

## 政府汇率管理工具箱里有什么？

——新时代视野下的国际经济及大宗商品周察 第65期 (2019.05.20-2019.05.24)

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

### ● 政府汇率管理工具箱里有什么？

5月19日，政府表示，我们在应对外汇市场波动方面，积累了丰富的经验和充足的政策工具。下文系统梳理了汇率管理工具箱里的工具。

**外汇市场直接调控即期汇率：**央行可以直接在外汇市场买卖外汇，但这会导致外汇储备减少，如果市场观察到外汇储备大幅减少，市场可能会预期到目前的汇率稳定是央行调控的结果，同时，外汇储备的不断减少也增加市场对央行调控汇率的能力以及意愿的担忧，汇率可能加速贬值。央行可以采取更隐秘的调控手段：指导商业银行利用自身持有的外汇来调控汇率；央行通过掉期融入美元，然后在外汇市场调控汇率。

**引导远期汇率：**央行可以通过卖出远期美元，在不影响当期外汇储备的影响下，调控远期汇率，进而影响即期汇率。或者央行通过掉期融入即期美元的同时，卖出远期美元，央行一方面可以利用融入的美元在即期外汇市场调控人民币汇率，还可以通过卖出远期美元，影响掉期点来引导即期汇率。

**通过离岸市场调控汇率：**央行可动用外汇储备直接入市调控。但这将直接消耗外汇储备，并且此种操作手段难以长期执行；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。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。

**提高外汇风险准备金：**外汇风险准备金需要存在央行一年，且不付利息。商业银行会把成本转嫁给客户，进而降低客户的远期外汇购买意愿，缓解人民币的贬值压力。

**完善跨境资本流动管理：**除了依靠行政手段，以及打击地下钱庄、虚假贸易等行动来完善跨境资本流动管理外，央行还可以通过征收托宾税等形式，减少短期投机套利，以价格效应来调整资本流动性、调控汇率波动。

**重新强制结汇：**跨境资本流动管理可以限制资本外流，但是在人民币贬值预期下，企业结汇的意愿会下降，这不利于即期人民币汇率的稳定，也限制了央行外汇储备的增长。虽然中国已取消结售汇，但如果人民币贬值压力增加，强制外贸企业全部或部分结汇可以作为汇率调控的工具。

**加大逆周期因子调节力度：**人民币中间价报价引入逆周期因子，可以在一定程度上缓解顺周期效应、羊群效应。如果人民币贬值压力增加，央行可以加大逆周期因子的调节力度。但这并不一定能从根本上缓解人民币贬值压力，如果市场的人民币贬值预期很强，人为地上调人民币对美元中间价，只会鼓励市场以便利的人民币购买更多的美元，从而加剧即期人民币贬值压力。当然，包括逆周期因子在内的整个人民币中间价形成机制，都还有进一步完善的空间。

**加强前瞻指引：**未来对汇率的前瞻指引上，政府可进一步明确语意，让市场充分理解自己的意图，同时还要增强信誉，遵循承诺机制，这有利于低成本、高效地稳定汇率。

除了以上手段外，加息稳定汇率的效果很好，但目前可能并不合时宜；放松汇率波动幅度在理论上可以依靠市场的力量来缓解人民币贬值压力，但是在避险情绪强烈情况下，市场很难形成均衡汇率，目前可能也不适合。

总之，政府的汇率管理工具很丰富，有能力维持人民币汇率在合理区间内波动。

### ● 美国制造业和服务业进一步放缓，房地产市场仍旧低迷

美国5月Markit制造业PMI初值录得50.6%，创2009年9月以来新低；服务业PMI初值降至50.9，创2016年2月以来新低，暗示贸易摩擦的影响已向美国服务业扩散。美联储暂停加息，美国住房按揭贷款利率持续下行，房价上涨速度放缓，劳动力市场保持强劲，但并未有效提振美国楼市，约占全国住房销售量九成的成屋销售继续超预期下滑。

### ● 美国经济数据表现不佳，美元指数回落

美元指数上周下行至97.55。美国经济数据表现不及预期，令美元指数走弱。美元指数有所回落，中国央行官员发声稳定人民币汇率，人民币汇率升值。截至5月24日，美元兑人民币即期汇率收至6.9050，美元兑人民币汇率中间价收至6.8993。

### ● 商品指数涨跌互现

螺纹钢库存回落，5月限产不及预期，利多螺纹钢价格。市场对中美贸易局势的担忧情绪蔓延，压制铜价。近期山西环保整改执行力度趋严，钢厂及焦企焦炭库存均回落，叠加港口库存回落，利多焦炭价格。电厂日耗回落，煤炭库存回升，利空动力煤价格。OECD下调全球GDP增速预期至3.2%，令市场对原油需求增速回落的担忧增强，利空油价。水产对豆粕的需求缓慢启动，美国大豆播种进度缓慢，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: 央行通过离岸市场调控人民币汇率的机制及方式

2019-05-19

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、 政府汇率管理工具箱里有什么？ ..... | 4  |
| 2、 国外经济形势一周综述 .....     | 5  |
| 3、 汇率走势一周综述 .....       | 7  |
| 4、 商品价格走势一周综述 .....     | 9  |
| 4.1、 商品指数涨跌互现 .....     | 9  |
| 4.2、 国际黄金价格走高 .....     | 10 |
| 4.3、 金属价格涨跌不一 .....     | 10 |
| 4.4、 能源化工产品价格涨跌不一 ..... | 12 |
| 4.5、 农产品价格多数走低 .....    | 14 |

## 图表目录

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 图 1: 美国成屋销售（万户） .....                           | 6  |
| 图 2: 美国新屋销售（万户） .....                           | 6  |
| 图 3: 美国 Markit 制造业 PMI（%） .....                 | 6  |
| 图 4: 欧元区消费者信心指数 .....                           | 6  |
| 图 5: 日本进出口同比（%） .....                           | 7  |
| 图 6: 日本 GDP 环比增速（%） .....                       | 7  |
| 图 7: 南华商品指数近期走势 .....                           | 9  |
| 图 8: 南华商品指数周度涨跌幅 .....                          | 9  |
| 图 9: 上周黄金价格走势 .....                             | 10 |
| 图 10: 美元指数走势 .....                              | 10 |
| 图 11: 高炉开工率（%） .....                            | 11 |
| 图 12: 当周螺纹钢库存（万吨） .....                         | 11 |
| 图 13: 全国主要钢材品种库存（万吨） .....                      | 11 |
| 图 14: 铁矿石港口库存（万吨） .....                         | 11 |
| 图 15: 全国主要钢厂螺纹钢当周产量（万吨） .....                   | 11 |
| 图 16: 上期所阴极铜库存(吨) .....                         | 11 |
| 图 17: 焦化企业开工率（%） .....                          | 12 |
| 图 18: 独立焦化企业焦炭总库存（万吨） .....                     | 12 |
| 图 19: 港口焦炭库存（万吨） .....                          | 13 |
| 图 20: 国内样本钢厂焦炭库存(万吨) .....                      | 13 |
| 图 21: 下游发电集团煤炭库存（万吨） .....                      | 13 |
| 图 22: 6 大发电集团日均耗煤量（万吨） .....                    | 13 |
| 图 23: 6 大发电厂煤炭库存可用天数 .....                      | 13 |
| 图 24: 港口煤炭库存（万吨） .....                          | 13 |
| 图 25: 国际原油期货价格走势（美元/桶） .....                    | 14 |
| 图 26: 布伦特原油-WTI 原油价差（美元/桶） .....                | 14 |
| 图 27: 全国豆粕库存（万吨） .....                          | 14 |
| 表 1: 主要汇率及汇率指数一周概览（2019.05.20-2019.05.24） ..... | 7  |
| 表 2: 商品指数总览（2019.05.20-2019.05.24） .....        | 9  |
| 表 3: 国际黄金价格走高（2019.05.20-2019.05.24） .....      | 10 |
| 表 4: 金属价格涨跌不一（2019.05.20-2019.05.24） .....      | 10 |
| 表 5: 能源化工产品价格涨跌不一（2019.05.20-2019.05.24） .....  | 12 |

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 表 6: 农产品价格多数走低 (2019.05.20-2019.05.24) ..... | 14 |
|----------------------------------------------|----|

## 1、政府汇率管理工具箱里有什么？

上周我们的海外经济周报《央行通过离岸市场调控人民币汇率的机制及方式》，介绍了央行如何通过离岸市场调控汇率，事实上，政府调控汇率的手段有很多。5月19日，政府表示，我们在应对外汇市场波动方面，积累了丰富的经验和充足的政策工具。本文将系统梳理一下汇率管理工具箱里有哪些工具。

**外汇市场直接调控即期汇率：**央行可以直接在外汇市场买卖外汇，但这会导致外汇储备减少，如果市场观察到外汇储备大幅减少，市场可能会预期到目前的汇率稳定是央行调控的结果，同时，外汇储备的不断减少也增加市场对央行调控汇率的能力以及意愿的担忧，汇率可能加速贬值。

为了避免这种情况发生，央行可以采取更隐秘的调控手段。一种方式是，指导商业银行利用自身持有的外汇来调控汇率，但是商业银行持有外汇具有较大的汇率风险，外汇持有未必充足。另一种方式是，央行通过掉期融入美元，然后在外汇市场调控汇率。当掉期到期时，央行还可以对掉期进行展期。这种情况下，汇率调控不会立刻体现在外汇储备减少，有利于稳定市场情绪。

**引导远期汇率：**远期汇率会通过预期对即期汇率有直接影响，另外，当客户远期结汇（银行远期售汇）增加时，有些商业银行会通过在即期外汇市场购汇来平盘，这也会增加即期人民币贬值压力。央行可以通过卖出远期美元，在不影响当期外汇储备的影响下，调控远期汇率，进而影响即期汇率。或者央行通过掉期融入即期美元的同时，卖出远期美元，央行一方面可以利用融入的美元在即期外汇市场调控人民币汇率，还可以通过卖出远期美元，影响掉期点来引导即期汇率。

**通过离岸市场调控汇率：**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。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。但是跨境贸易企业贸易结算、套利等行为，使离岸与在岸人民币汇率之间具有较强的联动效应。

央行可以作为参与者动用外汇储备直接入市调控，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，从而缓解人民币贬值的压力。在这种直接调控的手段操作简便但也存在弊端，因为入市调控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，直接调控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。2018年9月20日之后，央行还可以通过在香港发行离岸央票，收紧离岸人民币流动性，提高做空人民币的成本。5月15日央行第三次在港发行人民币央行票据，5月21日央行官方微博表示，央行将于近期再次在香港发行人民币央行票据。

**提高外汇风险准备金：**远期结售汇作为企业管理汇率风险的工具，在人民币贬值情况下，会加剧人民币贬值压力。当企业购买远期外汇时，这一方面会导致远期贬值预期上升，进而传导到即期汇率，另一方面，商业银行在售出远期外汇时，如果在即期市场买入外汇进行平盘，这会立刻增加即期人民币汇率的贬值压力。

外汇风险准备金需要存在央行一年，且不付利息。商业银行会把成本转嫁给客户，进而降低客户的远期外汇购买意愿，缓解人民币的贬值压力。2015年811汇改之后，为了防止汇率过度波动，央行将外汇风险准备金定为20%。2017年人民币汇率稳定，当年9月8日央行又取消了外汇风险准备金。2018年人民币汇率波



动再次加大，当年8月3日，央行宣布自8月6日起，上调外汇风险准备金率从0到20%，随后人民币对美元从6.8620连升四日至6.8283。从经验数据来看，提高外汇风险准备金对短期内缓解人民币贬值压力很有效。

**完善跨境资本流动管理：**各国经济、金融活动日益密切，跨境资本流动逐渐频繁，这会增加经济及金融市场波动。次贷危机之后，跨境资本流动管理逐渐得到IMF等国际组织以及各国央行的认可。除了依靠行政手段，以及打击地下钱庄、虚假贸易等行动来完善跨境资本流动管理外，央行还可以通过征收托宾税等形式，减少短期投机套利，以价格效应来调整资本流动性、调控汇率波动。此外，托宾税还可以增加外汇储备，增强央行直接调控汇率的能力。

**重新强制结汇：**跨境资本流动管理可以限制资本外流，但是在人民币贬值预期下，企业结汇的意愿会下降，这不利于即期人民币汇率的稳定，也限制了央行外汇储备的增长。虽然中国已取消结售汇，但如果人民币贬值压力增加，强制外贸企业全部或部分结汇可以作为汇率调控的工具。

**加大逆周期因子调节力度：**人民币中间价报价引入逆周期因子，可以在一定程度上缓解顺周期效应、羊群效应。2017年5月26日，人民币中间价报价首次引入逆周期因子。随着2017年人民币汇率趋于稳定甚至有所升值，2018年1月，逆周期因子取消，2018年8月24日，又重启逆周期因子。如果人民币贬值压力增加，央行可以加大逆周期因子的调节力度。但这并不一定能从根本上缓解人民币贬值压力，如果市场的人民币贬值预期很强，人为地上调人民币对美元中间价，只会鼓励市场以便利的人民币购买更多的美元，从而加剧即期人民币贬值压力。当然，包括逆周期因子在内的整个人民币中间价形成机制，都还有进一步完善的空间。

**加强前瞻指引：**近几年我国加大了对汇率的前瞻指引，未来对汇率的前瞻指引上，政府可以进一步明确语意，让市场充分理解自己的意图，同时，还要增强信誉，遵循承诺机制，这样有利于低成本、高效地稳定汇率。

除了以上手段外，加息稳定汇率的效果很好，但目前可能并不合时宜；放松汇率波动幅度在理论上可以依靠市场的力量来缓解人民币贬值压力，但是在避险情绪强烈情况下，市场很难形成均衡汇率，目前可能也不适合。

总之，政府的汇率管理工具很丰富，有能力维持人民币汇率在合理区间内波动。

## 2、国外经济形势一周综述

北京时间5月23日凌晨，美联储公布5月FOMC议息会议纪要。纪要显示，许多（many）与会者认为通胀水平降低可能是“暂时的”，不过也有部分（a few）与会者担忧通胀继续低于预期；与会者普遍预期，耐心地进行政策调整在一定时间仍是合适的，并且要与经济活动的持续扩张、强劲的劳动力市场环境，以及接近委员会2%的对称目标的通胀相一致；一些（some）与会者认为美国经济面临的下行风险有所降低，部分原因是全球经济增长（尤其是中国和欧洲）大幅放缓的前景有所减弱，尽管出现这些改善，但多数（most）参与者认为，经济增长前景的下行风险依然存在；此外，美联储对资产组合久期的调整进行了讨论，但尚未达成一致，后续或将继续对此进行讨论。

经济数据方面，美国5月Markit制造业和服务业PMI初值均大幅下滑，表明美国制造业和服务业进一步放缓，对美国二季度经济增长形成压力。美国5月Markit

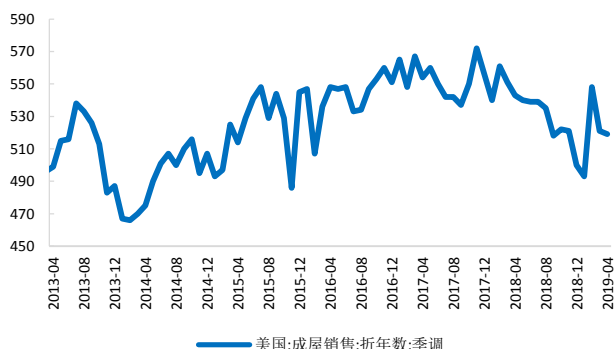
制造业 PMI 初值录得 50.6%，不及预期 52.7% 和前值 52.6%，创 2009 年 9 月以来新低；服务业 PMI 初值降至 50.9，大幅低于预期 53.5 及前值 53，创 2016 年 2 月以来新低，一定程度上暗示贸易摩擦的影响已逐渐向美国服务业扩散。

美联储暂停加息，美国住房按揭贷款利率持续下行，房价上涨速度有所放缓，叠加劳动力市场保持强劲，但并未有效提振美国楼市，约占全国住房销售量九成的成屋销售继续超预期下滑。美国 4 月成屋销售年化总数录得 519 万户，不及预期 535 万户和前值 521 万户；环比下降 0.4%，为六个月来第五次环比下降；同比降幅为 4.4%，已连续第 14 个月录得同比跌幅。

日本一季度 GDP 环比实际增长 0.5%，环比折年率达到 2.1%，但同比增速仅为 0.8%。其中，国际贸易净出口增加对拉动 GDP 增长贡献较大，贡献 0.4 个百分点，但需要注意的是，“净出口”的增加是由进口下降速度超过出口下降速度导致的，表明日本经济尚未有效复苏。此外，受到贸易不确定性的影响，日本 4 月出口延续下滑趋势，或将压制日本二季度经济增速。日本 4 月出口总额 66587.5 亿日元，同比下滑 2.4%，跌幅高于预期，持平前值，为连续第五个月同比下降；进口总额 65983.48 亿日元，同比上涨 6.4%；贸易顺差录得 604.02 亿日元，同比大幅缩水 90.3%。

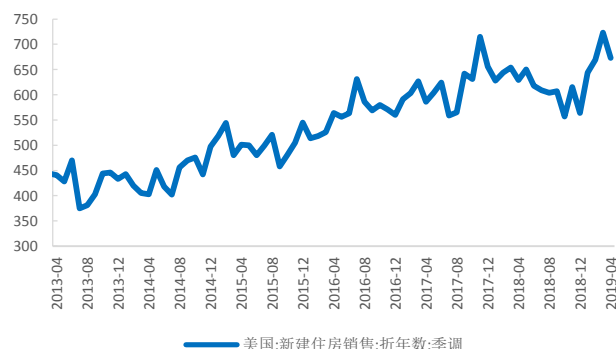
北京时间 5 月 24 日下午，英国首相 Theresa May 宣布，将于 2019 年 6 月 7 日正式辞职，保守党内部将选举出新首相。2016 年英国脱欧公投决定脱欧，时任英国首相卡梅伦辞职，Theresa May 接任首相，May 在其担任英国首相接近三年的时间里，主要致力于帮助英国实现脱欧。虽然在 2018 年 11 月 22 日 May 与欧盟达成协议，但该协议却接连遭受英国议会的否决，英国脱欧未果、内阁破碎、多位保守党议员请辞，May 最终决定宣布退任首相职位。未来几周保守党将选出新党首接任首相职位，下届首相热门人选 Boris Johnson 支持脱欧，并表示想要达成脱欧协议，但要为无协议脱欧做好准备。英国脱欧进程大概率将继续推进，未来不确定性因素仍将继续存在，二次公投、无序脱欧以及重新大选的可能性都在，或将加剧英国经济的下行风险。

图1： 美国成屋销售（万户）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

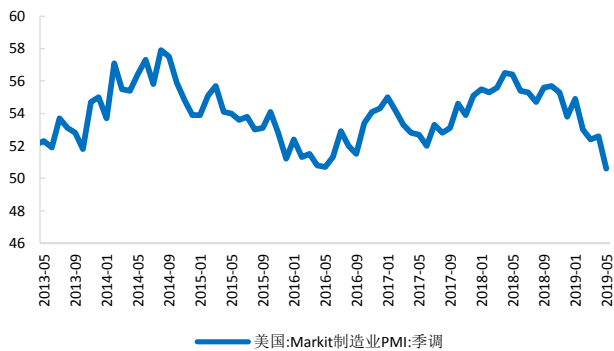
图2： 美国新屋销售（万户）



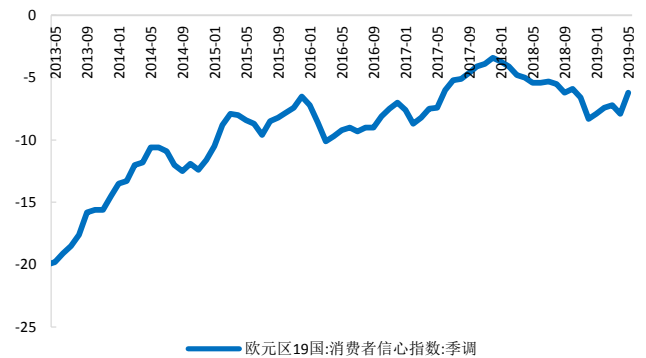
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 美国 Markit 制造业 PMI（%）

图4： 欧元区消费者信心指数

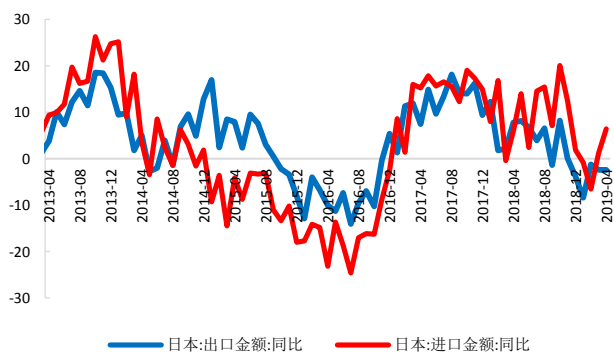


资料来源: Wind, 新时代证券研究所



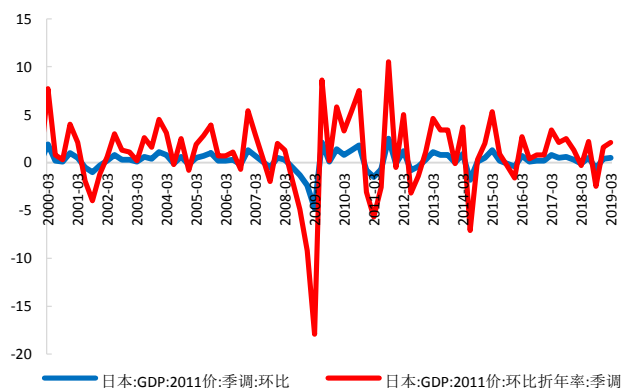
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图5: 日本进出口同比 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图6: 日本 GDP 环比增速 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

### 3、汇率走势一周综述

表1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.05.20-2019.05.24)

| 名称        | 上周收盘价  | 最高价    | 最低价    | 收盘价    | 涨跌幅    | 涨跌方向 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|------|
| 美元兑人民币中间价 | 6.8859 | 6.8994 | 6.8988 | 6.8993 | 0.1946 | ↑    |

| 名称                | 上周收盘价   | 最高价    | 最低价     | 收盘价     | 涨跌幅     | 涨跌方向 |
|-------------------|---------|--------|---------|---------|---------|------|
| 美元兑离岸人民币          | 6.9486  | 6.9484 | 6.9103  | 6.9175  | -0.4476 | ↓    |
| 美元兑日元             | 110.075 | 110.69 | 109.27  | 109.32  | -0.6859 | ↓    |
| 欧元兑美元             | 1.1158  | 1.1213 | 1.1107  | 1.1206  | 0.4302  | ↑    |
| 英镑兑美元             | 1.2719  | 1.2812 | 1.2605  | 1.2712  | -0.0550 | ↓    |
| 美元指数              | 98.0264 | 98.38  | 97.5457 | 97.6021 | -0.4328 | ↓    |
| CFETS 人民币汇率指数     | 94.79   |        |         | 93.76   | -1.0866 | ↓    |
| 人民币汇率指数(SDR 货币篮子) | 94.41   |        |         | 93.4    | -1.0698 | ↓    |
| 人民币汇率指数(BIS 货币篮子) | 98.42   |        |         | 97.4    | -1.0364 | ↓    |

资料来源: Wind, 新时代证券研究所 注: 人民币汇率指数时间区间为 5 月 10 日-5 月 17 日。

美元指数上周下行 0.43% 收至 97.55。美国制造业 PMI、成屋销售以及新屋销售等经济数据远不及预期, 令美元指数走弱。上周欧元兑美元上行 0.4302%, 收报 1.1206; 受英国首相 May 宣布辞职等因素的影响, 英镑兑美元下行 0.055%, 收报 1.2712。

美元指数有所回落, 中国央行官员发声稳定人民币汇率, 人民币汇率升值。截至 5 月 24 日, 美元兑人民币即期汇率收至 6.9050, 一周下行 91BP; 美元兑人民币汇率中间价收至 6.8993, 较前一周上行 134BP; 美元兑离岸人民币汇率收至 6.9175, 较前一周下行 311BP; 12 个月期美元兑人民币 NDF 收至 6.9680, 较前一周下行 209BP。

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\\_12362](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12362)

