



中银分析（专题）

中国银行金融市场信息服务

04月16日 2012年第5期 总第43期

人民币汇率波动区间扩大至1% ——政策影响与汇率走势分析

分析师: 王蕾、侯丽萍、周尧
Tel: (8610) 66591549

联系人: 侯丽萍
Tel: (8610) 66591549
Email: gmd_houlp@bank-of-china.com

中银金融市场不定期报告系列

- 中银分析（专题）
- 中银分析（快读）

中银金融市场定期报告系列

中银市场资讯系列

声明:

本研究报告由中国银行股份有限公司撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行股份有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

人民币波幅扩大标志着人民币向汇率市场化再进一步，在短期内将会提升市场主体的避险需求，并有效促进人民币外汇市场扩容和衍生品业务发展，从而深刻影响市场参与者行为。政府在汇率调控中小幅后退，但在人民币接近稳定的背景下获得了更高的货币政策空间。同时，通过中间价，央行依然保有人民币市场上最重要的话语权。从更长远角度来看，人民币波幅扩大可看作是资本账户开放的先声，有利于进一步推进人民币国际化发展。

本次新政并未实质性改变未来人民币汇率走向，人民币已处于趋势性升值的尾声阶段，年内难以完全停止升值步伐；在美国QE3以及国内外政治事件的推动下，甚至还有可能出现2%以上的年度升幅。更长期来看，人民币单边升值预期分化，双向波动将会成为市场常态；在波动方向的影响因素中，中美两国经济基本面因素将更为重要，货币政策的影响也趋于加大。

报告正文

分析师: 王蕾、侯丽萍、周尧

Tel: (8610) 66591549

2012年4月14日, 人民银行宣布, 自4月16日起, 银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由0.5%扩大至1%, 即每日银行间即期外汇市场人民币兑美元的中间价可在中国外汇交易中心对外公布的当日人民币兑美元中间价上下百分之一的幅度内浮动。同时, 外汇指定银行为客户提供当日美元最高现汇卖出价与最低现汇买入价之差不得超过当日汇率中间价的幅度由1%扩大至2%。此前上下0.5%的波幅确定还是在2007年5月, 至今已经5年。

央行表示, 当前中国外汇市场发育趋于成熟, 交易主体自主定价和风险管理能力日渐增强, 为顺应市场发展的要求, 促进人民币汇率的价格发现, 增强人民币汇率双向浮动弹性, 完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度建设, 因此决定扩大外汇市场人民币兑美元汇率浮动幅度。央行本次同时强调, 将根据国内外经济金融形势, 以市场供求为基础, 参考篮子货币汇率变动, 维护人民币汇率的正常浮动, 保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定, 维护宏观经济和金融市场的稳定。这段表述, 主题内容继承了2005年汇改时的措辞, 显示出央行政策基调的连续性。这也表明央行在放开波动的同时, 显然并没有大幅放松汇市调控的迹象。事实上, 通过中间价, 央行依然保有人民币市场上最重要的话语权。

新政实施后第一日(4月16日), 市场未见恐慌情绪, 走势不温不火, 开盘时美元/人民币NDF报价变动不大, 境外市场一年期NDF报价为6.3350元, 较上日收盘价略升80个bp; 境内市场人民币兑美元中间价报6.2960元, 较上一个交易日的6.2879亦变动不大; 外汇交易中心人民币兑美元即期开盘报6.3165元, 收盘时人民币略走强至6.3150, 较上一个交易日收盘价6.3030差距不大, 较中间价贬值幅度仅为0.29%, 距离新政实施后该日的交易区间上限6.3590尚远。

图1: 美元/人民币即期价4月16日日内走势



资料来源: Bloomberg

图 2：美元 / 人民币中间价及即期价走势（2011 年 7 月至今）



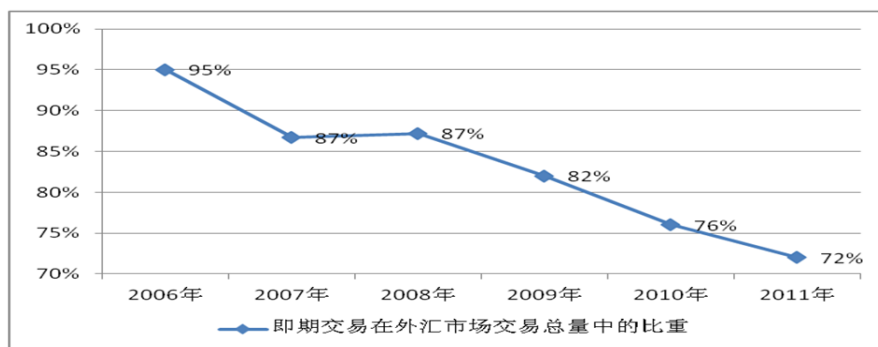
资料来源：Bloomberg

一、政策影响分析

需要首先关注后续影响的两种来源。第一，政策本身意味着更大的波动空间。一般来说，价格趋向自由意味着更多的交易和投资机会。在金融市场上，政府力量的后退实际上为市场体量和深度的增长提供了空间。第二，作为政策的背景，人民币汇率已接近均衡水平，如果没有重大的外部事件发生的话，那么汇率将会保持基本稳定。这两方面影响叠加在一起，将促使市场主体调整自身行为，并由此推动改革的进一步深化。

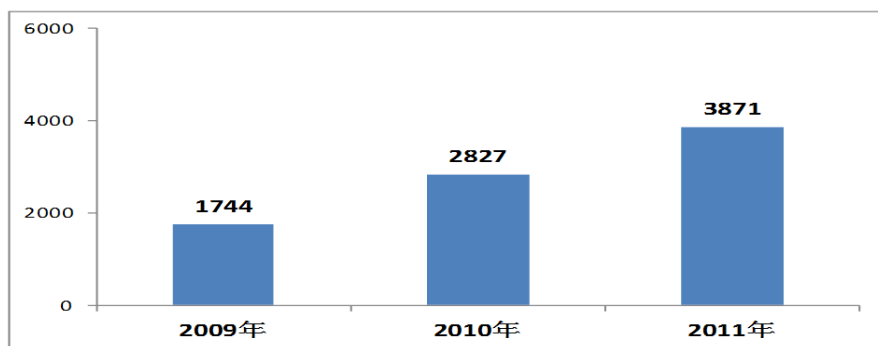
首先，人民币波幅扩大将直接促使人民币外汇市场交易量扩大，提升交易活跃程度。数据显示，近年来人民币外汇市场成交量稳步扩大，其中 2011 年累计成交 8.64 万亿美元，较上年增长 26.9%。在交易产品结构上，即期交易占比降至历史最低的 72%，而远期结售汇、外汇和货币掉期等外汇衍生品交投更趋活跃。以远期结售汇为例，过去三年银行对客户远期结售汇交易量累计增长了 122%；其中，2011 年银行对客户远期结售汇累计签约 3871 亿美元，较上年增长 37%，银行间远期外汇市场累计成交 2146 亿美元，日均成交量增长 5.5 倍。此外，2011 年境内外汇期权市场也从无到有。在人民币波幅扩大的背景下，一方面，市场供求力量在人民币即期汇价走势中的作用益发突出，这将有助于市场交易的活跃；另一方面，由于当前汇率单边趋势不复存在叠加波动风险扩大，使得交易难度增加，交易主体对交易时点的选择可能较判断整体变动幅度更为重要，这就激发企业和投资者对于外汇衍生产品需求大幅增加，以远期、期权为主的外汇衍生工具交易量上升趋势将显著加快。

图3：即期交易在外汇市场交易总量中的比重



资料来源：国家外汇管理局，中国外汇交易中心

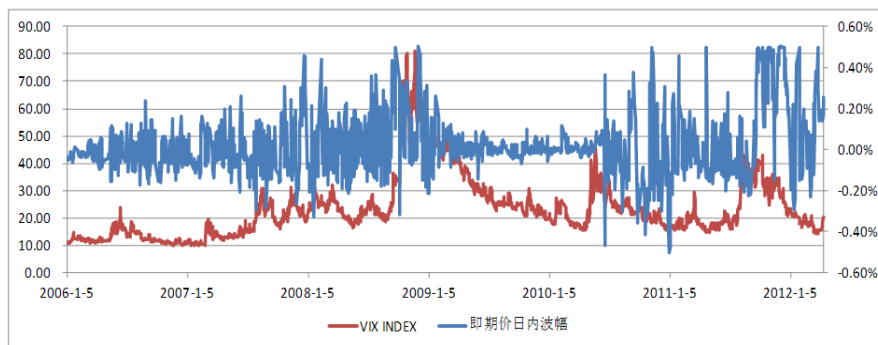
图4：远期结售汇交易量过去三年增长了122%（单位：亿美元）



资料来源：国家外汇管理局，中国外汇交易中心，金融市场总部

其次，外汇衍生产品需求将更趋多元化，促进市场进一步深化。从人民币即期日内波幅来看，自央行2007年5月将波动区间扩大至千分之五起，即期价日内波幅有所扩大，尤其是在国际金融市场动荡，市场避险情绪高涨时，即期价日内波幅均显著上升。在之前人民币单边升值的背景下，企业叙作保值交易，主要需要判断升值幅度高低。这种情况下，即便企业不能够很准确地预测出汇率升值幅度，也只是“多赚”与“少赚”的问题，而不是盈利或亏损的问题。去年四季度以来即期价双边波动特征非常明显，当前人民币汇率已接近均衡水平。随着外汇市场交易量和波动区间的扩大，即期价日内波幅也会随之扩大，汇率灵活性增加，双边波动特征也更显著，这将加大企业和投资交易难度和风险管理需求，也更依赖专业的投资意见和更为合适的外汇管理工具，因此对结构化产品品种和期限多样化的要求也随之增加。对市场而言，这也是产品种类极大丰富，服务更加个性化，交易日趋活跃的契机。

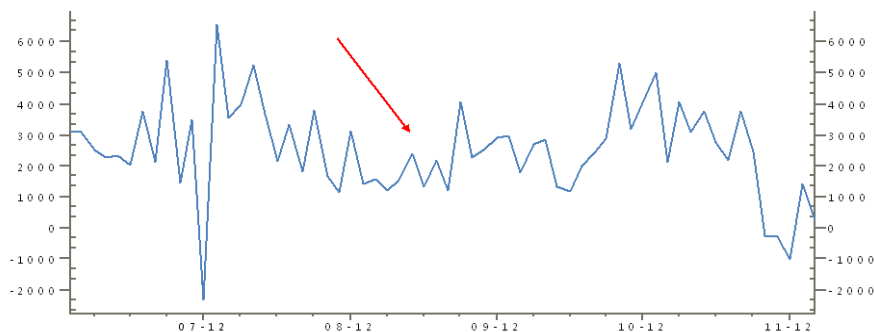
图 5：人民币即期价日内波幅和 VIX 指数



资料来源：Bloomberg、中国银行金融市场总部

第三，有利于扩大货币政策运作空间和降低操作成本。首先，央行货币政策将逐渐获得更高的独立性，而不必被动受制于国际资本流动的限制。去年开始我国每月新增外汇占款量明显下降，今年这部分流出的资金并没有重新回到人民币市场。对比澳元等风险资产的走势，1 季度人民币可谓黯淡无光，说明热钱并未重新大幅涌入境内不仅是因为欧洲风险仍存，也在于中国的吸引力相对下降。在人民币单边走势弱化，同时波幅扩大促使汇率进一步市场化的背景下，国际投机资本缺乏明确的趋势性获利预期，导致国际资本快速流动的动能将弱化，这也意味着通过各种渠道进入境内的热钱将会减少，从而较大幅度降低外汇占款水平。反映在国内政策面上，央行的被动对冲的压力下降，央票、存款准备金率等政策工具将能够更多专注于国内基本面。也就是说，在当前经济放缓背景下，央行可适当通过松绑此前过严的流动性管理工具，提高政策灵活性和前瞻性，以促进经济平稳增长。其次，人民币波幅限制放松、汇率机制更加市场化的背景下，一方面，交易上下限被触及的可能性明显降低，央行可适当减少对外汇市场干预，更好地发挥市场机制调节作用；另一方面，央行入场干预时的操作成本将会下降。

图 6：近年新增外汇占款走势（单位：亿元）



资料来源：wind 资讯

第四，人民币波幅扩大并不意味着央行对于外汇管理的能力大幅减弱，未来

人民币汇率形成机制改革仍大有空间。我国汇率形成机制仍是“以市场供求为基础、参考一揽子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”，这意味着中间价仍是主导汇率的主要力量，也可充分体现央行的意图。同时，对比国际主要货币的日内波幅，人民币即期货币波幅限制扩大至 1% 的水平仍相对有限。在央行坐拥高达 3.3 万亿美元的外汇储备的背景下，即使面对市场的大幅异动，央行也完全有能力引导汇率维持在合意的水平上。往前看，距离人民币汇率完全走向自由浮动的市场化道路，仍存在着中间价形成机制、即期价日内波动区间控制、结售汇实需要求等限制，因此未来人民币汇率市场化改革空间还很多，我们预计随着时机日渐成熟，这些限制也将进一步放松。

第五，从更长远角度来看，人民币波幅扩大可看作是资本账户开放的窗口，有利于进一步推进人民币国际化发展。按照人民币国际化“三部曲”的进程：扩大人民币在境外贸易中的结算的作用；加快人民币资本项目可兑换；通过利率市场化和汇率形成机制的改革，使人民币成为国际储备货币。这三个方面是相辅相成的，且并不存在绝对的先后关系。从政策角度来看，人民币 FDI 推出，QFI 和 RQFI 额度亦在扩大，这都为人民币资本项目开放奠定基础。结合此前人民银行发表的报告称“加快资本账户开放条件基本成熟”，此次汇率波幅区间扩大，促使人民币汇率往市场化方向更进一步，也有利于实现资本项目兑换。值得一提的是，在当前欧债疑虑并未缓解，全球经济金融形势远未明朗，同时国内经济持续放缓的背景下，扩大人民币波幅，加快资本项目开放速度，其潜在风险不可忽视，当然，这也凸显了政府对于推动结构性改革、促进经济增长模式转型的决心。

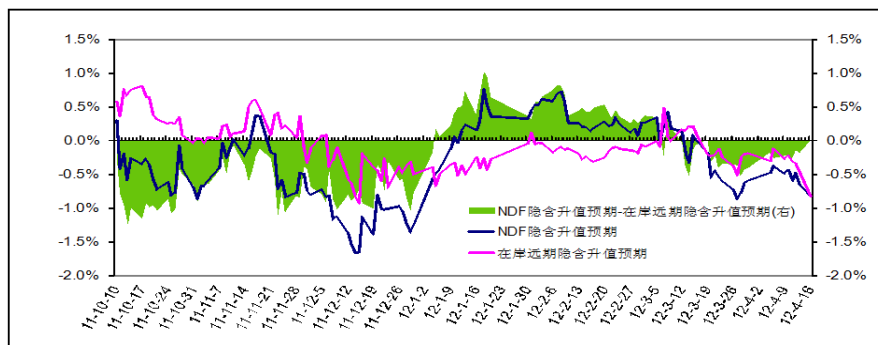
二、人民币汇率未来走势分析

关于扩大波幅的声音已经持续了近一年的时间，之所以选择这个时点推出，很大程度上是基于当前人民币汇率已接近均衡水平，无论升值预期还是贬值预期都不具备压倒性优势，更易达到“增强人民币汇率双向浮动弹性”（而非单向）的改革目标。因此，短期内，汇率波动区间的扩大，既非人民币加速升值、也非人民币大幅下跌的先兆。由于西班牙债务问题再次使得欧债危机预期强化，导致美元指数相对强势，从而使人民币可能会出现温和贬值，但在 5-6 月之后，如果美联储 QE3 预期加强乃至实施，美元大势将趋弱，人民币升值压力会再次上升。

1、短期走势

从最近一周的数据来看，中间价维持平稳，前一个周一到周三的波动维持在 60bp 以内，周五报在 6.2879，较上周五低了 143bp。当前，人民币汇率在香港 CNH 市场、NDF 市场和远期市场上都出现贬值预期，但幅度较小，并且整体走势平稳。从最新的数据来看，CNH 定盘价与中间价相差 100bp 左右，NDF 和境内远期隐含的贬值预期分别为 -0.6% 和 -0.4%。从 2011 年 9 月开始，在欧债危机的影响下，人民币 NDF 市场和远期市场上出现了贬值预期。这一预期经历了今年初的反复，3 月中旬开始再度出现。整个一季度，人民币都极为平稳，变动幅度不到 0.1%，幅度之小为二次汇改以来所仅见。

图 7：NDF 和远期市场上人民币升值预期变化

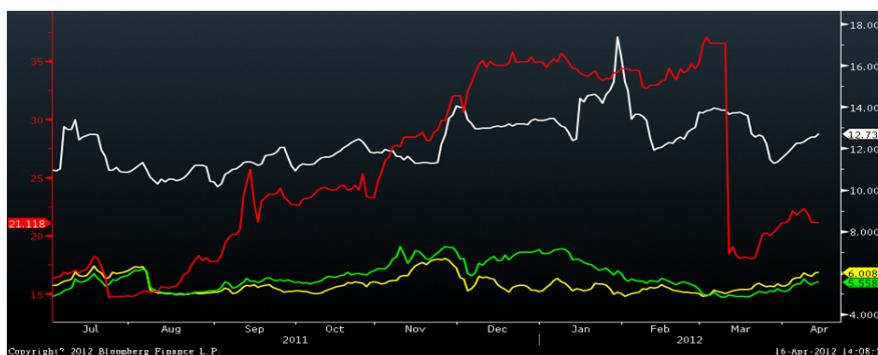


资料来源：Bloomberg、中国银行金融市场总部

在此情形下，扩大波幅既非人民币加速升值、也非人民币大幅下跌的先兆。在新规则下，即期价可以单向偏离中间价 600bp 以上。但从近来即期价走势来看，今年即期价日间波动极少超过 200bp，如果没有供求力量的明显改变，难以见到 0.5% 以上的日内变动。在 4 月 16 日及后续若干个交易日中，由于此前购买远期、期权等产品的客户可能有重新摆布或对冲当前头寸的需求，人民币汇率可能经历一波小幅贬值。但总体来说，目前人民币暂时缺乏单边主题，更多跟随境外美元走势。

今年以来，国际外汇市场上，美元保持相对强势，而欧元相对弱势。欧元对美元去年下半年以来从 1.45 一度跌至 1.30 下方，目前仍在 1.30-1.35 区域震荡。欧元对美元波动率则已降至区间下轨。从基本面看，欧元区虽然在 3 月希腊债务重组后危机情绪消退，但警报并未解除，外围国家国债收益率再次出现持续反弹。特别是近来西班牙风声又紧，国债收益率连连攀高，构成近期国际汇市波动的重要来源。短期内，可能由于西班牙债务问题再次使得欧债危机预期强化，导致美元指数相对强势，从而使人民币将出现温和贬值。

图 8：西、葡、意、希四国 10 年期国债收益率走势



注：黄线 - 西班牙、白线 - 葡萄牙、红线 - 希腊、绿线 - 意大利
资料来源：Bloomberg

2、中期走势

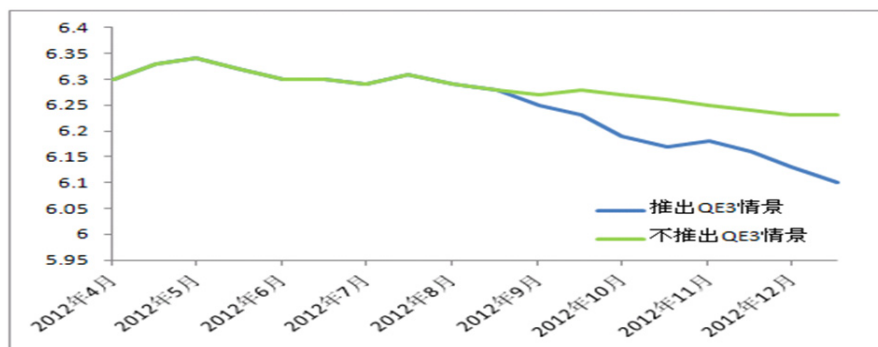
展望年内走势，预计今年全年人民币小幅震荡升值的走势仍会是大概率事件。

从国内来看，依据商务部预测，今年我国贸易仍将实现顺差。从1季度的数据来看，1月和2月逆差被3月顺差盖过，整体实现出超。余下的三个季度，逐季回升的季节性因素仍会起到作用，地方政府换届的刺激作用也会陆续释放，因此，尽管趋势显弱，但人民币单边行情仍存在一些供需基础。

从国际方面看，美联储最近一直表态模糊，令投资者失望。但我们判断，去年底至今的美国就业市场“复苏”很可能只是暖冬与就业回调两方面综合的结果，难以持续。三月美国非农就业的低迷就说明这一点。当前，美国经济受困于房市、财政和政策的不确定性，同时近来难得的一点支出增长迹象又遭遇油价高企、居民购买力被侵蚀的困扰。我们判断美国8%以上的失业率将保持到下半年，迫使美联储推出新一轮大规模宽松措施（QE3）。在5-6月之后，如果美联储QE3预期加强乃至实施，美元大势将趋弱，人民币升值压力会在年内再次上升。

综合考虑国内外货币政策前景，人民币下半年的升值压力会逐步恢复，全年可能仍会有2%以上的升值空间。即便美国没有推出QE3，那也只能说明美国经济表现较预期强劲，必将提升其进口需求，人民币汇率会更多受到出口的支撑，那么全年走势将以波动为主，小幅升值1%左右。无论哪种情形，我们预计，人民币今年的升值步伐不会完全停止。

图9：2012年人民币升值轨迹预测



资料来源：中国银行

除了基本面外，外部政治经济事件对人民币走势的影响不容小觑。年内来看，领导人访美以及中美高层在首尔核峰会上会晤都促使人民币在事件发生前后升值。眼下而言，G20财长和央行行长会议、IMF/世界银行春节会议将于本月中下旬相继召开，原定于4月中旬公布的美国财政部半年度汇率报告推迟发布，相信此时人民币波幅扩大将大大缓解近期外部事件对人民币升值的压力。但年内仍有不少重量级事件将促使人民币升值：(1) 6月将在墨西哥召开的G20会议；(2) 美国财政部半年度汇率报告，通常在4月15日和10月15日公布，常有推迟；(3) 第20届APEC会议间将在俄罗斯海参崴举行，传统召开时间为11月；(4) 第七届东亚峰会将柬埔寨举行，美国将以观察员身份参加，传统召开时间为11月；(5) 11月

美国总统大选，人民币汇率问题必将成为绕不开的政治因素，要求人民币汇率更大力度升值的呼声仍会高涨；(6) 中美高层重要会晤、互访事件等。近期，由于人民币汇率“松绑”，境外出现贬值预期，因此外部政治经济事件影响力较弱。下半年国内经济企稳反弹之时，可能将遭遇更大的外部升值呼声。

图 10：2011 年至今人民币预期外升值事件



资料来源：路透，中国银行

3、长期走势

长期来看，人民币单边升值预期分化，长期升值趋势减弱，人民币的双向波动将会成为市场常态。在波动方向的影响因素中，中美两国经济基本面因素将更为重要，货币政策的影响也趋于加大。

总体来看，人民币波幅扩大标志着人民币向汇率市场化再进一步，在短期内将会提升市场主体的避险需求，并有效促进人民币外汇市场扩容和衍生品业务发展，从而深刻影响市场参与者行为。政府在汇率调控中小幅后退，但在人民币接近稳定的背景下获得了更高的货币政策空间。同时，通过中间价，央行依然保有人民币市场上最重要的话语权。从更长远角度来看，人民币波幅扩大可看作是资本账户开放的先声，有利于进一步推进人民币国际化发展。

本次新政并未实质性改变未来人民币汇率走向，人民币已处于趋势性升值的尾声阶段，年内难以完全停止升值步伐；在美国 QE3 以及国内外政治事件的推动下，甚至还有可能出现 2% 以上的年度升幅。更长期来看，人民币单边升值预期分化，双向波动将会成为市场常态；在波动方向的影响因素中，中美两国经济基本面因素将更为重要，货币政策的影响也趋于加大。