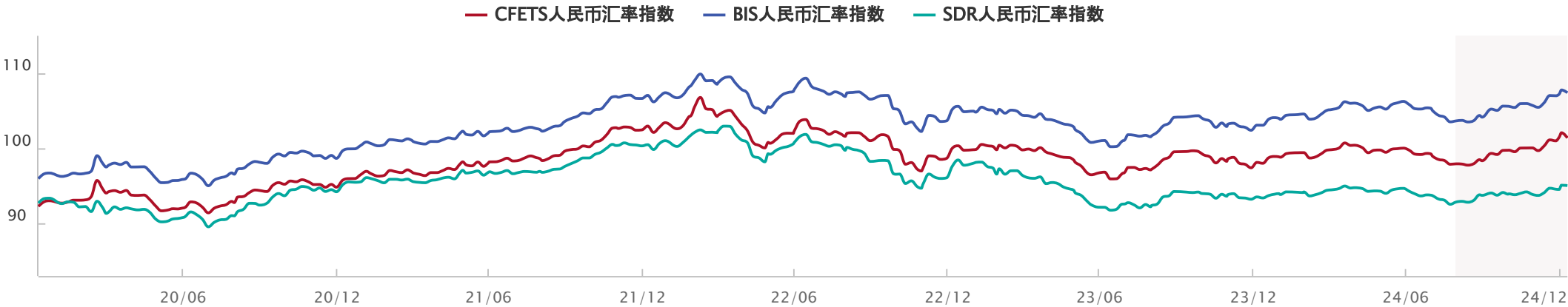
持的会议等。这些方式既包括常规性的安排，如预先安排好的报告、讲话和声明，也具有一定的主动性和选择性，例如为引导预期、应对经济中突发事件而特别安排的讲话等。在中国，官方媒体作为管理机构的喉舌，其发表的观点在一定程度上能够影响市场预期。因此，从前文中，我们对监管层在近期各类会议上对汇率的发言梳理情况可以看出，央行对稳汇率的决心在短期内保持不变。

## 六、汇率走势展望

在国内经济基本面尚未出现显著改善，且中美利差持续处于高位的背景下，人民币仍面临来自美元的一定贬值压力。在当前汇率形势下，且在央行态度未发生改变的前提下，我们预计，短期内，美元兑人民币即期汇率大概率将维持在7.40以下的水平运行。但需要注意的是，当前人民币的弱，仅体现在相对于美元的双边汇率上，若我们从多边汇率的角度来看，人民币的整体水平尚佳。当然，后续汇率走势的核心影响因素仍在于国内经济的强度，若经济强度无法跟上稳汇率的决心，大概率在短期无法改变汇率的趋势。



图：三大人民币汇率指数走势



source: 同花顺,南华研究

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

南华研究院投资咨询业务资格：证监许可【2011】1290号

南华宏观外汇团队

周骥 投资咨询证号：Z0017101

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦

邮编：310008

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net



股票简称：南华期货  
股票代码：603093

---

Bigger mind, Bigger fortune  
智慧创造财富