



恒生銀行
HANG SENG BANK

中国经济月报

薛俊升

高级经济师

thomasshik@hangseng.com

人行的汇率干预 与人民币

- 最近中国人民银行（「人行」）表示该行已「基本退出常态化外汇干预」。
- 人行外汇资产于 2014 年变动不大，足以印证其声明。
- 不过，人行加强货币操作，成为向银行提供资金的主要渠道，却增加了人民币的贬值压力。
- 我们预期 2015 年人民币汇价下跌 1.5%，今年底每美元兑人民币会降至 6.30。
- 人民币汇价现徘徊于 6.28，反映人民币下行风险增加。

经济研究

2015年3月

人行「基本退出」外汇干预？

虽然近两年内地经济放缓，但汇率改革仍然持续。2014年3月，中国人民银行（「人行」）扩大在岸银行间外汇市场人民币兑美元每日浮动幅度，汇率可在每日人行公布的人民币兑美元中间价 +/- 2% 内浮动（此前为 +/- 1%）。最近人行亦表示该行已「基本退出常态化外汇干预」¹。

要评估人行是否已「基本退出」外汇干预，我们需要明了人行的干预行动会对其资产负债表有何影响。虽说人行参考一篮子货币调节人民币汇率，但以下人民币兑美元的例子可作说明。

假设一名外国投资者到内地投资，于内地银行存入 1 美元。银行需要将这 1 美元兑换成人民币。由于人民币汇率并非自由浮动，为控制人民币汇率能大致保持稳定，人行可按其认为合适的汇率水平印发人民币，当下假定为每美元兑 6 元人民币，继而以 6 元人民币从银行手上购入 1 美元²（表 1）。此 1 美元会反映于人行资产负债表的资产项目之上，而 6 元人民币则列于负债项目上。相反，当资金从内地流出，人行资产负债表上的资产及负债项目规模便会双双下降（表 2）。

表 1：资金流入

中国人民银行			
② 外汇资产	1 美元	商业银行存款 (储备货币的一部分)	1 美元 ②
	↓		↓
③ (按成本价 以人民币作单位记账)	6 人民币	(兑换成人民币)	6 人民币 ③
商业银行			
① 现金	1 美元	客户存款	1 美元 ①
	↓		↓
④ (兑换成人民币)	6 人民币	(兑换成人民币)	6 人民币 ④

数据源：恒生银行

¹ 中国人民银行，中国货币政策执行报告，2014 年第 4 季。

² 假设内地商业银行无法自行或于银行间市场结算。



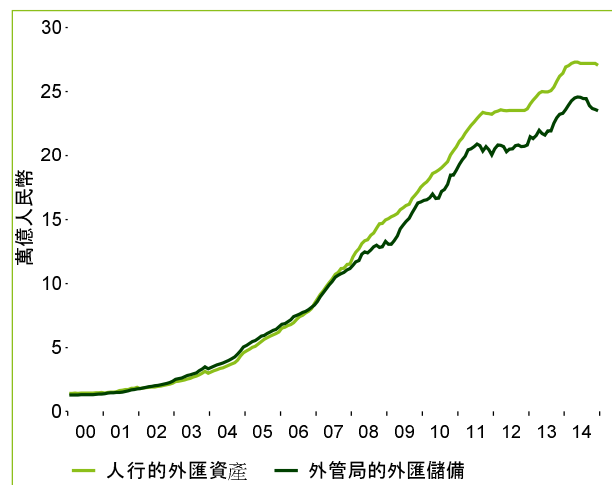
表 2：资金流出

中国人民银行																			
②	外汇资产	- 6 人民币	②																
		↓																	
③	(外汇资产本为美元)	- 1 美元	③																
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th colspan="4">商业银行</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>①</td> <td>现金</td> <td>- 6 人民币</td> <td>①</td> </tr> <tr> <td></td> <td></td> <td>↓</td> <td></td> </tr> <tr> <td>④</td> <td>(兑换成美元)</td> <td>- 1 美元</td> <td>④</td> </tr> </tbody> </table>				商业银行				①	现金	- 6 人民币	①			↓		④	(兑换成美元)	- 1 美元	④
商业银行																			
①	现金	- 6 人民币	①																
		↓																	
④	(兑换成美元)	- 1 美元	④																

数据源：恒生银行

因此，人行资产负债表上外汇资产的变动，可以反映人行干预汇率市场的频密程度。理论上，人行外汇资产的规模，等同国家外汇管理局的外汇储备，但实际上两者却存有差异。前者以人民币的成本价记账，而后者则为美元，会因汇率波动而出现价值变动（表 3）。要衡量人行的汇率干预，相比之下，我们认为前者较为可取。

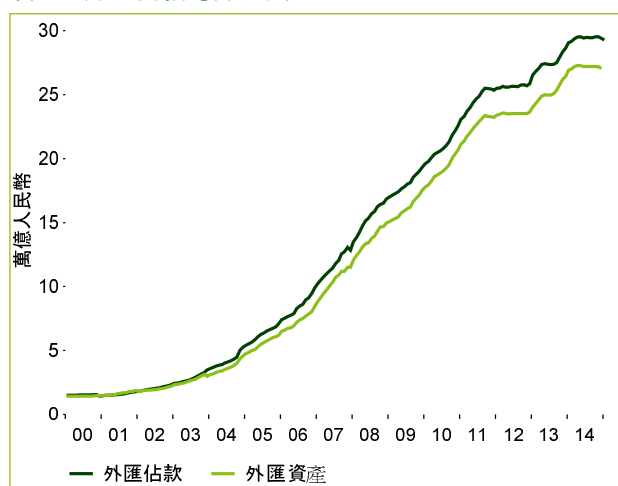
表 3：外汇资产与外汇储备



数据源：Reuters EcoWin，恒生银行

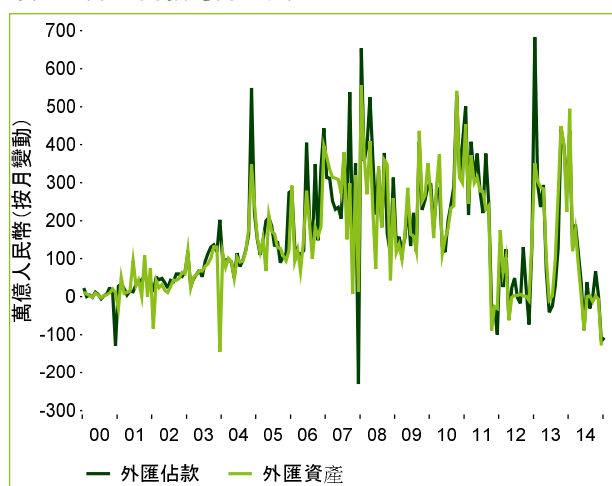
上述例子显示外汇资产亦可作为资金跨境进出的指标。假若人行于外汇市场积极干预人民币汇价，外汇资产的增减会变相反映跨境资金进出的净额。现时不少市场人士较为关注内地银行的外汇占款，作为资金进出的参考。我们则认为两者分别不大，走势亦相当一致（表 4 及 5）。具体而言，外汇占款可能较为准确，因为商业银行可能自行结算，无须人行将外汇兑换为人民币。

表 4：外汇占款与外汇资产



数据源：Reuters EcoWin，恒生银行

表 5：外汇占款与外汇资产



数据源：Reuters EcoWin，恒生银行

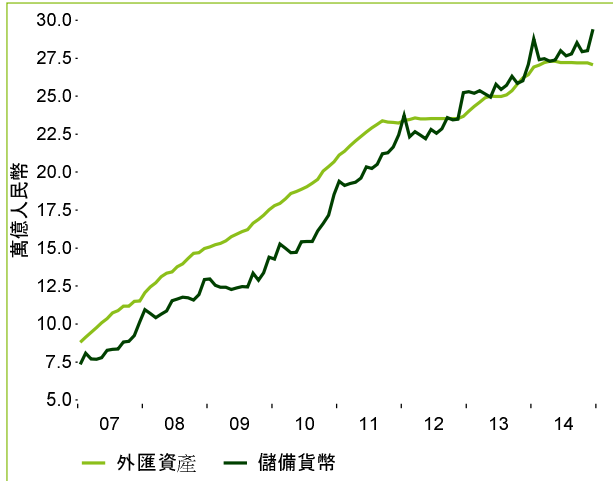
剖析人行资产负债表

人行外汇资产于 2014 年变动不大，意味人行已停止过去于外汇市场的操作。人行在最新一期季度货币政策报告表示，该行已「基本退出常态化外汇干预」，人行以货币政策工具取代以人民币购入外汇，作为向银行体系提供资金的主要渠道。人行的外汇资产显示该行于 2014 年购入的外汇净额为 6,410 亿人民币，但其对银行及非银行金融机构的债权却增加 1.08 万亿人民币，大约相等于当年人行资产负债表规模增幅的一半³（表 6、7 及 8）。

³ 根据中国人民银行，2014 年人行透过货币政策工具向银行提供资金约 2 万亿人民币。我们认为此乃总额，而反映在资产负债表上的为净额，约 1.08 万亿人民币。



表 6：外汇资产与储备货币



数据源：Reuters EcoWin，恒生银行

表 7：外汇资产 (占储备货币的百分比·%)



数据源：Reuters EcoWin，恒生银行

表 8：人行资产负债表

人民银行

(亿人民币)				(亿人民币)			
	2013	2014	变动		2013	2014	变动
外汇资产	264,270	270,680	6,410	储备货币	271,020	294,090	23,070
其他国外资产	7,960	7,940	-20	非储备货币存款	1,330	1,560	230
对政府的债权	15,310	15,310	0	债券	7,760	6,520	-1,240
对银行及非银行金融机构的债权	22,060	32,830	10,770	国外负债	2,090	1,830	-260
对非金融机构的债权	30	10	-20	政府存款	28,610	31,280	2,670
其他	7,650	11,480	3,830	其他负债	6,250	2,750	-3,500
				资本	220	220	0
总计	317,280	338,250	20,970	总计	317,280	338,250	20,970

数据源：中国人民银行，恒生银行

人行外汇资产于 2012 年同样变动不大，于 2013 年才回升。这是否意味人行于 2012 年亦无在外汇市场干预人民币汇价，但在其后一年又再采取行动？在此，我们要同时考虑美国联邦储备局的货币政策。虽说人民币与一篮子货币挂钩，但市场普遍认为美元占一篮子内的比重相当高。因此，人行的货币政策颇受美国联储局的影响。

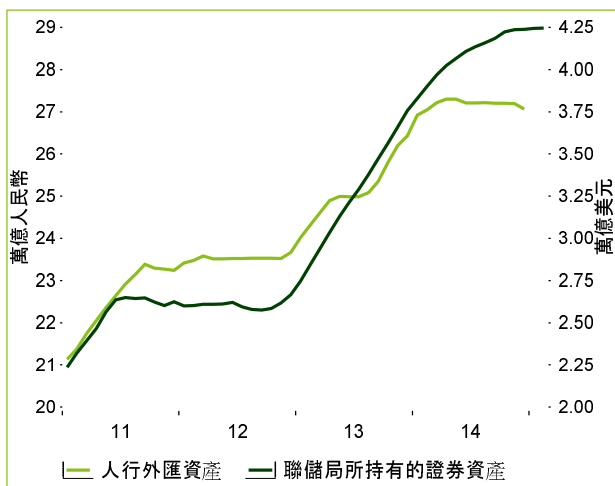


一般而言，人行要维持人民币与一篮子货币挂钩，需要跟随联储局的货币政策。如果美国联储局放宽银根，除非人行同样放宽银根，透过印钞于市场以人民币购入美元，否则会增加人民币兑美元升值的风险，促进资金流入内地。如果人行跟随联储局放宽银根，人行资产负债表的规模会增加，资产项目上的外汇资产及负债项目上的储备货币同告上升。相反，若果人行跟随联储局收紧银根，人行资产负债表的规模便会收缩。

联储局持有证券资产的规模可说是反映近年联储局货币政策取态的有效指标。自联储局于 2008 年 12 月将目标利率降至接近零以后，即依靠购买资产作为刺激经济的手段。联储局于 2012 年大部分时间暂停增加购买资产，转为推行「扭转操作」，即沽售短期债券，将所得用以购买长期资产，直至当年较后时间才推动新一轮资产购买计划。

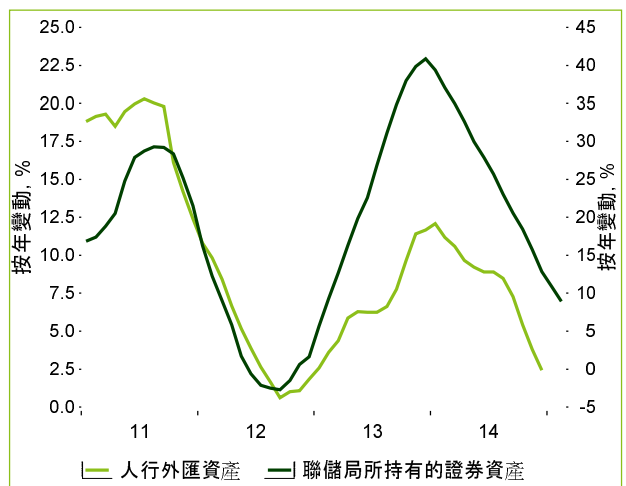
因此，联储局所持有的证券资产于 2012 年变动不大，于 2013 年才回升，升势并持续至 2014 年（表 9 及 10）。联储局于 2012 年暂停增购资产，正好解释同年人行外汇资产无甚变动的的原因，因为其时人行基本上跟随联储局的步伐，保持货币政策不变。

表 9：外汇资产与联储局所持有的证券资产



数据源：Reuters EcoWin，恒生银行

表 10：外汇资产与联储局所持有的证券资产

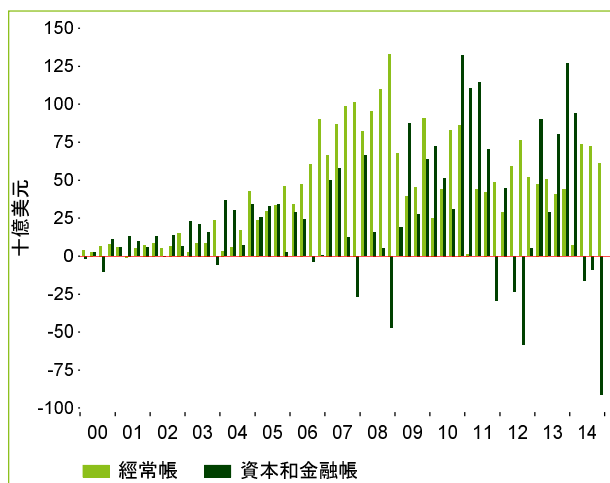


数据源：Reuters EcoWin，恒生银行

外汇操作减少

联储局购买证券资产直至 2014 年 10 月为止。去年全年计，联储局持有的证券资产有所增加，但人行的外汇资产却变动不大。这大概印证人行所指该行不再于外汇市场干预人民币汇价。当然，人行还有可能继续干预外汇市场，一方面以人民币购入美元，另一方面抛售近乎同等数量的美元，以应对资金流走，但即使最近的国际收支数据显示资金流出金额显著上升，第 4 季资本和金融账逆差大幅增加，总体而言，我们认为无从考究（表 11）。

表 11：国际收支



数据源：Reuters EcoWin，恒生银行

货币操作增加及对人民币的影响

从上述关于人行干预外汇市场的分析可以得知，相对于目前的人民币汇率制度，人行于 2014 年印发及沽售过多的人民币。去年人行以人民币购入外汇的金额为 6,410 亿人民币，但其发行的储备货币却高达 2.3 万亿人民币。两者的差额主要见于人行资产负债表资产项目下，人行对银行及非银行金融机构的债权急升。这大概亦支持人行的说法，即人行的货币操作已取代以人民币购入外汇，作为向银行体系供给基础货币的主要渠道。

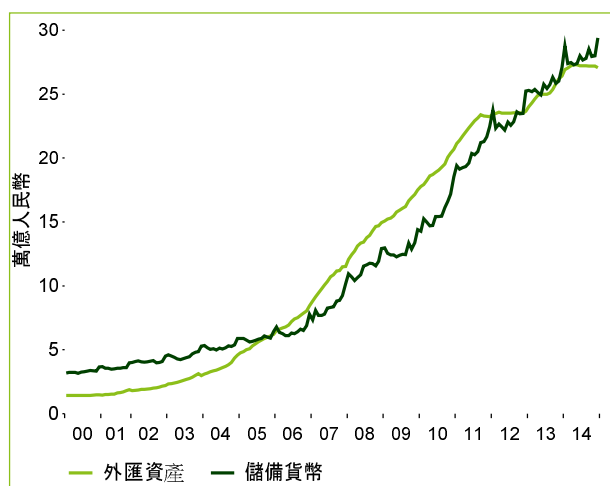
就本质上而言，假若人行发行人民币时，背后没有美元的十足支持，人民币的币值理应下跌。从经济学的角度看，这或许正好解释为何过去一年人民币的沽售压力增加。人民币兑美元于 2014 年下挫 2.4%，今年初至今再跌约 1.1%⁴（表 12）。值得注意的是，此前数年人行的外汇资产规模高于储备货币，其时人民币的汇价正连年上升（表 13）。

表 12：人民币兑美元



数据源：Reuters EcoWin，恒生银行

表 13：外汇资产与储备货币



数据源：Reuters EcoWin，恒生银行

从另一角度看，内地持续有序开放资本账，人行放宽银根导致人民币汇价下跌并不令人感到意外。毕竟，既要有独立的货币政策，又要资金跨境流通，汇率波动增加在所难免⁵。我们的预测是人民币兑美元于 2015 年下跌 1.5%，年底汇价约为 6.30。执笔之时，汇价已于 6.28 水平附近徘徊，看来人民币下行的风险正在增加。

⁴ 按人民币在岸价计算。

⁵ 这是国际经济学的「三元悖论」。



中国经济统计资料

2015年3月

	国内生产总值		工业产出	固定资产投资	社会消费品零售总额	对外贸易			居民消费价格		
	名义	实质	实质	名义	名义	出口	进口	贸易差额	按年 (%)	食品	非食品
	10 亿人民币	按年 (%)	按年 (%)	累计 (%)	按年 (%)	按年 (%)	按年 (%)	10 亿美元		按年 (%)	按年 (%)
2010	40,151	10.4	15.7	24.5	18.4	31.3	38.7	183.1	3.3	7.2	1.4
2011	47,310	9.3	13.9	23.8	17.1	20.3	24.9	155.1	5.4	11.8	2.7
2012	51,947	7.7	10.0	20.6	14.3	7.9	4.3	231.1	2.6	4.9	1.6
2013	58,802	7.7	9.7	19.6	13.1	7.9	7.3	259.7	2.6	4.7	1.6
2014	63,646	7.4	8.3	15.7	12.0	6.1	0.4	382.5	2.0	3.1	1.5
2015 预测	NA	7.0	8.0	14.0	12.0	8.0	4.0	496.0	2.0	3.0	1.5
2013 第 2 季	12,915	7.5	9.1	20.1	13.0	3.7	5.0	65.7	2.4	4.0	1.6
第 3 季	13,875	7.8	10.1	20.2	13.3	4.0	8.4	61.5	2.8	5.3	1.6
第 4 季	18,208	7.7	10.0	19.6	13.5	7.4	7.2	90.5	2.9	5.5	1.6
2014 第 1 季	12,821	7.4	8.7	17.6	12.0	-3.4	1.6	16.7	2.3	3.5	1.7
第 2 季	14,083	7.5	8.9	17.3	12.3	5.0	1.6	86.0	2.2	3.4	1.7
第 3 季	15,086	7.3	8.0	16.1	11.9	13.0	1.2	128.0	2.0	3.0	1.5
第 4 季	21,656	7.3	7.6	15.7	11.7	8.5	-1.6	149.5	1.5	2.6	1.0
2014 10 月	NA	NA	7.7	15.9	11.5	11.6	4.6	45.4	1.6	2.5	1.2
11 月	NA	NA	7.2	15.8	11.7	4.7	-6.7	54.5	1.4	2.3	1.0
12 月	NA	NA	7.9	15.7	11.9	9.7	-2.4	49.6	1.5	2.9	0.8
2015 1 月	NA	NA	6.8	13.9	10.7	-3.3	-19.9	60.0	0.8	1.1	0.6
2 月	NA	NA	6.8	13.9	10.7	48.3	-20.5	60.6	1.4	2.4	0.9
年初至今	NA	NA	6.8	13.9	10.7	15.0	-20.2	120.6	1.1	1.7	0.8

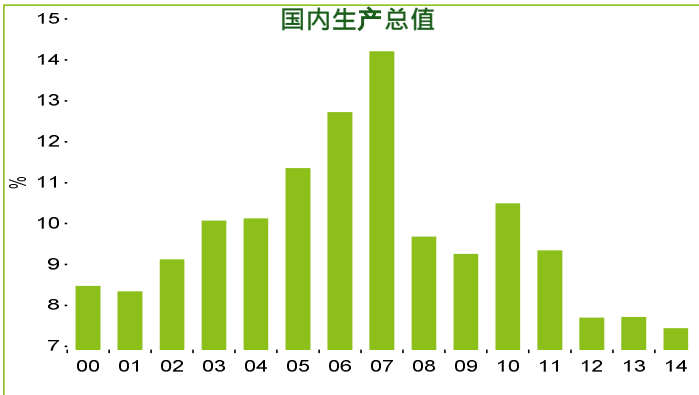
	存款 (本地货币)		贷款 (本地货币)			贷款利率	货币供应 (M2)	外汇储备	外商直接投资	每美元兑人民币 (期末)	社会融资规模
	10 亿人民币	按年 (%)	10 亿人民币	按年 (%)	新增贷款 10 亿人民币	1 年 %	按年 (%)	10 亿美元	累计 (%)	按年 (%)	10 亿人民币
	2010	71,823	20.2	47,920	19.9	7,950	5.8	19.7	2,847	17.4	6.5897
2011	80,940	13.5	54,790	15.8	7,470	6.6	13.6	3,181	9.7	6.2940	12,829
2012	91,740	13.3	62,990	15.0	8,200	6.0	13.8	3,312	-3.7	6.2303	15,760
2013	104,380	13.8	71,900	14.1	8,890	6.0	13.6	3,820	5.3	6.0539	17,290
2014	113,860	9.1	81,680	13.6	9,780	5.6	12.2	3,840	1.7	6.2040	16,460
2015 预测	122,969	8.0	91,680	12.2	10,000	5.2	12.0	3,800	2.0	6.30	17,000
2013 第 2 季	100,910	14.3	68,080	14.2	2,321	6.0	14.0	3,500	4.9	6.1376	3,980
第 3 季	103,090	14.6	70,280	14.3	2,198	6.0	14.2	3,663	6.2	6.1220	3,808
第 4 季	104,380	13.8	71,900	14.1	1,613	6.0	13.6	3,820	5.3	6.0539	3,322
2014 第 1 季	109,100	11.4	74,910	13.9	3,010	6.0	12.1	3,948	5.5	6.2180	5,600
第 2 季	113,610	12.6	77,630	14.0	2,726	6.0	14.7	3,993	2.2	6.2050	4,920
第 3 季	112,660	9.3	79,580	13.2	1,945	6.0	12.9	3,888	-1.4	6.1395	2,280
第 4 季	113,860	9.1	81,680	13.6	2,098	5.6	12.2	3,840	1.7	6.2040	3,503
2014 10 月	112,470	9.5	80,130	13.2	548	6.0	12.6	3,853	-1.2	6.1135	681
11 月	113,140	9.6	80,980	13.4	853	5.6	12.3	3,847	0.7	6.1450	1,146
12 月	113,860	9.1	81,680	13.6	697	5.6	12.2	3,840	1.7	6.2040	1,695
2015 1 月	122,406	13.7	83,699	13.9	1,471	5.6	10.8	NA	29.4	6.2510	2,051
2 月	NA	NA	NA	NA	NA	5.6	NA	NA	NA	6.2696	NA
年初至今	122,406	13.7	83,699	13.9	1,471	5.4	10.8	3,840	29.4	6.2696	2,051

NA: 不详; (A)= 实际数字; (F)= 恒生预测数字; yoy= 按年变幅; ytd= 累计年初至今变幅

数据来源: 国家统计局, 中国统计年鉴, Reuters EcoWin, CEIC, 恒生银行



中国经济月报



数据源：Reuters EcoWin, 恒生银行



数据源：Reuters EcoWin, 恒生银行



数据源：Reuters EcoWin, 恒生银行



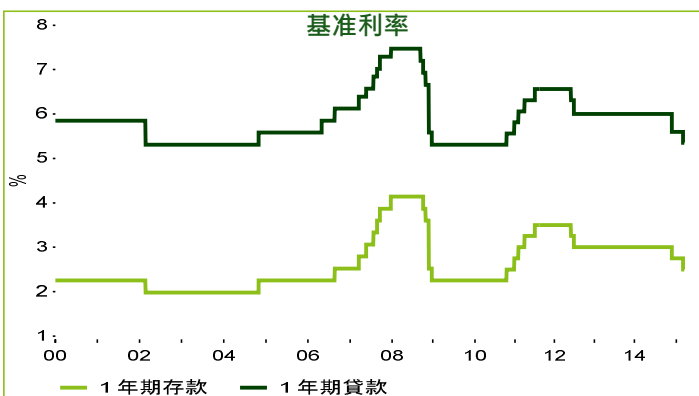
数据源：Reuters EcoWin, 恒生银行



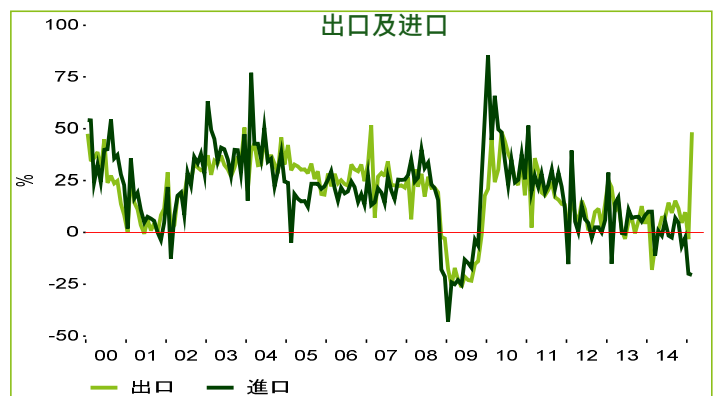
数据源：Reuters EcoWin, 恒生银行



数据源：Reuters EcoWin, 恒生银行



数据源：Reuters EcoWin, 恒生银行



数据源：Reuters EcoWin, 恒生银行



免责声明

本档由恒生银行有限公司(「恒生」)提供,内含之资料,乃从相信属可靠之来源搜集,而当中之意见仅供参考之用,意见内容不一定代表「恒生」之见解。撰写本档之分析员证明于本档内所发表之意见,乃准确反映分析员就有关金融工具或投资项目之个人意见,而有关分析员过去、现在或未来之报酬,并无任何部份直接或间接与本文件内之特定建议或意见有关。本档的内容并非(亦不可作为)买卖外汇、证券、金融工具或其他投资之要约或邀约。本档的任何部份均严禁以任何方式再分发。

本文件所载之数据或只属指示性,并且未经独立核对。「恒生」对当中所载之任何数据、推测或意见,或作出任何此等推测或意见之基础的公正性、准确性、完整性或正确性并无作任何明示或默示的担保、申述、保证或承诺,亦不会就使用或依赖本档所载之任何数据、推测或意见承担责任或法律责任。投资者须对本文件所载数据及意见的相关性、准确性及充足性自行作出评估,并就此评估进行认为需要或合适的独立调查。所有此等数据、推测及意见均可予以修改而毋须事前通知。

「恒生」及其联系公司可以其名义买卖,可能有包销或有持仓于所有或任何于本档中提及的证券或投资项目。「恒生」及其联系公司可能就其于本档所提及的所有或任何证券或投资项目的交易收取经纪佣金或费用。

本文件所提及之投资项目未必适合所有投资者。投资者必须根据其各自的投资目的、财务状况及独特需要作出投资决定,并在有需要时咨询独立投资顾问。本档并不拟提供专业意见,因此不应赖以作为此方面之用途。

本档并无考虑任何收件人的特定投资目标、财务状况或特定需要。投资涉及风险,投资者需注意投资项目之价值可升亦可跌,而过往之表现亦不一定反映未来之表现。本档并不拟指出本档内提及之证券或投资项目可能涉及的所有风险。