



美元紧缩，离岸人民币外汇掉期市场如何变化

Analysis of the Effects of USD Tightening on the CNH Foreign Exchange Swap Market

陈珉 方微

离岸人民币外汇掉期产品是离岸市场最活跃的交易品种之一^①，现已成为离岸市场上获取流动性、外汇风险对冲、人民币资产和负债套期保值的重要工具^②。

2022年，以美国为代表的西方国家面临空前的通货膨胀压力，俄乌冲突、疫情封控等带来的能源及供应链问题进一步推动美联储迅速开启了新一轮紧缩周期^③。与此同时，人民银行始终坚持稳健的货币政策灵活适度。由此，中美货币政策处于分

化趋势中。

在节奏更快、力度更大的新一轮美元紧缩周期当中，离岸人民币外汇市场逐渐呈现出新的特点和变化，亦为金融机构和企业实体经济带来诸多新的启示。

美元紧缩超预期发展，中美利差快速收窄

2022年3月17日，美联储宣布加息25bps，将联邦基金目标利率区间上调至0.25%~0.5%，正式开启2008年金融危机以

陈珉、方微，中国建设银行香港资金运营中心。

- ① 根据国际清算银行（BIS）《BIS Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Over-the-counter (OTC) Derivatives Markets (2019)》调查报告，2019年全球外汇掉期交易量达3.2万亿美元，在全部外汇交易中占比48.56%。
- ② 林斯,林斌.对外汇掉期业务相关风险的控制与思考[J].银行家论坛,2016(2): 8-12.
- ③ 参考圣路易斯联储关于美元紧缩周期的定义，本文所指美元紧缩周期是指美国联邦基金目标利率从初次上调开始，以及随后一连串上调的期间。Kevin L. Kliesen. A Look at Fed Tightening Episodes since the 1980s: Part I[EB/OL].(2022-04-14)[2023-01-01].<https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2022/apr/fed-tightening-episodes-since-1980s-part-one>.



来的第二轮美元紧缩周期。

实际上，本轮紧缩周期的开启酝酿于2021年下半年。随着疫苗普及，美国经济逐步复苏，就业市场不断修复，美联储开始考虑货币政策正常化路径。但与此同时，“大水漫灌”式宽松政策的负面效应开始显现，美国通胀压力不断攀升。起初，美联储秉持“通胀暂时性”论断，认为通胀上行风险仅源于由疫情引发的供应链瓶颈。但随着“薪资-通胀”螺旋的形成，俄乌冲突、疫情封控等带来额外的能源及供应链压力，美联储对于通胀持续性的认知发生明显转变，开始采取更激进的紧缩路径。

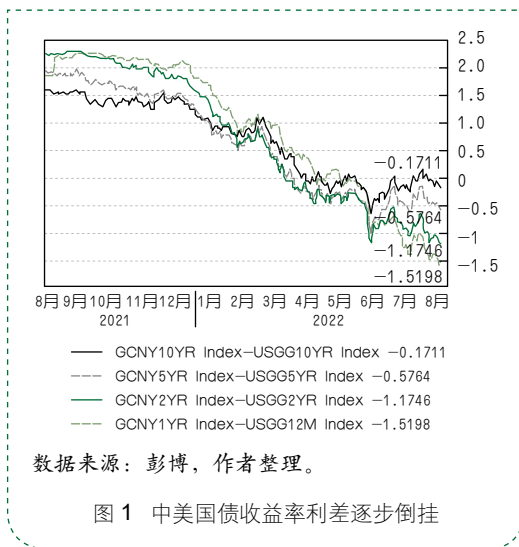
总体看，本轮美元紧缩周期始于美联储货币政策正常化的初衷，期间严峻的通胀形势倒逼美联储紧缩提速。在时间点和先后顺序上，本轮紧缩周期沿用了上一轮紧缩周期中“缩减购债-加息-缩表”的紧缩路径，但节奏更快、力度更大、紧迫性更强。2022年3月首次加息后，6月即开启缩表，单次加息幅度也创1994年以来最大。

在美联储开启紧缩周期的同时，我国货币政策始终坚持稳字当头、以我为主。随着2021年下半年我国经济稳增长压力浮现，货币政策重提跨周期调节。人民银行坚持稳健的货币政策灵活适度，综合运

用降准、降息等工具加大对实体经济的支持力度，同时强化结构性货币政策工具运用，实现精准投放。在此背景下，美国国债利率快速攀升，中国国债利率边际趋弱但整体变化不多，两者利差逐步倒挂。截至2022年8月中旬，10年期及以下的中美国债收益率曲线已全面倒挂（图1）。

中美利差倒挂，掉期曲线由长期升水转变为全线贴水

近年来，伴随着国内人民币汇率和利率市场化改革不断推进和境外机构投资境内市场规模持续扩大，离岸人民币外汇掉期产品定价不断向利率属性回归，基本围绕中美利差中枢波动^①。



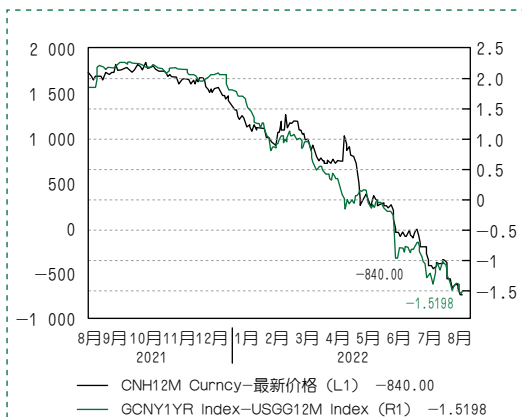
① 谭萌.2020年离岸人民币外汇掉期市场新特征与后市展望[J].中国货币市场, 2021(1): 58-62.



本轮美元紧缩周期，美国货币政策加紧收缩、幅度超出市场预期，叠加中美货币政策分化，对离岸人民币外汇掉期定价亦产生明显冲击，外汇掉期价格跟随市场利差大幅下行（图2）。

以往，离岸人民币外汇掉期曲线长期处于升水状态，即长端外汇掉期点大于零，且高于近端，一般期限越长，掉期点越大。本轮美元紧缩周期开启后，随着中美长端利差倒挂，外汇掉期曲线长短端开始逐步进入贴水状态。

至2022年6月，曲线长端率先进入贴水状态，即外汇掉期点低于零以下，进入负值区间；此后，随着中美主要期限利差趋于倒挂，外汇掉期曲线各期限均陆续进入贴水状态，1个月以上期限贴水深度达近十年的低位。



数据来源：彭博，作者整理。

图2 外汇掉期价格跟随中美国债利差大幅下行

本轮外汇掉期曲线的深度下行，一方面由于中美实际利差的收缩和倒挂，外汇掉期在其基本的定价逻辑下趋于下行；另一方面，则是源自市场供需的直接影响。不断高企的通胀水平，形成了美元加速紧缩的强烈预期，在这种预期下，市场参与者在掉期曲线长端建立大量卖空头寸获利，由此，曲线长端累积大量卖盘，而买盘力量寥寥，供需力量失衡不断压制曲线下行。

长短端驱动因素差异，掉期曲线形态逐渐偏离常态

在这种强烈紧缩预期下，外汇掉期曲线形态也逐渐偏离了正常形态。一般情况下，曲线定价与期限正相关，期限越长（短），价格越高（低），总体呈现为一条平滑的略呈凸型的曲线。一旦曲线偏离正常形态，便形成套利机会，迫使曲线回到正常状态。

但本轮周期中，曲线形态明显出现偏离，曲线形态呈现“短高中低长高”的凹型形态。这种形态的形成与曲线各段交易兴趣的差异密切相关（图3）。

现阶段，曲线短端定价基本符合利率平价水平。离岸市场人民币资金池规模较在岸规模小、资金需求长期偏强等特点，使得离岸人民币外汇掉期价格长期高于利率平价水平和在岸价格。但本轮周期中，由于离岸人民币流动性维持宽松，美元需



求回升，掉期短端买盘压力得到缓解，反而使短端外汇掉期定价基本与利率平价吻合（图4）。

曲线长端掉期的定价则更充分反映了市场供需。随着紧缩节奏不断加快，市场紧跟调整预期。由于美元1年期等近端期限利率对政策的反应最灵敏，大量的市场空头通过卖出6个月和1年期掉期点，打压了掉期曲线中段。相比之下，2年以上期限美元利率的上行预期明显弱于1年以内期限，致使两年以上期限卖出兴趣亦弱于6个月和1年期，形成曲线各段定价的差异。

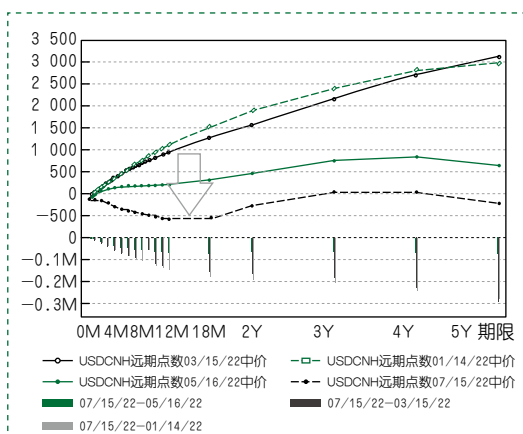
综合起来，长短端的驱动因素的差异和变化，使本轮周期下，外汇掉期曲线偏

离常见形态。

俄乌冲突等外部因素加剧掉期市场波动

本轮美元紧缩亦交织着俄乌冲突、国内疫情反复以及经济衰退等外部因素影响，使外汇掉期价格在下行趋势中出现频繁的波动和反弹，是本轮周期的又一特点（图5）。

理论上，外汇掉期价格与货币利差一致，但实践中，掉期价格是利率平价、利差预期、汇率预期、市场供需等诸多因素共同作用的结果^①。离岸市场上，市场参与者更加复杂，投机交易占比相对更高，外汇掉期定价受外部冲击时反应更为灵



数据来源：彭博，作者整理。

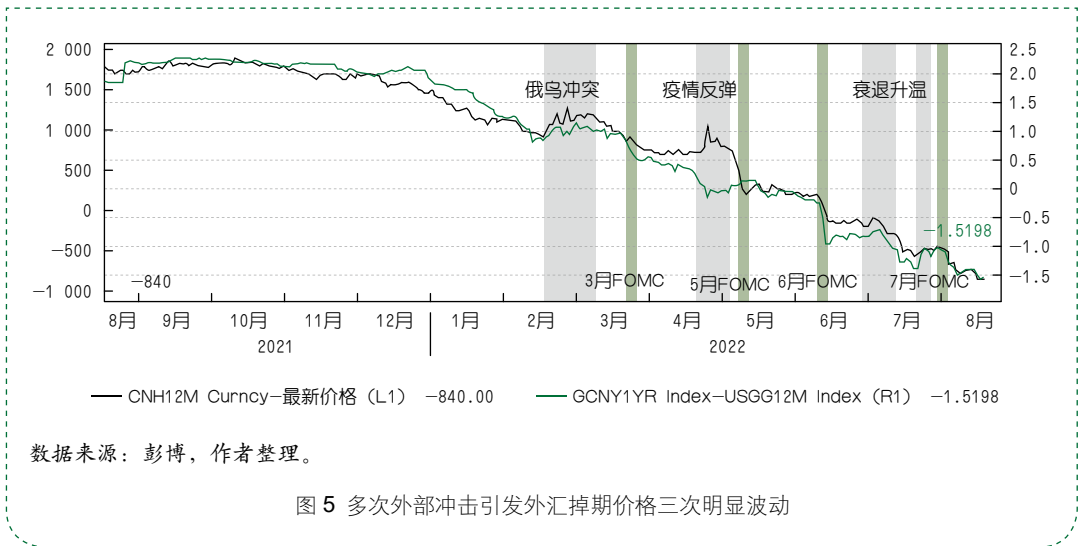
图3 2022年离岸人民币外汇掉期曲线逐渐偏离常态



数据来源：彭博，作者整理。

图4 1M期外汇掉期价格与离岸市场中美利差水平基本吻合

① 温兆鹏.人民币外汇掉期市场运行特征及2021年展望[J].中国货币市场,2021(2):56-59.



敏、迅速。

本轮紧缩周期中，多种外部因素引起了汇率预期和利差预期的频繁变化，最终传导到掉期曲线上，引起长端的大幅度波动。

俄乌局势冲击，利差预期转向引发掉期市场强烈震荡

2022年2月中旬开始，俄乌边境局势不断升温，原油、粮食价格飙涨，叠加疫情下供应链危机尚未解决，全球市场恐慌情绪不断发酵，对美元市场利率的上行产生压制。同时，随着境内房地产政策逐步放松，投资者对于我国2022年稳增长、宽信用的政策引导有所期待，在此预期主导下，人民币市场利率小幅下降后很快反弹。由此，市场对于中美利差将持续收窄的预期产生了动摇。

利差预期的调整，传导至掉期市场上，导致离岸人民币掉期市场长端买盘需求大幅增加，曲线长端出现了大幅度的回调。利差预期影响下的曲线变化往往先于实际利差变化，通过市场供需力量影响掉期价格，由于交易兴趣主要集中在6个月、1年等期限，掉期价格的变化也以长端为主。

国内疫情反弹，汇率贬值发酵主导掉期市场大幅波动

2022年4月，上海疫情大幅反弹，形成了市场对国内经济的担忧，人民币贬值预期再度发酵，人民币汇率几天内从6.2快速贬值至6.6，离岸市场上投机力量再度活跃，成为市场供需力量的放大器，将疫情的短期影响快速从汇率市场传导至掉期市场，形成掉期市场的巨大波动。



汇率预期对掉期市场的影响阶段性占据主导。当市场预期人民币将持续贬值时，将通过外汇掉期等衍生产品做空人民币汇率，对掉期价格造成的扰动时常大于利差的影响。

从这一期间汇率变化与掉期价格的关系可以看到，汇率价格与掉期价格的正相关关系快速提升，掉期曲线长端跟随汇率大幅共振，一年期外汇掉期点反弹42%至1 034点高位。

衰退预期发酵，利差预期调整推动掉期市场反弹

随着通胀居高不下和紧缩政策不断加快，市场关于欧美经济进入衰退的讨论趋于热烈，6月后衰退预期明显升温，推动掉期市场反弹。

6月初，先是欧美公布的5月经济数据明显疲软，市场开始担心美联储大幅加息在一定程度上加剧经济下滑的风险，鲍威尔首度坦言，实现美国经济“软着陆”极具挑战。在这种情况下，期货市场缩减年底及2023年初加息预期，预计美联储将到12月即停止加息动作。7月中下旬，美国二季度GDP萎缩，预示美国经济陷入“技术性衰退”，市场衰退预期再度被推高，市场加息预期再度下降。

衰退预期支撑下，美债等避险资产受追捧，引发了掉期市场的明显波动：市场主体大量转向，认为前期关于中美利差收窄幅度的预期过于激进，引起掉期市场阶

段性买盘聚集，推高掉期曲线长端定价，引起多次反弹。

总体上，外汇掉期市场定价与中美实际利差的变化趋势保持一致；但是在短短的半年内，快速的紧缩夹杂着多种外部冲击，带来更加复杂的市场环境，轮番对外汇掉期曲线变化形成冲击，无论是节奏还是幅度都超出市场预期，成为本轮周期中外汇掉期市场的显著特点。

掉期市场变化带来的银企经营启示

本轮美元紧缩周期中，离岸人民币外汇掉期曲线呈现出各期限快速下行、深度贴水，以及高频波动等多个特点，给银企业经营带来诸多启示。

掉期曲线的大幅下行，为金融机构强化国际化经营能力提供了窗口

掉期曲线的大幅下行和深度贴水，为离岸市场获取低成本人民币资金提供了窗口和机遇。外汇掉期相当于用一种货币质押获得另一种货币，曲线的深度贴水，压低了离岸市场获得人民币资金的融资成本。面对市场变化，中资海外金融机构，一方面可依托固有的境内外联动业务优势，为海外实体提供撮合、联系、投资顾问类金融服务，更好地借助市场力量，充当好金融经纪角色，服务重要国家战略；另一方面，则可借助离岸人民币资金成本优势，深耕人民币



投融资需求，以时间窗口契机实现客户空间的快速发展，逐步破解提升国际化经营能力的重要难题。

掉期价格的深度贴水，为企业实体提升汇率风险管理水平提供了机遇

从企业经营的视角来看，掉期价格的历史性低位同样为企业汇率风险管理能力提升提供了机遇。随着汇率制度改革的深入和制度的逐步完善，单边汇率走势的时代已经一去不返，汇率宽幅度双向波动逐渐成为常态，跨国经营企业或进出口贸易企业，须树立汇率中性理念，加强货币错配风险管理。外汇远、掉期等外汇衍生品是企业汇率风险管控的重要工具，而掉期价格的历史低位，使远期汇率低于即期汇率，恰为进口型企业远期购汇提供了重要窗口。同时，这一市场现状，也为金融培育企业汇率风险管理能力提供了重要机遇。

掉期市场的高波动性，对银企做好总体风险控制提出新的要求

以金融机构为例，首先，在离岸人民币掉期产品经营中，高频、快速的波动使代客和做市报价难度加大，市场风险显著提升，要求金融机构加强市场研判；其次，市场变化较快，交易对手违约风险加大，要求金融机构加大对交易对手风险的管理；第三，通过外汇掉期获得融资的方式，加大了资产负债货币错配风险，要求金融机构从整体货币的口径加强风险敞口

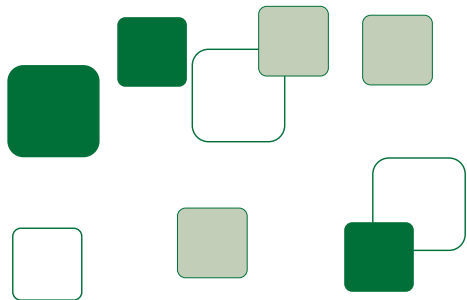
监控。

对跨境经营企业而言，同样面临更复杂汇率、利率市场变化，财务会计风险加大。这要求企业实体加强与金融机构的沟通，对市场波动形成预案，通过外汇和衍生产品工具做好套期保值，降低掉期市场波动对融资成本、外币资产的冲击。

结论

展望未来，是进一步遏制通胀，还是警惕经济衰退，预计将成为本轮美元紧缩周期发展的主要脉络。但无论如何，本轮周期的发展，显著快于上一轮，本轮人民币外汇掉期的下行行情也逐渐接近底部，波动预期将更加剧烈。金融机构和企业实体，应保持对中美实际利差、货币政策预期、汇率波动的关注，警惕行情反转和外部风险冲击，把握市场机遇同时提升经营能力和风险管理水平。[N]

学术编辑：韦燕春





当前宏观经济形势分析与展望

——NAFMII 云中讲堂（第四期）观点综述

A Macroeconomic Analysis and Outlook —NAFMII Online Lectures (4th Session) Overview

李迅雷 刘雪燕 周道传^①

关于当前经济形势

李迅雷认为，全球经济步入低增长、高震荡时代，世界经济面临再平衡，全球供应链将重塑。世界经济和我国经济面临都面临着诸多中长期结构性问题，主要表现在：主要经济体居民收入差距扩大，前10%的居民持有的财富占比都在50%以上，韩国、印度超过60%，俄罗斯、美国超过70%；世界粮食、能源、大宗商品价格持续高位运行，主要经济体通胀高涨，美国通胀回落缓慢；欧洲经济遭受天然气危机冲击，潜藏较大主权债务风险，全球经济衰退预期明显增强；我国经济潜在增速下降，经济进一步下行压力较大；人口老龄化加速，2021年我国65岁以上人口占比已达14.2%，可能在2030年即过渡到超老龄化；产业发展分化，新经济呈现高增

长态势，传统产业增长较慢，特别是消费受疫情冲击较大，增长后劲明显不足。

刘雪燕认为，经济统计数据形势更加复杂，经济增长的连续性减弱。在前期一系列“非常态”政策推动下，我国经济延续了持续修复态势，呈现出“三强三弱一稳”格局，即政策强、出口强、新兴产业强，房地产弱、民营经济弱、服务业弱，价格总体平稳。展望2023年国内外经济运行，全球经济放缓程度将超过预期，全球供应链压力缓解，我国经济将面临“三重红利”和“四重压力”。“三重红利”一是政策红利，包括促投资、促消费、促地产企稳、促信心；二是价格红利，工业生产者价格指数低位运行将降低企业投资和经营成本，出口短期仍将保持韧性增长；三是基数红利，2022年全年各

① 为进一步宣传贯彻党的二十大精神、准确把握当前经济和金融形势，中国银行间市场交易商协会于2022年11月23日至25日通过线上方式举办了第四期“NAFMII云中讲堂——宏观经济形势分析与展望”直播培训，邀请中泰证券首席经济学家李迅雷、中国宏观经济研究院宏观经济形势研究室主任刘雪燕、新加坡鸿道家族办公室联合创始人周道传三位专家，分别就宏观经济形势和资产配置进行分享。现将有关观点集结汇总，以飨读者。



项指标基数较低。“四重压力”包括疫情等外生冲击、工业企业去存货化、外部压力和不确定性以及房地产、金融、预期等风险压力。总的来看，2023年的经济增长呈现收敛性，大概率增长5%左右。

周道传认为，从全球主要经济体看，美国经济在体制机制、人才和科技等方面仍具有长期优势，中美在贸易、金融、科技、人才、文化等方面既存在合作、又存在“脱钩”风险，台海局势将成为影响未来中国经济格局的重要因素。俄罗斯经济受到俄乌冲突严重冲击，结束后将对俄国力和国际影响力造成重大负面影响。全球产业链正在加速重构，是疫情冲击、中美关系、地缘政治共同作用的结果。新加坡有望成为海外华人投资和移民的首选地，东盟地区是受益方。

中国式现代化和共同富裕

李迅雷深入解读了中国式现代化内涵，明确提出一系列推进中国式现代化和推动高质量发展的观点，强调要客观看待中国制造业挑战与机遇并存，始终坚持把发展经济的着力点放在实体经济上。要突出加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国。要推动战略性新兴产业融合集群发展，构建新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源、新材料、高端装备、绿色环保等一批新的增长引擎。要实施积极应对人口

老龄化国家战略，促进中医药传承创新发展，健全公共卫生体系，加强重大疫情防控救治体系和应急能力建设，有效遏制重大传染性疾病。要增强维护国家安全能力，坚定维护国家政权安全、制度安全、意识形态安全，确保粮食、能源资源、重要产业链供应链安全。要始终坚持“两个毫不动摇”，促进民营经济高质量发展。

宏观经济政策取向

李迅雷认为，2023年的财政政策要适度提高财政赤字率，有必要上调赤字率至3.0%，保持较高的新增专项债额度，预计新增专项债3.6万亿元左右，更早下达专项债券，加强政策性金融工具运用，力争保持基建投资实现两位数增长。货币政策要保持稳健宽松总基调不变，从总量宽松向结构性支持转换，继续用于支持实体经济、小微企业和居民消费信贷等重点领域。信贷投放重点包括二十大报告明确的新发展格局下的“科技创新、乡村振兴、区域协调发展、绿色发展”等领域，以及中央财经委员会第十一次会议明确的五大基础设施重点领域和“十四五”规划的102项重大工程。

刘雪燕认为，稳定经济增长仍将是2023年经济工作的重点任务。宏观政策上要是平稳渡过疫情防控的磨合期，从民生领域提高到稳增长防风险的高度，出台更多稳地产的政策措施。行业政策将侧重支



持“三大”，即大厂（融资平台的绿灯案例）、大省（大省经济扛起GDP增长大旗）、大行业（流量红利行业如大基建、医药以及餐饮住宿和交通运输等行业）。纾困政策要聚焦“三小”，即小主体（在1.6万份小微市场主体样本中，约83%没有缴纳社保，约60%无需缴税，约37%没有融资需求）、小群体（16—24岁青年就业群体等）和小防线（精准防控）。要采取有效措施刺激消费，通过调整收入分配、改善消费环境、加强社会保障多措并举扩大内需。要深入实施对外开放，大力稳外资外贸，统筹推进“一带一路”和保障能源、粮食安全等问题，加快建设以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

刘雪燕强调，要充分挖掘我国基建投资方面的潜力，发挥基础设施投资对经济发展的拉动作用。目前我国人均基础设施存量水平仅相当于发达国家的20%—30%。交通、物流、能源、水利、市政等传统基础设施网络还存在诸多短板和不足，基础设施供给在地区间、城乡间、城市间以及“建管养运”各环节之间，仍然存在发展不平衡、供给不充分等问题，需加快建设和改造升级。2023年宏观经济政策要持续发力，明确合理增速，下大力气解决资金、项目、投融资体制等问题，加快基础设施建设关键领域建设水平，增强科技自强自立，解决关键技术“卡脖子”

问题，切实提高我国产业能级和国际竞争力。

大类资产走势和配置

李迅雷认为，经过多年快速增长，我国房地产开发投资增速于2011年开始下行，2021年下半年再次快速回落，房地产及基建投资在经济体量中占比也已在2017年见顶，房地产的上行长周期已经结束。居民大类资产配置应更多转移到金融资产。宜配置景气度向上和高股息产品，具体看包括两大类，一类是超预期的景气度向上的股权类资产，另外一类是传统的高股息率、经营稳健的股权类资产。

周道传认为，2023年全球通胀大概率见顶回落，经济衰退风险上升，美联储大概率在2023年一季度结束加息。在这种大背景下，市场对降息预期上升，美国国债收益率大概率回落，同时会伴随美股估值提升，美债和美股具备长期配置价值，且美债优先于美股。黄金和比特币等部分虚拟货币具有较高安全边际，比特币减半周期等因素可能会成为引爆新一轮比特币牛市的因素。宏观基本面良好的新兴市场，如东南亚国家特别是越南，由于估值低和经济基本面良好，具有较高投资价值。此外，港股目前处于底部区间，具备很高估值优势，阶段性投资机会凸显，但是操作难度较大、不容易把握。^[N]

学术编辑：韦燕春