

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

人民币波幅放宽影响点评

中国央行于14日宣布人民币日内波幅从1%放宽到2%，这符合我们在3月中旬所做出的判断，即在中间价波幅拉宽后，央行会择机推出新的有关人民币汇率形成机制的新政策或新规。

实际上，自3月初以来，人民币中间价的波动性已经显著上升，波幅最高一度超过200点，我们当时即提出，此举表明央行很可能在以中间价波幅的扩大来检测市场对波动性的承受能力，在经过1个多月的运行后，银行间结售汇市场和企业均无不良反馈，表明市场的承受力良好，此时扩大日内波幅，实为顺理成章之举。（我们在3月12日的《国际市场评论》中提出“我们甚至猜测央行会在对市场进行测试后，择机推出有关汇率形成机制的新政策或新规，以进一步加大市场对人民币汇率的决定作用以及扩大人民币的波动区间”）

此时放宽人民币日内波幅，恰好发生于上周中国公布经济数据之后，我们认为这并非时机上的巧合，此举很可能是中国货币当局对经济放缓的一种回应，暗示央行已经无意继续推动人民币大幅升值，并表明央行已经认可人民币升值基本到位的市场观点。否则，在升值压力较大的情况下放宽波幅，将不可避免的加速升值。对于3个月内人民币的波幅，我们认为很可能达到-2% - +1%，单边升值周期已经结束。

图1：人民币中间价与中国外贸月度顺差

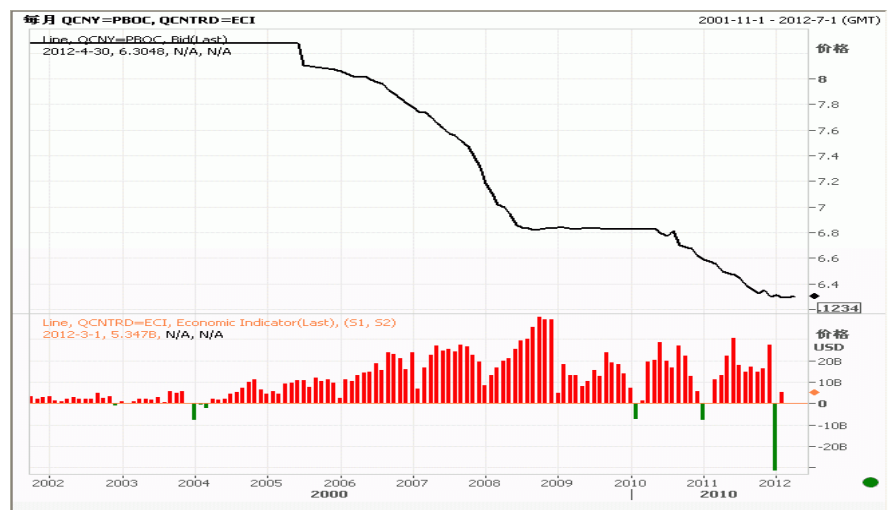
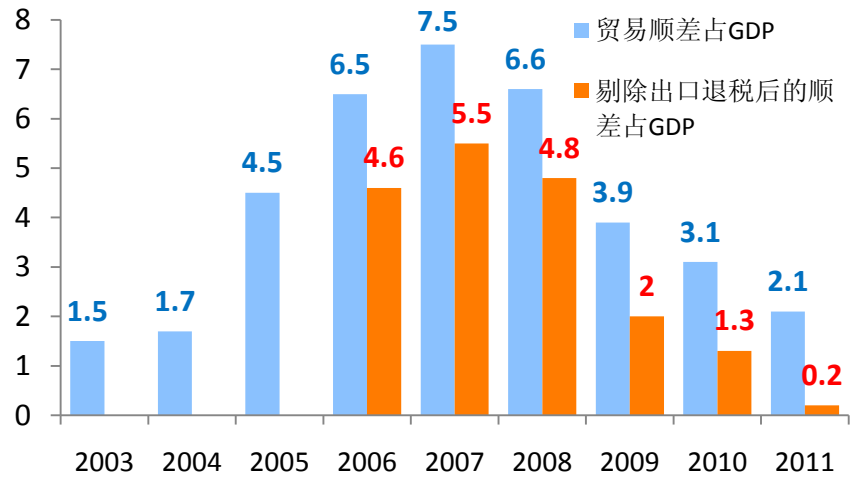


图2: 中国外贸顺差与剔除出口退税顺差占GDP比重



从放宽波幅后头两个交易日的情况来看, 银行间市场心态较为谨慎, 为避免潜在风险, 出现将点差拉宽的现象, 这可能会在一定程度上加大客户的成本和焦虑心态, 但整体来看, 市场运行并无特别之处, 应该说暂时已经较好的适应了波幅放大的新规。预计在市场运行一段时间后, 点差将会陆续恢复正常。

对于接下来人民币汇率市场的运行, 我们认为以下两点值得特别关注:

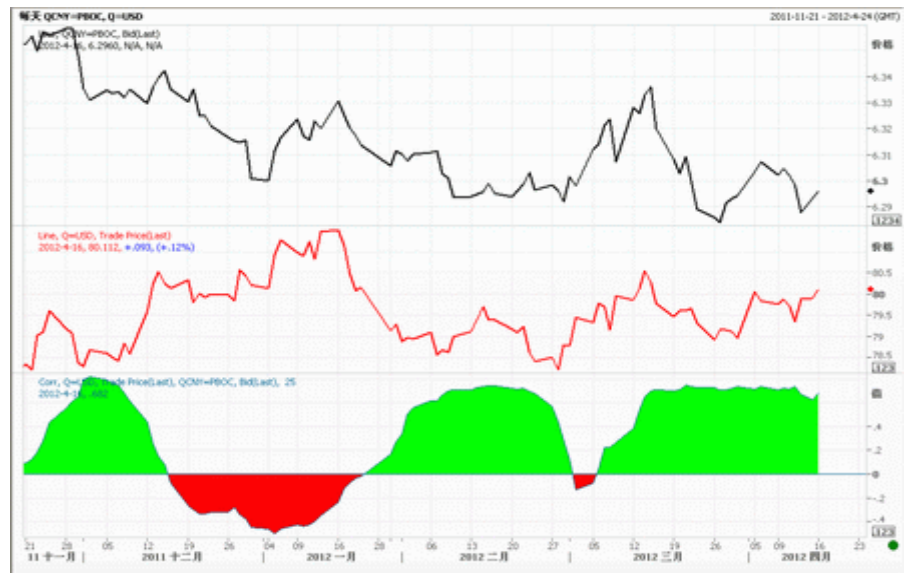
1) 中间价与美元指数的相关性。

以往, 人民币中间价与美元指数的相关性并不明显, 相关系数在正负 0.7 间浮动, 但进入 3 月份以来, 美元指数与美元/人民币中间价的相关系数长时间稳定在 0.75 左右 (相当于美指与人民币中间价相关系数稳定在 -0.75), 这在汇改以来都是比较少见的, 表明中间价已进入追随美元指数的模式。

从国际市场来看, 多数非美货币与美指都呈高度负相关关系, 即美元走强, 非美货币走软, 美元走弱, 非美货币走强, 例如欧元的这一系数稳定在 -0.9 左右。

如果人民币与美指的相关性得以继续保持, 那么意味着今后美元指数的强弱会成为判断人民币中短期走势的重要依据, 这对市场今后把握人民币汇率的波动提供了新的线索。

图3: 美元指数与美元/人民币中间价的相关性



2) 央行是否会减少对即期汇率的干预。

在以往的日内交易中，当人民币触及或接近触及波动区间的上下限时，央行往往会对价格进行干预以稳定市场。而波动区间的扩大，很可能代表着央行对日内波动的容忍度有了显著提高，干预行为将逐渐减少。

为了验证这一点，可关注近期人民币日内波幅在突破 1%，逼近 2%的情况下，央行会有何反应。

而日内波幅的扩大，可能会对市场带来以下几点显著影响。

1) 人民币的阶段性的贬值忧虑可能重现。

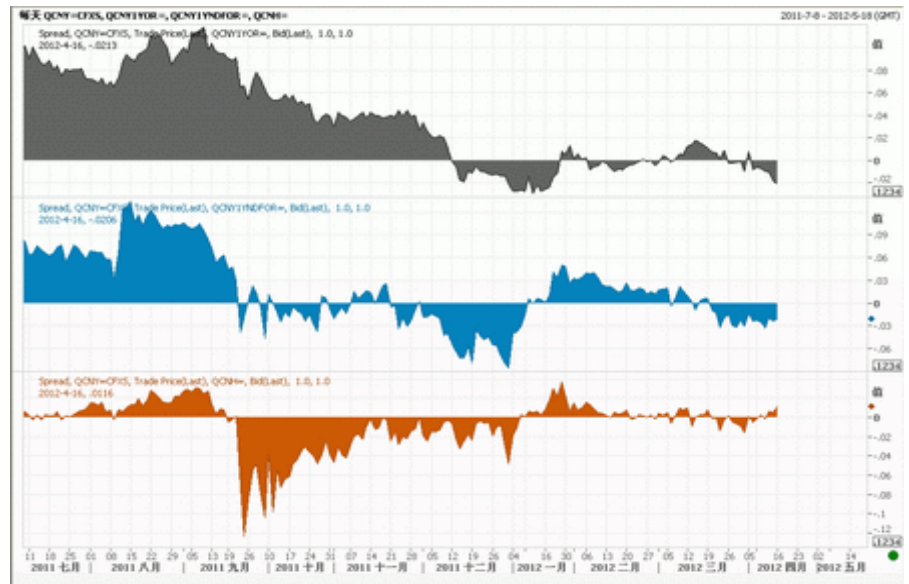
正如我们前面提到的，市场有可能将此时放宽波幅理解为升值到位的一种暗示，而中国货币当局近期一再强调要加强人民币的双边波动，显示并不排除阶段性的贬值的选项。在此情景下，有关人民币将出现阶段性的贬值的忧虑可能重现，并影响到境内远期、CNH 和 NDF 市场。

从这三个市场来看，今年以来，均缺乏单边市场预期，升贬值预期呈犬牙交错的形态，而境内 DF 与境外 NDF 市场则在 3 月份以来维持贬值预期，或许在一定阶段内，放宽波幅会让三个市场的贬值预期进一步发酵。

与此相对应的，人民币掉期点可能会大幅攀升，从近期+50 -

+200点的区间，攀升到+300 - +600点的区间，甚至更高，从而影响到企业的定价成本。

图4: DF、NDF与CNH市场的升贬值预期



2) 可能会激发购汇客盘。

一旦阶段性贬值预期发酵，可能会促使客户更愿意买入美元，并延后结汇操作，出现类似于去年年底的市场环境，银行间结售汇市场逆差亦可能重现。

这种局面难免引发恐慌心理和盲从心理，但需要指出的是，我们不认为在放宽人民币日内波幅后，央行会放弃中间价的主导权，中间价将会继续成为人民币汇率波动的“定海神针”，从而有效将贬值预期控制在一定幅度内。

3) 将加大企业对汇率的敏感度和关注度。

随着人民币波动性的不断上升，以及市场对人民币国际化与迈向更加市场化的预期，企业所面临的汇率风险将进一步上升，特别是在阶段性贬值的过程中。

可以预期的是，企业在汇率压力下，对汇率的敏感度和关注度将会持续上升，对汇率避险类的产品需求将会增大，一方面这会激活诸如期权等冷门产品市场，另一方面也会激励银行和监管部门推出更多汇率类产品，以满足企业需求。

招银专题分析报告

2012年4月17日
总第90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映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 2009 版权所有。保留一切权利。