

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

人民币汇率“失守”了么？

十一长假以来，在岸人民币兑美元汇率已累计贬值1018点，10月24日收报6.7718，离岸人民币兑美元更是跌破6.785，创有纪录以来新低。人民币兑美元汇率不仅轻松突破此前力保的6.7关口，且仍在与美元亦步亦趋地节节走高。

在此之前，英国脱欧公投和美国Jackson Hole会议，都曾令人民币汇率成为市场担心的焦点。而这一次，市场所担忧的问题似乎不同于前两次。在人民币冲击6.7的心理防线时，市场更关心的是：央行虽有充足的意愿促使人民币汇率有序贬值，但人民币会不会随贬值预期的升温而失控？随着10月1日人民币正式加入SDR，市场更关心的问题开始转向：人民币贬值虽只是跟随美元波动的结果，但人民币入篮后央行“有序贬值”的态度会不会发生逆转？

我们认为：1、本次美元走强叠加了加息预期的升温、海外避险情绪的上升、日元对美元牵制减弱的影响，使得10月以来的美元涨势强于以往，直接促成了人民币快速贬破新低。2、近期央行对人民币贬值的态度的确发生了微妙变化。考虑到前期逆势拉升人民币可能反而加剧了资本外流，低迷的出口依然需要稳定的有效汇率提供支持，外围环境动荡实则构成人民币快速贬值的“缓冲”，人民币有序贬值的逻辑似乎更加充实。3、值得强调的是，央妈促使人民币汇率有序贬值的态度并未动摇。这集中体现在：一方面，央行并未用足“参考一篮子货币”的空间。7月以来，CFETS指数由此前的趋势走贬，转为跟随美元指数震荡，这意味着央行走贬双边汇率的幅度已大为减小。另一方面，央行手握资本项目管制的“王牌”，一直在为人民币“有序”贬值保驾护航。

美元走强超乎以往

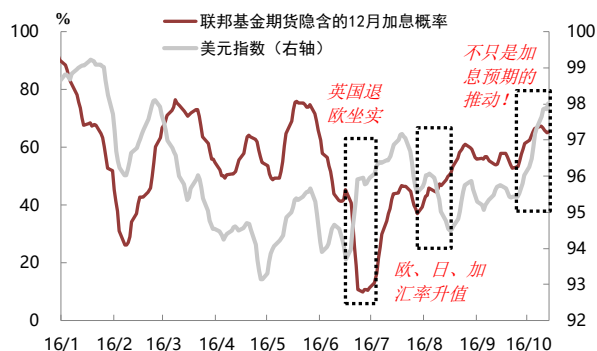
十一长假期间，美元重拾强势；假期过后，人民币兑美元汇率一举贬破6.7，此后两周的走势与美元指数亦步亦趋。正如市场普遍认可的，美元走强是本轮人民币汇率贬值的直接推手，而无关中国的经济基本面抑或人民币汇改进程。今年以来，美联储加息预期的强弱一直主导着美元指数的波动。但这一逻辑在英国脱欧“黑天鹅”降临后开始发生变化：全球避险情绪和其它主要货币的波动，也开始成为主导美元指数走势的重要力量，美元指数与加息预期之间甚至时有背离（图表1）。十一以来，美元指数“势如破竹”地上涨，正鲜明地体现了这一点。

6月23日英国公投决定脱欧，“黑天鹅”的降临打破了年初以来的平静。随后，美国联邦基金期货隐含的12月加息概率由50%迅速降至8%，但同时英镑重挫15.2%，令美元“被动”走强。事后来，英国脱欧公投后美元指数虽大幅上涨，但其强度不及十月以来的这一波。原因在于：一方面，当时美联储加息预期骤然下降，美元走强全然受到避险情绪升温的推动；另一方面，英国脱欧公投后，日元的避险属性得以施展（详见我们此前报告《换个角度看美元——从日元成为避险货币说起》），日元升值4.6%，拖累了美元指数19.5%的上涨。

反观十月以来的美元上涨，则叠加了美联储加息预期升温、海外避险情绪上升、日元对美元牵制减弱三重因素的影响，正因如此才令人民币汇率“猝不及防”地承压。首先，十一期间，美联储多位官员表态偏鹰派，令年内加息预期短时快速升温，但联邦基金期货反映的12月加息概率只是由59%上升到68%，在幅度上不能完全解释美元指数的跃升。其次，十月以来，英国

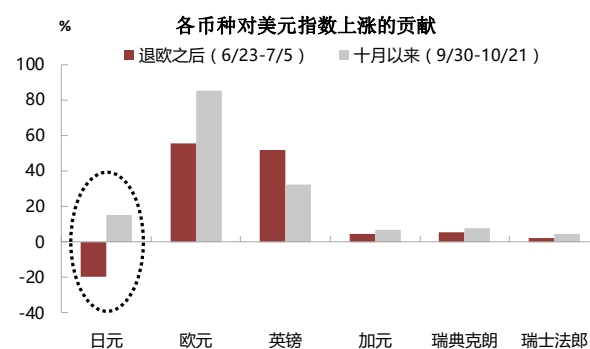
开启“硬退欧”模式、欧央行按兵不动，令英镑和欧元再度大跌，进一步推升美元指数。再次，在避险情绪上升的同时，日元已近100的心理高位，并未如此前一般表现出避险属性，而是与英镑和日元一道下跌，对美元指数的压制作用不再（图表2）。

图表 1：十月以来美元涨势强于以往



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 2：日元对美元的牵制阶段性减弱



来源：Wind，莫尼塔研究

人民币汇率屡屡“失守”

十月以来，央行对人民币汇率贬值的态度，较此前发生了一些微妙的变化。近期央行不再强守6.7、6.75这样的心理关口，至少内含着以下三个“有序贬值”的逻辑。

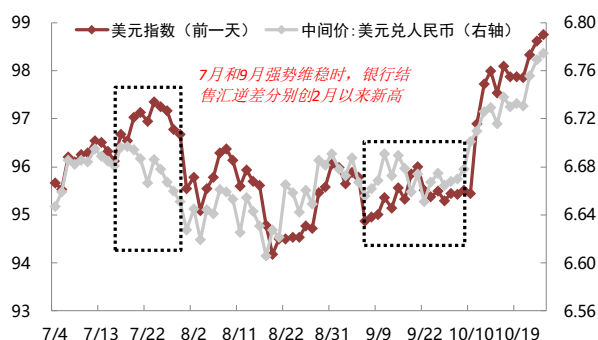
逻辑一：逆势拉升人民币可能影响到货币政策的独立性

今年7-9月，央行维稳人民币汇率的意愿有目共睹（图表3）。正如我们年初以来一直强调的，7月的成都G20财长会议、9月的杭州G20峰会、10月的人民币正式入篮，这些政治经济事件都使央行对维稳人民币汇率有强烈的诉求。7月成都会议之前，央行在美元上涨之际逆势拉升人民币对美元中间价，不惜令CFETS人民币指数大幅走升。9月，人民币正式加入SDR时点临近，由于近三个月的汇率水平会影响人民币在SDR篮子中的权重，央行在一个月时间里成功地将人民币对美元汇率稳定在6.67的水平上。在此期间，美元指数的波动完全体现在CFETS人民币指数的波动上。

然而，央行的有意求稳或在很大程度上加剧了资本外流。7月和9月，境内银行代客涉外收付款逆差（其准确度虽不及国际收支差额，但能够提供月度资本外流信息）分别扩大到319.5和455.3亿美元，接连创下今年2月以来新高。9月人民币对美元汇率走势异常平稳，但央行口径外汇占款环比减少3374.8亿元，创下2月以来的最大跌幅（图表4）。资本外流形势之所以明显恶化，除了长假旅游导致外汇需求上升外，很大程度上也源于市场认为央行维稳人民币汇率可能仅仅限于人民币加入SDR前夕，人民币汇率虽然表面平稳，但只是延迟了贬值压力的释放而已，因此加快了换汇力度。

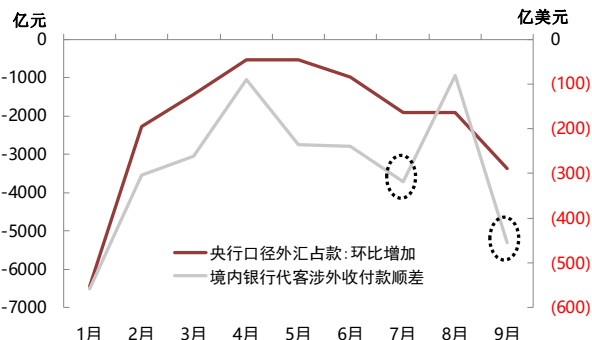
可见，在人民币入篮之后，央行继续恪守某一点位，不仅必要性有所下降，也可能影响到后续货币政策的独立性。人民币汇率问题已在很大程度上成为货币宽松的掣肘，倘若因资本外流加剧而造成货币政策收紧的效果，则可能对实体经济和金融市场造成冲击。2014年下半年以来，我国国际收支已由长期顺差转为逆差，金融账户下的资金流出压力明显加剧。在此背景下，通过人民币贬值释放部分资金外流压力，有助于提高国内货币政策的独立性。

图表 3：央行在 7 月与 9 月强势维稳人民币



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 4：同期资本流出规模创 2 月以来新低



来源：Wind，莫尼塔研究

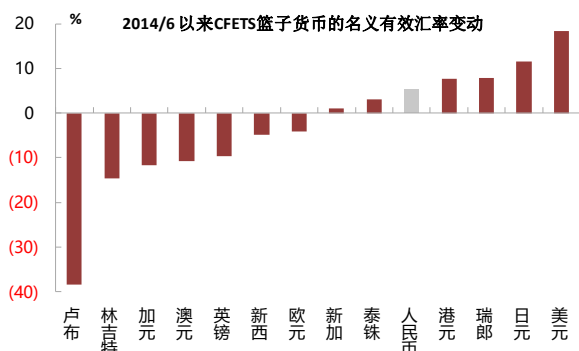
逻辑二：强守关键点位将推升人民币有效汇率，施压出口

在目前“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的中间价规则下，当美元走强时，其它篮子货币走弱，而后者在CFETS人民币汇率指数中占比超过67%，从而意味着人民币对一篮子货币存在升值的压力。如果央行希望在美元走强时，维稳人民币对美元的双边汇率，那么人民币就会对一篮子货币升值。

今年春节以来，央行通过“策略性贬值”引导人民币对一篮子货币汇率大幅贬值，其成果来之不易。2014年下半年，随着美联储货币政策正常化预期的不断发酵，美元指数从80左右快速上涨至2015年3月的100左右。在此过程中，人民币保持了对美元汇率的稳定，从而跟随美元对一篮子货币大幅升值。人民币名义有效汇率的升值，对这一时期中国出口的加速下滑负有不可推卸的责任。也许正因如此，央行才在今年春节以后，抓住美元整体偏弱的有利时机，通过“少升、多贬”人民币兑美元汇率，“策略性”地引导人民币对一篮子货币汇率持续贬值。

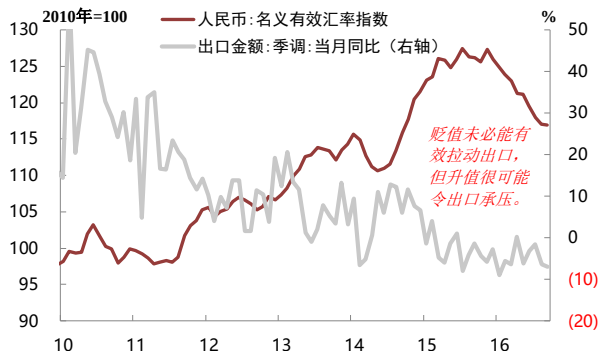
守双边汇率而牺牲名义有效汇率，可能会对中国出口造成进一步的冲击。今年以来，中国出口增速止跌企稳，与人民币名义有效汇率贬值不无关系。一方面，与其他主要货币相比，目前人民币名义有效汇率仍然偏高（图表5）。另一方面，尽管在全球需求不足的背景下，名义有效汇率进一步贬值未必能有效拉动中国出口，但在全球贸易竞争日趋激烈、贸易保护主义沉渣泛起的情况下，名义有效汇率升值却可能对中国出口造成更为明显的打击（图表6）。因此，若非情势紧急，强势维稳人民币对美元双边汇率，可能会与政府“稳增长”的诉求产生冲突。

图表 5：人民币名义有效汇率仍然偏高



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 6：人民币名义有效汇率的影响可能是非对称的



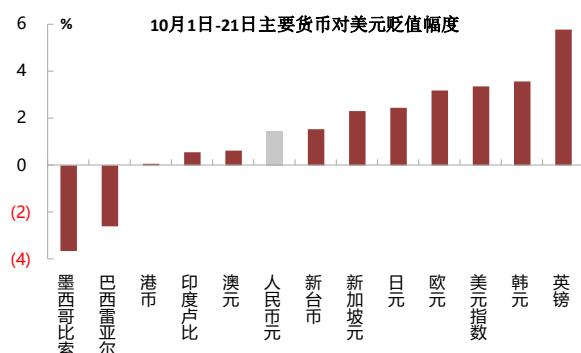
来源：Wind，莫尼塔研究

逻辑三：外围环境动荡之下，人民币有序贬值无可厚非

资本市场对人民币贬值的容忍度增强，这是央行得以放松“维稳”力度的必要条件。如前所述，十月以来的美元走强，受到了全球避险情绪升温的助推。相比于两周即对美元贬值达5.8%的英镑、贬值3.6%的韩元、贬值3.2%和2.4%的欧元和日元，人民币对美元1.5%的跌幅仍然称得上“温和”（图表7）。在此情况下，人民币“竞争性贬值”的声音便失去了根基。不仅如此，英国脱欧公投以来，央行维稳人民币汇率的效果还得到了国际社会的认可。10月15日，奥巴马政府财政部最后一次拒绝给中国贴上“汇率操纵国”的标签，指出中国最近支撑人民币汇率的努力，是为了防止损及全球经济的本币快速贬值。可见，目前人民币暂时不再是国际社会关注和攻击的焦点，央行适度增加人民币汇率的弹性不会引起太大问题。

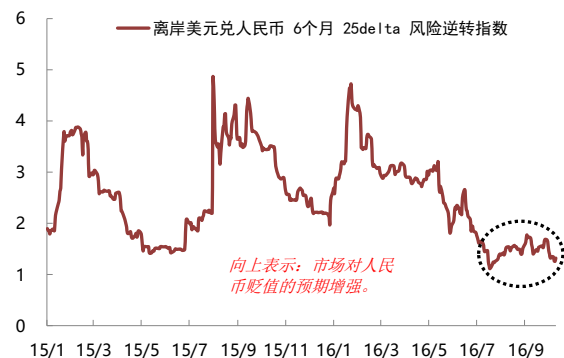
近期离岸市场一直“风平浪静”，即为资本市场相对处变不惊的一个佐证。7月以来，离岸人民币期权波动率的风险逆转指标显示，市场对人民币贬值的预期一直处于低位，最近甚至有所下行（图表8）。这与去年“8·11”汇改、今年1月初和英国脱欧公投时的情况全然不同。离岸市场常被视为在岸人民币汇率的风向标，今年10月以来，两岸汇率价差并未拉大，显示市场对人民币的贬值相对淡定。需要指出的是，除了外围环境对人民币贬值的容忍度提高外，央行对人民币离岸市场的管控加强，也是致使空头“偃旗息鼓”的重要原因。9月上旬央行维稳双边汇率的过程中，以及十一长假离岸人民币跟随美元贬值期间，香港人民币同业拆借利率（CNH Hibor）均出现了大幅上升，显示央行可能通过收紧离岸流动性的方式，提高做空人民币的成本。目前，香港人民币存款已较“8·11”汇改前的高点下降逾三成，使得央行对离岸市场的干预得心应手了许多。

图表 7：人民币只算“温和”贬值



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 8：人民币空头愈显“偃旗息鼓”



来源：Wind，莫尼塔研究

人民币汇率走向何方？

十月以来，央行对人民币贬值的态度虽然发生了微妙的变化，但我们依然可以看到，央妈促使人民币汇率有序贬值之心并未动摇。

一方面，央行并没有用足“参考一篮子货币”的空间。正如我们此前指出的（参见报告《央妈的心，是海底的针么？》），央行在今年春节后似在践行“策略性贬值”：在美元走强时，通过“多贬”人民币兑美元的双边汇率，令人民币对一篮子货币保持稳定；在美元走弱时，通过“少升”双边汇率，令人民币对一篮子货币贬值。在此策略下，借由今年春节后美元偏弱的东风，CFETS人民币指数从98.5左右快速贬值到7月中旬的94左右，回到了2014年10月的水平上。7月以来，CFETS指数并未延续此前的下行趋势，而是转为跟随美元低位震荡（图表9）。我们推测背后的逻辑可能是：美元走强时，央行走贬双边汇率的幅度减弱，未能完全抵消人民币对一篮子货币升值的压力；美元走弱时，再令CFETS人民币指数回落到低位。10月以来，虽然人民币对美元贬值较多，但人民币对一篮子货币仍表现为上下波动。这意味着，央行依然在美元与篮

子两个“锚”之间谨慎取舍，而不是放任人民币对两个锚“双贬值”，“有序贬值”的意图昭然可见。

另一方面，央行手握资本项目管制的“王牌”，一直在为人民币有序贬值保驾护航。去年“8·11”汇改后，人民币贬值几成市场共识。而央行引入的人民币新中间价定价规则，短期来看其方向也是“贬值”：“前一日收盘价”部分，主要反映外汇市场的供求关系，伴随着中国海外直接投资的壮大、居民海外资产配置的增加、以及出口规模的缩减等，外汇市场供求关系总体指向人民币贬值。“参考一篮子货币”部分，与美元指数的走向密切相关，而美联储步入加息周期决定了美元将保持强势。因此，若使人民币对一篮子货币汇率稳定，就需要人民币与其它篮子货币一道，跟随美元贬值。

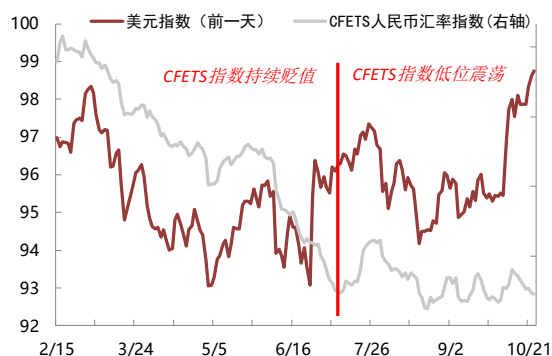
在此情况下，人民币能够相对“有序”地贬值，资本管制功不可没。目前，中国资本管制遵循“宽进严出”的原则，资本外流基本限于“刚需”。今年以来，外管局更是大举破获地下钱庄，截至9月涉案金额已逾万亿元人民币。可以合理猜测，在市场预期真正分化之前，“资本管制”将是央行难以放弃的王牌。

年内，人民币对美元汇率仍将跟随美元指数波动。但我们认为，美元可能已经接近本轮周期的顶部，从而人民币对美元进一步贬值的空间并不太大。从近期美元上涨的驱动力来看：

其一，美联储本轮加息节奏缓慢，且拖延一年之后的第二次加息，对美元指数的推升作用料难超越首次加息（图表10）。美国经济在世界经济中的体量已不及从前（图表11），这使得复苏基础就不牢的美国经济，更加难以在一片萧瑟的全球经济中“一枝独秀”。在渐进加息的过程中，本轮美元指数的顶点必然难以与两轮相媲美，也许100就是一个很难逾越的顶。此外，目前联邦基金期货反映的12月加息概率已达68%，距离去年12月加息前78%的高点已然不远，美元指数目前走势应已充分price in了大部分的影响。

其二，欧洲的不确定性仍将使欧元承压，且别忘了极端情况下，日元有可能再度表现出避险属性，与美元一同上涨，进而牵制美元指数上行的幅度。短期来看，目前“硬脱欧”在英国政府内部引发诸多争议，英镑“闪崩”后已充分反映了硬脱欧的影响，更加可能出现短期修复。而欧洲银行业的危机或将持续发酵，成为全球市场的又一“黑天鹅”。在我们看来，即便“黑天鹅”真的不期而至，日元也可能如英国脱欧公投后一样，成为资金竞相涌入的避险资产（图表12）。

图表 9：7 月中旬以来，人民币 CFETS 指数“止跌”

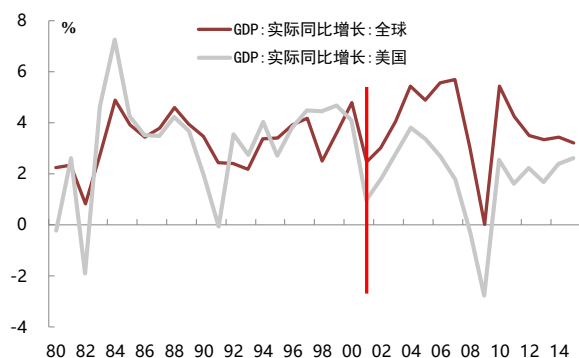


图表 11：美国在世界经济中的体量已不及此前

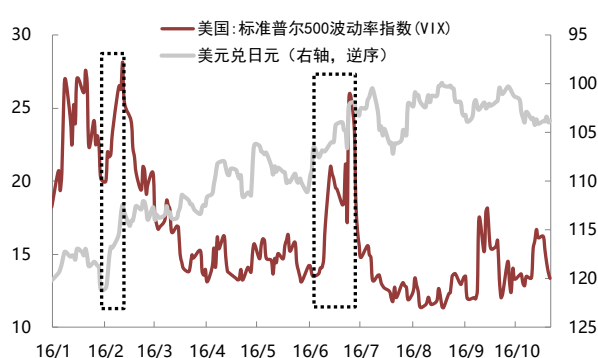
图表 10：美元进一步走强的动能有限



图表 12：一旦恐慌情绪发酵，日元作为避险资产的属性彰显



来源: Wind, 莫尼塔研究

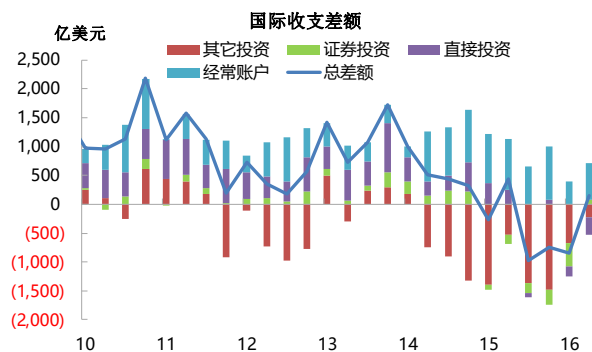


来源: Wind, 莫尼塔研究

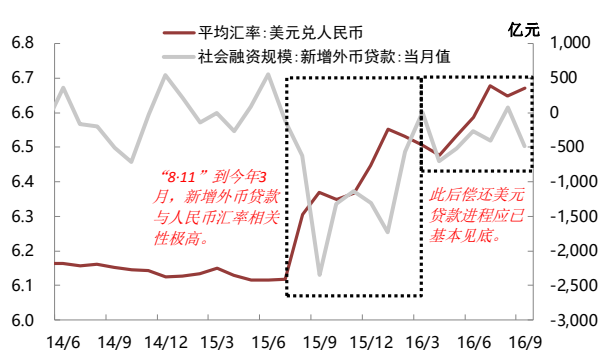
其三, 企业偿还美元外债的进程已基本触底, 人民币难以再现去年底和今年初“急贬”的行情。去年“8·11”汇改之后, 企业在人民币贬值预期的驱动下, 开始加速偿还美元外债, 与此相联系的大量资本外流是加剧人民币贬值的重要推手。今年二季度以来, 企业偿还美元外债的进程应已基本见底, 诚如小川行长年初所言“这种调整会很快见底的, 外债都还了就见底了。何况, 不少在华外商投资企业是要靠母公司用美元作贸易融资的, 这部分量很大, 不可能减到底”。这一点可从以下两组数据中得到验证: 一是, 从国际收支平衡表来看, 企业偿还美元外债体现在金融账户中的“其它投资”项下, 该项目的逆差已在今年二季度大幅收窄, 这也是二季度国际收支总体转为顺差的重要原因 (表13)。二是, 从外币贷款净偿还量来看, 今年4月以来, 外币偿还不再与人民币贬值正相关, 且净偿还量较此前明显下降 (图表14)。

表 13: 今年二季度国际收支平衡表中“其他投资”逆差显著收窄

图表 14: 二季度以来外币贷款与汇率的相关性减弱



来源: Wind, 莫尼塔研究



来源: Wind, 莫尼塔研究

展望明年, 人民币还将顺应中国国际收支逆差的格局, 进一步温和释放贬值压力; 待市场预期出现分化后, 人民币“汇改”下一步或将跟进。近期有观点认为, 人民币汇率应该对经济金融数据和重大事件都有所反应, 而不只是对美元汇率走势做出反应, 人民币汇率改革仍是一盘未下完的棋, 还得有“惊险一跃”。我们认为, 在人民币贬值预期未实质分化之前, 目前的汇率制度虽然也许只是一个过渡时期的安排, 但却能够较好地实现人民币的“有序贬值”。在国际市场风起云涌之际, 中国政府实在不必急着“惊险一跃”。继续遵循新的人民币中间价机制, 待明年人民币贬值压力更充分释放后, 市场预期或将多元, 届时再稳健地迈出汇改下一步, 将更有利于人民币的国际化。

近期报告

- 2016年10月24日 欧版Taper Tantrum会来么——海外宏观周报
- 2016年10月23日 债市“蹊跷”大涨——国内宏观周报
- 2016年10月19日 此消彼长下的疑似“筑底”——9月增长数据点评
- 2016年10月18日 都是“地方债”惹的祸——9月金融数据点评
- 2016年10月11日 美联储的拖延症：从当前美国债券市场谈起
- 2016年9月21日 PPP的“名”与“实”
- 2016年9月13日 央行再推28天逆回购？
- 2016年9月07日 换个角度看美元——从日元成为避险货币说起
- 2016年8月30日 人民币汇率了么（II）？
- 2016年8月24日 中国经济“结构调整深入推进”了么？
- 2016年8月18日 “投资冷，生产稳”，终将只是幻影

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

上海 (总部)

地址：上海市浦东新区银城中路168号
上海银行大厦21楼
邮编:200120
电话：+86 21 5116 7173
传真：+86 21 5116 5116

北京

地址：北京市西城区西直门外大街1号
西环广场T3座 7层B1-B6创新商务中心
1802室
邮编：100027
电话：+86 10 8104 8031
传真：+86 10 8104 8009

纽约

地址：纽约市曼哈顿区第五大道535号
12楼
邮编：10017
电话：+1 212 809 8800
传真：+1 212 809 8801

<http://www.cebm.com.cn>

Email:cebm@cebm.com.cn