

离岸与在岸汇率对利率的影响机制

——汇率专题研究（一）

大类资产首席分析师：孙付

SAC NO: S1120520050004

大类资产分析师：丁俊菰 博士

SAC NO: S1120523070003

2024年4月15日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

- 离岸汇率、离岸拆借利率向在岸汇率和利率传导路径的特性：

- 有效路径：离岸汇率→在岸汇率→在岸汇率与中间价偏离度→贬（升）值预期→“利率平价”机制影响国内货币市场利率。具体逻辑：

- 1) 人民币离岸汇率对在岸汇率具有较强的影响力，表现为离岸对在岸具有领先性和同步性。贬值期，离岸与在岸汇率点差基本为正；升值期，离岸与在岸汇率点差基本为负。而且，贬值期二者点差更为显著，离岸对在岸引导性更大。
- 2) 在岸即期汇率与汇率中间价的偏离度，某种程度上反映贬值（升值）预期，可以作为贬值（升值）压力指标。
- 3) 从经验数据看，在贬值预期偏强、压力持续存在的时间段，“利率平价”机制下国内货币市场利率会有所回升。其中，央行的可能政策选择：边际上收紧流动性，不一定是加息政策，更多是流动性量的调控。

- 无效路径：在资本项有效管理下，离岸人民币拆借利率与国内货币市场利率相关性不强。

- 未来展望：

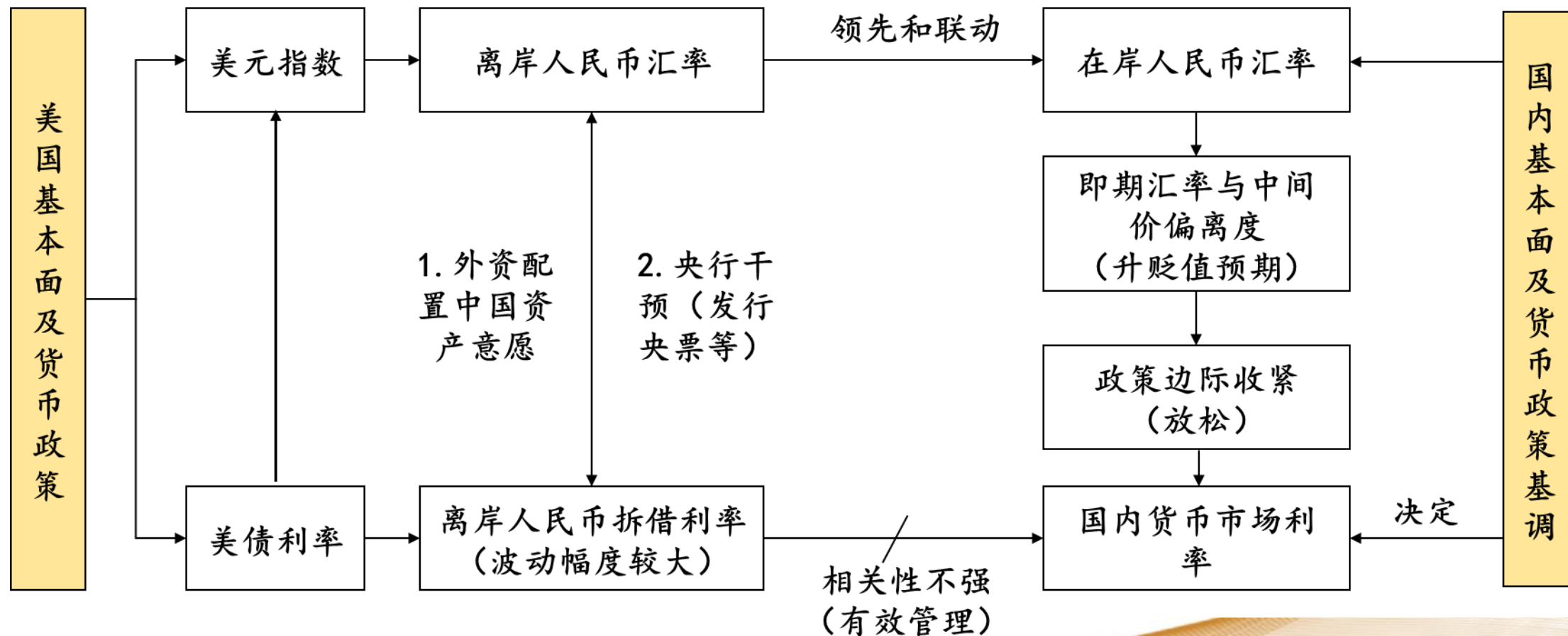
美元：美国通胀再次回升预期下，美联储降息推迟，美元指数保持强势[105, 110]；

人民币：灵活应对美元走强。当前，贸易增速有所回升、顺差相对稳定增长，金融机构外汇存款增加，资金出现流入，具备灵活应对的条件。可能情景：人民币对美元有所贬值，但对其他主要货币不同幅度地升值，人民币汇率指数总体保持稳定。

国内市场利率：如果即期汇率与中间价持续偏离，将可能带动国内货币市场利率有所回升。

- 风险提示：地缘政治不稳定，宏观经济出现超预期变化。

图示：传导路径



目录

contents

- 1 美国二次通胀使得美元维持强势
- 2 从离岸汇率到国内利率的传导
- 3 离岸拆借利率与国内利率关系
- 4 风险提示



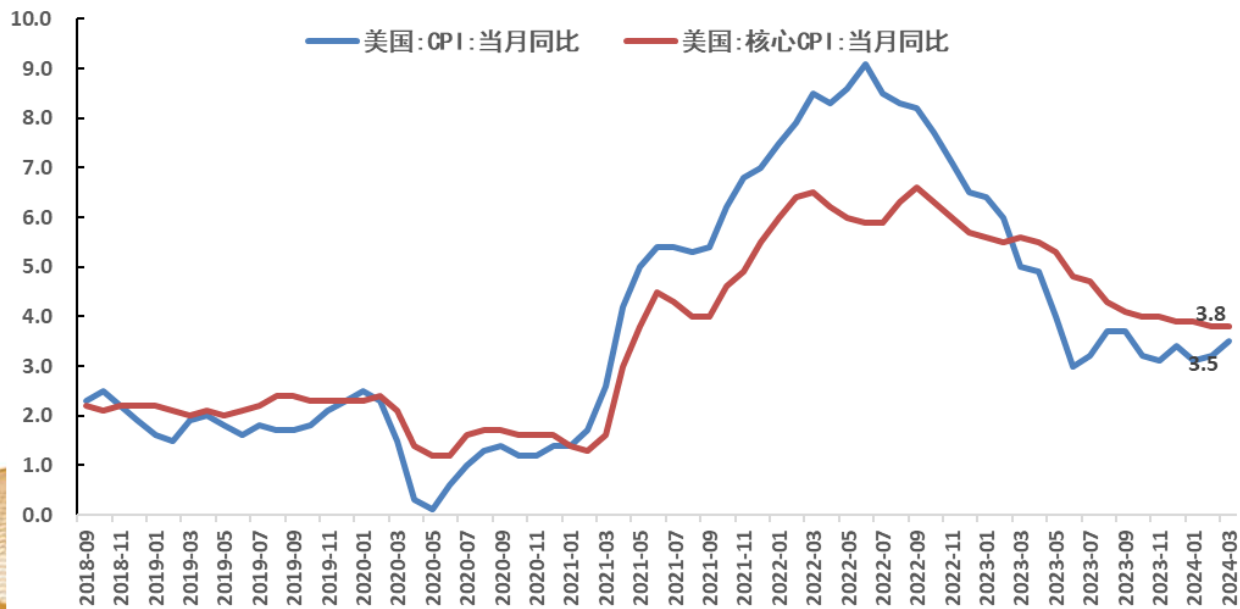
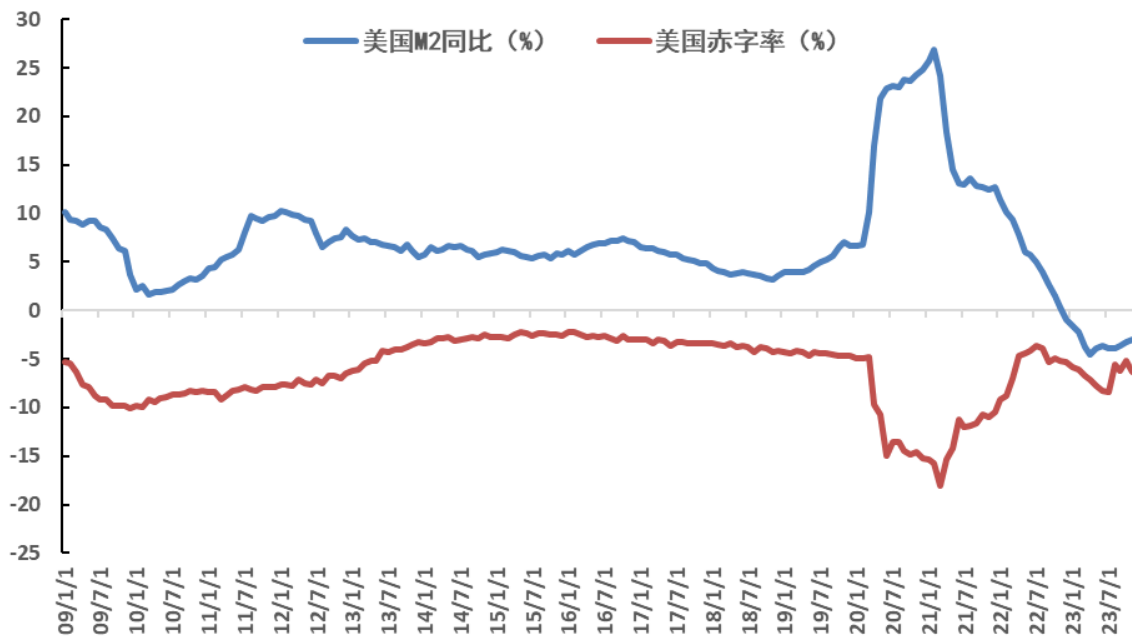
1 美国二次通胀使得美元维持强势

美国“二次通胀”风险上升

● 美国通胀再次回升（二次通胀）的风险：

- 1) 在财政继续扩张下，如果货币增速（M2）筑底后回升，将会显著减弱加息的抑制效应，为通胀提供流动性支持；
- 2) 劳动力市场紧俏，工资涨幅处于高位，为通胀上行提供推力；
- 3) 房地产市场改善带动房价再次上行，并向其它领域传导，将推升核心通胀；
- 4) 大宗商品价格上涨将带动PPI回升，从成本端推升CPI。

● 结合基数，预计二季度美国通胀将逐月有所回升。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

美联储政策三种前景展望

- 情景一是基准情形，2024年上半年美国经济保持韧劲，下半年降温并伴随通胀重新回落，发生概率在60%。
- 情景二和情景三分别是美国经济热度不减、通胀持续超预期和美国经济较快降温，前者比后者概率大些。

情景	经济基本面状态	美联储政策选择	发生概率（%）
情景一	2024年上半年美国经济继续扩张，下半年经济动能减弱，通胀持续回落。	降息在9月之后，甚至继续推迟。	60%
情景二	2024年全年，在补库存和AI等产能扩张带动下，美国经济热度较高，出现“二次通胀”。	在下半年再次加息25-50BP。	30%
情景三	受高利率等影响，上半年美国经济显著放缓，通胀加速回落。	在上半年（5月）降息，并停止缩表；全年降息75BP左右。	10%

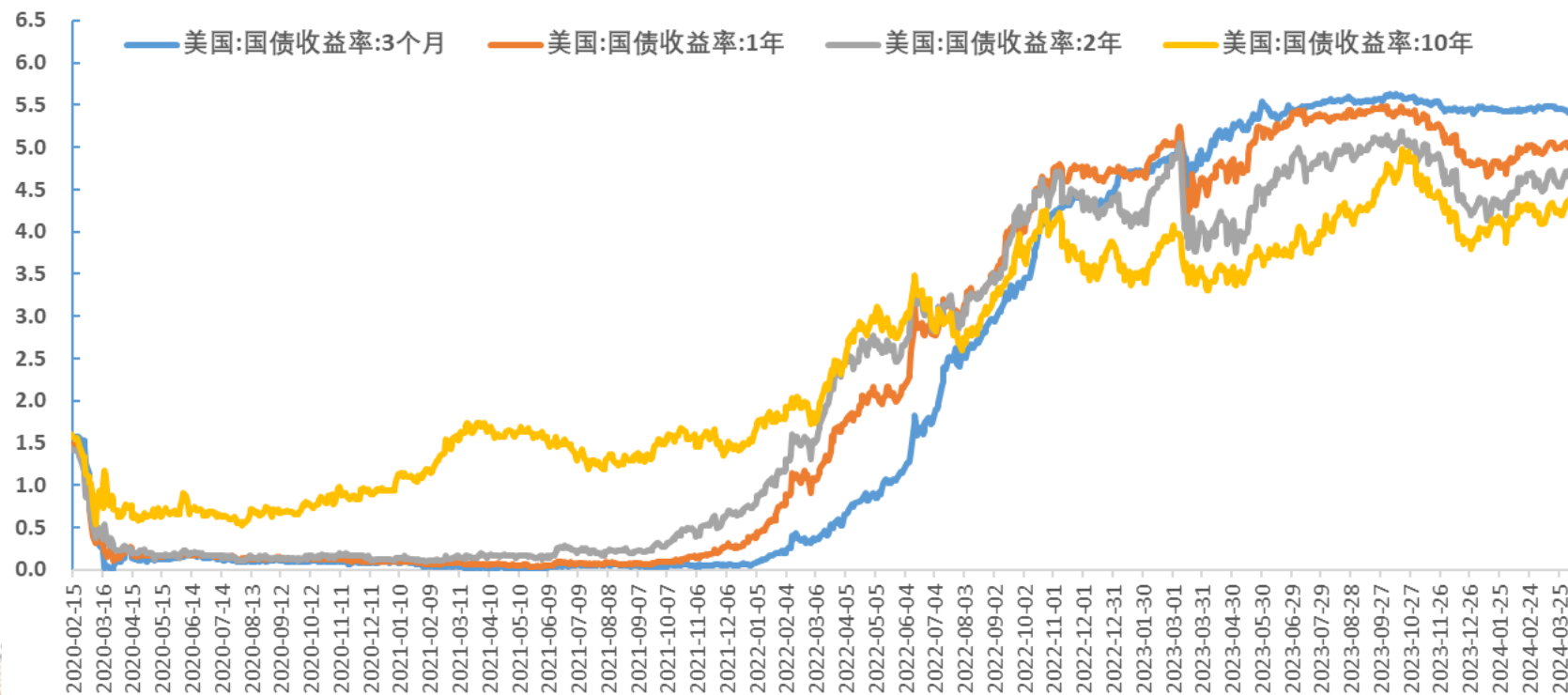
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

美债利率：经济保持较高热度及通胀压力，利率维持相对高位

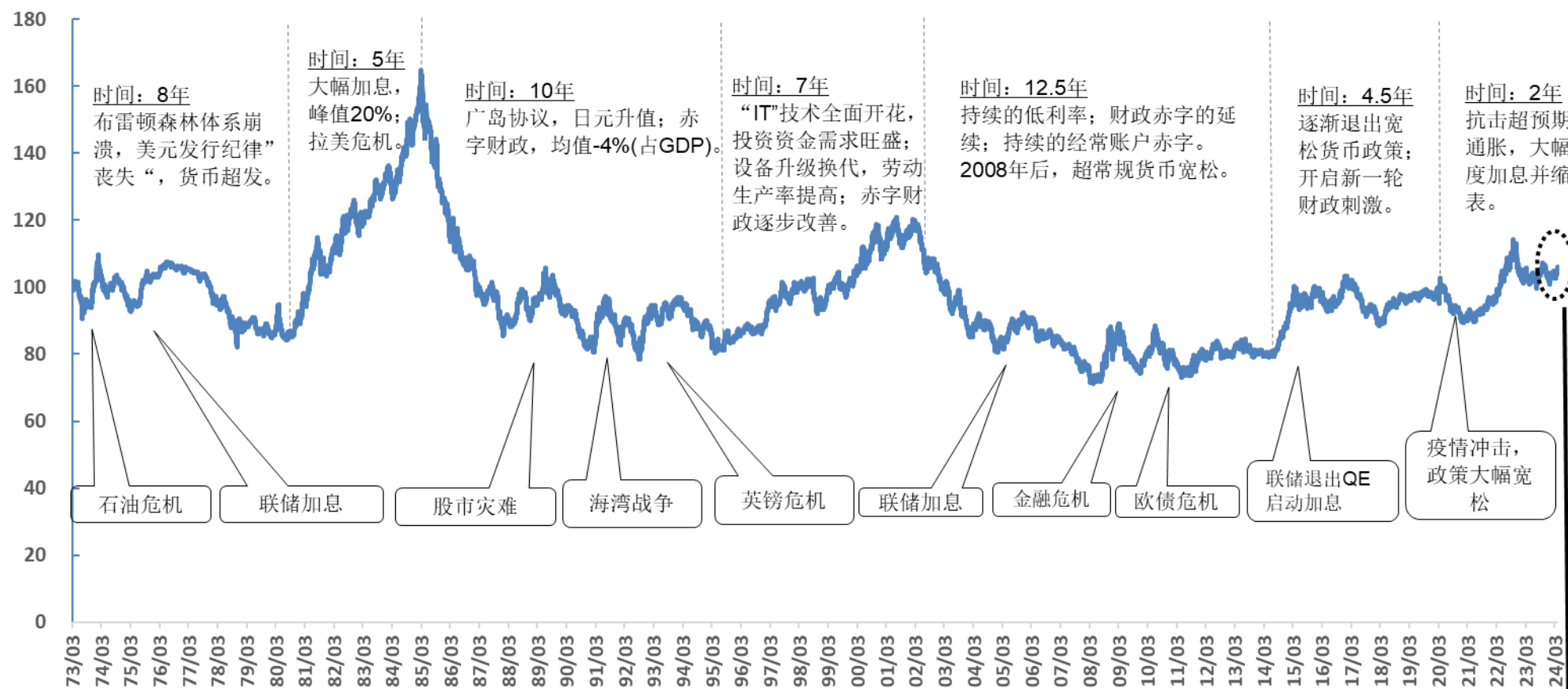
● **利率判断：** 2022年1月以来，3个月期美债利率从0%上升至5.45%（2024, 4, 12）；10年美债利率从1.5%上升至高点4.95%，最新为4.50%（2024, 4, 12）。短端基本被政策利率锁定，长端受经济预期变化影响。

● 在经济仍然保持较高热度及通胀再次回升预期下，预计3个月期美债利率维持在5.5%附近；10年美债利率亦将徘徊在相对高位（4.5%附近）。

图：不同期限美债收益率（%）



美元：仍将保持强势



美元指数：仍将保持强势

从经济动能看，美国经济仍强于欧洲和日本，通胀再次回升预期下，市场预计美联储降息推迟，美元仍将保持强势，区间[105, 110]。

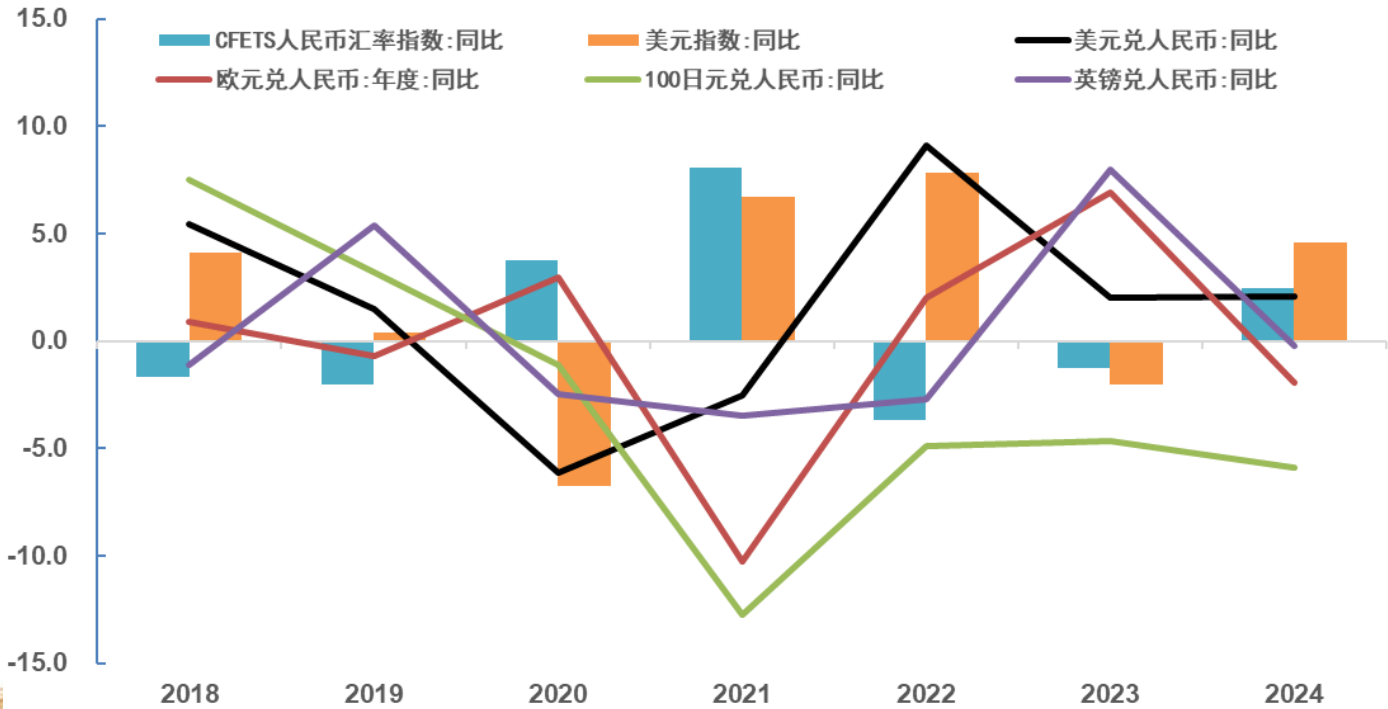


2 从离岸汇率到国内利率的传导

人民币汇率：灵活应对

- 2020-2021年，美联储政策处于超宽松状态，同时受出口增速回升、贸易顺差持续扩大影响，人民币保持强势，对主要货币持续升值。
- 2022-2023年，美联储持续较快加息和缩表，从金融机构外汇存款看，资金有所外流，人民币对美元贬值。
- 2024年，特别4月以来，受美国通胀预期回升影响，美元走强，人民币对美元有所贬值，但对其他主要货币不同幅度地升值。人民币汇率指数总体走强。
- 当前，贸易增速有所回升，顺差相对稳定增长，金融机构外汇存款增加，资金出现流入，人民币具备灵活应对美元走强的条件。

年份	中国贸易顺差（亿美元）	金融机构外汇存款（亿美元）	外汇储备（官方：亿美元）
2024	1,836.60	8,326.00	32,456.57
2023	8,229.85	7,978.00	32,379.77
2022	8,379.28	8,539.00	31,276.91
2021	6,704.12	9,969.00	32,501.66
2020	5,239.90	8,893.00	32,165.22
2019	4,210.73	7,577.00	31,079.24
2018	3,509.47	7,275.00	30,727.12

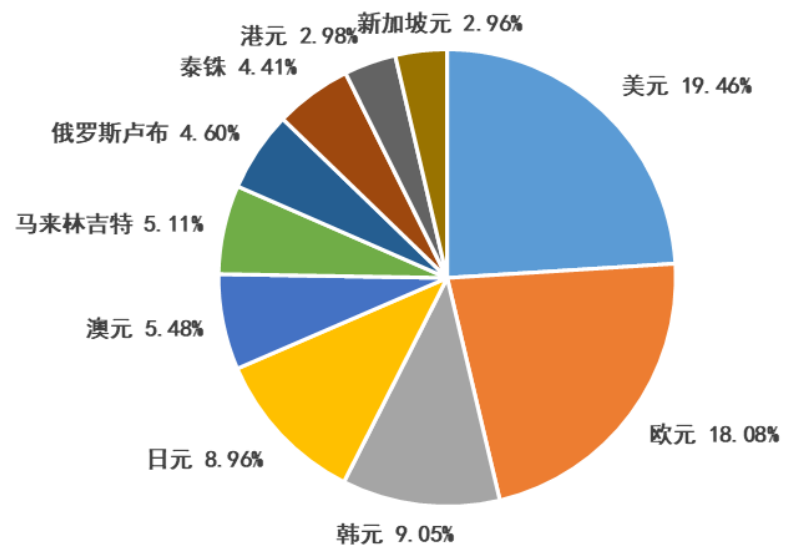


	变化方向（2024, 1, 1-2024, 4, 12）	变化幅度（2024, 1, 1-2024, 4, 12）
人民币对美元	贬值	2.05%
人民币对欧元	升值	1.96%
人民币对日元	升值	5.92%
人民币对英镑	升值	0.25%
CFETS人民币汇率指数	走强	2.47%
美元指数	走强	4.58%

人民币汇率：离岸汇率对在岸汇率的引导

- 离岸与在岸市场的政策环境、定价机制、交易机制、组成结构的不同，是人民币离岸与在岸汇率存在价差的根源。
- 人民币离岸汇率对在岸汇率具有较强的影响力，表现为离岸对在岸具有领先性和同步性。贬值期，离岸与在岸汇率点差基本为正；升值期，离岸与在岸汇率点差基本为负。贬值期二者点差更为显著，离岸对在岸引导性更大。
- 离岸汇率对在岸汇率的引导途径
 - 1) 在岸市场参与者做投资决策时会参考具有信息优势的离岸市场参与者的投资行为；
 - 2) 海外投资机构会根据离岸市场汇率的预期变化相应调整在岸市场的投资组合，进而影响在岸汇率的波动；
 - 3) 跨境贸易支付途径。
 （参见“连平：人民币离岸汇率引导在岸汇率吗？”，2023, 9, 11, 第一财经）

CFETS人民币汇率指数权重（2023, 12: %）



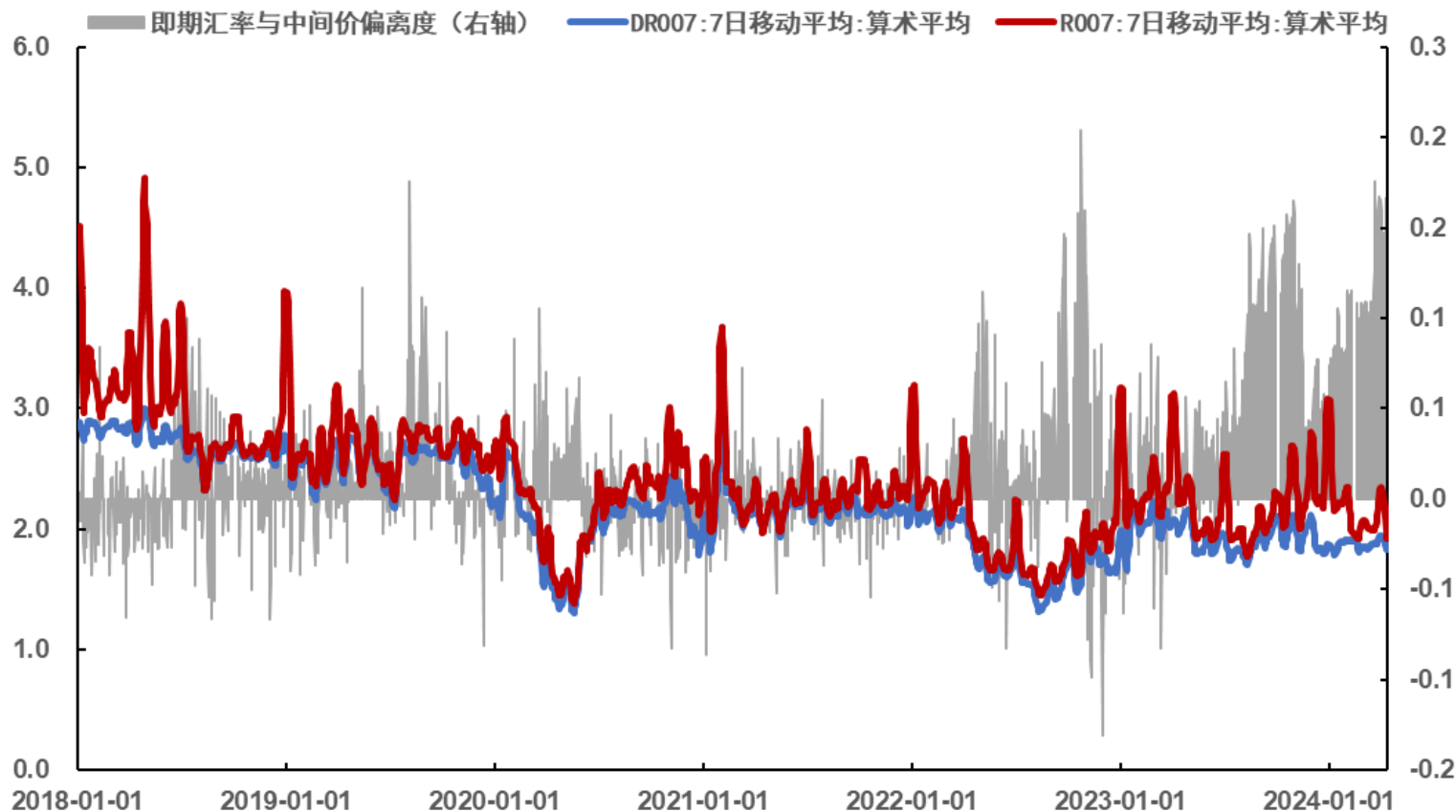
人民币汇率：即期汇率与中间价偏离度对利率的影响

● 即期汇率与汇率中间价的偏离度，某种程度上反映贬值（升值）预期，可以作为贬值（升值）压力指标。

● 即期汇率与汇率中间价的偏离度为正，持续存在并扩大，将反映贬值预期偏强。

● 从经验数据看，在贬值预期偏强、压力持续存在的时间段，在“利率平价”机制作用下，货币市场利率会有所回升。

● 其对应的货币政策操作可能是：央行边际上收紧流动性，不一定是加息政策，更多是流动性量的调控。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

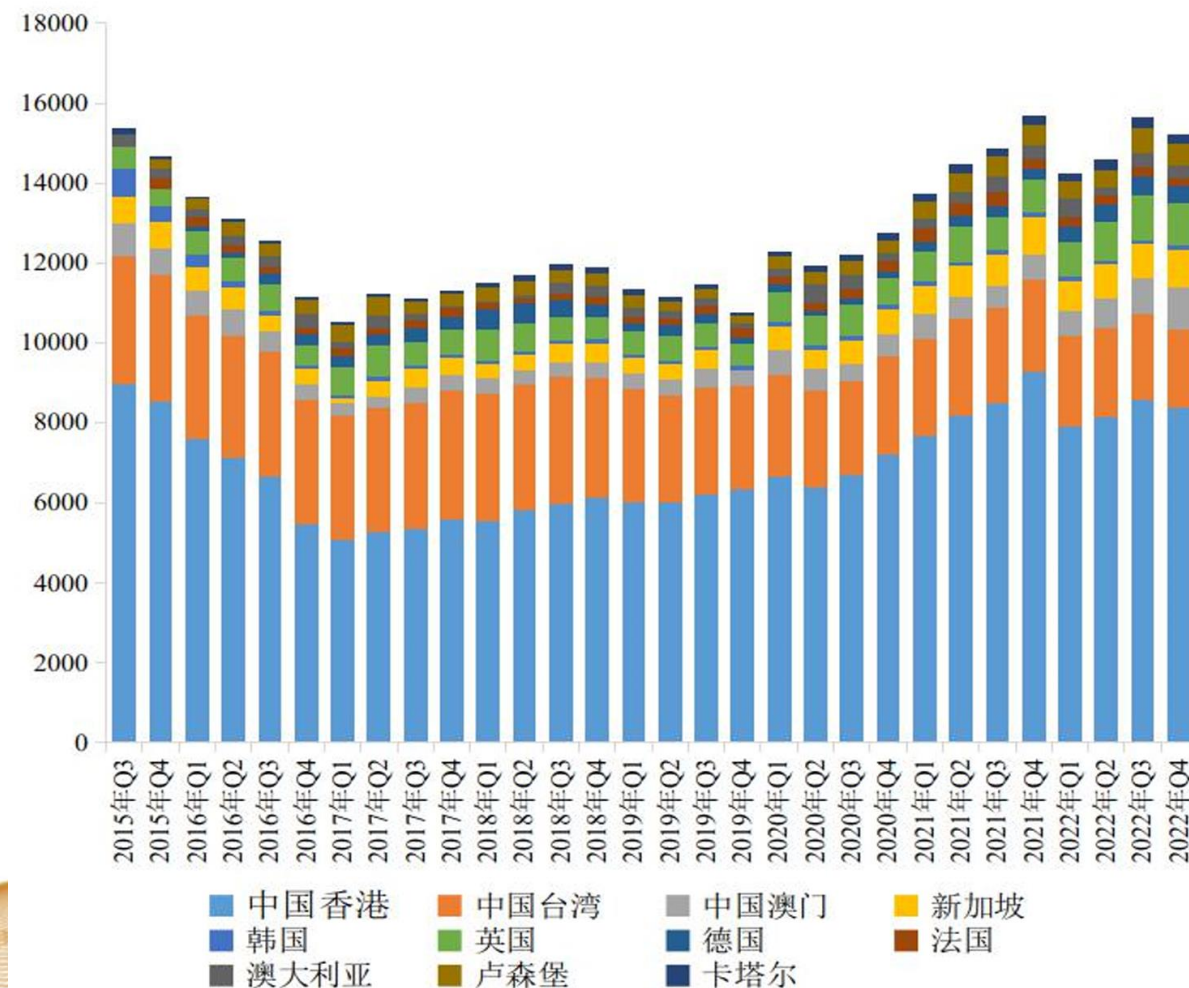


3 离岸拆借利率与国内利率关系

离岸人民币拆借利率：离岸人民币存款规模与分布

● 2022年我国离岸人民币存款规模约1.5万亿元。其中：
中国香港人民币存款余额为 8357 亿元，在离岸市场中排第一位，占比约56%；
是中国台湾，人民币存款余额 1952 亿元，在离岸市场中排第二位；
英国人民币存款余额 1059 亿元，在离岸市场中排第三位。

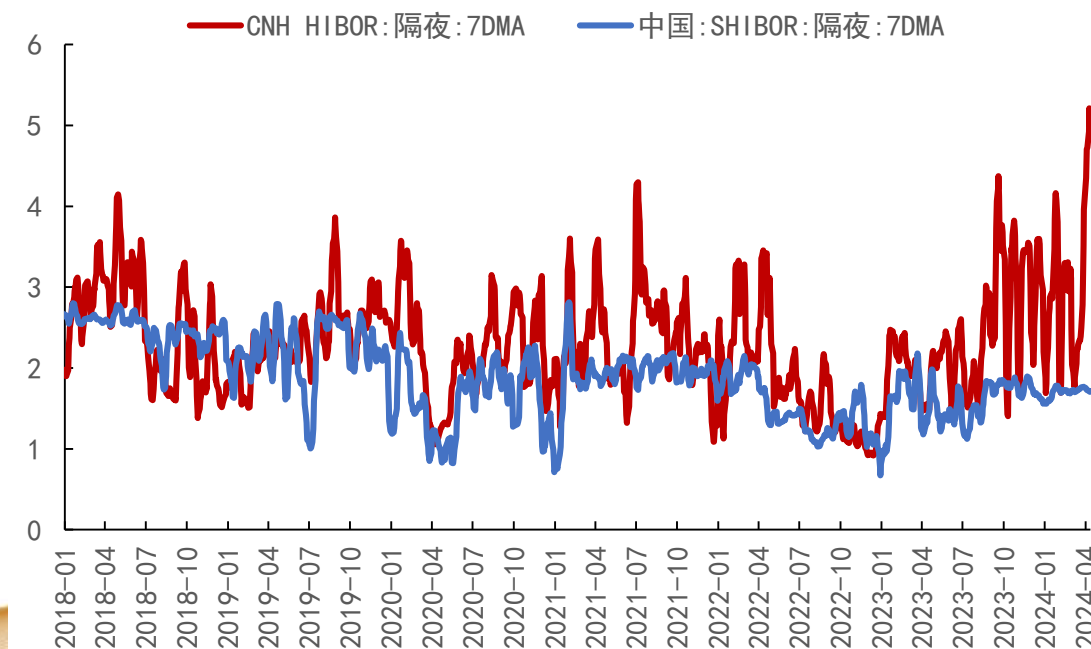
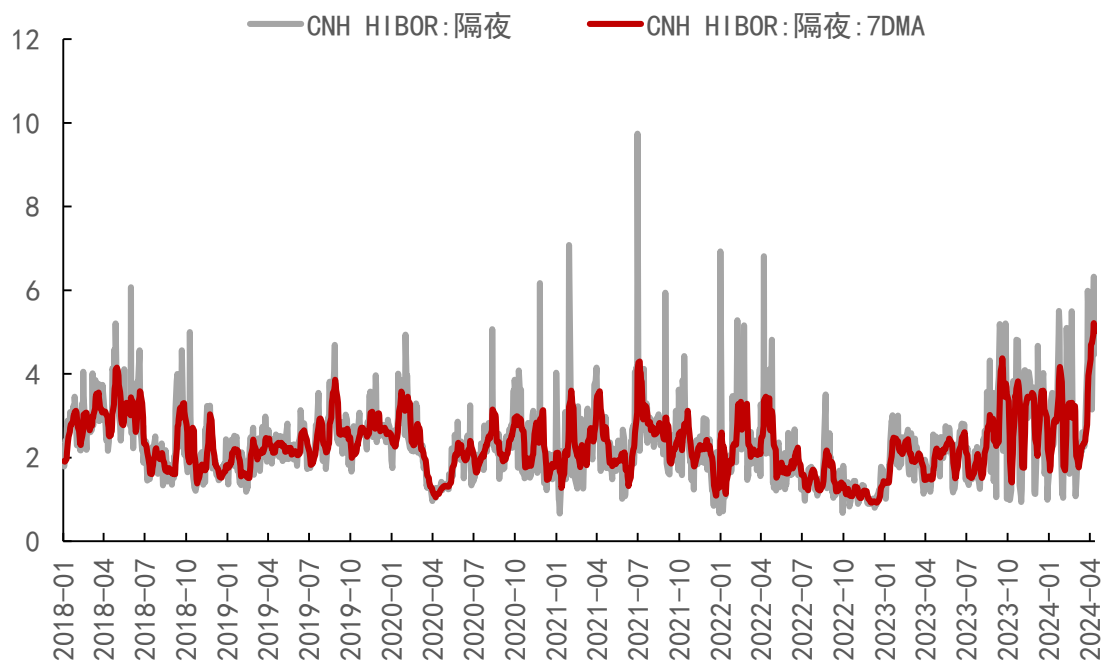
图：主要离岸人民币市场存款余额（亿元）



资料来源：中国人民银行“人民币国际化报告2023”，华西证券研究所

人民币汇率：近期离岸人民币拆借利率大幅上行

- 4月9日离岸人民币隔夜拆借利率升至6.32%，创下2022年4月以来新高，如果按照7天移动平均，则创下2018年以来新高。
- 之所以选择2018年作为观察起始年份，是因为在2018年10月31日，央行发布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》，正式发行离岸央票。
- 离岸市场利率水平整体高于在岸市场，人民币HIBOR的波动幅度以及平均利率都要高于SHIBOR，并且近期二者利差有扩大的趋势。



离岸人民币拆借利率与国内货币市场利率关系：相关性不强

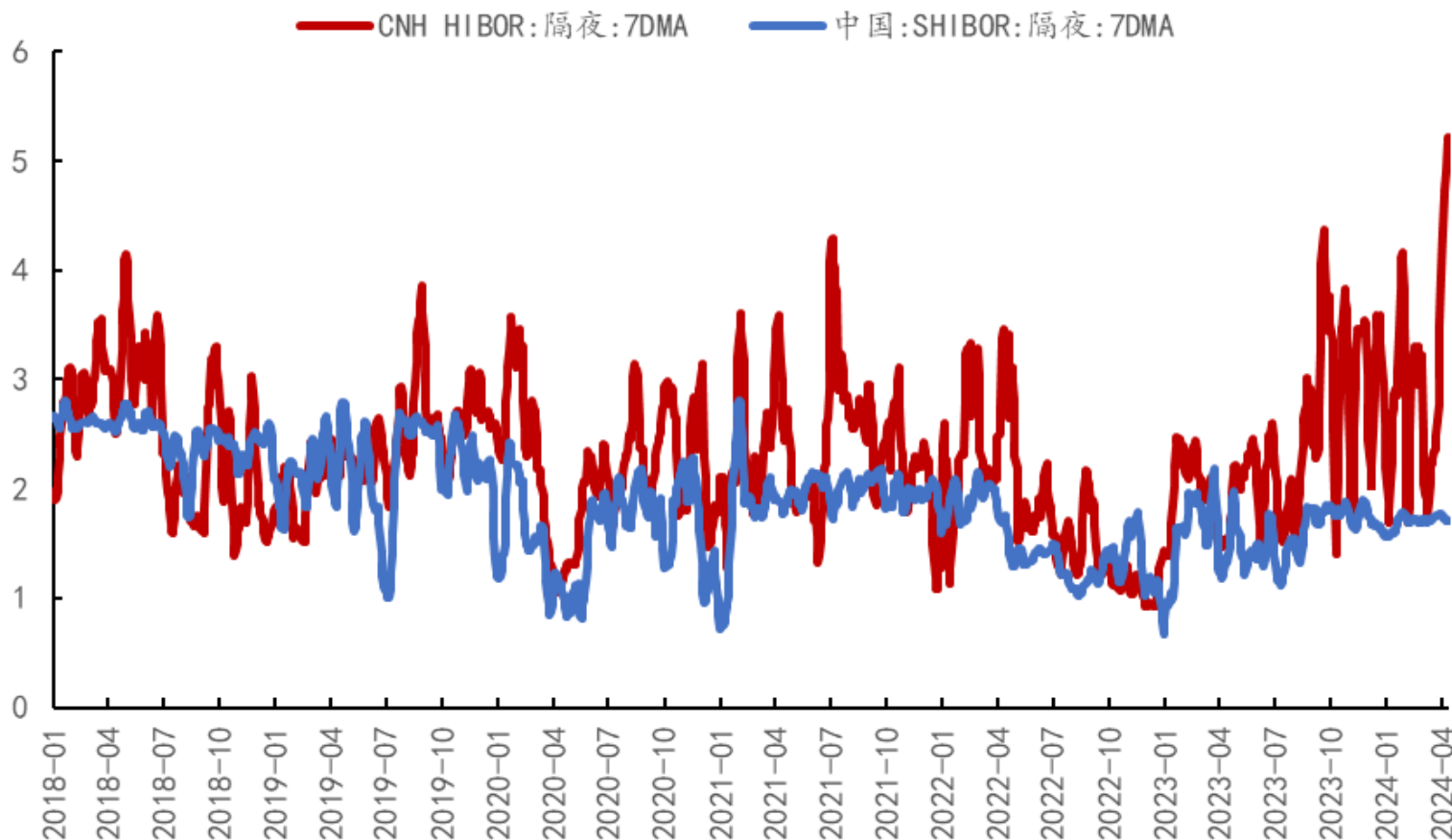
● 离岸人民币拆借利率与国内货币市场利率相关性不强。2018年以来，离岸拆借利率基本持续高于国内利率，且波动幅度较大。

● 离岸人民币市场体量较小，且对海外宏观（美国）因素反应较为及时、敏感，这是其波动较大的原因。

● 离岸人民币拆借市场与国内货币市场联通性不强：

1) 资本项总体有序和严格管控，通过金融市场直接套利很难做到；

2) 贸易项虽然较为自由，但监管制度完善下（贸易真实性要求和标准提高），能实现套利的资金体量、时间效率等方面受较大限制。

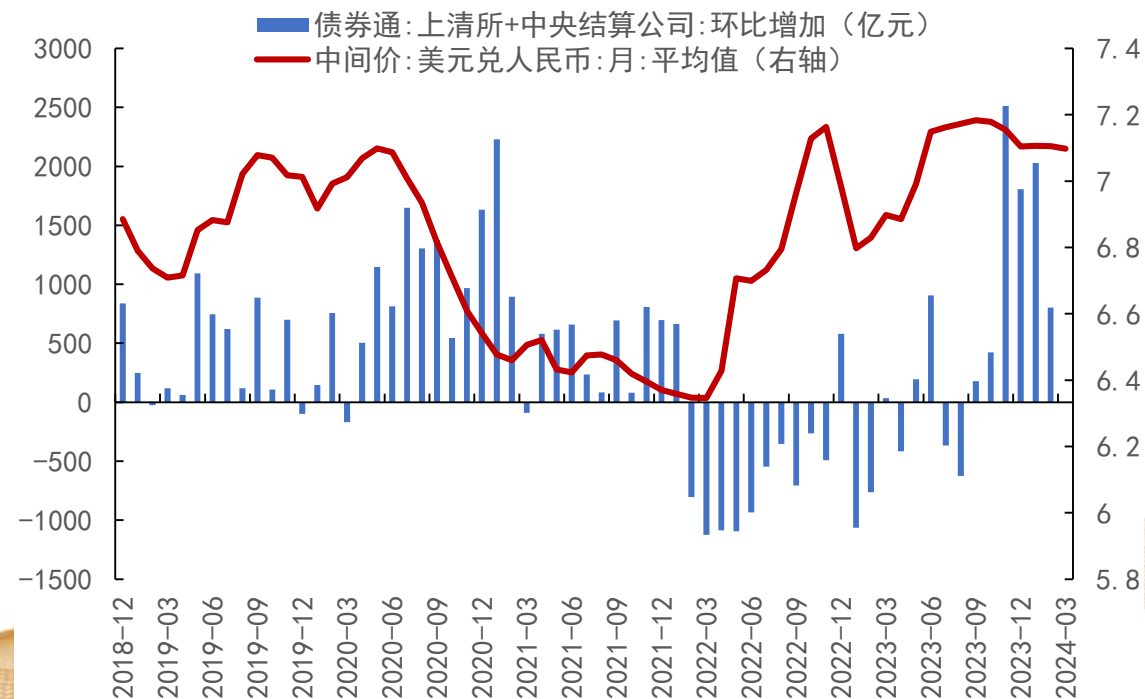
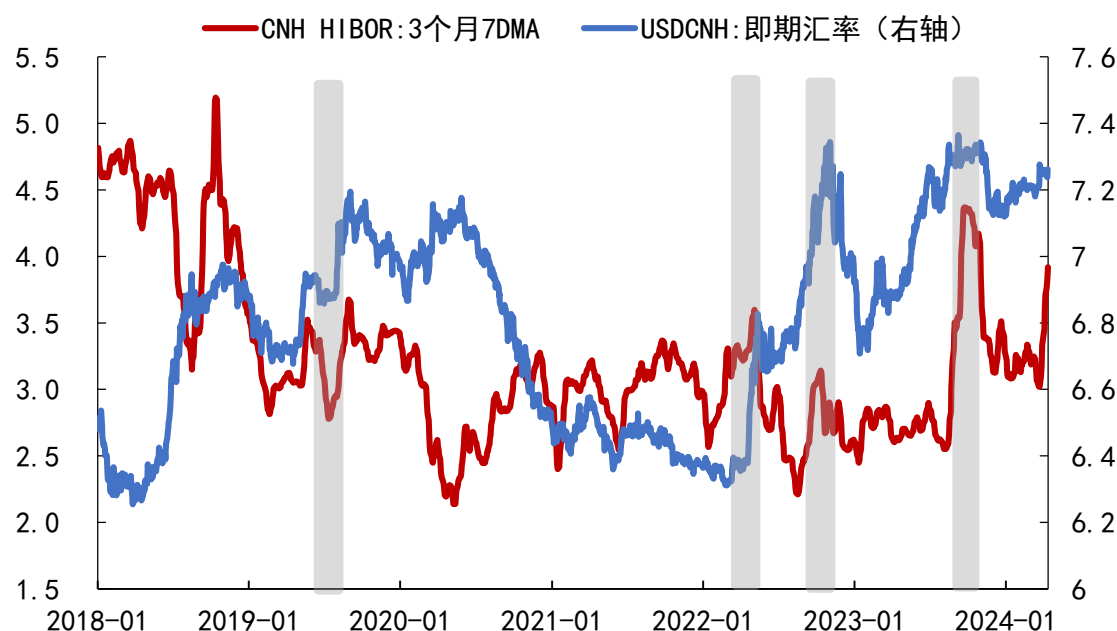


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

央票发行、外资流入或是带动离岸人民币拆借利率上行的主要原因

● 央行发行央票会带动离岸人民币拆借利率上行。背后的逻辑是央行在人民币贬值压力较大的时间点通过发行央票回笼离岸人民币流动性，带动离岸人民币拆借利率回升，进而使得沽空人民币的融资成本被大幅抬高，做空力量得到削弱，在一定程度上减缓人民币汇率贬值压力。

● 另一个导致离岸人民币拆借利率上升的原因可能是外资购买中国资产所致，背后的逻辑是外资看好中国资产，将外币换成人民币购买中国资产，导致离岸人民币需求增加，进而带动离岸人民币拆借利率上升。以债券净买入为例，今年前2个月外资增持近2800亿元。



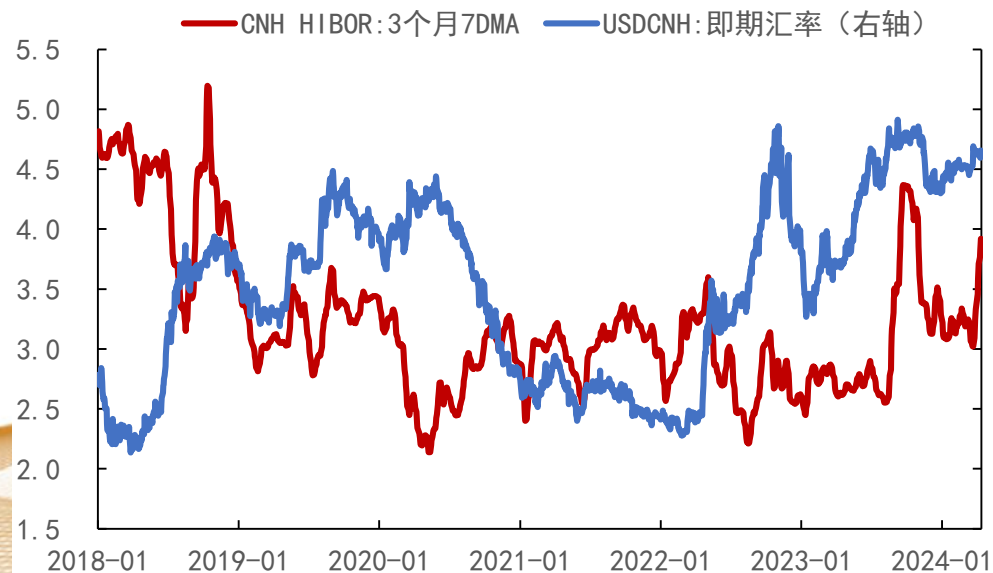
离岸人民币拆借利率与美债收益率、离岸人民币汇率正相关

● 离岸人民币拆借利率与人民币汇率、美债收益率呈现正相关关系。背后的逻辑其实是一致的，拿当下来举例，美国3月通胀、非农数据均超出市场预期，市场对于美联储降息的预期推迟到了9月，美债利率回升、美元保持强势，对应而来的是人民币面临一定的贬值压力。

● 在这一背景下，央行可能通过发行离岸央票回笼人民币流动性，推升离岸人民币拆借利率带动做空人民币成本上升进而在一定程度上稳定人民币汇率。因此，整体来看，离岸人民币拆借利率与人民币汇率、美债收益率呈现正相关关系。

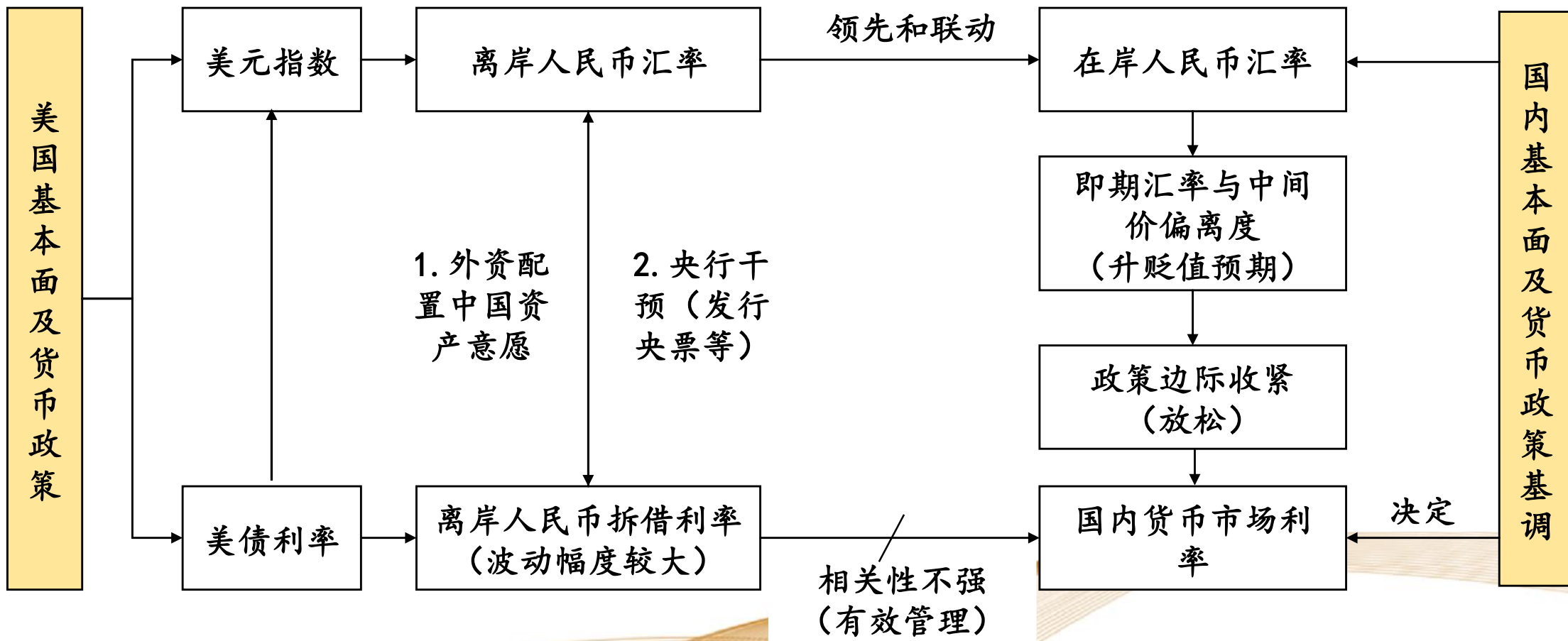
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES

MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	96.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	16.4%	83.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.8%	38.4%	55.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.5%	19.5%	45.7%	32.3%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	6.7%	26.0%	42.3%	24.3%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.3%	3.5%	15.8%	33.7%	33.8%	12.9%
2025/1/29	0.0%	0.1%	1.4%	7.6%	21.7%	33.7%	26.9%	8.6%
2025/3/19	0.1%	0.7%	4.1%	13.8%	27.0%	30.7%	18.8%	4.8%
2025/4/30	0.2%	1.6%	6.7%	17.4%	28.0%	27.5%	15.0%	3.5%



总结：离岸汇率利率向在岸汇率利率传导路径的特性

- 有效路径：离岸汇率→在岸汇率→在岸汇率与中间价偏离度→贬（升）值预期→“利率平价”机制影响国内货币市场利率。
- 无效路径：在资本项有效管理下，离岸人民币拆借利率与国内货币市场利率相关性不强。



4. 风险提示

地缘政治不稳定，宏观经济出现超预期变化。

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西大类资产首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。



华西证券
HUAXI SECURITIES

丁俊菴，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文多篇。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。