



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2023 年第 67 期总第 1102 期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话: 0551—63753813

服务邮箱: xtresearch@xtkg.com

公司网站: <http://www.xtkg.com/>

联系地址: 安徽省合肥市政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2602

2023 年 9 月 12 日 星期二

更多精彩 敬请关注
兴泰季微信公众号



宏观经济	2
中国 8 月 CPI 同比上涨 0.1%	2
中国 8 月 PPI 同比下降 3.0%	2
8 月中国中小企业发展指数为 89.4	2
美国 7 月批发销售环比增长 0.8%	2
日本连续 6 个月实现经常项目顺差	3
货币市场	3
8 月末社会融资规模存量为 368.61 万亿元	3
8 月末广义货币余额同比增长 10.6%	3
监管动态	4
证监会召开专家学者和投资者座谈会	4
金融监管总局优化保险公司偿付能力监管标准	5
金融行业	5
深交所网站上线“阳光监管 透明服务”专栏	5
交易商协会熊猫债发行规模首次突破千亿大关	6
热门企业	6
基金业首家股权子公司获批设立	6
又一家合资理财公司正式开业	6
地方创新	7
广东: 发布扩大内需战略实施方案	7
郑州: 加快城市国际化全面提升竞争力	7
深度分析	7
人民币离岸汇率引导在岸汇率吗?	7

宏观经济

国家发改委召开加快建设全国统一大市场调研座谈会

9月8日,国家发改委召开加快建设全国统一大市场调研座谈会。会议要求,要进一步提高政治站位,压实主体责任,坚决破除地方保护,畅通国内大循环,更好联通国内资源市场;要坚持问题导向,采取务实管用举措解决问题,落实好招投标等领域专项整治工作;要进一步主动加大体制机制改革的推动力度,坚持“立规矩”“拆篱笆”“铲土壤”,全力推动建设全国统一大市场;要牢固树立全国一盘棋的大局意识,凝聚各方共识,以更加坚定的思想自觉、更加精准务实的行动,推动各项任务落细落实,做建设全国统一大市场的执行者、行动派、实干家。

中国 8 月 CPI 同比上涨 0.1%

9月9日,国家统计局数据显示,8月份,全国居民消费价格同比上涨0.1%。其中,城市上涨0.2%,农村下降0.2%;食品价格下降1.7%,非食品价格上涨0.5%;消费品价格下降0.7%,服务价格上涨1.3%。1-8月平均,全国居民消费价格比上年同期上涨0.5%。8月份,全国居民消费价格环比上涨0.3%。

中国 8 月 PPI 同比下降 3.0%

9月9日,国家统计局数据显示,8月份,全国工业生产者出厂价格同比下降3.0%,环比上涨0.2%;工业生产者购进价格同比下降4.6%,环比上涨0.2%。1-8月平均,工业生产者出厂价格比上年同期下降3.2%,工业生产者购进价格下降3.6%。

8 月中国中小企业发展指数为 89.4

8月中国中小企业发展指数为89.4,比7月上升0.1点,连续第三个月上升。中国中小企业发展指数的分项指数中,宏观经济感受指数、综合经营指数、市场指数、投入指数都是连续三个月上升,分行业指数中的社会服务业和住宿餐饮业指数连续两个月上升。

美国 7 月批发销售环比增长 0.8%

9月8日,数据显示,美国7月批发销售环比增长0.8%,创2022年6月以来最大增幅,预期增长0.2%,前值由下降0.7%修正至下降0.8%。

欧盟委员会下调欧元区年 GDP 增速预期

欧盟委员会下调欧元区 2023 年和 2024 年 GDP 增速预期,预计 2023 年增速为

0.8%，2024 年为 1.3%；预计 2023 年欧元区通胀率为 5.6%，2024 年为 2.9%；预计 2023 年德国经济将萎缩 0.4%，为欧盟主要经济体中唯一一个出现衰退的国家。

日本连续 6 个月实现经常项目顺差

9 月 8 日，日本财务省公布的国际收支初步统计报告显示，7 月日本经常项目实现顺差 2.77 万亿日元，连续 6 个月实现顺差，顺差额是去年同期的 3.1 倍。国际能源价格下降带动贸易收支转正，以及海外投资收益增长是经常项目顺差的主要原因。数据显示，7 月包含货物及服务的整体贸易收支逆差额同比缩小 1.53 万亿日元，至 4673 亿日元。其中货物贸易收支由去年同期的高额逆差，转为实现顺差 682 亿日元，煤炭、原油、液化天然气等进口额下降是主要影响因素。此外，由于证券投资等收益显著增加，7 月日本海外投资收益实现顺差 3.58 万亿日元，同比增加 4863 亿日元。

货币市场

8 月末社会融资规模存量为 368.61 万亿元

9 月 11 日，中国人民银行公布数据显示，8 月末社会融资规模存量为 368.61 万亿元，同比增长 9%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 230.24 万亿元，同比增长 10.9%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 1.82 万亿元，同比下降 16.8%；委托贷款余额为 11.33 万亿元，同比增长 2.4%；信托贷款余额为 3.77 万亿元，同比下降 2.9%；未贴现的银行承兑汇票余额为 2.67 万亿元，同比下降 8.2%；企业债券余额为 31.46 万亿元，同比下降 0.2%；政府债券余额为 65.15 万亿元，同比增长 11.5%；非金融企业境内股票余额为 11.28 万亿元，同比增长 10.2%。

8 月份社会融资规模增量为 3.12 万亿元

9 月 11 日，中国人民银行公布数据显示，2023 年前八个月社会融资规模增量累计为 25.21 万亿元，比上年同期多 8420 亿元。8 月份社会融资规模增量为 3.12 万亿元，比上年同期多 6316 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.34 万亿元，同比少增 102 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 201 亿元，同比少减 625 亿元；委托贷款增加 97 亿元，同比少增 1658 亿元；信托贷款减少 221 亿元，同比少减 251 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 1129 亿元，同比少增 2357 亿元；企业债券净融资 2698 亿元，同比多 1186 亿元；政府债券净融资 1.18 万亿元，同比多 8714 亿元；非金融企业境内股票融资 1036 亿元，同比少 215 亿元。

8 月末广义货币余额同比增长 10.6%

9 月 11 日，中国人民银行公布数据显示，8 月末广义货币(M2)余额 286.93 万亿元，同比增长 10.6%，增速分别比上月末和上年同期低 0.1 个和 1.6 个百分点。狭义货币(M1)余额 67.96 万亿元，同比增长 2.2%，增速分别比上月末和上年同期低 0.1 个和 3.9

个百分点。流通中货币(M0)余额 10.65 万亿元,同比增长 9.5%。当月净投放现金 386 亿元。

1-8 月人民币贷款增加 17.44 万亿元

9 月 11 日,中国人民银行公布数据显示,8 月末,本外币贷款余额 237.23 万亿元,同比增长 10.5%。人民币贷款余额 232.28 万亿元,同比增长 11.1%,增速与上月末持平,比上年同期高 0.1 个百分点。前八个月人民币贷款增加 17.44 万亿元,同比多增 1.76 万亿元。8 月份人民币贷款增加 1.36 万亿元,同比多增 868 亿元。分部门看,住户贷款增加 3922 亿元,其中,短期贷款增加 2320 亿元,中长期贷款增加 1602 亿元;企(事)业单位贷款增加 9488 亿元,其中,短期贷款减少 401 亿元,中长期贷款增加 6444 亿元,票据融资增加 3472 亿元;非银行业金融机构贷款减少 358 亿元。8 月末,外币贷款余额 6890 亿美元,同比下降 16.7%。前八个月外币贷款减少 526 亿美元,同比少减 333 亿美元。8 月份外币贷款减少 125 亿美元,同比少减 222 亿美元。

1-8 月人民币存款增加 20.24 万亿元

9 月 11 日,中国人民银行公布数据显示,8 月末,本外币存款余额 284.47 万亿元,同比增长 10%。人民币存款余额 278.76 万亿元,同比增长 10.5%,增速与上月末持平,比上年同期低 0.8 个百分点。前八个月人民币存款增加 20.24 万亿元,同比多增 1158 亿元。8 月份人民币存款增加 1.26 万亿元,同比少增 132 亿元。其中,住户存款增加 7877 亿元,非金融企业存款增加 8890 亿元,财政性存款减少 88 亿元,非银行业金融机构存款减少 7322 亿元。8 月末,外币存款余额 7954 亿美元,同比下降 12.7%。前八个月外币存款减少 585 亿美元,同比少减 272 亿美元。8 月份外币存款减少 264 亿美元,同比少减 161 亿美元。

监管动态

证监会召开专家学者和投资者座谈会

证监会近日就活跃资本市场、提振投资者信心召开三场座谈会,分别听取专家学者和投资者意见建议,并就市场关切的热点问题做了交流探讨。会议指出,当前资本市场风险总体可控,杠杆资金等重点领域风险持续收敛。要树牢底线意识,在发挥好市场自我调节机制作用同时,坚决防止市场大幅波动。会议强调,要完善资本市场法治供给,加大资本市场防假打假力度,依法严惩欺诈发行、虚假披露、违规减持等违法违规行为。下一步,证监会将研究出台更多务实、管用的政策举措,成熟一项、推出一项,切实维护资本市场稳定健康发展。

证监会发布《行政处罚罚没款执行规则》

为进一步规范行政处罚罚没款执行工作,推动形成执行工作合力,提升执行工作



效能,近日,证监会发布《行政处罚罚没款执行规则》。《执行规则》共三十三条,根据执行工作各个环节制定具体规范:一是对案件调查审理阶段加强查找、发现当事人财产线索提出了明确要求。二是对不按时缴纳罚没款当事人进行催告督促、申请法院强制执行以及退库的工作流程等方面作出了明确规定。三是对《行政处罚法》“当事人确有经济困难,可以暂缓或者分期缴纳”的规定予以细化,从申请暂缓、分期缴纳的情形、申请材料内容、审查及批准程序等方面制定细则,增强可操作性。四是针对实践中问题突出、但法律规定不明确的“申请强制执行时限”问题进行专门研究,划分不同情形作出了具体规定。

金融监管总局优化保险公司偿付能力监管标准

9月10日,金融监管总局发布《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》,在保持综合偿付能力充足率100%和核心偿付能力充足率50%监管标准不变的基础上,根据保险业发展实际,优化保险公司偿付能力监管标准。《通知》共10条,主要包括4个方面。一是差异化调节最低资本要求。要求总资产100亿元以上、2000亿元以下的财产险公司和再保险公司,以及总资产500亿元以上、5000亿元以下的人身险公司,最低资本按照95%计算偿付能力充足率,等等。二是引导保险公司回归保障本源。将保险公司剩余期限10年期以上保单未来盈余计入核心资本的比例,从目前不超过35%提高至不超过40%,鼓励保险公司发展长期保障型产品,等等。三是引导保险公司支持资本市场平稳健康发展。对于保险公司投资沪深300指数成分股,风险因子从0.35调整为0.3,等等。四是引导保险公司支持科技创新。保险公司投资的国家战略性新兴产业未上市公司股权,风险因子赋值为0.4,等等。

市场监管总局印发《经营者集中反垄断合规指引》

9月11日,市场监管总局发布《经营者集中反垄断合规指引》。这是2008年反垄断法实施以来,国务院反垄断执法机构出台的首部经营者集中监管领域合规指导性文件,对提升经营者集中常态化监管水平具有重要意义。作为推进常态化监管的重要举措,《指引》提出市场监管部门要定期了解企业合规情况并给予必要支持,积极开展宣传和培训。《指引》重在实现合规效果,不强制要求企业单独建立经营者集中合规制度,避免增加额外合规成本。同时,《指引》充分考虑不同类型企业管理模式的差异性以及从事投资并购的频繁程度,在合规建设方面给予企业足够灵活度;以问题为导向,首次引入案例说明,帮助企业更好理解投资并购各环节可能面临的合规风险。

金融行业

深交所网站上线“阳光监管 透明服务”专栏

9月9日,深交所网站首页上线“阳光监管 透明服务”专栏,“一站式”集中展示深交所自律监管和市场服务事项清单,同时更新发布39件市场主体常用办事指南。相较原有栏目,新专栏查询更便捷、展示更友好、分类更精细。



全国外汇市场自律机制专题会议召开

9 月 11 日, 全国外汇市场自律机制专题会议在北京召开。会议认为, 近期人民币对美元虽然有所贬值, 但对一篮子货币保持基本稳定, 对非美主要货币保持相对强势, 外汇市场运行稳健, 市场预期总体平稳。会议强调, 金融管理部门有能力、有信心、有条件保持人民币汇率基本稳定, 该出手时就出手, 坚决对单边、顺周期行为予以纠偏, 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。

交易商协会熊猫债发行规模首次突破千亿大关

1-8 月, 交易商协会熊猫债发行规模 1010 亿元, 首次突破千亿大关, 同比增长 55%。1-8 月, 交易商协会熊猫债注册金额为 2820 亿元, 达到上年同期的 3.5 倍, 新引入优质境外发行人 11 家, 占全部发行人家数的 16%。发行人聚焦实体领域, 区域和行业分布多元。熊猫债募集资金用于境内占比 78%, 长期品种占比超过一半, 有力支持了我国实体经济发展。

热门企业

基金业首家股权子公司获批设立

近日, 证监会发布了《关于核准华夏基金管理有限公司设立私募股权投资基金管理子公司的批复》, 显示已收悉华夏基金提出的申请报告及相关文件, 经审核并做出了批复。核准华夏基金设立华夏股权, 注册地为北京市, 注册资本为 5 亿元, 由华夏基金全资, 业务范围为私募股权投资基金管理。证监会还提出, 华夏基金应自批复之日起 6 个月内完成子公司筹建工作, 足额缴付出资, 选举董事、监事, 聘任高级管理人员, 配备人员、系统、场所。筹建情况通过北京证监局现场检查前, 不得实际开展业务。同时, 华夏基金应当加强对华夏股权的合规与风险管理, 建立有效的风险隔离机制, 督促华夏股权稳健经营、诚实守信、勤勉尽责, 防范利益冲突和利益输送, 不得进行损害投资者利益或者显失公平的关联交易。

又一家合资理财公司正式开业

9 月 8 日, 由法国巴黎资产管理控股公司与农银理财有限责任公司合资筹建的法巴农银理财有限责任公司在上海正式开业。在股东方面, 法巴资管持有法巴农银理财 51% 股权, 农银理财持股 49%。法巴农银理财方面表示, 本次战略合作结合双方优势和特色, 针对中国零售市场不断增长的财富管理需求提供创新的投资解决方案。此次合作体现了法巴资管和农银理财对中国市场的坚定承诺, 以及满足中国投资者不断发展的理财需求的愿景。

地方创新

广东：发布扩大内需战略实施方案

9月8日,《广东省扩大内需战略实施方案》公布,提出八个方面27项具体举措。《方案》提出,全面促进消费,加快消费提质升级;优化投资结构,拓展投资空间;推动城乡区域协调发展,释放内需潜能;提高供给质量,带动需求更好实现;健全现代市场和流通体系,促进产需有机衔接;深化改革开放,增强内需发展动力;扎实推动共同富裕,厚植内需发展潜力;提升安全保障能力,夯实内需发展基础。

郑州：加快城市国际化全面提升竞争力

9月8日,郑州发布《郑州市加快城市国际化全面提升竞争力总体规划》。《规划》提出了“十四五”时期我市城市国际化建设的八项重点任务。建设全球价值链中高端与产业关键环中心城市;建设特色鲜明文化突出国际消费旅游中心城市;建设机制规范氛围友好科技创新国际中心城市;建设聚才优能育才优教育才灵活国际中心城市;建设立体综合交通枢纽开放门户国际中心城市;建设全域会展特色赛事多元交往国际中心城市;建设营商环境留才宜业开放法治国际中心城市;建设绿色智能生态宜居人文包容国际中心城市。

深度分析

人民币离岸汇率引导在岸汇率吗？

文/连平（中国首席经济学家论坛理事长/上海市经济学会副会长）

来源：首席经济学家论坛

今年以来,人民币国际化呈现加速发展趋势。一季度,我国进出口人民币结算占比为22.7%,同比上升了5.8个百分点。伴随着人民币离岸业务的发展,近年来人民币离岸汇率对在岸汇率显示出一定的引导性。人民币的离岸汇率和在岸汇率为什么存在汇差?离岸汇率对在岸汇率的影响途径和机制是怎样的?本文将对此进行分析,并通过梳理人民币离岸与在岸汇率之间的相关性,提出促进离岸在岸汇率良性互动、保持人民币汇率基本稳定的政策建议。

一、人民币离岸汇率对在岸汇率具有引导性

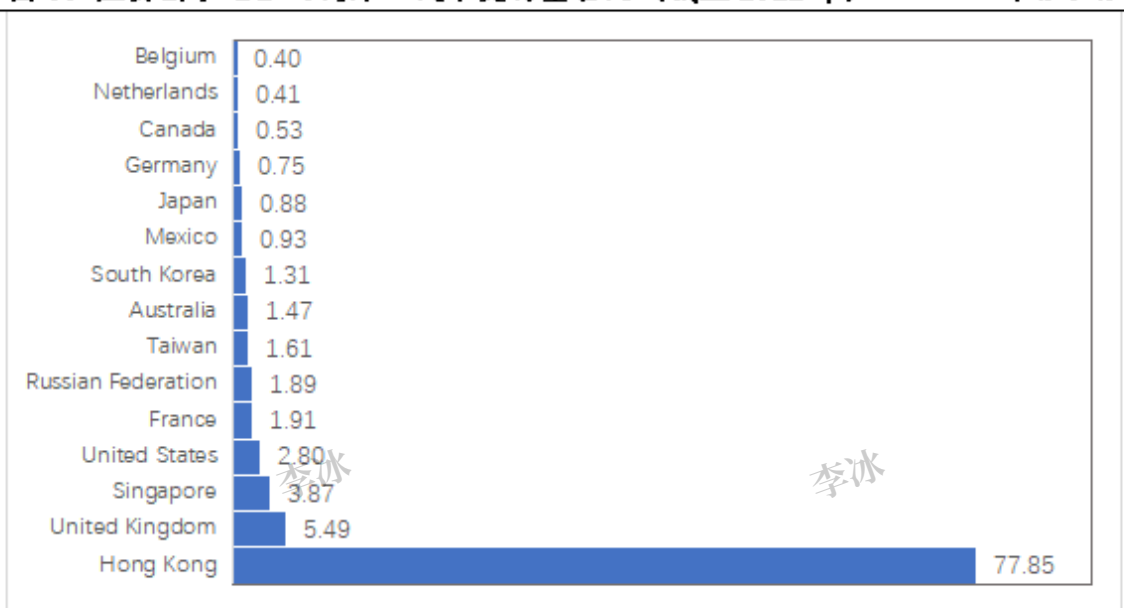
近年来,离岸人民币规模较为稳定,交易活跃度较高。2022年底,离岸人民币存款和境外主体持有人民币资产合计超过12万亿元,大部分是境外主体持有境内人民币股票、债券、贷款及存款等金融资产,离岸市场的人民币存款占比很小。全球的离岸人民币存款规模约1.9万亿,境内人民币存款余额规模约258万亿,离岸人民币存款规模仅为在岸人民币存款规模的0.9%。离岸人民币在可投资资产种类丰富性、资产交易便利性方面仍有较大的发展空间。但离岸人民币市场的交易活跃,交易量约为在岸人民币外汇市场交易量的2.5倍。根据国际清算银行(BIS)的调查显示,2022年,全球

人民币外汇及衍生品交易的日均成交金额达 5260 亿美元，占全球汇市总交易量的 7%。其中，在岸市场的人民币外汇交易量占全球人民币外汇交易量的比重约 30%，而离岸市场的人民币外汇交易量占全球人民币外汇交易量的比重约 70%。

香港是全球最重要的离岸人民币市场。人民币离岸中心包括中国香港、英国、新加坡、纽约、巴黎等等。中国香港是最大的人民币清算中心和人民币外汇衍生品交易中心（见图 1）。截至 2022 年末，中国香港的人民币存款余额增长至 11200 亿元人民币左右，占全球离岸人民币存款约 60%，处理全球约 78% 的离岸人民币结算业务。离岸人民币存款规模在经历了 2022 年一季度的历史高点后出现了快速下滑，这与海外央行开启激进加息进程、中美利差收窄倒挂加剧、外资机构减持人民币资产等因素有关。随着金融改革和对外开放的推进，人民币的投融资属性越来越强，离岸人民币存款规模的增长驱动正从跨境贸易逐渐向投资融资转变。

图 1：主要国家地区的离岸人民币支付量占比（截至 2022 年）

单位：%



数据来源：SWIFT

根据数据分析，人民币的离岸汇率对在岸汇率呈现出较强的影响力。整体上，人民币的离岸汇率与在岸汇率的走势呈现较高的同步性。当人民币的离岸汇率和在岸汇率出现一定的汇差时，在岸汇率一般会“追随”离岸汇率波动（见图 2）。中长期看，美元兑人民币汇率中间价的走势与人民币的离岸在岸汇率之差的相关性较强，尤其在 811 汇改后（见图 3）。

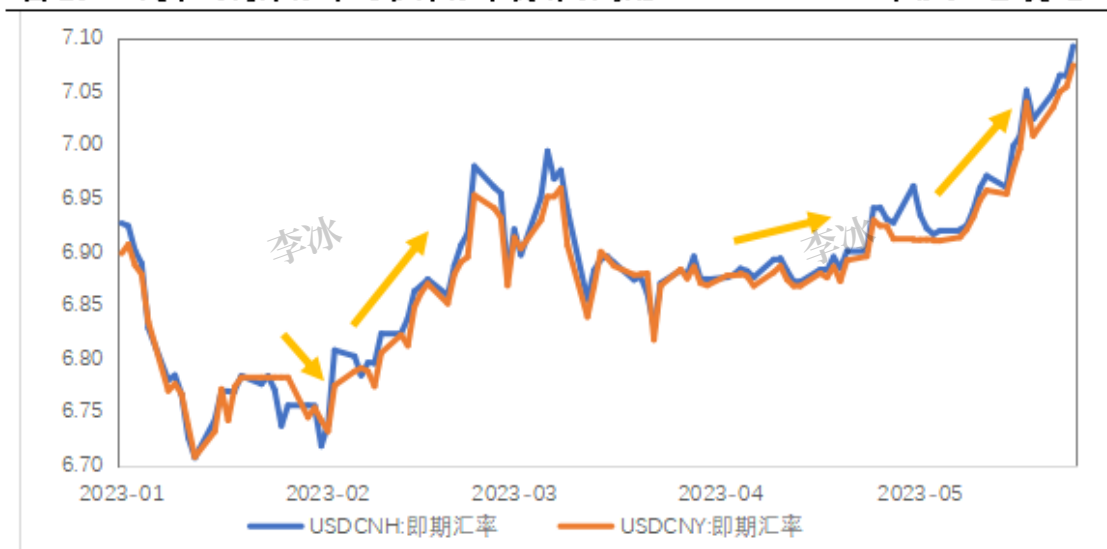
2020 年 10 月-2021 年 5 月，人民币汇率中间价升值了 9%，离岸汇率升值幅度大于在岸汇率。期间，海外疫情冲击凸显了国内投资环境和产业链供给的优势，吸引跨境资本大幅流入。境外机构投资者共增持了 9438 亿元的人民币债券，债券市场的资本净流入创下同期最高水平，直接投资也迎来历史性高增，实际使用外资金额的月均增速高达 29.3%。因资本大幅流入，人民币离岸汇率较早的显示出升值趋势，升值幅度大于在岸汇率。期间，人民币在岸汇率由 6.96 升至 6.49，离岸汇率则由 6.96 升至 6.47，涨幅稍大。人民币的离岸汇率和在岸汇率的日均汇差为 -0.0056，离岸汇率对在岸汇率的日均偏离度为 -8.42%，体现了人民币离岸汇率对在岸汇率引导性。

2023 年 4 月-6 月，人民币贬值由离岸汇率带动，并且离岸汇率贬值幅度大于在岸汇率。期间，中美货币政策分化导致中美利差倒挂加剧，10 年期国债收益率之差从 -0.57% 增至 -1.22%，由此引发资本加快流向美元资产，加之国内经济数据并未验证此前的乐观预期，导致人民币汇率阶段性走贬。在此情况下，人民币离岸汇率因资本流出

的冲击较早的显示出贬值压力，并呈现更大的贬值幅度。期间人民币在岸汇率由 6.88 贬至 7.25，离岸汇率则由 6.88 贬至 7.27，跌幅更大。人民币的离岸汇率和在岸汇率的日均汇差为 0.0113，离岸汇率对在岸汇率的日均偏离度为 16.1%，表明人民币离岸汇率对在岸汇率具有较强的引导性。

图 2：人民币的离岸汇率对在岸汇率具有引领性

单位：元/美元



数据来源：Wind

图 3：USDCNH 与 USDCNY 之差与人民币汇率中间价走势

单位：元/美元



数据来源：Wind

二、人民币离岸汇率怎样引导在岸汇率？

1. 人民币离岸与在岸市场间的流动机制

根据“一价定律”，人民币的离岸和在岸汇率应当联动趋同。两价联动主要体现在贸易结算和跨境套汇两个渠道上。在贸易结算通道上，当人民币离岸汇率低于在岸汇率时，出口企业可能在离岸市场上卖出美元并买入人民币，进口企业则可能在在岸市场上卖出人民币并买入美元，从而使得人民币离岸和在岸的价差逐步收敛。在跨境套汇渠道上，部分跨国经营或自贸区经营的企业，可以选择在离岸和在岸两个市场进行汇兑。当离岸市场的无本金交割远期外汇交易 NDF 和境内的现汇远期结售汇 DF 两个



市场的报价有差异时,则存在无风险的套利空间,金融投资机构可选择在换汇更加有利的市场上进行兑换。随着套利交易的进行,人民币离岸汇率与在岸汇率将逐渐趋同。但在现实中,由于离岸和在岸市场之间的兑换和流通渠道受到一定限制,上述资金套利和跨境交易较难实现,由此造成人民币离岸汇率与在岸汇率一直以来存在价差。

人民币在离岸与在岸市场的流动渠道仍处于“管道式”开放阶段。人民币由在岸市场流向离岸市场的渠道包括:跨境贸易人民币结算、央行货币互换协议、境外人民币贷款、人民币境外直接投资、合格境内机构投资者和人民币合格境内机构投资者投资境外证券、个人持人民币现金出境。人民币由离岸市场流入在岸市场的渠道包括:外商在境内的人民币直接投资、符合条件的境外机构以人民币投资国内银行间债券市场、人民币合格境外机构投资者投资内地的股票和债券,还有央行货币互换协议、境外人民币存款回流、跨境贸易支付、个人持人民币现金入境等。

2.人民币离岸汇率和在岸汇率产生价差的原因

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,主要体现在政策反应差异、波动弹性差异、市场关联差异、监管环境差异四个方面。

一是离岸汇率相比在岸汇率对海外政策的反应更加直接。人民币离岸市场的政策环境以美联储、欧央行等主要经济体货币政策动向为主。在离岸市场上,美联储货币政策和金融市场波动对人民币离岸汇率的影响较为直接,人民币离岸汇率通常会政策做出快速反应。而在岸人民币汇率则会受到多方面政策影响,既有海外经济体货币政策变动的影响,也存在国内经济形势和货币政策的影响。在岸市场经过对海外和国内政策一定程度的消化后,引发的人民币在岸汇率变动不仅有滞后性,甚至可能会平抑汇率的波动。人民币在岸汇率变化往往是市场供需、经济基本面和境内外政策综合影响的结果。

二是人民币离岸汇率比在岸汇率的波动弹性更大,这是由不同汇率制度造成的。在岸人民币汇率实行的是“以市场供求为基础的、参考一篮子货币的、有管理的浮动汇率制度”,而离岸人民币汇率实行的是自由的浮动汇率制。在岸人民币汇率的价格以中间价为基准,日内波动区间限制在中间价上下的2%以内,而离岸人民币汇率则由离岸市场的供需和交易来决定,没有上下波动幅度的限制。可见,人民币离岸汇率价格是市场化的,反映了离岸外汇市场的预期变化,因此也被境外机构投资者视为观察中国经济金融状况的前瞻指标。人民币离岸市场规模不大,对预期变化的敏感性很强,市场预期情绪稍有变化就可能引发较大的汇率波动。尤其在受到风险冲击的情况下,离岸外汇市场更容易产生“羊群效应”,可能引发离岸汇率预期和离岸汇率单边波动的相互强化。人民币离岸汇率的波动性显著高于在岸汇率的波动性,是造成人民币离岸汇率与在岸汇率存在一定幅度价差的原因。

三是人民币离岸汇率的市场关联度高于在岸汇率,这是由不同的外汇交易制度造成的。在岸人民币在与外币的兑换需要遵从实需原则,并对私人部门有较为严格的兑换额度限制;而离岸人民币市场不限于贸易结算,基本等同可自由兑换的国际货币。在岸人民币交易时间为工作日早9:30至次日3:00;而离岸人民币市场的非周末时段可实现24小时交易,中国香港、伦敦、纽约三个主要市场交替叠加,全球离岸人民币市场可实现不间断交易。人民币各离岸中心之间及其与国际金融市场的联系更加紧密,离岸市场可对非在岸交易时间发布的信息做出及时快速的反应,使得人民币离岸汇率的变动与市场反应的关联度更高。人民币在岸汇率的交易兑换存在一定限制,而不受约束的离岸人民币汇率变动则十分敏感,其弹性会明显大于兑换受限的在岸人民币汇率。

四是人民币离岸市场的监管市场化程度比在岸市场要高,这是由两个市场不同的



参与主体和监管体系造成的。在岸人民币市场的参与主体主要是央行、政策性银行、境内商业银行和外资银行境内分行等，传统类型的金融机构较多；受市场开放程度影响，监管的市场化程度相对较低。而离岸人民币市场的参与主体则主要是境外的金融机构、对冲基金、证券公司、资管机构等，机构和监管的市场化程度相对较高。人民币离岸市场的投资者结构复杂，不同于在岸市场以贸易套保为主要交易目的，离岸人民币的交易具有一定程度的市场套利和投机需求。相对于在岸市场较为全面的监管体系，人民币离岸市场跨境管理很难取得效果，对外部信息的风险计价和单边预期体现更加充分，从而拉大人民币离岸与在岸汇率的价差。

3.人民币离岸汇率对在岸汇率的引导途径

首先是市场信息外溢途径。人民币离岸市场的投资者较多的是专业机构投资者，在岸市场投资者的信息获取能力与离岸市场投资者相比存在一定差距。由于获取信息的成本与收益不对等，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。比如，随着北向通（即沪港通和深港通）机制的建立，内地投资者在进行投资决策时会观察“北上资金”的多寡和变化，并基于离岸投资者的行为而做出相应的投资策略调整。

其次是投资组合调整途径。国际资本在跨境流动中注重中短期投资收益，偏向于投资我国境内的债券、股票、房地产等相对有较高流动性的资产。这不仅可以获得高收益，还方便及时回笼资金。一般情况下，离岸市场中机构投资者在境内也拥有分公司，会同时在离岸和在岸市场配置人民币资产。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。比如，当人民币离岸汇率存在贬值压力时，基于平衡风险收益目的，海外机构投资者可能会减少离岸人民币和人民币资产持有量，转而增持其他海外资产。这一资产组合调整的过程，会引发人民币债券的被动减持和北向资金的净流出。跨境资金流出在岸市场将直接影响在岸人民币的市场供求，进而带动人民币在岸汇率同步变动。

再次是跨境贸易支付途径。在离岸市场上，大型境外进口商一般会持有一定量的离岸人民币以及其他货币，以规避汇兑风险。境外进口企业会根据离岸市场汇率的变化选择不同的货币进行支付结算。进口商采用离岸人民币还是外汇支付对于在岸外汇市场的影响存在差异。比如，离岸人民币出现升值预期后，海外进口商倾向于使用手中的外汇支付。境内出口商收到外币货款后，既可以与商业银行结汇，也可以存入银行，具备投资资格的企业也可以进行海外投资，对在岸人民币市场的影响有限。但当离岸市场人民币具有贬值压力后，海外进口商则倾向于使用人民币进行支付。在人民币跨境支付大力推动的情况下，可能会增加境内市场的人民币供给，间接造成人民币在岸汇率向贬值方向波动。

再其次是政策工具调节途径。货币当局具备较为充裕的外汇调节工具，发生汇率超调时可适时引入，其中不少工具是通过离岸汇率的调节来影响在岸汇率。如针对人民币过度贬值，一是央行可发行离岸央票，直接收紧离岸市场人民币流动性。通过调节离岸市场人民币供求关系，达到缓解人民币贬值目的。在离岸市场上发行人民币国债也具有同样效果。二是调整外汇风险准备金率。当海外集中做空人民币时，可调升外汇风险准备金率，以提高离岸市场做空人民币的成本，遏制离岸市场投资机构的顺周期行为。三是调整跨境融资宏观审慎调节参数，使企业增大来自离岸市场的外汇融资，从而调节离岸市场的外汇供求。

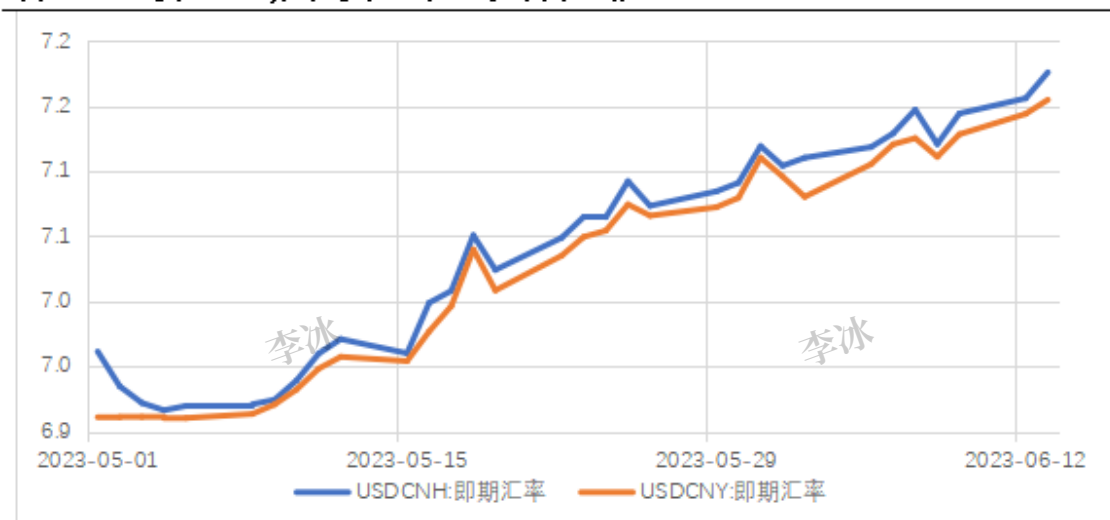
4.人民币离岸汇率对在岸汇率的影响程度

当人民币产生贬值预期时，离岸汇率对在岸汇率的引导较为明显；但人民币产生升值预期时，离岸汇率对在岸汇率的引导却相对有限。2021 年 4 月-5 月，人民币汇率呈显著升值，中间价涨幅约 3.2%。期间，离岸汇率对在岸汇率的引导并不显著。2023

年 5 月-6 月中旬, 人民币汇率呈显著贬值, 中间价跌幅约 3.3%。期间, 离岸汇率与在岸汇率的价差始终为正, 汇差在 0.006-0.050 的区间内波动, 人民币离岸汇率对在岸汇率的引导作用显著(见图 4)。根据最优路径法实证研究显示, 当人民币对美元贬值时, 人民币离岸汇率变化往往领先于在岸汇率, 而当人民币对美元升值时, 领先现象并不明显。这一实证结果与上述现象分析相一致。

这种现象背后的逻辑可能是, 国内资本账户尚未完全开放, 驱动在岸人民币汇率走势的因素以结售汇为主, 但离岸人民币汇率波动更多来自于国际资本跨境流动的驱动。当人民币出现贬值压力时, 离岸市场的短期资本流动反馈较快, 可以及时反映在离岸汇率波动曲线的斜率上。但在岸市场主体未必立即采取顺周期的结售汇行动, 可能会观望以待更高的结汇价或者更低的购汇价, 从而造成在岸市场汇率的贬值反应较慢。当人民币汇率出现升值趋势时, 一般会伴随着出口高增、经济面向好的经济形势。此时离岸市场资本流动会依据中外利差和风险溢价再决定是否投资境内的债券和股票市场, 跨境资本流动难以快速体现在离岸汇率的变动上。而此时的人民币升值预期可能促使境内持汇企业的结汇需求集中释放, 直接影响在岸市场的人民币供求。

图 4: 人民币贬值期间离岸汇率引领作用显著



数据来源: WIND

人民币离岸汇率对在岸汇率的引导作用存在一定的“门槛效应”, 即离岸汇率贬值一定幅度后, 对在岸汇率的引导作用才会显现。人民币在岸汇率是否会对离岸汇率做出相应的反馈, 与离岸人民币贬值的幅度大小息息相关。根据多元门限回归模型的实证研究显示, 当人民币的离岸汇率贬值预期程度超过 0.19% 时, 其对在岸汇率的影响系数显著, 而离岸汇率贬值预期程度低于 0.19% 时, 其对在岸汇率的影响系数并不显著。这一结果表明人民币离岸汇率贬值预期越强, 离岸汇率对在岸汇率的引导力就越强, 人民币离岸汇率对在岸汇率的引导作用存在一定的“门槛”。这可能是因为, 当离岸人民币汇率贬值预期较为强烈时, 预期变化将通过信息外溢、投资调整、跨境交易的渠道, 传导至在岸市场。在岸投资者对离岸市场的信息反应比较灵敏, 其交易行为和资产组合会随之产生剧烈变化, 进而在岸市场出现汇率预期的“自我强化实现”。当离岸人民币汇率的变动预期较弱时, 在岸市场投资者对外部市场信息的反应偏谨慎, 相应地对投资组合和跨境交易的调整幅度较低, 对在岸汇率的影响程度较低。

三、促进人民币离岸在岸汇率良性互动的政策建议

伴随着人民币国际化发展、人民币离岸市场规模将进一步扩大, 离岸汇率波动对在岸汇率的影响也会进一步增大。未来如何有效防范离岸市场的负面冲击、推进人民



币离岸在岸汇率良性互动、保持人民币汇率基本稳定至关重要，为此提出以下政策建议。

加强和完善相关管理机制，有效防范离岸市场汇率风险的冲击和传导。鉴于离岸市场的高度波动性，应完善跨境融资的宏观审慎管理制度，使得市场主体跨境融资水平与宏观经济、偿债能力和国际收支状况相适应，以控制杠杆率和货币错配风险。进一步完善资本流动的监测预警和工具设计，建立涉及多部门、多币种的立体化跨境资本监测系统。对外汇衍生品杠杆率上限进行调整，对外国投资者汇入或汇出投资本金和收益的规模进行合理的限制性调节，对 QFII、RQFII、QDII 等的额度进行适时适度、有的放矢的调整。完善现有的离岸人民币市场（中国香港）短期流动性补充工具，以尽量降低离岸汇率波动对在岸汇率的负面冲击。

深化人民币汇率市场化改革，提升企业汇率避险能力。应进一步完善人民币汇率定价机制，提高规则性和透明度，推进人民币汇率更多地参考一篮子货币汇率，让人民币汇率的价格发现功能逐渐增强，让市场在人民币汇率的形成过程中起决定作用。适时增强人民币汇率波动的弹性，进一步扩大汇率的波动区间。积极引导市场主体树立“汇率风险中性”意识，市场主体应坚持以“保值”而非“增值”为核心的汇率风险管理原则。2022 年国内企业利用远期和期权等外汇衍生品的套保比率为 24%，相较于 2021 年提高了 2.4 个百分点；与发达经济体 70%-80% 的比例相比仍然很低，我国企业的汇率风险工具运用具有较大的提升空间。企业应通过金融机构的帮助，根据风险识别能力和金融机构的风险管理水平，选择合适的衍生品工具。

综合运用各种手段，推进人民币在岸汇率与离岸汇率的良性互动。2022 年 10 月，央行首次提出中间价、在岸价、离岸价“三价合一”，反映了官方对促进人民币离岸与在岸汇率价格良性互动的意愿，以避免离岸汇率对在岸汇率单边强势引导的市场态势。应丰富在岸市场的参与主体，创新交易产品和交易机制；适当放宽“实需原则”，提升市场流动性，拓展在岸市场的深度和广度，逐步增强对离岸市场汇率的影响力。进一步扩大人民币跨境使用的范围和规模，释放在岸和离岸人民币交易的实际需求。有的放矢地调节大型国有金融机构境外外汇头寸，有效影响市场供求关系。应合理缩减外资准入的负面清单，进一步放宽外资的准入门槛。进一步推进债券市场开放，促进债券市场的互联互通，打通各个市场的融资者和投资者的交易渠道。逐步扩大证券投资领域的开放，简化审批流程，适时扩大合格境外机构投资者（QFII）的额度。

适时运用汇率调节工具稳定人民币汇率的市场预期。为有效管理汇率可能产生的“超调”现象，货币当局需要与市场进行充分沟通来纠正预期偏离，也可通过预期管理使汇率向均衡水平变动。针对人民币离岸市场的剧烈波动，货币当局也可直接入市干预、货币互换放缓、暂缓 RQDII、加强资金流动管理等，来降低来自离岸市场的负面冲击。

在人民币国际化步伐加快的大背景下，积极探索建立境内人民币离岸市场。建议在上海浦东临港新片区和海南自由贸易港内的金融开放前沿阵地建设试验区，对标国际金融中心的境内离岸金融监管体系，同时完善境内人民币离岸市场的外汇期货等配套金融服务，以吸引更多的国际投资者参与境内离岸人民币交易，增强全球离岸人民币市场监管的有效性。

免 责 声 明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。