

人民币重启汇改,年内升值幅度或在3%以内

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

今天人民币兑美元中间价开于6.8275,与上周五持平,并没有出现市场广泛预期的中间价大幅高开的情况,令市场紧张气氛得到一定程度的缓解,不过盘中人民币即期汇率出现大幅波动,兑美元涨势强劲,即期报价已失守6.80,显示市场押注人民币单边升值的热情迅速抬头。

从人民银行最近两日关于汇改的有关谈话和问答来看,自2005年开始的人民币汇率改革已经重新启动,在结束盯住美元的阶段性策略之后,汇改已经进入了新阶段。

汇改重启的时间较我们此前预期的为早,因近两个月欧洲爆发主权债务危机,其对中国出口可能具有的负面影响尚未显现,且欧洲债务危机的前景也有很大的不确定性,我们原本预计央行将采取观望策略,1个季度内不会重启汇改。债务危机爆发后,市场针对人民币升值的预期原本已经减弱,此时重启汇改,意在出其不意。

我们预期,新一轮汇改启动后,人民币汇率的双向波动性将明显上升。尽管今日中间价与上周五持平,但今后人民币弱化盯住美元,更多考虑盯住篮子货币的趋势将得到显著加强,这也意味着,今后美元在国际市场上大幅走强时,不排除人民币出现阶段性贬值的可能性。双向波动将令外贸企业的汇率风险明显加大,忽视汇兑风险的中小企业,较易遭受汇兑损失,同时企业界对汇率避险的需求将大幅上升。

不过,尽管我们预期人民币汇率将出现双向波动,但人民币兑美元整体将出现升值势头。由于市场对人民币升值的预期积蓄已久,此次汇改重启,人民币多头力量将得到宣泄,市场力量将推动人民币兑美元在振荡中逐步升值。

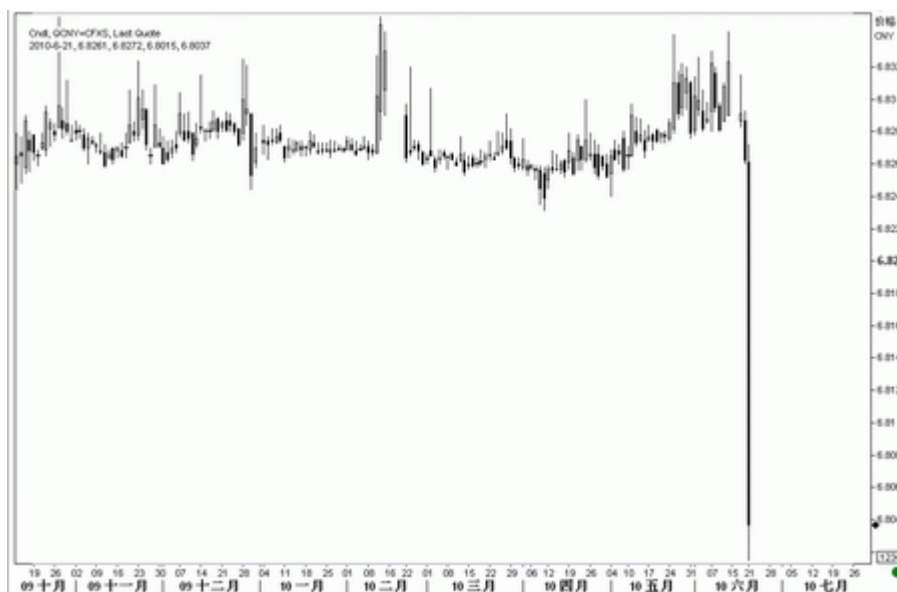
面对人民币升值的大趋势,依赖海外原材料进口的行业将会显著受益,尽管人民币升值的幅度并不足以令这些行业产生巨额收益,但升值预期足以推动市场看好这些行业,相反,那些劳动密集型的行业,由于利润率相对较低,将会受到一定程度的影响,特别是在沿海地区出现加薪潮的叠加冲击下,不排除有部分企业经营出现困难。

本着“以我为主”和“有序可控”的原则，避免对经济造成负面影响，中国货币当局将不会放任市场投机力量，如果人民币汇率短期内出现极端波动，我们预计央行入场干预的可能性会非常大，以保证人民币汇率的整体稳定。

预计人民币兑美元年内升值幅度将在 2-3% 左右，即不超过 6.62，若突破这一幅度，对中国出口的负面影响可能会明显增大，并加大市场对中国经济下行风险的担忧。

在即期汇率波动加大的同时，人民币远期和 NDF 市场将会继续保持较高的升值预期，其报价可能会升向 6.5 甚至 6.4，不过 DF 与 NDF 的波动往往比较剧烈，在某些时点会远超真实的潜在升值空间，比如在 2008 年 1 季度时，1 年远期报价甚至低于 6.40，因此需要提醒投资者的是，远期和 NDF 市场反映的人民币升值预期，只代表某个时点上市场依据当时形势得出的看法，并不代表未来一定会实现这一价格，企业在进行相关操作时，应对此进行甄别。

图 1：人民币即期汇率 来源：路透、招商银行



招银专题分析报告

2010年6月21日
总第65期

图2：人民币兑美元中间价 来源：路透、招商银行

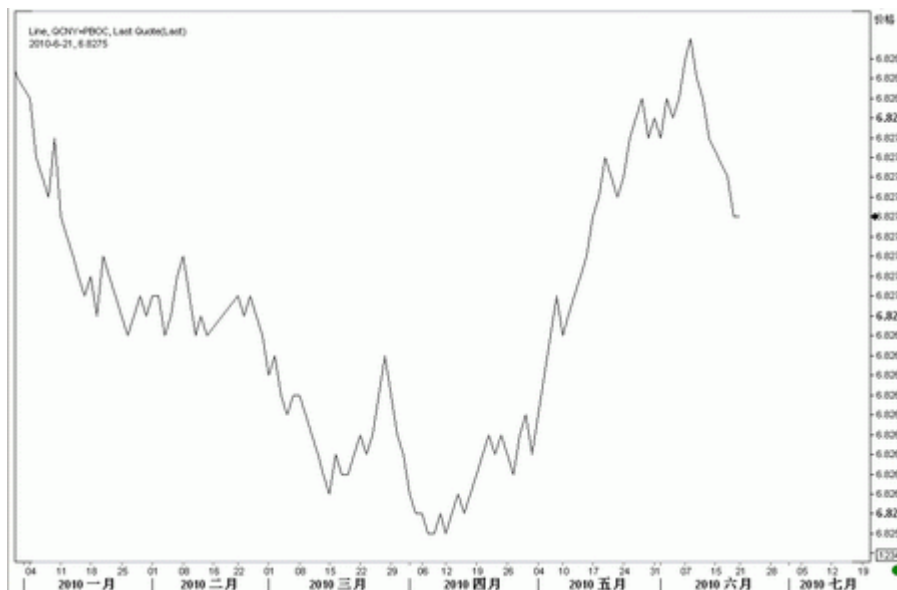


图3：人民币1年远期（红）1年NDF（蓝） 来源：路透、招商银行



招商银行人民币货币互换回报率监测表

(2010年6月21日)

期限	人民币 NDF 最近价	人民币升值幅度	人民币升值幅度折年率	美元掉期利率	人民币货币互换回报率	人民币掉期利率
现价	6.8070			0.250%		2.250%
7 天	6.8066	0.006%	0.306%	0.329%	0.022%	2.640%
1 个月	6.7805	0.389%	4.672%	0.347%	-4.324%	2.500%
3 个月	6.7425	0.948%	3.790%	0.538%	-3.252%	2.150%
6 个月	6.7065	1.476%	2.953%	0.751%	-2.202%	2.370%
9 个月	6.6695	2.020%	2.693%	0.961%	-1.733%	2.350%
1 年期	6.6318	2.574%	2.574%	1.183%	-1.391%	2.360%
2 年期	6.5036	4.457%	2.204%	1.088%	-1.116%	2.665%
3 年期	6.5400	3.922%	1.291%	1.514%	0.223%	2.860%
4 年期	6.5300	4.069%	1.002%	1.936%	0.934%	3.030%
5 年期	6.2162	8.679%	1.679%	2.314%	0.635%	3.185%

编制说明：

- 1、为了及时评估与准确预测人民币市场利率和人民币汇率的走势，我行特编制人民币货币互换回报率监测表，并每周通过《招银汇市评论》予以公布。
- 2、假定人民币货币互换通过人民币 NDF (即境外非本金交割的远期结售汇) 市场对冲人民币与美元的汇率风险，以美元 LIBOR 和 SWAP 利率作为美元收益率的基准，在此基础上计算人民币与美元互换的回报率。
- 3、通过比较人民币货币互换回报率和境内人民币掉期利率的高低，我们将能判断人民币升值压力的大小。如果人民币货币互换回报率高于境内人民币掉期利率，则应持有美元；如果人民币货币互换回报率低于境内人民币掉期利率，则应持有人民币。
- 4、值得注意的是，人民币实际升值幅度并不和人民币 NDF 市场保持一致。通过人民币 NDF 市场进行套期保值并非最佳做法。如果不通过人民币 NDF 市场套期保值，保留相应的风险敞口，你可能获得更高的人民币货币互换回报率，但要承担人民币过度升值的风险。
- 5、上述人民币货币互换回报率监测表仅供投资参考，在实际投资过程中，必须结合更多的市场信息，才能作出最佳的投资决策。

招商银行人民币贸易加权汇率指数

(2010年6月21日)



	2009-12-31	2010-6-14	2010-6-15	2010-6-16	2010-6-17	2010-6-18
招银人民币贸易 加权汇率指数	118.4159	121.9950	121.7643	121.6201	121.4979	121.2981

编制说明：

1、为了监测人民币兑国际主要货币的涨跌情况，反映我国进出口的汇率条件，我行特编制了招商银行人民币贸易加权汇率指数，并每周通过《招银汇市评论》予以公布。

2、招商银行人民币贸易加权汇率指数是对人民币兑中国十大贸易伙伴货币的汇率进行指数化并加权制作而成，加权的权重采用上年度的中国十大贸易伙伴的进出口额在中国进出口总额的比重，其中，美元的权重是中美进出口额在中国进出口总额的比重与非十大贸易伙伴的进出口在中国进出口总额的比重之和；东盟的货币以新加坡元作为代表。每当权重调整时，我们对人民币贸易加权汇率指数进行适当的平滑处理。

3、招商银行人民币贸易加权汇率指数的基期设定为2005年1月3日，即2005年1月3日的人民币贸易加权汇率指数为100。2006年12月29日，人民币贸易加权汇率指数指数值为107.2492点，则意味着人民币兑中国十大贸易伙伴货币相对于基期升值了7.2492%。

4、招商银行人民币贸易加权汇率指数通过路透信息网络(Reuters)、彭博信息网络(Bloomberg)、中国债券信息网(<http://www.chinabond.com.cn>)和招商银行一网通(<http://www.cmbchina.com>)等信息平台发布。其中，路透的报价代码为CMBCNYIG；彭博的报价窗口为CNMB。

招银专题分析报告

2010年6月21日
总第65期

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表招商银行，或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

招商银行 2010 版权所有。保留一切权利。