

# 利率上行有助人幣階段性穩固

中銀香港高級經濟研究員 應 堅

## 銀行家觀察

美聯儲周三第三次加息，人行周四進行了800億元的逆回購操作，上調逆回購利率10個基點，同時開展3030億元MLF（中期借貸便利）操作，上調中標利率10個基點。這是人行在兩個月內第二次提高逆回購及MLF利率水平，收窄了與美國基準利率息差，對改變市場預期、穩定人民幣匯率產生一定影響。人民幣兌美元中間價昨反彈253個基點，CNY及CNH走勢基本上穩定。

在市場逐漸消化美元加息影響，並在人行堅持穩健中性貨幣政策的引導下，預計人民幣匯率基本穩定還有望維持一段時間。

## 政策微調與基本面融合

今年以來人行加大了公開市場操作力度，通過逆回購、MLF及SLF（常備借貸便利）等多種手段主動供應及調節流動性，在保持資金供求基本平常的基礎上，趨於收緊流動性，引導MLF和逆回購利率上行，符合市場預期。去年底中央經濟工作會議提出，貨幣政策要保持穩健中性。內地執行穩健的貨幣政策已有六年，部分時段實施上穩健略偏鬆。因此，2017年貨幣政策在總基調保持穩健不變的基礎上，更強調的是「穩健中性」。近日人行行長周小川在兩會上回答記者時表示，貨幣政策在穩健方面適當做得更加中性一些，會有利於我們供

給側結構性改革。貨幣政策微調又與當前宏觀經濟基本面是融合的。一方面，內地經濟出現回升跡象，2月份PPI升至7.8%的近年來高位，春節前CPI已連續數月超過2%，部分城市房價快速上漲。另一方面，美聯儲從去年底以來連續兩次加息，年內還有兩次加息的機會。可見，內外因素有推動市場利率上行的內在動因。

如果中美之間利差並未因美聯儲持續加息而顯著拉開，並能夠保持同向而行，則人民幣匯率穩定性便多了一份保證。自去年底人民幣匯率從低谷反彈出來後，已穩定了兩個多月。離岸匯率CNH一直在6.85至6.9之間窄幅波動，在大多數交易日裏，CNH強於CNY及中間價。

究其原因，一是美國加息推高美元匯率的效果減退。去年12月加息後美元匯率指數曾衝高103，而儘管市場確認昨日會加息，但美元匯率指數卻不斷回落，加息後已跌至100.5水平。其次，美國總統特朗普的效應同樣減弱，特朗普本人也釋放不希望美元過強的信號。再者，內地加強預期管理有了明顯效果，離岸市場做空人民幣難成氣候，而境內結匯意願增強、購匯意願減弱，令結售匯逆差下降。最後，內地加強跨境資金宏觀審慎管理，跨境資金流動已趨於平衡。在這樣背景下，只要中美利差不背道而馳，人民幣匯率走弱的可能性不大。

另一方面，內地匯率政策十分清楚，可幫助我們判斷人民幣走勢。今年政府工作報告首次提到「保持人民幣在全

球貨幣體系中的穩定地位」。作為一個負責任的大國，人民幣加入SDR後，要發揮在國際貨幣體系的重要作用，首先要保持幣值的基本穩定。

**用外儲穩匯率利大於弊**

近期，人行加強透明度，周小川、易綱、潘功勝及張曉慧等人行領導均在媒體上或公開場合發聲，強調人民幣在全球貨幣體系中表現出穩定強勢貨幣特徵。

易綱在接受採訪時表示，使用外匯儲備維護人民幣匯率基本穩定利大於弊。人行已表達了明確的態度，而外匯儲備的彈藥不僅遠未耗盡，近期反而有所增加，短期內人民幣匯率走勢還是比較容易預期的。

# 防風險 去槓桿 穩定利差匯率 央行升政策利率應對美加息

中國人民銀行(下稱央行)昨日全線上調貨幣市場利率。逆回購和中期借貸便利(MLF)操作中標利率均調升10個基點。另有消息稱，當日央行也上調了常備借貸便利(SLF)隔夜、7天及1個月期的利率10至20個基點。分析認為，央行今年來第二度上調貨幣利率，並在美國加息後隨即進行，除一貫防風險、去槓桿，還包含穩定利差和匯率的意圖。央行有關負責人也表示，若二者利差越來越大，就會出現套利空間和不公平，市場定價也會扭曲。但該負責人強調，中標利率上行並不是加息，不必過度解讀。



### 各項利率變化

品種	MLF	SLF	OMO
隔夜	—	3.3%	—
7天	—	3.45%	2.45%
14天	—	—	2.6%
28天	—	—	2.75%
1個月	—	3.8%	—
6個月	3.05%	—	—
1年	3.2%	—	—

註：MLF：中期借貸便利  
OMO：逆回購  
SLF：常備借貸便利（調整為市場消息）

央行有關負責人強調，上調逆回購及MLF利率並不是加息

## 中國經濟 >>>

大公報記者倪巍晨北京報道

美國聯儲局隔夜宣布加息四分一厘，中國央行昨日也啟動了繼今年一月底二月初後的貨幣政策利率調整。其中，7天期、14天期、28天期的逆回購中標利率由此前的分別2.35%、2.5%及2.65%，調升至2.45%、2.6%及2.75%；當日進行的6個月及1年期的MLF操作的中標利率，也上調10個基點至3.05%及3.2%。此外，中午外電消息稱，央行當日還同時上調了隔夜、7天和1個月期的SLF操作利率，其中，隔夜品種升20個基點至3.3%；7天和1個月期品種均升10個基點，至3.45%及3.8%。

### 中金：加存貸息機會微

央行有關負責人在回應上調逆回購及MLF利率時強調，兩者中標利率上行並不是加息，因為在當前中國貨幣政策框架下，「加息」指存貸款基準利率的上調，帶有較強主動調控意圖，而中標利率上行是在資金供求影響下，隨行就市的表現，主要由市場決定。中標利率上行10個基點，主要反映近期國內外影響市場資金供求因素的變化。他重申央行工具箱的工具較多，不必對每次操作的量價作出過度解讀。

交銀金研中心高級研究員劉健直言，逆

回購及MLF中標利率的再度調升，將帶動短期市場利率的上揚，現時中國經濟運行雖企穩，但仍面臨內外部多重不確定性，存貸款基準利率調升條件並不具備，中國加息時機尚不成熟。中金公司首席經濟學家梁紅也認為，年內基準存貸款利率上調的概率不大。

內地上調貨幣利率後，上海銀行間拆借利率（SHIBOR）昨日全線走高，隔夜、7天及3個月品種分別上調5.41、3.78及3.34個基點，報2.4410%、2.6398%及4.3267%。當日財政部與央行進行的600億元人民幣3個月期的國庫現金定存，中標利率也較上期大升125個基點，至4.2%。

### 中美利差拉大或現套利

梁紅分析，在抑制資產泡沫下防範金融風險，適當提高資金成本去槓桿，及應對美聯儲加息等，是促使央行操作利率的上調主要推動因素。

招商資產管理高級分析師劉東亮稱，過去數月槓桿雖有所收斂，但同業存單井噴等現象均表明槓桿仍在維持，這非央行所樂見，因此有必要再推一把。與此同時，央行或希望中美名義利差維護適度水平，以避免對人民幣匯率及資本外流帶來更多壓

力。

央行有關負責人在新聞稿內回應，中標利率跟着市場利率走也是正常的，如果二者利差越來越大，就會出現套利空間和不公平，市場定價也會扭曲。而從最近一段時間看，利率更富彈性，也有助於去槓桿、抑泡沫、防風險，符合中央經濟工作會議精神。

申萬宏源首席宏觀分析師李慧勇也認為，儘管未來中國後續通脹對貨幣政策的約束將緩解，但美聯儲連續加息，疊加內地經濟平穩等背景下，後期仍應關注貨幣政策利率再度上調的可能性。

此外，中國央行昨日在公開市場進行7天、14天和28天期的逆回購操作，合計規模800億元（人民幣，下同），當日實現淨回籠200億元，連續第16日淨回籠。同時，對17家金融機構進行期限分別為6個月和1年期共3030億元的MLF操作。兩項操作單日共淨投放3830億元。

## 各界評論

中國央行有關負責人	央行逆回購和MLF中標利率是通過央行招標、交易對手投標產生的，此次中標利率上行是在保持流動性基本穩定目標下市場供求推動的結果。中標利率上行並不是加息，不必過度解讀。
申萬宏源首席宏觀分析師李慧勇	央行再度調升利率，折射出其穩定中美利差和匯率的意願。今年前2個月中國宏觀經濟指標優於預期，預計經濟平穩至少將延至二季度，為央行順勢調升利率提供了宏觀基礎。
招商資產管理高級分析師劉東亮	相較上次上調政策性利率，是次一次性調升兩項利率的調升力度更大；一方面是防風險與去槓桿，同時，央行或希望中美名義利差維護適度水平，以避免對人民幣匯率及資本外流帶來更多壓力。
交銀金研中心高級研究員劉健	中標利率的再度調升將帶動短期市場利率的上揚，惟存貸款基準利率調升條件並不具備，中國加息時機尚不成熟。
高盛分析師鄧敏強、宋宇	公開市場操作利率依然明顯低於市場利率；貨幣操作利率與「政策利率」明顯背離，與制定更加透明的貨幣政策框架的長期目標可能不相適應。央行未來數月或繼續上調貨幣市場利率。

## 一天期國債回購利率飆至18%

【大公報訊】央行逆回購和MLF中標利率再次上行10個基點。上交所1天期國債回購利率（GC001）昨日尾盤突然衝高，全天最高衝至18.10%的高點，最後收報於16.37%，全天加權平均利率在9.09%。中國10年期國債期貨也收創逾兩個月新高。

國債期貨開盤即漲，10年期國債期貨主力合約一度漲1.1%。在央行宣布全線上調逆回購及MLF利率後，國債期貨短暫回撤，但隨後再度上行。截至收盤，中國10年期國債期貨收漲0.76%，收創逾兩個月新高。5年期國債期貨收漲0.29%。

此外，有色金屬期貨收盤漲，滬鋅主力收漲3.6%。截至收盤，滬鉛、滬銀、

鐵礦漲超2%。

中金宏觀認為，債券收益率在不上調存貸款利率的情況下缺乏明顯的上行空間，而回落可能會在二季度有所體現。10年期國債在反覆測試3.4%關口未能明顯上破該關口，顯示3.4%是較強阻力位，如同美國10年期國債的2.6%。二季度10年期國債收益率有可能回落到3.2%以下，仍有一定的交易性機會。國信宏觀固收相信，從3月份開始，中國的通脹、增長類數據都會面臨下行壓力，屆時中國貨幣政策將保持自有獨立性。債券市場在2-5月份時期依然保持利率下行趨勢，10年期國債目標定位在3%。

# 人幣官價漲253點兩月最勁

【大公報訊】全國「兩會」的結束和美聯儲加息落地，市場風險因素基本釋放，中國央行昨日調升人民幣兌美元中間價253個基點至6.8862元，漲幅創近兩個月來最大；在岸人民幣兌美元收漲至兩周新高的6.8978元，較上一交易日日盤、夜盤分別升143個基點和157個基點，或漲0.21%和0.23%。有交易員稱，央行昨日上調貨幣市場利率對人民幣影響不會太大，料未來匯價在6.85元至6.92元大區間內波動。

美國維持年內加息三次的預期，隔夜美元指數挫逾1%，創一個月來新低，中國央行昨日大幅上調兌美元中間價，在岸人民幣兌美元早盤受中間價影響，一度漲至6.8885元，但漲勢未能持續，日盤收報6.8978元。截至昨晚10時半，在岸、離岸人民幣兌美元分別報6.8995元和6.8745元。

### 結售匯逆差收窄五成

中國外匯管理局同日公布，上月銀行結售匯逆差101億美元，逆差環比收窄近五成，同比亦大幅減少七成。其中，銀行代客結售匯逆差692億元人民幣，較1月逆差1077億元人民幣縮小，也是連續兩個月收窄。此



美元指數回調，有助於人民幣匯率壓力的緩解

外，當月銀行代客涉外收付款和遠期結售匯均轉為順差。

其中，銀行代客涉外收付款順差132億元人民幣（約19億美元），為2015年6月以來首次轉為順差；銀行代客遠期淨結匯321億元人民幣（約47億美元），為2016年5月以來首次轉為淨結匯。

外管局新聞發言人表示，當月外匯供求基本平衡。主要渠道的跨境資金流動形勢均有所好轉。貨物貿易項下跨境資金保持淨流入；企業外匯融資繼續恢復；境內主體購匯

意願更為理性。跨境資金流動趨向均衡的經濟基本面更加穩固。

民生證券認為，從基本面向看，結售匯、外儲、外匯佔款數據由於匯率新年以來開局良好都有邊際改善。今年應是「美元雙向波動+人民幣雙向波動」。

海通證券首席經濟學家姜超認為，美元指數回調，有助於人民幣匯率壓力的緩解。同時，人民幣貶值壓力在過去兩年中得到了一定程度的釋放，預計未來人民幣兌美元有望保持穩定。

## 俄將首發人幣計價國債

【大公報訊】路透社引述俄羅斯央行副行長Dmitry Skobelkin表示，俄羅斯已經為首次發行人民幣計價OFZ國債，打造必要的市場基礎環境，本月稍晚將在莫斯科開設人民幣清算中心。

OFZ是俄羅斯國內為政府借貸融資而發行的主要長期國債。Dmitry Skobelkin是在該行北京代表處開幕之前，接受專訪時作上述表示，惟並沒有披露債券的期限和發行時間。

俄羅斯首批人民幣計價OFZ國債發售待發。俄羅斯計劃通過首次在俄羅斯發行人民幣計價OFZ國債，籌資等價10億美元，發行人民幣計價國債被俄羅斯視為「優先計劃」。

去年十月，外電已引述俄羅斯財政部政府債務部門主管Konstantin Vyshkovsky透露，俄羅斯可能在2016年底前首次發行人民幣計價的國債，以使外匯資產和俄羅斯銀行業務組合多樣化。