

PDF-CASE2016024

## 2016 年 1 月香港离岸人民币空头阻击战<sup>1</sup>

### 案例正文

**摘要：**2016 年 1 月初，国际投机者在香港离岸市场大肆做空人民币，离岸人民币领跌在岸人民币，导致国内股市和汇市联袂大幅下跌，随时有引发系统性危机的风险。为了阻止风险的扩散，中国央行在 1 月第二周在香港离岸市场对人民币空头展开了一场大规模的阻击战，通过阻断香港人民币投机资金的来源，大幅提高空头做空人民币的成本，同时大量买进人民币，使离岸市场人民币汇率大幅回升，成功地击败了国际投机者的攻击，维护了人民币汇率和中国金融体系和国民经济的稳定。国际投机者为什么要在香港离岸市场大肆做空人民币？其影响如何？中国央行为什么要选择在离岸市场阻击人民币空头？采取了什么样的组合方式？效果如何？这是本案例需要讨论的问题。

**关键词：**人民币升值与贬值；香港离岸人民币市场；空头阻击战

### 0 引言

2016 年新年长假后的第一个交易日，中国金融市场没有迎来人们翘首以盼的新年开门红，而是股市再次千股跌停，汇市人民币加速贬值的悲惨局面。1 月 4 日人民币离岸汇率 CNH 大幅下跌 600 个基点，拖累在岸汇率 CNY 从 6.49 跌至 6.52，第一周结束，离岸和在岸人民币汇率分别贬值 1.47% 和 1.74%，分别创

- 
1. 本案例由复旦大学金融研究院的陈学彬撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
  2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
  3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
  4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

6.7585 和 6.6042 的新低。离岸与在岸人民币价差最高达到 1000 多个基点。股市汇市联袂大跌，担忧情绪迅速蔓延。持有股票的疯狂抛股票，连续千股跌停，十几分钟市场就“熔断”，再低价格也卖不出去。想换外汇的，上年的 5 万元额度早已用完，幸好新年刚得到新的 5 万美元额度，抓紧进行。在银行排长队换外汇现钞的，被告知现钞用完，需要提前预约，人心焦急，只好在网上换汇。大有“山雨欲来风满楼”的态势。新年第一个交易周虽然结束，但人们的焦急和担忧并未结束。中国和世界都在担心，这次中国是否会发生金融危机？中国将会怎样应对？自己应该怎样应对？认为“中国溃败！人民币贬值势不可挡”等唱空中国，做空中国的言论和行动甚嚣尘上<sup>2</sup>。

新年第二周周一，正当大家觉得人民币汇率会加速贬值，赶紧抛股票换外汇之时，领跌的香港离岸人民币汇率 CNH 突然开始迅速回升，香港离岸人民币拆借利率 HIBOR 也突然大幅上升。香港隔夜人民币同业拆放利率 1 月 11 日达 13.4%，12 日更飙升至 66.8%，台湾离岸人民币隔夜拆借定盘利率也从 12.1% 上升至 59.7%，创下历史高点。短短两天内，离岸人民币市场的拆借利率大幅上升，流动性告急。而离岸人民币兑美元汇率却一改之前的跌势，从上周创新的最低 6.7585 迅速升至 6.58，升值近 2000 个基点，与 CNY 的汇差大幅收窄，一度出现倒挂。离岸人民币利率和汇率为什么突然飙升？香港离岸人民币市场到底发生了什么事情？

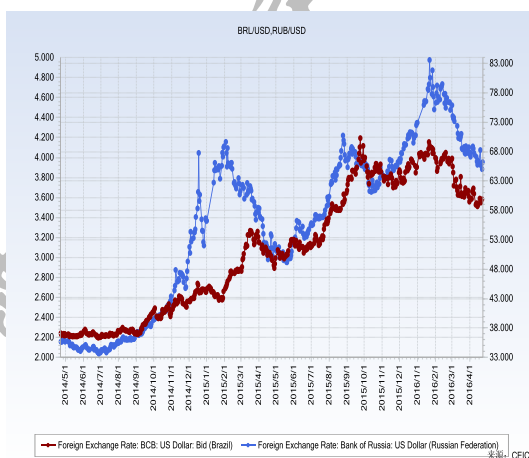
“自 2015 年年底美联储加息以来，国际投机资本已经搞倒了太多的新兴经济体。美联储加息的靴子刚刚落地，世界农业大国阿根廷倒下了，南美最大的经济体、金砖五国之一巴西已经倒下，另一个金砖国家南非也倒下了。倒下的名单还很长，哈萨克斯坦的坚戈、墨西哥比索、俄罗斯卢布、阿塞拜疆马纳特、土耳其里拉……连战连捷，国际投资资本磨刀霍霍，将目光瞄准了人民币，扑向了世界第二大经济体中国。这是一个令人垂涎的饕餮盛宴，一旦成功，所获收益将远远超过之前“小打小闹”的总和。然而，中国不是巴西、南非，中国人手里的弹药之多，中国人的智慧和坚定之强大，远远超乎国际炒家的想象。人民币在国际市场上，瞻之在前，忽焉其后，打出了一套迷踪拳。我们一开始有控制引导人民币贬值，在经历了上周的大幅贬值、空头信心满满之时，中国央行以雷霆万钧之

<sup>2</sup>黄晟俊，中国溃败！人民币贬值势不可挡， <http://news.cngold.com.cn/20160106d1903n60925963.html>

势主导了一场惊天大逆转，对空头进行了惊天大屠杀。”<sup>3</sup>

## 1 美国加息：新兴市场国家货币的灾难

美国加息是 2015 年来全球、尤其是新兴市场最大的风险。美元是全球资金的“水龙头”，其加息标志着全球流动性拐点，20 世纪 80 年代以后美国 5 轮加息都引发了区域性金融危机，本轮或也难以幸免。2008 年金融危机后，美国、欧元区和日本等发达经济体为拯救危机中的金融机构何刺激经济，实行量化宽松，投放大量基础货币。追求利润的国际资本大量流向新兴市场国家，推升这些国家的货币汇率和资产泡沫。迫使这些国家紧缩，最后导致这些国家的经济衰退。现在美国经济复苏，退出 QE，加息，紧缩导致原来流向新兴市场国家的国际资本大规模回流，引起这些国家货币的大幅贬值。仅在加息预期驱动下，国际资本的回流，美元大幅升值，指数就从 80 左右一度飙升至 100，许多新兴市场国家货币自 2015 年 7 月对美元大幅度贬值，俄罗斯（-51.9%）、巴西（-43%）、土耳其（-28%）、马来西亚（-25.8%）。



<sup>3</sup>微信公众号：财经内参（ID:mofzpy），中国意外多出9000亿美元子弹，空头尸横遍野，2016-01-15 08:19。



图 1 在美国加息预期下新兴市场国家货币大批倒下



图 2 人民币兑美元汇率和有效汇率

## 2 人民币：最后倒下的骆驼？

由于人民币仍然盯住美元，在众多新兴市场国家货币先后倒下之时，唯有人民币仍然坚挺。人民币兑美元基本维持在 6.1 左右小幅震荡，有效汇率则随美元大幅升值。在美元大幅升值的背景下，作为世界第二大经济体的货币——人民币能否在非美货币大幅贬值中继续保持“一枝独秀”？它是否成为此轮美元加息进程中最后倒下的骆驼？这成为许多国家的政府、企业、投资者，尤其是国际投机

者十分关注的问题。

2005 年中国的“汇改”开启了人民币兑美元汇率单边持续升值的进程。人民币兑美元汇率中间价从 2005 年 6 月汇改前的 8.3 到 2015 年 8 月汇改前 6.12，升值 26.3%。加上人民币盯住美元而随美元被动升值，导致同期人民币实际有效汇率从 83.5 上升到 13.9（BIS 编制），升值 56.8%。在持续的升值过程中，大量资本流入套利形成的资本项目顺差和经常项目顺差并存，使中国的外汇储备大幅增长。国际投机者相信长期过度的升值使人民币积聚了相当大的贬值压力：现在中国经济增速持续下滑，适逢美国经济复苏，货币政策转向，退出 QE，开始加息，大量资本开始加速回流美国。大量新兴市场国家货币纷纷倒下，人民币也难独善其身。终有一天必将倒下，而且这一天正在迅速来临。

2015 年 8 月 11 日，中国人民银行宣布再次启动人民币汇率形成机制改革，将过去主要盯住美元的人民币汇率中间价形成机制改变为主要参考一篮子的汇率形成机制，并将人民币兑美元汇率中间价从 8 月 10 日的 6.116 下调为 6.230，主动贬值 1.86%，12 日再下调为 6.331，再贬值 1.62%；13 日进一步下调为 6.401，再贬值 1.11%。3 天累计贬值 4.66%。人民币兑美元汇率中间价的连续大幅下调，引起世界的一片哗然。尽管中国央行一再解释是深化人民币汇率形成机制的改革，增加人民币对美元汇率的弹性和汇率形成机制的市场化程度，以适应进一步推进人民币国际化进程的需要和人民币纳入 SDR 货币篮子的需要。

但中国央行的解释并没有被国际社会普遍认可，而被认为是中国希望通过人民币贬值来促进出口，推动经济走出衰退。这更成为国际投机者认为人民币在众多非美货币大幅贬值的背景下无力继续独善其身的信号，即人民币已经开启大幅贬值进程的信号。恐慌性的抛售和主动性的做空力量蜂拥而出，不仅导致人民币在岸市场汇率大幅贬值到 6.398，离岸市场汇率更是大幅贬值到 6.498。离岸在岸汇差从 8 月 10 日的 80 个基点迅速扩大到 12 日的 1110 个基点。这使 6 月暴跌 2000 多点后在国家大力救市下才略有反弹的中国股市再次陷入暴跌之中，连续千股跌停，一片哀号。国际股市汇市也大幅动荡，指责中国之声，唱空中国之声四起。中国央行被迫停止中间价的下调，并使用外汇储备对外汇市场进行大规模干预。最后人民币汇率虽然暂时获得稳定，但它实际上却宣布了人民币长达十年之久的持续升值过程的结束。

国际投机者在这次匆忙而短促的混战之中虽然失败，但他们却看到了进一步做空中国获利的希望。人民币兑美元汇率中间价形成机制的市场化改革，已经将潘多拉魔盒打开，人民币汇率的稳定不再是铜墙铁壁。中国经济的持续衰退，美元加息，资本流出加剧，人民币贬值不可避免。尽管中国央行为了应对即将到来的 IMF 对人民币加入 SDR 的评估而竭尽全力稳定人民币汇率，但维稳对中国外汇储备的消耗巨大，必将不可持续。人民币加入 SDR 目标的实现，美元的首次加息，是否就是“压死骆驼的最后一根稻草”。在中国舆论正在为 IMF 通过人民币加入 SDR 货币篮子的决定而欢呼雀跃的时候，国际投机者却磨刀霍霍，抓紧了做空人民币的准备。

### 3 新年第一周：中国金融市场的血雨腥风

中国股票市场和人民币汇率市场在“8.11”的贬值冲击后，在中央政府的各种干预措施下，逐步趋于稳定。人民币汇率虽然开始了小幅贬值的进程，但股票市场小幅震荡回升，人们期盼着新年新气象，在中国股市多数新年开门红的规律下，人们翘首以盼新年开门红。

但 2016 年新年伊始，中国股票市场和人民币汇率市场却出乎大多数人的期盼，开门暴跌，一遍血雨腥风。股票市场开盘即全线暴跌，2016 年的第一个交易日，注定被年轻的中国资本市场载入史册。因为当天沪深 300 指数先后触及 5% 和 7% 的阈值，中国股市在这一天首尝“熔断”。2016 年 1 月 4 日是中国股市实施熔断机制后的首个交易日。沪深股市小幅低开后开始持续走低。13 时 12 分，作为熔断机制基准指数的沪深 300 指数触发 5% 的一级阈值，两市交易暂停 15 分钟。

不过，熔断机制提供的冷静期似乎并未能阻止恐慌情绪的进一步蔓延。恢复交易后短短几分钟内，沪深 300 指数跌幅扩大至二级阈值，从而令中国股市首次遭遇全天交易“熔断”。最终，沪深 300 指数录得 7.02% 的巨大跌幅，而上证综指、深证成指和创业板指数等三大主要指数的跌幅分别高达 6.86%、8.2% 和 8.21%。首日交易结束，股市暴跌并未就此止步。一周 2 次再现千股跌停局面，熔断机制连续被触发熔断。上证综指周跌 9.97%，深成指跌 14.02%，中小板周跌 14.22%，创业板周跌幅更达 17.14%，创中国股市周跌幅之最。

人民币兑美元汇率更是加速下跌。中间价跌破 6.56, 比 2015 年“8.11 汇改”前 1 天的 6.12 累计贬值 7.2%。在岸市场汇率贬值跌破 6.6, 离 2014 年 4 月的最高价 6.05 累计贬值达 9.1%; 离岸市场汇率更破 6.7, 离岸在岸价差不断扩大, 最高达 1000 多点。人民币在岸市场汇率在离岸市场汇率的领跌下, 正在呈现加速贬值的态势。

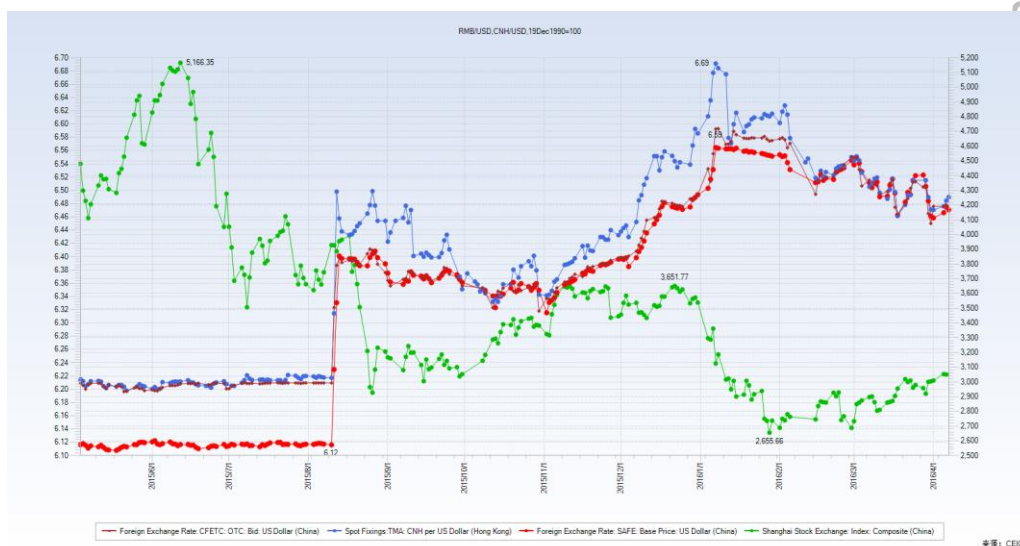


图 3 离岸与在岸人民币汇率和上证综指波动



图 4 中国外汇储备和贸易顺差变动

股市汇市联袂大跌，资本外流加剧。2015 年在有近 6000 亿美元外贸顺差的

背景下，外汇储备却减少了 6000 多亿美元，合计资本外流高达 12000 多亿美元。上证综指在 2015 年从 6 月的最高 5166 点暴跌到 8 月的最低 2850 点，2 个月的跌幅达 44.8%。在国家多方救市措施下，才经历了 3 个多月的小幅反弹，现在又开始大幅暴跌。在国际唱空中国、做空中国力量的推动下，已是山雨欲来风满楼，大有中国金融体系即将爆发系统性危机，中国经济即将崩溃的态势。恐慌心理迅速地形成和蔓延，股市各路资金蜂拥逃命，汇市交易量激增，银行排队换汇和网上购汇大幅增加。由于人民币汇率加速贬值，中国居民纷纷涌去银行兑换美元，以致部分银行发生现美元现钞短缺的情况。工商银行（ICBC）的一名从业者表示，过去三周期间要求兑换美元的人数显著上升，还有很多银行连美元现金都没有了。如果不马上制止这种情况，后果将会非常严重。

## 4 香港离岸市场：中国央行与国际投机者决战之地

### 4.1 香港：最大的人民币离岸市场

香港是亚洲国际化程度最高的国际金融中心，也是人民币国际化的重要始发地。尽管在人民币国际化进程中，伦敦、纽约、新加坡和中国台湾地区的人民币离岸市场都获得了较为迅速的发展，但远不能与香港的人民币离岸市场相比。2014 年底香港人民币存款余额超过 1 万亿元人民币，比 2010 年初的 640 亿元人民币相比，5 年增长 156%。2012 年香港交易所推出了美元兑人民币（香港）期货合约。2015 年 8 月 12 日的合约成交量达 8061 张合约（名义价值为 8.1 亿美元），未平仓合约最高达 4200 多张（名义价值 43 亿美元），2016 年 1 月则达到 6500 多张。离岸人民币汇率 CNH 成为反映人民币离岸市场价格的重要标杆。

香港人民币离岸市场也是世界其他国家的离岸市场人民币的重要供求调节地。由于中国内地仍然实行较为严格的资本管制，不管是外汇还是人民币的流出流入均受到一定的限制。外国投机资本在中国在岸市场直接做空人民币很难取得胜利。而香港自由港的地位使其资本流动基本不受限制。其人民币离岸市场的交易量和存量均较大。因此成为影响人民币离岸市场供求和价格的重要市场。

香港自然成为国际炒家和中国央行对决人民币汇率的重要场所。



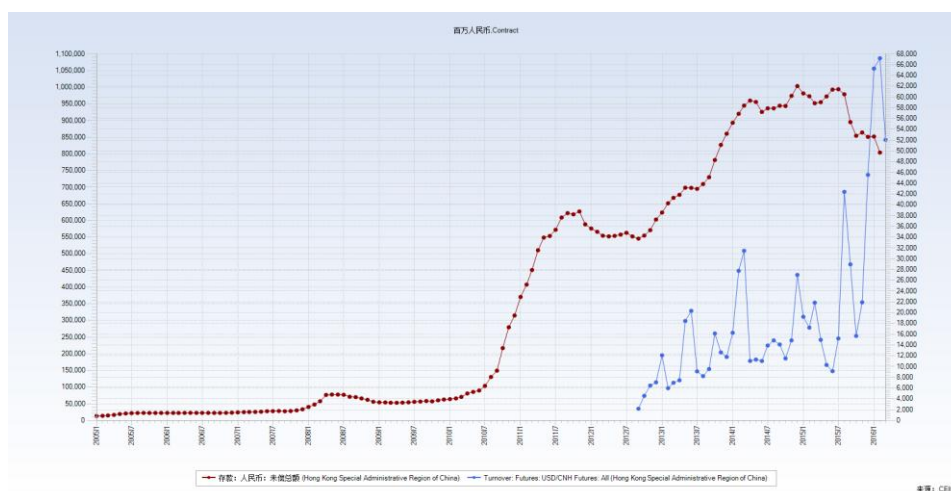


图 5 香港人民币存款和人民币美元期货持仓量

## 4.2 国际投机者：离岸市场大肆做空人民币

几家宏观对冲基金自 2015 年末以来就带头做空人民币，其中以美国的基金为主。他们预测人民币贬值幅度高达 20-50%。这种预言准确与否，未来几周有望见分晓。据路透社报道，至少从 2015 年 9 月开始，美国德州的对冲基金 Corriente Partners 就一直增加“低 delta”选择权，这实质是胜算很小的押注——预期人民币贬值幅度高达 50%。该公司估计，国内储户与企业纷纷从中国撤走资金，当局将无法抵挡和掌控，即便中国拥有 3.3 万亿美元的外汇储备。伦敦的对冲基金 Omni Macro Fund 自 2014 年初开始就做空人民币。伦敦的几名交易商表示，美国的几家基金也转而支持这种做法，其中包括资产规模达 46 亿美元的 Moore Capital Macro Fund。衍生品交易商称，期权市场在人民币兑美元达到 8.0 的水平有大量布仓，数据显示在 7.20-7.60 有多个期权行权价。投资者最大的分歧就在于人民币贬值的速度和幅度上。Corriente 和 Omni 都表示，如果中国继续抵抗，随着外汇储备的减少，今年可能会被迫一次性大幅贬值。这意味着应该买进 Delta 值低的虚值期权。那些预计中国能控制汇率平稳下降的基金则采取相反策略，买入押注人民币逐步贬值的期权，同时卖出“低 Delta 值”合约<sup>4</sup>。

自 2016 年伊始，人民币汇率连续四天下跌，1 月 7 日在岸人民币兑美元汇率中间价再度大跌，跌幅达 332 点，报 6.5646，为跌幅最大一日，创 2011 年 4

<sup>4</sup>外媒：带头做空人民币的是谁？操作手法解密，2016年01月28日 07:02。

[http://finance.ifeng.com/a/20160128/14194512\\_0.shtml](http://finance.ifeng.com/a/20160128/14194512_0.shtml)，来源：凤凰国际iMarkets

月以来新低。离岸人民币同样大跌，美元兑人民币汇率报 6.7078，贬值 0.93%，刷新五年以来最低位。人民币暴跌的源头，来自于香港，因为那里存放着一半左右的离岸人民币，是做空人民币的最佳地点。

2016 年初押注人民币下跌成为对冲基金一个很普遍的做法，亿万富翁投资者比尔·格罗斯因此将这种交易与 1992 年对英镑的投机性攻击相提并论。海曼资本管理公司的凯尔·巴斯和奥迪资产管理公司的克里斯平·奥迪等一些业内大腕都表示，已押注人民币再次大跌。

在人民币贬值趋势下，想靠投机人民币赚钱，有两种主要方式：跨境套利和单边做空人民币。

(1) 跨境套利：当人民币离岸和在岸价格存在一定的价差时，如离岸 CNH 为 1 美元兑 6.7 元人民币，而在岸 CNY 为 6.6 元人民币，存在价差  $6.7 - 6.6 = 0.1$  元人民币，价差达到 1000 个基点。在香港用 1 亿美元，换 6.7 亿人民币，然后将 6.7 亿转到内地，用 6.6 亿元人民币换回 1 亿美元，剩下的 0.1 元人民币就是获利。不考虑交易成本和融资成本，套利收益率为 1.49%。但跨境套利赚钱的前提是较大的离岸在岸价差的存在。而跨境套利的影响是在离岸人民币率先贬值的引领下推动在岸人民币贬值，但它同时将缩小离岸与在岸汇率的价差。

(2) 单边做空人民币。当预期人民币将继续下跌时，在外汇市场直接做空人民币，在人民币进一步贬值后平仓即可获利。为了扩大盈利空间，投机者通常是利用杠杆借人民币做空，或者利用汇率衍生品期货和期权加杠杆做空。离岸市场大量做空的结果，必然加剧离岸市场人民币的贬值，从而加剧人民币贬值预期，使更多的投机者加入做空，同时离岸市场做空人民币的结果是扩大了离岸和在岸市场的价差，又为跨境套利提供了套利空间。而跨境套利又将离岸市场的人民币贬值直接传导到在岸市场，推动在岸市场人民币贬值，并进一步强化人民币贬值预期。

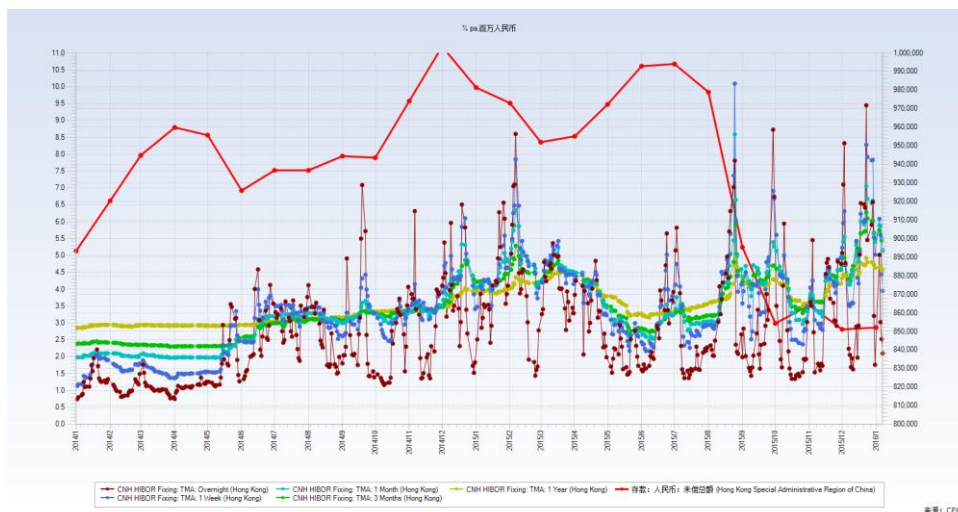


图 6 香港离岸人民币存款和拆借利率

2015 年下半年以来的离岸市场人民币贬值主要就是在这种做空力量和跨境套利行为的共同推动下加速的。

## 5 中国央行：以退为进，诱敌深入

在“8.11”汇改后，人民币对美元汇率中间价形成机制由原来的做市商根据上日中间价报价的加权平均价决定，改为根据前日市场收盘价决定。中间价形成机制更加市场化。在“8.11”冲击后，央行被迫大量卖出美元买进人民币，维持人民币汇率稳定。但外汇储备消耗巨大，这种干预显然不可持续。在中国金融市场逐步稳定以后，11 月份中国央行逐步降低了干预力度，允许人民币对美元汇率开始小幅缓慢贬值。人民币汇率从 6.3 以下逐步到 6.4，并在突破了“8.11”形成的低点后进一步推进。

在中国央行主导的人民币在岸市场汇率缓慢贬值的推动下，它向市场发出的信号是中国央行在维持汇率稳定，大量消耗外汇储备与保存外汇储备，允许人民币贬值的抉择中选择了后者。国际投机者认为机会来了，开始加大在离岸市场的做空力度，人民币离岸在岸汇差从零逐步到 1000 个基点以上。人民币贬值速度也开始加速，特别是伴随着中国股票市场的暴跌，中国金融体系的系统性风险快速上升，已经到了危机的边缘。保卫人民币、保卫中国金融体系、保卫中国经济，中国央行与国际投机者的决战迫在眉睫。

## 6 离岸市场抽水堵漏，全面阻击空头

## 6.1 离岸市场抽水：抛外汇，买本币，直接拉抬人民币汇率

央行干预汇率的可选方式很多，其中最直接的就是在外汇市场抛售外汇，购买本币，拉抬本币汇率。而直接干预有可以选择在在岸市场干预和离岸市场干预，甚至在两个市场同时干预。选择在哪个市场干预，主要看干预的便利程度和影响。在岸市场的干预显然是最为便利的。但是，此次人民币贬值潮主要是离岸市场引领的。如果仅在在岸市场干预，抛售美元买进人民币，虽然能够拉升在岸市场的人民币汇率，但是却会加大离岸与在岸人民币的价差，为跨境套利者提供更大的套利空间。干预将消耗大量的外汇储备而不能取得最佳的效果。

另外，在在岸市场大量回收人民币也会导致境内人民币供应的紧张，利率上升，加剧股票市场的下跌，也不利于实体经济的复苏。而在离岸市场抽水，不会对境内市场的流动性带来较大不利影响。

显然干预应该选择引领贬值的离岸市场。那里也是投机者做空人民币的主战场。只有在主战场消灭敌人的主力，才能以最小的消耗取得最大的胜利。

## 6.2 堵漏：控制离岸市场人民币供给，卡断空头弹药补给

投机者在离岸市场做空人民币获利需要两个条件：一个是需要能够借到足够的人民币在离岸市场抛售，将人民币打压下去；另一个是离岸市场人民币的融资成本要足够低，使人民币贬值带来的毛利不仅能够覆盖其融资成本，而且还能有盈利。从图 6 可见，尽管在 2015 年 8 月以来，香港的人民币存款由较大幅度的回落，但总体仍维持在 8500 亿元以上的水平。而在 2014 年以来香港人民币同业拆借的短期利率就大幅波动，而且中长期利率也开始上升，但基本维持在 4-5% 的水平。这显示香港离岸市场的人民币供应还是相当充足的。

香港离岸市场人民币存款最多时仅有 1 万多亿元，央行直接干预最多只需要耗费 1000 多亿美元就可将其扫荡干净。从 2015 年 8 月以来，央行并未少在离岸市场的干预，但香港的人民币存款仅从 1 万多亿减少到 8000 多亿，下降幅度有限，而离岸市场的人民币汇率却加速贬值，领跌在岸人民币。离岸市场的人民币供给可谓源源不断。

香港作为人民币国际化的始发地，其与内地的人民币资金流通的渠道是比较畅通的。在 2014 年 5 月以前，由于内地的存贷款利率较香港高，一些金融机构

和企业主要在香港借入资金到内地使用。但随着国内利率的逐步下调和美国退出量化宽松后加息，香港人民币利率逐步超过内地。而追求境内外人民币利差的套利资金，开始从原来的境外借入资金输入境内改变为境内借入资金输出到境外。导致人民币在资本项下的大量流出，为离岸市场做空人民币的力量提供了大量源源不断的弹药供给。**堵住资本项下人民币流出漏洞**，管控境内金融机构系统内跨境资金划拨，调控境外利率，提高离岸市场人民币融资成本成为短期打击套利活动的重点。

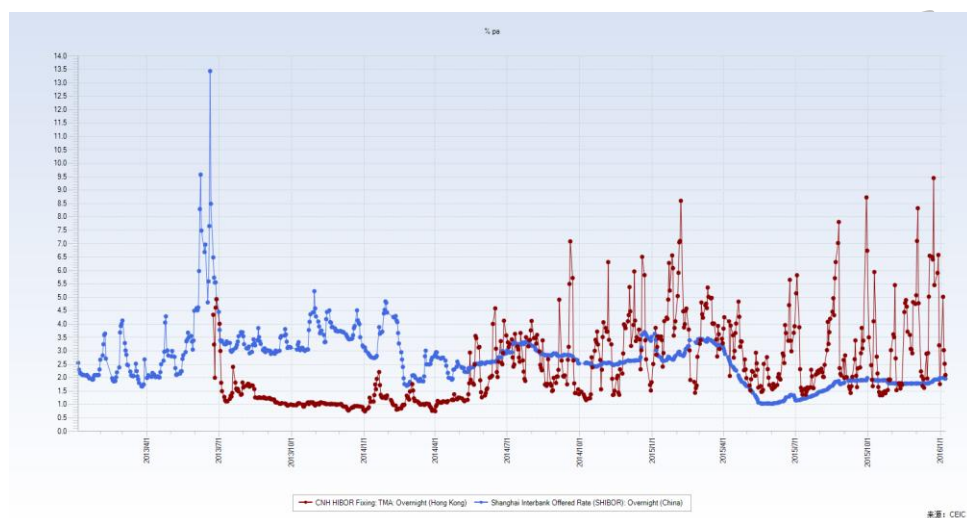


图 7 上海和香港银行间市场人民币拆借利率比较

彭博社周二援引知情人士报道，中国央行自周一开始，在离岸市场持续干预人民币汇市。手段之一便是由国家外汇管理局对部分境内银行实施口头窗口指导，要求减少短期内人民币资金跨境集中流出，减少离岸人民币头寸和流动性。不愿具名的驻伦敦交易员透露，香港的中资银行现在已不愿意借出人民币。

离岸人民币周一触及 6.7078 的日内低点后，24 小时内强力拉升逾 1000 点，周二亚洲交易时段甚至一度较在岸人民币出现溢价，为去年 10 月份以来首见。周二香港人民币隔夜银行间拆借利率飙升至 66.8%，达到有数据以来的纪录最高位，显示流动性已经极度紧张。自 2013 年 6 月推出以来，该市场的人民币银行同业隔夜拆息定价平均位于 2.57% 左右。

因香港市场的人民币供应量已近乎枯竭。银行间基准隔夜拆借利率周一创下 13.4% 的纪录后，周二飙升至 66.8% 这一史无前例的水平。该基准利率是根据 18 家本地银行每天早上给出的利率计算的。交易商表示，当天实际人民币拆借利率

高达 110%。香港一家银行的资深交易员在谈到离岸人民币流动性状况时说，市场流动性已经枯竭。澳新银行 (Australia & New Zealand Banking Group Ltd., ANZ. AU) 驻新加坡外汇策略师 Khoon Goh 说，借贷成本上升使得投资者实施做空人民币交易策略的代价更高。鉴于周二出现的此类押注融资成本上升的局面，投机者试图平掉其剩余空头仓位，担心如不尽快采取行动随后将会造成更大损失。这使中国央行得以实现其让人民币在岸和离岸汇率趋同的目标，在岸和离岸汇率趋同会限制交易员从人民币汇率价差中套利。周二离岸市场人民币走强，一度高于在岸市场人民币汇率。周二尾盘，在岸市场人民币收盘价报 1 美元兑人民币 6.5695 元，离岸市场报 1 美元兑人民币 6.5746 元。一家华尔街银行驻香港的一名高级交易员在谈到干预措施时表示，这是迄今为止中国央行释放出的最强信号。<sup>5</sup>

中央财经领导小组办公室副主任韩俊周一在纽约出席总领馆的一个活动时证实，之前两天里中国央行在海外干预汇市以支撑人民币汇率。他强调，做空人民币必将失败，对于人民币将大幅贬值的判断是荒谬的，因为决策层有决心确保汇率稳定。

中国央行 1 月 7 号刊发评论文章称，一些投机势力试图炒作人民币并从中牟利，其交易行为与实体经济需求无关，不代表真正的市场供求，只会导致人民币汇率异常波动，向市场发出错误的价格信号。文章称，面对这些投机势力，人民银行有能力保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

中国央行还发出了人民币将保持对一篮子货币稳定的明确信号。中国人民银行研究局首席经济学家马骏接受新华社采访时表示，目前人民币的汇率形成机制已经不是盯住美元，而是加大参考一篮子货币的力度，保持一篮子汇率的基本稳定。

## 7 中国干预汇率：大获其胜还是得不偿失？

### 7.1 人民币离岸汇率大幅升值，离岸在岸汇差大幅缩小

---

<sup>5</sup>和讯外汇，中国央行阻击人民币空头，2016-01-13 14:44:55，  
<http://forex.hexun.com/2016-01-13/181781010.html>



在中国央行多管齐下的阻击下，离岸人民币汇率转跌为升，在 1 月 12 日大幅飙升 1000 个基点，离岸与在岸汇差迅速缩小，甚至出现升水。

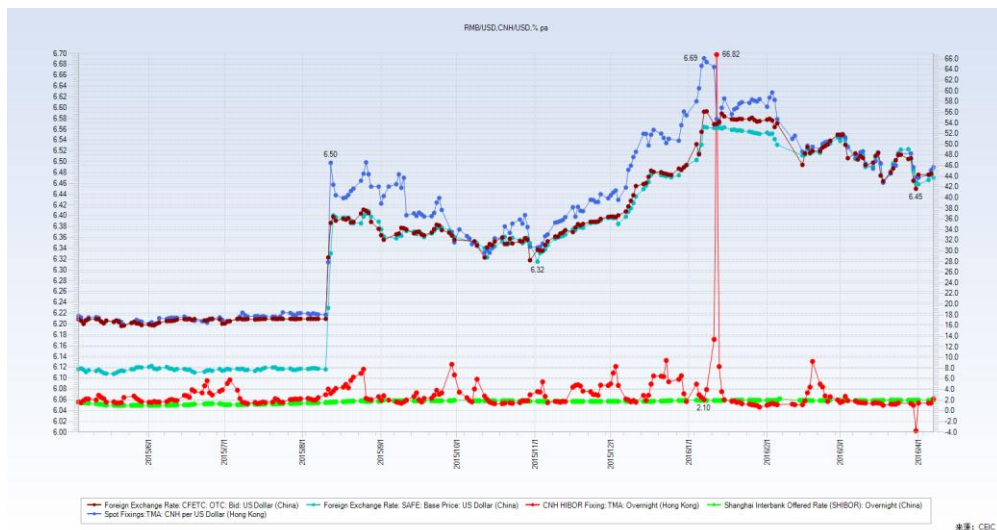


图 8 香港离岸人民币拆借利率与人民币汇率波动

香港经济日报分析报道称，人民银行今次将反击人民币空头主战场选择在香港，一方面因香港为全球最大人民币离岸市场，拥全球最大资金池，有能力抵受短期波动，同时对内地实体经济的影响减至最低，再次展示香港作为人民币离岸中心的独特性及重要性。

#### (1) 凸显离岸中心重要性

香港港币为与美元挂钩的港元，主要贸易及使用均两货币计价，香港人民币同业拆借利率（CNH HIBOR）全线飙升至两位数，但对其实体经济影响并不大。香港股市及楼市均用港元计价，CNH HIBOR 对两市没直接影响。这次 CNH HIBOR 波动，亦不会如 1998 年港元拆借利率飙升至逾 20% 那样，造成香港融资成本大增，从而引发香港股灾。

同时，中国正经历经济转型，多个地区及行业均称借贷有难度，中央打击空头当然不想影响内地经济，亦可避免因拆借利率飙升造成中国的股灾或融资成本上涨的负面影响。

#### (2) 内地拆借利率仅 1.95% 未受波及

上海银行同业拆借利率（SHIBOR）未见大升，隔夜息仅 1.95%，多个期限如 1 周及 2 周拆借利率更回落至 2.3% 及 2.8%，反映内地金融业以至企业融资成本并未受到此次打击人民币空头行动的影响。

对内地经济影响不大，对香港影响亦有限，对部分企业更是好消息。恒生银行执行董事兼环球银行及资本市场业务主管冯孝忠称，不少企业持有人民币作实际商业用途，现时人民币止跌回升，对这些企业为好事。拆借利率高企，银行亦会相应调高存息，对企业以至零售存户均是正面消息。但长期维持高拆借利率则不利港发展离岸人民币中心，东亚银行货币及利率交易部主管陈德祥表示，企业多在年初作贷款，人民币贷款为近年增长引擎，但银行业资金成本高，变相难以放贷。拆借利率高亦影响企业发点心债的定价，香港作为离岸人民币中心龙头，债券及贷款市场受压，将受重大打击。

### (3) 对人民币空头的打击延伸全球

人民银行在本港人民币离岸市场开战，战綫迅速蔓延至多个亚洲海外和衍生工具市场。人民币资金池达 3,179 亿元，仅次于香港的台湾市场，人民币银行同业拆借利率（CNT TAIBOR）隔夜利率也急升至 59.7% 的新高，远高于上周 5% 以下的水平。新加坡银行越洋到港求拆得短綫资金，反映环球人民币资金供应紧张，推高借贷沽空成本。

人行连环拳阻击人民币空头，人民币汇率持续波动下，人民币衍生工具市场同样热闹。港交所挂牌的人民币（CNH）货币期货未平仓合约，首度突破 3 万张，名义价值约 30 亿美元。人民币产品交投趋旺，港交所更称，年内将推出更多人民币汇率类产品。

场外交易方面，美国保管信托及结算公司 DTCC 资料显示，环球美元兑人民币的场外期权交易，过去一周日均成交额更达 150 亿美元（约 1,170 亿港元），较上月大增两倍。

## 7.2 人民币空头遭受重挫，被迫退出做空队伍

据彭博新闻社网站 3 月 14 日报道，对做空人民币者来说，关于人民币命运的斗争开始变得血腥。报道称，人民币 2015 年令人震惊的贬值使对冲基金和其他投机者押注人民币会进一步贬值。7 个月后，人民币出人意料的坚挺使许多这样的下注者出现亏损。自 2015 年 8 月以来，至少 5.62 亿美元押注人民币对美元汇率将跌破 1 美元兑 6.6 元人民币（人民币 2015 年 8 月贬值以来的最低点）的期权，在到期时变得毫无价值。另外，还有 8.07 亿美元期权将在 3 个月内失效。

这些数字仅能让人粗略了解悲观投机者的潜在损失，但有一点很清楚，即中



国政府已经证明，作为对手，它比许多交易员预期的要更加强大。中国决策者尽了最大努力来支撑人民币——加强干预、打击资本外流并发动罕见的口头行动来恢复对人民币的信心。

报道称，做空人民币者现在面临艰难的选择：他们不得不放弃交易，或者进入很可能代价高昂的漫长等待。瑞士诺茨-施图基-齐资产管理公司另类投资主管希勒米·云韦尔说：“中国希望控制人民币走势，将尽其所能确保没有其他人能决定人民币的走向。跟一个巨大的经济体以及能把你踢出局的决策者作对值得吗？不值得。”

### 7.3 人民币贬值预期改变，人民币汇率逐步趋稳

在中国央行的组合措施干预下，离岸人民币汇率迅速回升，巨大的离岸在岸的汇率价差迅速缩小，在岸人民币汇率也小幅回升，人民币可能面临大幅贬值的预期迅速发生改变。1月人民币汇率在6.5左右小幅震荡，逐步趋稳。

### 7.4 得不偿失？

中国央行在香港离岸市场对人民币空头的狙击战，国际和国内有不同的评价。

支持的观点认为，狙击战是对空头的有力打击，对于稳定人民币汇率，稳定预期，提高人们对人民币和中国经济的信心，推动中国经济的健康发展创造了有利条件。

反对的观点则认为，阻击战是得不偿失，人民币贬值是必然趋势，干预只能推迟而不能阻止，结果是浪费国家的外汇储备。对外汇市场的干预，与人民币汇率的市场化方向背道而驰。同时，控制人民币的跨境流动，将极大地有害人民币国际化战略的推进。

## 案例正文附件

### 附件 1： 中国人民银行周小川行长接受《财新周刊》专访节选<sup>6</sup>

2016 年 2 月初，中国人民银行行长周小川就人民币汇率改革、宏观审慎政策框架和数字货币等问题接受了《财新周刊》记者的采访，以下为人民币汇率改革部分节录。

#### 人民币没有持续贬值基础

财新记者：1 月份央行召开了全系统的年度工作会议，节前听到各分支行正在传达讨论。您能不能介绍一下会议关注哪些主要议题？

周小川：年度工作会议历来都要分析讨论当前国际国内经济金融形势，落实中央经济工作会议的主要任务并推动金融改革。今年大家讨论较多的议题还有外汇市场和汇率，宏观审慎评估，央行数字货币以及互联网金融，等等。

财新记者：目前市场上对于中国经济增长的前景判断有一些分歧，这也影响了人们对人民币汇率的判断，对这一问题应该怎么看？

周小川：当前对经济形势和金融市场形势的看法确实存在分歧，但对当前的中国经济要有全面客观的认识。总的看，当前中国经济仍运行在合理区间内。在世界经济和全球贸易增速放缓、国际金融市场波动加剧的背景下，2015 年中国经济保持 6.9% 的中高速增长，在世界范围内仍属于较高水平。

中国经济增速的变化，有全球经济增长乏力的原因，也是中国政府主动调整结构的结果，有利于中国经济实现更加可持续、更高质量的增长，也有利于全球经济再平衡。未来中国将着力加强结构性改革，尤其是供给侧结构性改革，更好地平衡经济增长、结构调整和风险防范三者间的关系，实现经济持续平稳发展。

财新记者：在您看来，未来中国经济增长的动力，主要有哪些？

周小川：现在中国国民储蓄率仍然很高，会带来高投资，这个关系继续存在。

---

<sup>6</sup>文章来源：中国人民银行网站，沟通交流，2016-02-13 19:01:27，  
<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3016856/index.html>

尽管高投资中的一部分是“走出去”投资，但与国内投资总量相比还是很少的，并不意味着国内投资增量和机会少了，国内投资保持高位还是很有基础的。

贸易的比较优势虽然有所转移，但通过转型升级走向中高端，中国的制造业仍然有巨大的优势。制造业的短期调整，部分是因为环保要求，要减少“两高一资”式的扩张。服务业占 GDP 的比重从 43% 增长到 2015 年超过 50%，空间仍然巨大。

此外，过去对民营资本的市场准入不够宽松，对此已经采取了一些措施，问题已开始逐步解决，包括大众创业也有很大空间。

财新记者：GDP 增速回落是外界比较担心的。中国经济增速从过去多年的两位数持续回落，2015 年降至 6.9%，这引起很多悲观情绪。

周小川：对中国的看法有两个因素值得关注。一是中国 2009 年、2010 年对全球 GDP 增长的贡献太大了，我国人口占全球 20%，当时 GDP 占全球不到 10%，但对全球 GDP 增长的贡献率超过 50%。必须认识到这是特殊时期的情况，当时欧美受危机冲击，而中国推出了经济刺激计划，两者形成巨大反差。但这种情况不应该成为常态，50% 不能当标准用，也是不可持续的。现在中国对全球 GDP 增长的贡献率在 25% 左右，是比较接近常态的，这不是什么硬着陆。

另一个因素是中国过去突出强调 GDP。其实从全球来看，GDP 特别是其增量与汇率没有直接关系。比如说，有时 GDP 增长快会伴随着经济过热和通胀偏高，反而产生本币贬值的压力。现在国际上有一些误导的议论，应该说，本币汇率更多地与本国的竞争力及经济健康度有关。

如果深究一下理论和国际经验，和汇率最相关的经济基本面因素首先是经常项目平衡。2015 年中国经常账户顺差仍很高，其中，货物贸易顺差 5981 亿美元，创历史新高。影响汇率的另一个基本面因素是实际有效汇率的变化，即通货膨胀的相对变化。美日欧的通胀目标是 2%。中国 2015 年末居民消费价格指数（CPI）是 1.4%，对中国而言是比较低的通货膨胀。低通胀有利于币值稳定。

总的来说，当前中国国际收支状况良好，国际竞争力仍很强，跨境资本流动处于正常区间，人民币汇率对一篮子货币保持了基本稳定，还有所升值，不存在持续贬值的基础。

财新记者：影响人民币汇率的国际因素也很重要，您认为哪些是最值得关注

的？

周小川：没错，这非常重要。我不求全面，只讲四点。第一，全球经济在经历国际金融危机时倍受磨难，后来美国经济出现一些好的兆头，美元开始升值，欧元、日元显著贬值。由于多方面原因，人民币对美元贬得较少，相对于欧元、日元等则有明显升值，市场不少人认为需要“补课”式调整。第二，美联储逐渐从量宽递减过渡到退出量宽，直至 2015 年 12 月的首次加息，当然会对全球货币资产配置和资本流动产生重要影响。应该说，2013 年、2014 年美联储的政策变化对多数国家均有影响，特别是部分新兴市场经济体受影响明显，但对中国冲击不大；而 2015 年，特别是 12 月的加息，对中国的影响则很显著，可能也是“补课”吧。第三，国际投机力量近来聚焦唱空中国。其实，这些投机力量总要找些热点去下注，恰好找到中国 2015 年经济增长放缓和金融市场出现波动。问题是，以前这种投机力量较弱，经过全球金融危机各大经济体大幅量化宽松后，闲钱实在是多得惊人。中国经济到底行不行？我们是有信心也有耐心的，等着数据不断出来说话。当然也要明白，这对于下了注的人是没有用的，他们急于制造舆论，企图倒逼博弈尽快见分晓。第四，全球范围内多种金融资产在量宽条件下呈现出不同程度的泡沫或其他调整压力。2008 年以后，全球抗击金融危机采取宽松货币政策，很多资产价格上涨了很久，有一定程度的扭曲，存在调整的内在压力，处于待调整状态，最后就看是谁来触发。调整总是痛苦的，为此无论是谁都希望找个可问责的第三方。

国际上有人担心中国是否为增强出口、提升 GDP 而允许人民币贬值，并有可能加剧所谓的“汇率战”。如果仔细观察中国的经常项目平衡，2015 年货物贸易顺差已接近 6000 亿美元，净出口对 GDP 的贡献率已经不低，因此不存在为扩大净出口而贬值的动机。李克强总理也反复阐明了这一点。当然，2015 年的顺差中有不少是因为国际市场大宗产品（特别是原油）价格下跌而带来的，中国的许多种大宗产品进口的数量都是正增长的，特别是原油，但进口金额下降了，所以也不能把国际大宗商品价格下跌归罪于中国经济放缓。因此，要解释人民币自去年起出现对美元贬值的压力，还应主要看美元对多种货币升值过快、国际国内若干事件的冲击以及市场上短期情绪的影响。

财新记者：央行对于“热钱”规模有估算吗？

周小川：“热钱”没有明确的定义。不过，投机力量并不是影响国际收支平衡的主要力量。大的投机力量主要是在境外市场，而能跨境流动的 QDII 和 QFII 的数量都相当有限，进出的规模和速度都受管理。当然，在境外唱空中国会在情绪上影响境内市场。

现在观察到的情况，一些出口企业受到预期的影响，通过结汇与否、何处结汇、延期结汇，在贸易方面做远期规避风险，调整投资时点、提前购汇等，都会影响我国外汇市场供求。大量国内企业在国外有子公司，资金存放在境外还是国内，伺机而动，都比以前更方便。但出口企业毕竟是要用人民币发工资，支付水电费和购进原材料、零部件的，这种调整策略是会见底的，进口企业也与此类似。

另一个因素是国内企业（包括外商投资企业）在某种预期之下会进行负债调整，主要是为防止美元升值而尽量减少或偿还美元债务，改为借本币债。应该说，中国是大经济体，外债也是不少的，2014 年约 8000 多亿美元，一旦要调整，就会向央行大量买汇。相比之下，转为人民币债务融资也有条件，目前人民币贷款可获得性较高，价格也不算贵。这就是说，如果预期是对的，则负债方调整也无可非议，也是企业自主权。好在这种调整会很快见底的，外债都还了就见底了。何况，不少在华外商投资企业是要靠母公司用美元作贸易融资的，这部分量很大，不可能减到底。

为此，需要区分资本外流和资本外逃两个概念。外向型企业的结售汇策略选择和负债结构调整是正常行为，属于利益权衡，总是会见底的。它的确会影响资本流动的数字和国家外汇储备的数字，但不一定是外逃。

近期全球金融市场上不确定性因素多，和正常时期不同，确实有些投机力量在瞄准中国。正常情况下，国际投机者不会把中国当作攻击目标。中国经济体量，资源多，跟中国拼，不容易挣到钱。事实上，中国过去许多年主要是资金流入，其中一部分可能是“热钱”，会择机撤出，没什么奇怪。

财新记者：您具体分析了影响汇率的两个主要基本面因素，国际收支平衡和通胀水平，但除这两项外，资本项目的变化对汇率的影响也很大。

周小川：对。资本项目的情况是这样的：第一，涉及直接投资的资本项目基本比较稳定，外商直接投资有些波动但基本稳定。第二，中国企业“走出去”投资增多，这是政策放开和中国企业家逐渐了解国际市场发展到今天的自然结果。

当前增长比较快，这也是好事。

当然，我们也发现，有一部分人由于信心、产权保护、原罪等问题，在谋求海外移民、投资买房等；也有一部分企业家在海外投资收购企业，并不一定是因为比较优势转移或开拓市场，而是在中国破产法还不完善的情况下，自己采取了“跑路”保护。

中国经济规模这么大，开放程度这么高，这些混杂在正常投资中的外流问题确实存在，也确实有改进空间，但和每年4万亿美元的贸易总量和数万亿美元的储备相比都不算大，估算时要有量级的区分。此外，随着中国法治进一步完善，有些问题会逐步改进。

### 人民币汇率改革方向坚定不移

财新记者：人民币汇率改革接下来会以什么样的方向和节奏推进？

周小川：未来汇率改革的趋势是坚定不移的，不过我们也有耐心。我们希望“十三五”期间在汇率改革方面能取得长足进展，方向是更加依靠市场力量决定价格，实现更有灵活性的汇率。

人民币汇率改革的方向仍旧是：以市场供求为基础，参考一篮子货币，实行有管理的浮动汇率机制。首先还是强调市场供求关系，即便市场中存在短期投机力量，也还是要尊重市场，央行心目中并没有一个模型测算的最优汇率水平。参考一篮子货币是我国贸易和投资多地区、多伙伴、多元化的必然选择，过去做得还不够，比较多地看了美元，下一步还要推进对一篮子的倚重。我们始终认为，不能百分百地使用有效市场假设，市场有时会呈现缺陷，被投机力量或短期情绪及羊群效应所支配，我们的浮动汇率体制仍是要有管理的。我们希望并努力实现汇率“在合理均衡水平上的基本稳定”，这是相互作用的。尽管均衡水平难以准确测算，但只有在合理均衡水平附近才会有基本稳定；错的、不均衡的水平不可能稳定住；同时，只有谋求基本稳定，才有助于探寻合理均衡水平，在大动荡、大乱局之中是会有多少人注重经济基本面和均衡分析的。

对中国这样一个大国而言，这一方向上的改革努力也许需要相对较长时间去实现。改革的艺术在于：有窗口时就要果断推进，没窗口时不要硬干，可以等一等，创造条件。中国经济强调改革、发展、稳定三者之间平衡。整个国际经济正

在从危机中复苏，也还要平衡改革、发展和稳定之间的关系。我们务实，有耐心，方向明确但不求直线前进，既要改革，又要做一个负责任的经济大国。

财新记者：人民币汇率改革适逢全球金融市场进入新一轮调整，对中国金融市场的溢出效应议论较多，是否公平？

周小川：金融市场的许多波动是事件驱动型的。例如美联储从宣布停止 QE 到加息，创造了许多交易机会。而事件驱动型的交易都有放大作用。市场波动加大，大家神经紧张，也容易相互指责。重要政策出台需要顾及这些新因素。

过去，中国经济在全球的分量不够，不习惯自己的行动对全球经济和市场有溢出效应。现在看，中国确有溢出效应。在全球金融市场不确定性较强、事件驱动放大市场波动的情况下，国际上对中国溢出效应应备加关注。我们会审慎推进人民币汇率改革，注意选择合适的时机和窗口，尽量减少负面溢出效应，特别是不要在国际上造成相互叠加的影响。

另外，国内股市、债市、汇市、货币市场等市场板块间也有相互溢出冲击，本质上都是价格扭曲、健康性、泡沫和韧性之间的相互作用。正如中央经济工作会议所要求的，要防止国内几个金融市场之间交叉感染、相互冲击，防止出现系统性风险。我们从 2008 年美国次贷危机开始的国际金融危机中学到，美国房地产市场、次贷、影子银行交叉感染，冲击太大。中国也存在交叉感染的土壤。为此，改革要有窗口选择，讲求时机、配合和操作技艺。有些改革是不怕慢就怕站，不能“一遭被蛇咬，十年怕井绳”。当然，另一个极端也要防止，国际经验表明，对“转轨陷阱”和“改革疲劳症”要倍加小心。

从 2014 年后半期开始，美元升值较多，欧元和日元都大幅贬值。人民币则基本跟随美元，对美元有点贬值，但是贬得不多。这样相对于其他货币，人民币也积累了一些贬值压力，这也是调整的内在压力。过去若干年，相比其他国家货币，中国的人民币汇率太稳了，波动性几乎是全球最小的，也给国内国际市场造成人民币就应该特别稳的不切实际的预期。现在人民币汇率稍微动一下，就容易引发外界关于溢出效应的强烈反应。实际上，用日元、欧元来衡量，人民币汇率的波动要小得多，更不要说和俄罗斯、巴西、南非等新兴市场国家的货币相比。但人们的思维都是有惯性的，需要慢慢适应。为此，过分渲染中国溢出效应，确有不公之处。

财新记者：2015 年 12 月 11 日公布人民币汇率指数后，央行是不是更关注人民币对一篮子货币的汇率？

周小川：目前人民币的汇率形成机制已经不是盯住美元，但也不是完全自由浮动。在可预见的未来，加大参考一篮子货币的力度，即保持一篮子汇率的基本稳定，是人民币汇率形成机制的主基调。更加成型的对一篮子货币的参考机制，将涉及一系列安排，包括引导市场测算保持一篮子汇率稳定所要求的汇率水平，要求做市商在提供中间价报价时考虑稳定篮子的需要，以及央行在进行汇率调节时维护对篮子稳定的策略。实施这种形成机制的结果，将是人民币对一篮子货币的汇率的稳定性不断增强，而人民币对美元的双向波动则会有所加大。

我们在汇率形成机制的改革中，会明显强化一篮子货币的参考作用，但不是盯住一篮子，因为影响汇率的因素还是比较多的。“盯住”一篮子货币，对于增加预期性、引导市场了解汇率形成确有更大好处，但是也会产生若干困难，一是如何纳入新的宏观数据的影响；二是如何体现以市场供求为基础，如果一篮子货币和供求有差别，还是市场供求的力量更大一些；三是如何选用一篮子货币的权重，没有公认的权重，可以是贸易加权型，也可以是 SDR 货币篮子，还有别的篮子，不同的篮子形成的指数是不一样的，有争议。对于一篮子货币的参考程度，也是逐渐提高的过程。现在公布了三个对一篮子货币的汇率指数，未来的机制设计可跟随宏观经济走势和供求关系而不断调整。

要形成比较成熟、透明的机制，需要有一个探索的过程。目前已经形成了更多参考一篮子货币的共识，中间价的定价机制也开始引入稳定篮子的因素，操作上以稳定一篮子汇率为主要目标，同时适当管理单日内人民币对美元汇率波动的幅度。未来还会引入宏观经济数据对汇率发生作用的机制。央行将加强与市场沟通，提高人民币指数数据的作用，以便市场判断参考一篮子货币机制的有效性。

财新记者：由于各国经济政策客观上有溢出效应，全球协调机制方面能不能发挥更大的作用？

周小川：应该说世界上还没有建立起这种协调机制，SDR 的努力就是想建立这种机制。现在有些探讨，希望通过协调让大家能够分担，保持稳定性。这些探讨都是好的，但还需要很多年的努力。

财新记者：市场有看法认为，人民币汇率形成的规则不够透明，总在猜央行



为什么要这样做或那样做。怎样才能更好地与市场沟通呢？

周小川：首先，央行肯定有明确和强烈的愿望去不断改进与公众及市场的沟通，过去我们也曾有过一些卓有成效的沟通实践。同时，做好沟通也非易事。

当前全球金融市场中蕴含很多不确定因素，导致意见分歧，争论较多。这时候大家都希望有某个先知或权威说法，能把不确定性转变为确定性。但不确定性是客观存在于市场之中的，光靠口头定心丸是消除不了的，央行既不是上帝，也不是魔术师，不可能把不确定性问题都抹掉。所以央行有时要说：“对不起，我们要等待新数据的输入”。

至于前瞻性指引的做法，需要研究几个问题。一是在对市场的指导上，是否央行的人才和信息掌握优于市场？是否在指导市场的理论基础和预测模型上优于市场？二是前瞻性指引与传统的货币政策工具之间的关系。当利率和公开市场操作等工具都没有空间时，就只能靠谈论未来了。三是从国际经验来看，有时不能避免各种争论，即便央行内部也有看法不一致的时候，那时，前瞻性指引传达出来的信号也不能给市场帮助，不会减少市场的担忧。

应该看到，过去多年来人民币一直处于升值趋势，外汇储备在不断积累，这肯定不是无限的过程，迟早是要到顶、见拐点的。在拐点出现之前，升值有所过冲是难免的，需要调整。在拐点出现后，反方向的贬值过冲也是可能的。再之后还会有升值势头，因为基本面是支持人民币走强的。总的趋势是在震荡调整中阶段性渐趋稳定，这是客观存在的系统动态特性。中国的外汇市场尚不是一个充分竞争的完备的市场，对于不同的市场主体，央行与其沟通的策略是不一样的。对一般大众，重在知识和体制框架的沟通；对进出口商等使用外汇的机构，引导并稳定预期很重要；对于投机者，则是博弈对手的关系，央行怎么可能把操作性策略都告诉他们？这就像是下棋，你不可能把准备的招数向对手和盘托出。

### 应对资本流动

财新记者：现在很多人比较担心外汇储备下降的问题。央行如何看待和应对投机力量？

周小川：市场上有投机力量并不奇怪，有时也很难区分投机与风险管理操作。中国有世界上最大规模的外汇储备，我们不会让投机力量主导市场情绪。外汇储

备的用途既包括国际支付,也包括金融稳定。中国的外汇储备保证国际支付有余,保证金融稳定也是题中之义,这个能力是无庸置疑的。随着资本的进出,外汇储备现在减少,过一段也可能增加,只要基本面没有问题,增增减减本身都是正常的。

当然,不让投机力量主导市场情绪,并不意味着它一来就正面阻击,要考虑有效使用弹药、成本最小化的问题。进一步改革汇率形成机制,本身就有助于更灵活地应对市场投机力量。如果说过去的固定汇率是挺住不动的“钢制盾牌”,灵活汇率就变成了“海绵盾牌”,对于过度的投机力量,可以做到攻防有度。

财新记者:央行最近抽紧了离岸市场的人民币供给,对人民币国际化的影响较大,怎么在两者之间求平衡?

周小川:我们当然希望人民币国际化进程顺利前行,但经济运行中不可能什么好事都占。人民币国际化进程本身会是波浪型前进的,如果观察到投机成为外汇市场中的主要矛盾,就重点应对投机,等市场逐渐回到相对稳定状态,人民币国际化还会继续前进。

财新记者:面对投机力量和跨境套利,资本管制会不会加强?

周小川:我们统筹考虑便利化和防风险,在继续大力促进贸易投资便利化的同时,强化风险防控,突出反洗钱、反逃税、反税基侵蚀和利润转移、反非法金融活动,继续强调国际收支申报义务及其真实性合规性审核要求,打击违法违规行为,但所有正常用汇都是有保证的、自由的。

最近有人说中国要实施这样那样的外汇管制措施,其中有一些明显是谣言,用来在普通居民和一般贸易商中间制造恐慌情绪,以配合造谣者所下注的投机盘。甚至有些谣言针对的是经常项目,而非资本项目。比如有谣言称外汇局要对外资企业利润汇出加以限制,须知这是经常项目,一直是允许的,外汇局从来没有什么额度管制。资本项目上,企业的海外并购、设子公司和代表处也都可以走正常程序换汇。金融市场和实体经济不同,多数情况都是打信心牌。

国际经验表明,资本项目的外汇管制对于那种较为封闭的经济体是有效果的,而对于较为开放的经济体则往往难以奏效,另外,资本管制对防止过度资本流入比防止资本流出更为有效。中国是一个开放的大型经济体,贸易依存度比其他大国高很多,每年4万多亿美元的进出口额,涉及上百万家进出口企业,一年

出境人口上亿，海外华人有 5000 万，外资企业资本存量过万亿美元，这些都是人民币汇率和汇兑体制的利益相关方。任何不当管制都会给实体经贸带来不便和困扰，反倒会影响信心和国际收支平衡。更何况，由于开放程度很高，绕道而行是屡见不鲜、司空见惯的。我们会在现有法律法规的执法、管理和维护贸易投资便利化及开放度之间精心把握合理、可行的平衡。

## 附件 2：中国货币网特约评论员文章“2015 年人民币汇率对一篮子货币保持基本稳定”<sup>7</sup>

2016 年 1 月 4 日，中国外汇交易中心公布了人民币汇率指数系列的最新数据。2015 年 12 月 31 日，CFETS 人民币汇率指数为 100.94，较 2014 年末升值 0.94%；参考 BIS 货币篮子和 SDR 货币篮子的人民币汇率指数分别为 101.71 和 98.84，分别较 2014 年末升值 1.71% 和贬值 1.16%。三个人民币汇率指数一贬两升，显示 2015 年人民币对一篮子货币总体保持了基本稳定。

从全年走势看，前 8 个月受美元走强的影响，人民币有效汇率总体呈现小幅升值态势，CFETS 人民币汇率指数最高达到 105.65，人民币汇率中间价与市场汇率之间存在一定的偏离。8 月 11 日，人民银行完善了人民币对美元汇率中间价形成机制，中间价的形成更加参考外汇市场供求关系。此后，人民币对美元双边汇率有所贬值，美元对其他主要货币汇率也有所贬值，人民币对美元汇率中间价与市场汇率之间的偏差得到了校正，CFETS 人民币汇率指数回落至 101 附近徘徊。11 月以来人民币对美元双边汇率的持续小幅走贬又进一步释放了人民币汇率贬值压力。2015 年末 CFETS 人民币汇率指数和参考 BIS 货币篮子的人民币汇率指数都大致回到了 2014 年末的水平。

当前人民币汇率对一篮子货币有条件继续保持基本稳定。首先，我国经济运行总体平稳，经济保持中高速增长，经济结构优化，改革开放向纵深迈进。2015 年虽然出口增速有所回落，但出口占全球市场的份额仍持续提高，前 11 个月货物贸易顺差高达 5391 亿美元。我国并无必要通过货币竞争性贬值刺激出口来稳

<sup>7</sup>文章来源：中国人民银行网站：沟通交流 2016-01-07 11:04:45，  
<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3001858/index.html>

增长。其次，从外部环境看，各方面关注的美联储首次加息在长时间的发酵后，市场反映总体平稳，对 2016 年美联储继续加息的预期也较为充分，这说明美联储加息的影响已在较大程度上被提前消化，下阶段美元走势受多方因素影响有一定不确定性。最后，经济基本面仍将对人民币汇率构成长期支撑。我国外商直接投资和对外投资持续增长，外汇储备充裕，金融体系保持稳健，海外投资者配置人民币资产的需求也将逐步增加，人民币汇率不存在持续贬值的基础，人民币在国际储备货币中仍属强势货币。

进一步发挥市场在汇率形成中的决定性作用，增强汇率双向浮动弹性，符合汇率形成机制的市场化改革方向。人民币汇率将更加顺应市场供求力量变化，参考一篮子货币，有升有贬，双向浮动。但需要指出的是，人民币汇率顺应的市场力量是与实体经济相关的外汇供给和需求，而不是以顺周期和加杠杆行为为主要特征的投机势力。一些投机势力试图炒作人民币并从中牟利，其交易行为与实体经济需求无关，不代表真正的市场供求，只会导致人民币汇率异常波动，向市场发出错误的价格信号。面对这些投机势力，人民银行有能力保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

展望 2016 年，人民币汇率形成机制将继续呈现出以市场供求为基础、参考一篮子货币、双向波动、有弹性的特征，人民币汇率政策也将更多承担起发挥自动调节国际收支的作用。

### 附件 3：黄晟俊，“中国溃败！人民币贬值势不可挡”<sup>8</sup>

今日，人民币汇率再次创下新低。今日央行人民币汇率中间价下调 145 个点至 6.5314，创 2011 年 4 月以来新低。昨日中间价报 6.5169，收报 6.5199，23:30 人民币最后成交于 6.5157。离岸人民币（CNH）兑美元快速跌约 300 点，一度跌破 6.68，创 2009 年来新低。在岸开盘后，人民币对美元亦迅速走低，跌至 6.5450，较昨日收盘价跌 251 点。

显然，由央行主导的人民币保卫战形势不容乐观，从走势图看，人民币汇率节节败退，做多力量溃不成军。元旦前夕，去年 12 月 30 日，离岸人民币汇率曾

<sup>8</sup>文章来源：中金网，<http://news.cngold.com.cn/20160106d1903n60925963.html>，2016年01月06日 15:08

一度跌至 6.61，当时，市场上有一股神秘力量紧急护盘，短时间内出现了 300 点的暴涨。同时，根据彭博社报道，中国央行已通知至少两家外资银行，要求暂停其境外人民币业务参加行的跨境人民币购售业务，直至明年 3 月底。而路透社报道不仅证实了这一消息，还进行了补充，中国央行已经对部分外资银行下令暂停对人民币即期头寸进行清算。不仅如此，本周，央行还紧急宣布启动规模达 1300 亿的逆回购。但即使这样，人民币汇率依旧不断走低。

以央行为首的人民币做多势力在这次人民币货币大战中已经处于劣势。而且，按照如今的发展趋势看，人民币沦陷将只是时间问题。

政府为了托底人民币汇率其实已经损失了很多。去年央行口径外汇占款 11 月下降 3158 亿元人民币，接近 8 月 3183 亿元的历史最高降幅。同期，金融机构口径外汇占款减少 2213 亿元。外汇储备从年初的 3.69 万亿美元将至如今的 3.43 万亿美元。

笔者此前在中金网已经多次发文提到过关于人民币汇率贬值的问题，详细可以参见“央行撑不住了 人民币救世主在何方？”、“有意义吗？央行干预汇市损失惨重”、“人民币贬值不断 不断维稳不停打脸”等文章。在此，笔者想谈的是随着人民币贬值，未来中国会发生什么？

相信不少宠物经济学家的第一反应就是人民币贬值有助于我国出口，对我国经济利好。对此，笔者只列举几组数据，不再做具体点评。自 2015 年年初以来，我国贸易进出口全面萎缩，回顾全年贸易数据根本找不到一个月的数据是同比增长，进口与出口均出现不同程度的萎缩。虽然因为进口萎缩快于出口萎缩最终导致顺差数据非常好看，但是，这种顺差已经没有任何意义。贸易萎缩意味着外需减少，在这种背景下，人民币贬值对于外贸的影响微乎其微，因为不是企业产品价格太高而卖不出，恰恰是需求太少卖不出去。此外，波罗的海干散货运指数（BDI）已创历史新低，降至 467 附近。全球贸易环境不见好转迹象。在此情况下，指望依靠贬值拉动出口提升显然逻辑混乱。

人民币贬值对于中国唯一的利好就是在中国持有大量美债的情况下能够在一定程度上增加政府财政实力。除此之外，均为弊端。

首当其冲的就是加速资本外流。自 2014 年后半年开始，中国的资本外流现象就开始显现。根据国际金融协会（IIF）公布的报告称，中国 2015 年资本外流

规模达 5000 亿美元。而这数据还未计算通过地下钱庄等灰色渠道流出国外的资金。实际情况肯定更加糟糕。人民币贬值势必会加剧国内资本外流的速度，在如今全球货币战争开打，美国一家独大的情况下，投奔美元资产是必然选择。

其次，人民币贬值将加大我国进口成本。虽然，我国进口萎缩快速，但是对于一些能源、农产品等必备战略物品的进口影响轻微。在人民币贬值的情况下，此类进口品种的价格会提升，这也变相提高了相关行业企业的运营成本。

再次，在中国开展一带一路和对外投资的模式下。人民币贬值势必不利于我国投资。因为这意味着，我国投资国外资产必须花费更多的资金。

最后，人民币贬值将严重摧毁国内市场信心。任何国家的货币汇率都是其国家经济前景的风向标。在人民币贬值的情况下，悲观情绪必然蔓延。届时，国内资本市场即使受到资本管制无法出国也必然转投虚拟经济作为避风港。这又将造成新的泡沫资产。

如果不出意外的话，笔者预计政府未来将放弃人民币汇率阵营（因为根本守不住），短时间内，可能会有官方、官媒、领导人、专家、学者发表美化人民币贬值的舆论出现。但这种自欺欺人的做法不可能改变实际会发生的结果。

#### 附件 4：中国央行阻击人民币空头<sup>9</sup>

中国央行针对人民币空头的阻击战已经升级，实际上关闭了交易员一直用来押注人民币下跌的离岸市场。

华尔街日报(博客, 微博)报道称，有交易员称国有银行上周五和本周一在香港市场大举买入人民币，推动人民币隔夜拆借利率周二突破 66%，这使得做空人民币交易因融资成本太高而无法进行。此举推动人民币兑美元汇率较上周五一度上升 1.8%。

通过国有金融机构干预人民币市场是中国央行的典型做法，对离岸市场实施干预也不乏先例。

最近几天，中国官员和中国央行已经严词警告市场中国不会让货币贬值失控。

中国官员和央行顾问在接受采访时透露，中国央行希望人民币逐步贬值以刺

---

<sup>9</sup> 来源：和讯外汇 <http://forex.hexun.com/2016-01-13/181781010.html>，2016-01-13 14:44:55

激国内放缓的经济增长。但这是一个危险的举动，交易员可能抓住机会先下手为强，大举做空人民币。

中国对每日交投规模 2,300 亿美元的香港离岸人民币市场发出的信号颇为敏感。香港离岸市场是人民币自由交易的主要市场。人民币汇率在香港和中国大陆的价差上周扩大至纪录高位，因为离岸交易员押注人民币两次突然贬值后中国还需要人民币进一步走软。

中国央行设定在岸市场美元兑人民币中间价，该汇率每日可在中间价上下 2% 的区间内波动；而在以香港为主的离岸市场，人民币汇率可自由波动。

上周，香港离岸市场的人民币下跌 2.7%，跌幅远超中国央行引导下的在岸市场 1.1% 的跌幅，令人猜测中国央行的掌控力正在减弱。中国国内，消费者纷纷涌向银行买入美元、卖出人民币。

现在，中国央行试图重新确立主导地位。近日来，中国官员加大了对其认为导致人民币早前跌势的“投机者”的批评力度。

周一，中央财经领导小组办公室副主任韩俊表示，预计人民币兑美元将下跌 10% 以上是荒谬的，不可能的。他证实，中国央行在上周五和本周一对离岸市场进行了干预。

韩俊在纽约说，卖空人民币的努力不会成功。市场预期会发生转变。韩俊是习近平的经济智囊团队的高级顾问。

上周，中国央行曾指出是投机力量推动人民币贬值，人民币的下跌与实体经济无关。

中国央行官员一直在为他们管理人民币的方式辩护，称虽然人民币兑美元汇率下跌，但是人民币兑一篮子货币的加权汇率基本保持稳定。

中国央行在人民币问题上的工作重点已经发生了变化。去年，它所努力的主要方向是推动人民币成为一种稳定的全球性货币。按照中国官员和中国央行顾问的说法，去年 11 月，国际货币基金组织（简称 IMF）将人民币纳入其全球储备货币篮子（这是中国扩大人民币全球使用范围的举措之一）之后，中国官员转变了目标，开始利用人民币来刺激经济。汇率下跌可以推高通胀，刺激出口，从而达到提振经济的目的。

可这一次，中国央行似乎有些用力过猛，眼下，它正通过干预的手段试图重

新掌控局面。

2016 年头几个交易日中，离岸人民币市场出现抛售潮，而造成这一现象的原因正是中国央行自身的一系列举动。

上周一到上周四，中国央行连续大幅下调人民币兑美元中间价，这使得市场担心，如今央行对中国经济的担忧程度超过了以往。

交易员表示，中国央行随后改变做法，从上周五开始支撑此前一路下跌的人民币。交易员称，他们发现大型国有中资银行在离岸市场上抛售美元并买入人民币。周一尾盘，离岸市场人民币兑美元一度上涨 1.5%，且周二继续走高。中资银行大举买入离岸人民币被视为中国央行进行干预的迹象，周二此举实际上导致了香港人民币市场关闭，因香港市场的人民币供应量已近乎枯竭。银行间基准隔夜拆款利率周一创下 13.4% 的纪录后，周二飙升至 66.8% 这一史无前例的水平。该基准利率是根据 18 家本地银行每天早上给出的利率。交易商表示，当天实际人民币拆借利率高达 110%。

香港一家银行的资深交易员在谈到离岸人民币流动性状况时说，市场流动性已经枯竭。

澳新银行 (Australia & New Zealand Banking Group Ltd., ANZ. AU) 驻新加坡外汇策略师 Khoon Goh 说，借贷成本上升使得投资者实施做空人民币交易策略的代价更高。

鉴于周二出现的此类押注融资成本上升的局面，投资者试图关闭剩余交易，担心如不尽快采取行动随后将会造成更大损失。

关闭交易令中国央行得以实现其让人民币在岸和离岸汇率趋同的目标，在岸和离岸汇率趋同会限制交易员从人民币汇率差中套利。周二离岸市场人民币走强，一度高于在岸市场人民币汇率。

周二尾盘，在岸市场人民币收盘价报 1 美元兑人民币 6.5695 元，离岸市场报 1 美元兑人民币 6.5746 元。

一家华尔街银行驻香港的一名高级交易员在谈到干预措施时表示，这是迄今为止中国央行释放出的最强信号。

不过，中国央行的努力虽然目前卓有成效，但可能要付出短期和长期代价。央行的行动不禁让外界怀疑，中国决策者是否还有诚意让市场力量在人民币



汇率形成中发挥更大作用。香港的投资者表示，中国央行在离岸市场大举干预的意愿可能会阻碍人民币成为广泛交易的全球货币。

对冲基金 The Cambridge Strategy 投资组合经理 Alexandra Edstein 称，这已对市场造成了相当大的影响；现在的问题是，这种做法是否会持续。

同时，晨星投资管理(亚洲)有限公司(Morningstar Investment Management Asia Limited)高级股票分析师 Michael Wu 称，一些人民币存款不足的银行需要拆借人民币资金来实现放贷，随着干预行动导致离岸人民币同业拆借利率飙升，这些银行发放新贷款的能力将受到制约。他表示，随着中国大陆经济增长放缓，香港的银行已削减了人民币放贷业务。

分析人士还表示，人民币市场近期的动荡可能抑制离岸人民币计价债券（即点心债）的交易和发行。

## 附件 5：央行严控跨境人民币资金：可以进，不准出！<sup>10</sup>

中国经济增速下降，人民币不断贬值，外汇储备下降幅度也创历史纪录，中国资本外流加速。面对资本外流，中国监管机构也采取了一系列措施。比如中国外汇管理局部分地方分局已要求辖内银行控制 1 月售汇总量。

原央行官员余永定并认为，鉴于目前许多制度性缺陷，资本管制是稳定金融市场的有效办法。在大力宣传和推进资本项目自由化多年之后，重新加强资本管制是令人遗憾的。但可能没有更好的选择。央行审时度势、加强资本管制的大方向是正确的。

### （一）重磅出手：严控资金外流

路透援引消息人士称，中国监管层要求银行严控跨境人民币资金池业务的净流出上限，任何时点的净流出余额不得大于零。中国近期或将放开宏观审慎框架下跨境人民币及外币直贷政策。监管层要求银行对人民币资金池各项业务及产品交易背景进行严格审查。

#### 今日外汇局会议内容：

##### （1）全国版资金池

<sup>10</sup> 来源：外汇头条，<http://www.sinotf.com/GB/News/1001/2016-01-19/ONMDAwMDE5NzAONQ.html>，2016-01-19 23:10:27

①从即日起，严控资金池业务的净流出上限，任意时点净流出余额不得大于0；②截止1月18日净流出余额已经大于0的，暂停流出，仅可流入，直到净流出余额小于0为止；③净流出余额已经大于0的，当天办理业务为净流出的，银行要对超出部分缴纳100%存款准备金（情节严重的监管机构将取消银行的资金池业务资格）；④自贸版资金池暂停受理银行备案、银行暂停办理收支，等人总行细则落地后按照上述要求严格办理。

解读：此前在2015年全国版大幅修改跨境双向人民币资金池业务时，未曾提及净流出的规定，此次外管局会议通知严控资金池业务的净流出上限。

回顾“银发[2015]279号文”对之前“银发[2014]324号文”的修订内容：央行279号文标志着跨境双向人民币资金池业务的申请条件逐渐放宽。

首先，在申请门槛上，境内外成员企业经营时间由三年以上缩短为一年以上，且删除了“不属于地方融资平台、房地产行业”的限制；境内成员企业上年度营业收入金额由不低于50亿元人民币调整为不低于10亿元人民币；境外成员企业上年度营业收入由不低于10亿元人民币调整为2亿元人民币。

其次，在资金来源要求上，279号文删除了“须保证归集的现金流来自于生产经营活动和实业投资活动”的表述。

第三，对于结算银行，279号文结算银行家数由1家调整为1-3家；删除了必须在主办企业注册所在地选择结算银行的要求；结算银行可以为跨境双向人民币资金池人民币专用存款账户办理日间及隔夜透支。

第四，279号文将324号文的宏观审慎系数由0.1调整为0.5将会大幅扩大了境外资金流入额，极大降低企业财务成本和融资成本；删除了“对于境内成员企业在前海、昆山、苏州工业园区和天津生态城等试点区域内，且从境外已借入人民币资金的，根据其借款额对净流入额上限作相应扣减。”

第五，新增境外主办企业开立NRA账户，并规定可以单位存款利率计息，突破了原政策中关于人民币NRA账户活期账户性质和计息规定，为境外资金进入国内开户行资金体系开了口子，不仅有利于资金回流，更加速了人民币国际化的进程。

关于第4点自贸区版资金池业务受理银行备案、银行暂停办理收支的规定，可谓是对2015年12月11日央行对广东、天津、福建三地自贸区发布的指导意

见的修订，当时指导意见中明确指出要进一步简化资金池管理，允许银行审核真实合法的电子单证，为企业办理集中收付汇、轧差结算业务，而近日外管局在各地分头召开紧急会议暂停自贸版资金池业务备案及收支事宜，并指示央行近期将会出台细则对该业务严格办理。

## **(2)人民币 NRA 账户**

①人行总行正在拟订文件，允许人民币 NRA 账户转存定期了，但要等正式行发文件颁布后执行；

②明确人民币 NRA 账户可以从境外不同名收款了（但需要有贸易背景）。

解读：此次会议通知两项有关人民币 NRA 账户的内容全部为业务放开，其一是允许人民币 NRA 账户转存定期，在此之前人民币 NRA 账户一直以来都只能存活期，以活期计息。此次通知规定是第一次允许由活期转存定期，但执行还要等待央行出台正式文件。其二是允许人民币 NRA 账户可以从境外非同名账户收款，但前提是要有贸易背景。在此之前一直禁止收进非同名账户。

## **(二) 资本外流失控 一个措施怎么用！**

### **(1) 防止蚂蚁搬家式购汇**

《香港商报》报道，去年 8 月“新汇改”以来，人民币兑美元持续贬值。今年开年后，在岸及离岸人民币汇率持续拉开距离，本周价差一度超过 1600 点，创下历史记录。

据路透报道称，为控制人民币贬值导致的资金外流，外汇局部分分局近日要求加强银行代客售付汇业务监管，控制 1 月售汇总量，以加强企业和机构等蚂蚁搬家式购汇管理。消息人士称，主要是一些港口贸易城市的外管局，比如深圳，要求区域内银行加强外汇业务管理，并强调区域内 1 月售汇总量不得高于去年 12 月。

一位消息人士亦表示，“确实有要求限制售汇量的指标，但主要是针对机构和企业的，个人售汇政策保持不变。”央行周四公布的数据显示，中国 12 月外汇储备 3.33 万亿美元，降至逾三年新低。12 月外储大降 1079 亿美元，创史上最大降幅。招行、申万的分析师认为，资本外流规模加大外储急降一大原因。

### **(2) 暂停三外资行外汇业务**

消息人士并指出，现在汇市波动剧烈，人行需要做一些事情来稳定市场情绪，

过去常用的是直接进场，不行就窗口指导，再不行将推出更加强硬的管控措施。

此前有报道称，人民银行对个别外资银行进行窗口指导，暂停其跨境及其参加行境内外汇业务至明年3月底，被暂停的外汇业务包括现货平盘等，而这些措施是央行稳定人民币汇率努力的一部分。

《上海证券报》证实德意志银行、渣打银行、星展银行等三家外资行被暂停跨境及其参加境内外汇业务，以打击外汇投机套利。除部分外资行被暂停上述相关业务外，这些银行的自营业务亦被暂停，期限为3个月。

### (3) 购汇火爆银行出招限购

由于近期人民币快速贬值，沪深银行、口岸货币兑换店涌现购汇热潮。据悉，近日上海、深圳多家银行购汇需求猛增。前往柜台办理购汇业务的大部分是大额购汇。由于购汇过于火爆，有的银行采取了一些限制措施，据工商银行深圳某营业部人士透露，针对过于频繁的换汇行为，银行方面则会以柜台库存不足为由，不予受理。此外，对于“海外投资”类的购汇需求，银行也一律拒绝办理。

而对于个人购汇需求，尽管一些市民匆匆将人民币兑换成美元、港元等其他货币，但大部分人只是把兑换后的外汇资金存放于内地银行的外汇账户，也有部分人将资金转去中国香港地区，购买保险及理财产品，也有的则在寻求将资金转至海外购置房产。

## 附件 6：鱼与熊掌的选择：控制人民币汇率还是推动人民币国际化？

11

本周，香港隔夜拆借利率飙升将中国决策者对人民币的两难处境放到了聚光灯下：是要创造一种真正国际化的储备货币，还是要保持对人民币价值的控制？

周二，香港银行间隔夜拆借利率翻了5倍，飙升至创纪录的66.82%，这是上周在岸与离岸人民币双双快速贬值后，央行出手干预推高离岸人民币的副作用。荷兰互助银行和加拿大皇家银行认为，如果中国想要发展用于金融和贸易的活跃的离岸人民币市场，那么这样干预市场价格的行为是不可持续的。

“如果中国不想让人民币国际化，那么这些措施就是可持续的，但如果希望

---

<sup>11</sup>老虎财经，仇桦，<http://www.laohucaijing.com/news/113469/>，2016-01-16

人民币成为一种储备货币，那么中国就必须接受其他离岸人民币持有者对于人民币的价值也有发言权。”荷兰合作银行驻香港的金融市场研究主管 Michael Every 表示。

Every 认为，结果可能是中国向市场力量让步，允许人民币在今年进一步贬值 13%，根据彭博社编制的策略师预期数据，他的观点是处在看空的一端的。去年 11 月，IMF 宣布将人民币纳入 SDR 货币篮子后，中国面临的放开汇率的压力就越来越大，而中国的决策者也承诺到 2020 年，将放松资本管制——这是人民币国际化的关键一步。

央行最近的行动表明他们还没有准备好放松对人民币汇率的控制。虽然央行表示人民币汇率中间价很大程度上是由市场价格决定的，不过分析师指出人民币汇率的中间价与决策者建议的计算方法所算出来的结果有偏差。本周，央行多次在香港市场买入人民币，收紧了人民币的供给。另外据报道，近日部分境内银行收到国家外汇管理局口头窗口指导，要求在近期做好资本项下人民币净流出管理，减少短期内人民币跨境集中流出，减少离岸人民币头寸和流动性。

至少短期来看，这些措施是有效的，成功推高了人民币汇率，也缩窄了在岸和离岸人民币的价差。但干预也在一定程度上削弱了投资者的信心。

如果这些政策持续下去，那么“几乎可以肯定中国无法在 2020 年实现人民币国际化”，加拿大皇家银行的驻香港货币策略师 Sue Trinh 表示。“严格的资本管制对一种储备货币来说是一个劣势，如果你无法在想要退出的时候顺利退出，那么许多投资者在进入这个市场的时候就会三思。”

本周，中国试图放松投资者紧张的情绪。周一，中央财经领导小组韩俊表示，做空人民币注定会失败，预计人民币大幅贬值是“荒谬的”，决策者决心确保人民币汇率的稳定。同一天，央行研究局首席经济学家马骏表示，预计人民币的下行压力会缓解。

根据十三五规划，2020 年底前将有序实现人民币资本项目可兑换，使其成为可兑换、可自由使用的货币，外汇管理方式将转变为负面清单，也就是说公司可以做任何没有被明确禁止的事情，并且开放金融行业。

ING Groep NV 的研究主管 Tim Condon 认为，决策者可能会暂停货币改革，以防止人民币暴跌导致经济不稳定。

根据彭博社对经济学家所做的调查，今年，中国的 GDP 增速可能为 6.5%，是 25 年来的最慢增速。自去年 8 月 11 日人民币贬值以来，日益加剧的资本外流也给经济增长带来了压力。据彭博社估计，将出口商和直接投资接收人所持美元资金考虑在内，2015 年 8 月至 11 月共有约 5080 亿美元资金流出中国。

自贬值以来，在岸人民币汇率已下跌了 5.8%，虽然央行在过去的 5 个月里烧掉 3210 亿美元的外汇储备支撑人民币。截至 12 月底，中国的外汇储备为 3.33 万亿美元。

“今年，中国将会在经济改革和开放资本账户方面倒退一步。”Condon 表示，“决策者需要走出看上去是倒退的一步，以实现 2016 年的经济目标，避免人民币大幅贬值，并降低利率支持经济增长。”

近期在岸、离岸人民币的剧烈波动，会不会影响今年 10 月 1 日人民币如期加入 SDR？周四，IMF 发言人 Gerry Rice 正式对此作出了回应：在岸、离岸汇差凸显了央行干预下的人民币在未来或将面临贬值风险，进而可能威胁到人民币作为储备货币的可能性。不过该发言人也表示，人民币仍然处于纳入 SDR 的正确轨道上。IMF 对中国经济基本面的看法保持不变。该发言人建议中国出台一个更加明确的汇率政策：“更加明确的汇率政策和更多的沟通将非常有效。”

## The Blocking Action against RMB short sellers on Hong Kong' s offshore In January 2016

**Abstract:** In early January 2016, international speculators on the offshore market in Hong Kong wantonly shorting the RMB, RMB Exchange Rate of the Offshore led the declines of the onshore, resulting in a sharp decline in domestic stock market and foreign exchange market jointly, there is always the risk of a systemic crisis triggered by it. In order to prevent the risk of the spread of, the people's Bank of China in January the second week in the offshore market in Hong Kong launched a large-scale battle on the RMB Short sellers, by blocking the source of Hong Kong RMB speculative funds, a substantial increase in the cost of RMB shorting, also bought a lot of RMB, the offshore RMB exchange rate rebounded sharply, successfully beat international speculators attack, maintain the stability of the RMB exchange rate and China's financial system and national economy. Why international speculators in Hongkong offshore market wantonly RMB shorting? What is the impact? The central bank of China why to choose in the offshore market in Hongkong against RMB short? What kind of combination is taken? What is the effect? This is a question that needs to be discussed in this case.

**Keywords:** RMB appreciation and depreciation; Hongkong offshore RMB market; Blocking against the RMB Short sellers