

分析师：

刘东亮

021-20625882

liudongliang@cmbchina.com

双向波动后人民币将向何处去

——新阶段人民币的分析框架

美元兑人民币汇率预测 招商银行

时间	汇率
2014年4月底	6.26
2014年6月底	6.15
2014年9月底	6.00
2015年3月底	6.15

注：仅代表对时点汇率的预测，不代表波动极值

毫无疑问，2月下旬之后，特别是3月央行宣布放宽人民币波动区间后，人民币汇率已经进入了一个全新的历史阶段，田园牧歌式的缓慢升值已经被金戈铁马式的大幅波动所取代，人民币汇率正从“区间+爬行”模式，向“区间+浮动”模式过渡。在新的模式下，汇率前景如何，以及将受到哪些因素的影响，值得探讨。

货币当局与市场的组合关系

我们认为，如何正确看待货币当局与市场的关系，对市场参与者能否正确理解未来的汇率波动，有重要作用，而且这两者间孰强孰弱，很可能是人民币在实现自由浮动前最根本的决定因素。

在“区间+爬行”模式下，以中间价为基准，汇率只能在上下1%的狭窄区间内波动，且货币当局会积极对汇率进行干预，因此，货币当局成为事实上的价格制定者，汇率波动率很低；而在“区间+浮动”模式下，中间价仍为基准，但汇率波幅扩大到上下2%，货币当局退出常态式干预，市场对价格的影响力明显上升，市场与货币当局均为价格制定者，汇率波动率显著加大。

在3月央行放宽波幅后的答记者问中，市场化定价倾向十分明显，并指出人民币波幅与振幅均小于国际主要货币，这意味着发挥市场的力量，让人民币波动起来，打破单向升值预期，是央行此次放宽波幅的主要用意。上下2%的波幅，意味着每天有4%的波动区间，这可以满足绝大多数情况下汇率的定价需求，也即理论上在4%的波动区间内，货币当局可以放任市场自由波动。

但是，这并不代表货币当局会甩手不管，迄今为止，人民币实行的依然是“有管理的浮动汇率制”，这一管理体现在两个维度，一是中间价，二是入场干预。

在有管理的前提下，货币当局对汇率波动仍会有容忍底线，这个容忍度可能较之前大幅提高，但不代表能够容忍无序波动，假如人民币出现连续的涨停或跌停，或者在某一阶段急速升贬值，都将引发央行入场干预。央行的角色，将更多的从“价格制定者”转变为“价格监督者”。

图1：人民币与G7货币平均波幅比较 来源：Wind、招行

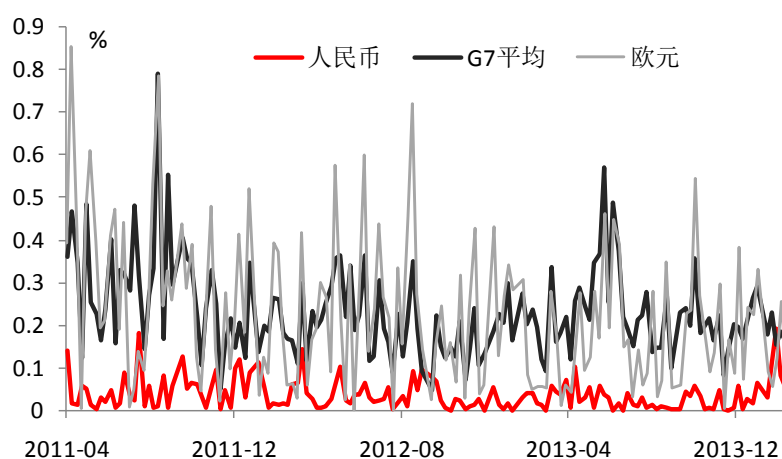
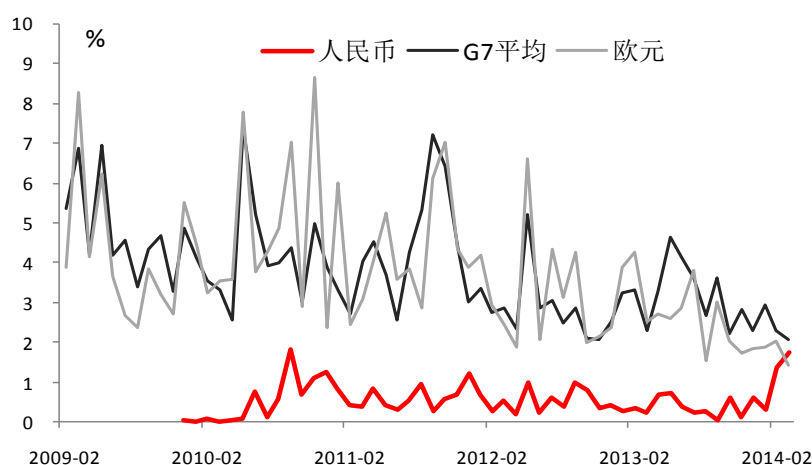


图2：人民币与G7货币月均波幅比较 来源：Wind、招行



很难推测央行对波动的容忍底线提高到了多少，但从国际主流货币观察，G7 货币的日间平均波幅基本在 0.6%以内，月度振幅大约在 3~8%之间，人民币当然不可能在新阶段的初期就达到 G7 货币

的波动水平，但可以进行参考。我们猜测，假设人民币月均波幅超过 5%，将引起货币当局的干预。

在讨论货币当局与市场关系时，有一个极为关键的问题不能回避，就是货币当局是否还会，或者是否还应当预设立场，即主动引导人民币的方向。

我们认为，货币当局很难放弃预设立场，并且会通过实际行动来表达立场，但这一立场只会阶段性出现，而非贯穿始终，这可能是与以往最大的不同。

在某些阶段，当货币当局评估经济面，认为汇率有必要进行修正时，其对市场巨大的影响力将会使价格朝着货币当局希望的方向发展。但从国际经验，比如日本央行干预日元的效果来看，市场愈是趋向浮动，货币当局干预的成本就会愈大，且效果愈短期，当意识到巨大的不可持续的成本时，货币当局终将被迫放弃预设立场，转为对极端市况的稳定性干预，这一情况最终也会发生在中国货币当局身上。

因此，我们估计在放宽波幅后的早期阶段，将出现“强当局”与“弱市场”的组合，货币当局将会确保汇率有序波动，以近期人民币贬值而言，央行的底线应是不引发恐慌心理或系统性风险；随着时间的推进，市场力量将逐渐转强，出现“强当局”与“强市场”的组合，并最终过渡到“弱当局”与“强市场”的组合模式。

实际利差将驱动人民币中期波动

在汇率波幅放宽，且资本账户日益趋向开放的环境下，人民币的定价机制将会逐渐向国际主流货币靠拢，实际利差将会成为人民币中期波动的重要驱动力。

两个经济体间国债利率剔除通胀后的实际利差，代表了投资于某一货币的无风险收益，亦反映了该国的经济增长与投资机会，因此实际利差的波动，会直接导致资金流入或流出某一货币，或者说实际利差的变化会导致一国资产负债表短期外债的变化。

实际上，自去年以来屡禁不止的跨境套利融资，正是人民币实际利率较高导致资金流入的典型事例，而为了维持人民币汇率稳定，中国货币当局在 2013 年 1 季度、4 季度和 2014 年 1 月被动投放了大量外汇占款，可视为维持汇率稳定的代价。

图3: 英美实际利差与英镑/美元汇率 来源: Wind、招行

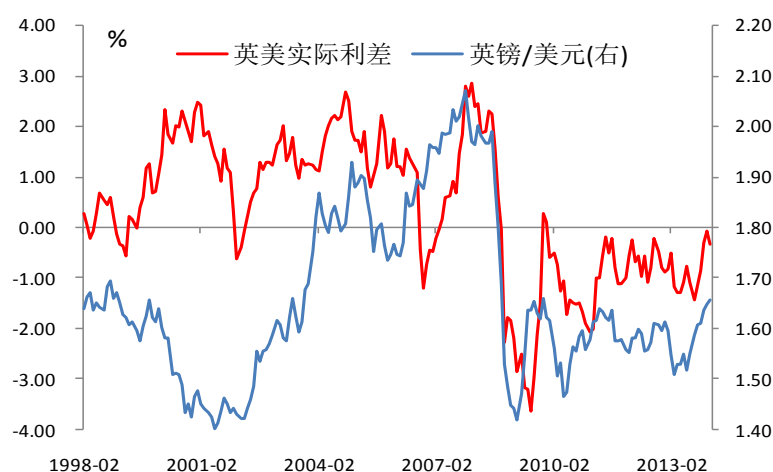
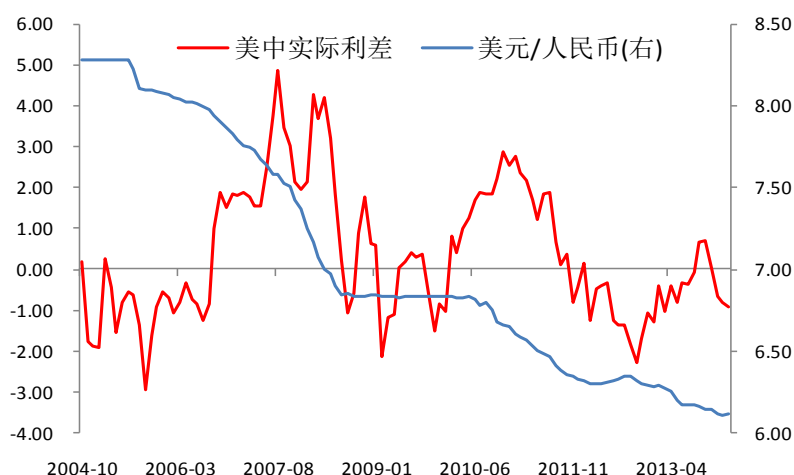


图4: 人民币汇率与中美实际利差 来源: Wind、招行



可以预见的是,在中期阶段内,人民币与美元的实际利差仍会维持在有吸引力的水平上,这决定了人民币在中期内仍有较强的升值动力,在不考虑货币当局干预的前提下,我们预期人民币在6-12个月之内仍有3-5%的升值空间,即仍有创新高的机会,但假如货币当局积极进行干预,则可能是另外一番情景。但正如前面提到的,在汇率趋向浮动的环境下,大规模的干预难以长期持续。

而在6-12个月之后,中美货币政策可能都会出现变化,随着美国退出QE过程的结束,美元临近新一轮升息周期,美元利率将会上升,而中国可能为了稳定经济,货币政策在远期存在放松空间,人民币利率可能趋于下滑,中美之间的实际利差将会逐渐收窄,外部资金对人民币升值的推动力将逐渐弱化。

美元表现、经济数据、货币当局喊话将决定人民币短期表现

外汇价格短期的波动复杂多变，似乎缺乏规律，但三条线索可以成为我们判断汇率短期波动的重要指引。

首先是美元在国际市场上的表现，几乎所有非美元货币都会对美元的强弱做出反应，当美元走强时，非美货币普遍偏弱，反之则普遍偏强，目前人民币的这一特征尚不明显，相信随着浮动机制的建立，人民币也不会例外。但未来人民币是否会像日元一样，在非美货币中走出独立行情，也犹未可知，但那样的话无疑会加大我们判断汇率的难度。

其次是经济数据的变化，多年以来，中国的利率已经能够对经济面的变化做出反应，但汇率始终不具备这一功能，在新阶段，汇率的价格发现功能将逐步体现。

实际上，2月下旬后人民币的大幅贬值，与基本面的变化不无关系，近期中国宏观经济数据持续下行，市场对人民币的贬值情绪已酝酿多时，此轮贬值可以看作是贬值情绪的宣泄。

需要注意的是，汇率与利率一样，其变动会领先于基本面，也即市场会对基本面进行提前反映和消化，当市场预计中国经济将会转好时，升值的压力将会重占上风。预计随着十八届三中全会改革措施的陆续推出，以及中国可能会在2季度后推出温和的刺激措施，中国经济将出现阶段性企稳，看空人民币的情绪将逐渐被消化。

最后是货币当局的喊话，央行等主管部门领导通过公开会议、采访等渠道，发表对汇率的个人看法，可以向市场传递重要信号，特别有利于货币当局对市场预期的管理，提前向市场亮明底线，委婉向市场表达观点，既不显得粗暴，又能够平滑市场预期。这一方法在欧美经济体已经十分成熟，效果也比较理想。

综合而言，我们对人民币汇率的判断是，由于中国经济将出现企稳，以及中美实际利差依然诱人，人民币在6-12个月的时间段内仍然有升值空间，但最终能否升值以及升值幅度，取决于货币当局对汇率的干预力度；我们相信干预力度将会逐渐转弱，“强当局+弱市场”最终将逐渐被“弱当局+强市场”取代，当然这一取代过程将会远超12个月；在6-12个月之后，随着中美货币政策的转变，人民币的升值动力将趋于弱化。

招银专题分析报告

2014年4月2日
总第109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。

招商银行版权所有。保留一切权利。