

研究报告

2015 年第 87 期

2015.08.13

城市金融研究所所长：

周月秋

执笔：杨苒

yangxing@icbc.com.cn

谨防短期内“矫枉过正” 冲击改革效应

要点

- 2015 年 8 月 11 日，央行宣布自即日起，完善人民币兑美元汇率中间价报价机制，以增强其市场化程度和基准性。这是继 2014 年央行扩大人民币汇率波幅以后的又一改革举措，表明人民币汇率市场化改革已逐步触及人民币汇率中间价形成机制这一核心领域。
- 此次改革是人民币汇率市场化的重要一步，是我国应对美元加息预期、出口疲弱、资本外流的主动性举措，将使今后人民币汇率定价更加具有连贯性，更加贴近市场变化，更加遵循国际市场的交易惯例，并有利于助推人民币加入国际货币基金组织特别提款权（SDR）进程。
- 展望未来，短期内此次改革将使人民币形成较强的贬值预期，有效缓解出口增速下滑和稳增长压力，但要防止“过度校正”的风险。从中长期来看，我们认为，此次改革不会造成人民币汇率持续贬值，未来人民币汇率更有可能呈现先贬后震荡、总体稳定的走势。监管机构和商业银行应关注本次改革对汇率风险管理、资金交易业务、外币信贷业务和美元存款业务的影响，并作好充分应对。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

谨防短期内“矫枉过正”冲击改革效应

2015年8月11日早，央行宣布自即日起，完善人民币兑美元汇率中间价报价机制，做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向中国外汇交易中心提供中间价报价。这表明人民币汇率市场化改革逐步触及人民币汇率中间价形成机制这一核心领域。本文分析了此次政策出台的背景、主要内容及意义，对未来一段时间人民币汇率走势进行预判，并对监管机构、商业银行提出相关意见和建议。

一、改革完善人民币汇率中间价定价机制势在必行

首先，人民币兑美元汇率面临较大的贬值压力。近年来，我国经济呈减速下行态势。2015年1-7月，虽然多项经济指标出现企稳迹象，但出口疲弱、资本外流等显示人民币存在较大贬值压力。从外贸数据来看，7月当月，我国进出口总值同比下滑8.2%，其中，出口总值同比下滑8.3%，较上月下滑11.1%；进口总值同比下降8.1%。1-7月我国出口下降0.9%。从跨境资金流向来看，由于美国经济基本面持续向好、下半年加息预期带来美元的持续强势，跨境资金有明显流出的动向。2014年以来，我国资本和金融账户连续逆差，2015年上半年逆差为5786亿美元，连续5个季度呈现出经常项目顺差、资本项目逆差的状态。从外汇储备来看，截至2015年6月末，我国外汇储备较年初减少4123亿元人民币，已连续4个季度为负增长。

第二，原有的人民币汇率形成机制造成了两大背离，与市场化要求仍有差距。自2005年人民币汇率形成机制改革以来，人民币汇率中间价作为基准利率，对于引导市场预期、稳定市场汇率发挥了重要作用。但由于经济金融外部条件的变化和预期的转向，导致现有的人民币汇率形成机制造成了**两大背离**：一是



过度重视维持与美元汇率的稳定，而忽视了稳定人民币的有效汇率。根据国际清算银行的计算，2015年上半年，人民币名义有效汇率升值3.64%，实际有效汇率升值2.95%，与人民币汇率中间价的稳定（在6.11~6.12之间）形成**背离**。二是原有的汇率中间价定价不够透明，造成中间价与市场价之间存在价差，这使得汇率定价与市场供求所决定的水平相**背离**。从人民币在岸即期汇率中间价与人民币离岸即期汇率、远期汇率的比较来看，三者之间长期以来存在明显价差。尤其是今年3月份，在岸市场人民币即期汇率（CHY）与离岸市场人民币即期汇率（CHN）价差最高达1419个基点，与离岸市场人民币12个月远期汇率（NDF）价差最高达2576个基点（见图1），说明人民币汇率中间价既没有反映市场，也没有反映预期。人民币汇率中间价偏离市场幅度较大，持续时间较大，影响了中间价的市场基准地位和权威性。这迫使监管部门不得不把改革中间价汇率形成机制提上议事日程。

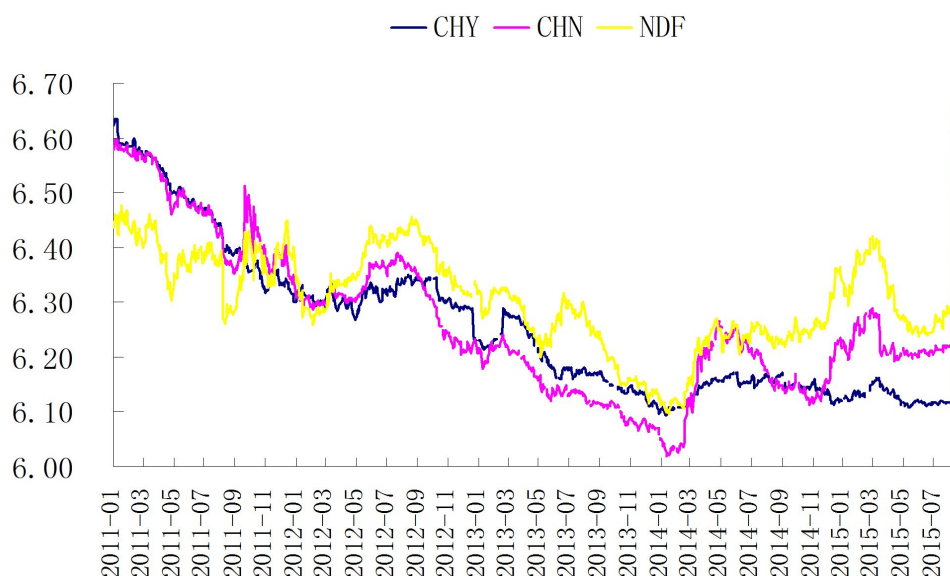


图1 人民币兑美元汇率在岸中间价和离岸即期价、远期价走势对比

（2011. 01. 01-2015. 08. 12）

数据来源：WIND 资讯

第三，助推人民币加入国际货币基金组织特别提款权（SDR）。近期，IMF

（国际货币基金组织）敦促中国将减少行政干预、数量化管理作为人民币被纳入特别提款权（SDR）的一个重要考量。IMF 认为，SDR 汇率定价需要一个“有代表性”的汇率，而之前中国外汇交易中心公布的人民币中间价，并非根据市场实际的汇率计算得出，这意味着在实际计算汇率时需要使用一些技术性手段来避免“失真”。当前，最简便的方法仍然是人民币的中间价完全由市场决定。因此，此时推出完善人民币汇率形成机制的举措，可认为是央行对 IMF 的一个正面的回应。

二、此次改革的主要内容、影响及未来趋势判断

（一）此次改革是人民币汇改市场化的重要一步

此次改革是继2014年央行扩大人民币汇率波幅以后的又一改革举措，表明人民币汇率市场化改革已逐步触及人民币汇率中间价形成机制这一核心领域。根据中国外汇交易中心的表述，人民币汇率中间价原来的形成机制是：人民币对美元汇率的中间价由做市商报价加权决定，其他主要货币中间价则根据美元汇率进行套算。由此形成了事实上以美元为中心的人民币汇率形成机制。

相较于之前的汇率形成机制，新的汇率形成机制主要有三点变化：一是定价机制强调参考上日收盘汇率及外汇供求情况，使今后人民币汇率定价将更加具有连贯性，更加贴近市场变化，更加遵循国际市场的交易惯例，更加有效地反应市场需求。二是定价机制将参考国际主要货币汇率而不再紧盯美元汇率，则降低了人民币对美元汇率的过度依赖，人民币有效汇率将有所稳定。三是以市场化为原则确定，增加定价透明度的定价机制，将使未来人民币汇率弹性增强，双向波动幅度加大，汇率将在未来更加能反映经济基本面的情况。

（二）短期内，此次改革形成人民币较强的贬值预期，将有效缓解出口增速下滑和稳增长压力，但要防止“过度校正”的风险

在新的汇率形成机制推出两日内，人民币兑美元汇率中间价分别报于 6.2298、6.3306，较上一交易日分别贬值1136、1108个基点，创近三年以来新



低；11日跌幅1.86%，创20年来最大单日跌幅；12日较11日再贬值1.6%，再现“断崖式下跌”。对于宏观经济来说，短期内人民币兑美元汇率中间价的贬值，将在一定程度上缓解当前人民币有效汇率高估的现状，提升我国对外贸易竞争力，同时对下半年宏观经济的改善也会起到促进的作用。此外，人民币汇率的贬值将有助于修正本身处于低位的原材料进口价格，对PPI影响正面，有利于防止输入型通缩渗透。

但是，虽然出台政策的出发点是好的，实际操作中也要防止“过度校正”的风险。从8月11-12日的汇率走势来看，与国内投资人大多认为此次调整是一次性、短期性的贬值不同，国际市场对人民币出现了长期性、趋势性的看跌，截至8月12日，NDF下跌至6.6425，CHY下跌至6.4982，均创近四年以来新低；CHY与NDF的点差扩大至3119点，CHY与CHN的点差扩大至1676点。由于每天人民币汇率中间定价均是参考上一交易日收盘汇率和供求关系确定，在连续大幅贬值及投资人大量购汇、抛售人民币的压力下，可能会形成阶段性贬值的现象。

（三）从中长期来看，我们认为，此次改革不会造成人民币汇率持续贬值的不利影响。主要依据以下：

第一，从经济的基本面来看，中国经济仍保持7%左右的增长，经常性项目仍有顺差，财政赤字和政府债务都在安全区间，通胀率较低，可以通过出台一系列宏观调控政策确保经济企稳反弹，避免某些国家经济增速放缓——股市大跌——货币大幅贬值——资本外流——外汇储备持续缩水的覆辙。

第二，从央行调控货币政策的工具箱来看，仍有足够的手段应付可能出现的情况。一是每日人民币汇率与中间价之间仍有2%的波幅限制。二是仍然拥有巨额的外汇储备（截至2015年6月末为3.69万亿美元），可以在必要时入市干预，直接拉高汇率收盘价。三是在必要时刻可以对做市商实施窗口指导，防止做市商报价受预期影响陷入恶性循环。

第三，从人民币国际化进程来看，以“一带一路”为代表的海外投资战略正在继续稳步推进中。在此背景下，中央政府也会倾向于保持人民币基本稳定的趋势，不会允许人民币汇率出现长期的趋势性贬值。

8月13日，人民币兑美元汇率中间价报于6.4010，较上一交易日贬值704个基点。从汇改后三日走势来看，贬值幅度逐步收窄。综上几方面因素，我们认为，汇改后人民币大概率的贬值区间在5%左右，即人民币兑美元汇率中间价贬至6.5%~6.6%。而如果美联储加息之后，美元指数继续维持非常强劲的势头，不排除人民币贬值幅度加大的可能。但中长期来看，未来人民币汇率走势更有可能呈现先贬后震荡，总体稳定的走势。

三、对商业银行的影响及意见建议

对于商业银行而言，此次改革将会带来以下影响：第一，对汇率风险管理的影响。随着人民币汇率形成机制进一步市场化，汇率变化引起的月度间损益波动也会有所增加，给商业银行汇率风险管理带来新的挑战。第二，对资金交易业务的影响。人民币汇率形成机制进一步市场化将刺激客户避险需求，减弱境外客户对人民币的持币预期，影响商业银行全球资产的币种管理，以及增大外汇交易业务客户违约的风险，对商业银行拓展境外人民币业务形成压力。第三，对外币信贷业务的影响。对于外币质押贷款，人民币汇率形成机制进一步市场化会放大押品价值的波动。第四，美元存款会有上升趋势。受短期人民币贬值预期影响，企业和居民持有美元意愿增强，这将导致银行美元存款的增加，而与美元挂钩的理财产品也会更受关注。

意见和建议：

对于中央银行而言，第一，虽然此次主动贬值是短期性技术调整而非趋势性调整，但央行仍须高度重视“过度校正”可能带来的金融风险，及时预警，采取有效措施将贬值的幅度控制在一定范围内。第二，建议暂缓进一步放宽人民币汇率波幅扩大的改革步伐（市场预计或将扩大至3%），待人民币汇率逐步稳定后再适时推出。第三，针对人民币贬值加上美国加息将导致的资金外流，预计会对国内流动性造成一定影响，建议央行在下半年可采取降准或定向宽松货币工具释放流动性。



对于商业银行而言，第一，应密切跟踪人民币汇率走势以及央行操作模式的变化，积极支持在此次人民币波动中受益的行业和出口企业。第二，商业银行要抓住市场汇率波动加大的机遇，提高报价灵活度，增加盈利空间。第三，不断调整优化汇率风险控制措施，及时应对可能出现的汇率风险、交易风险和信用风险，确保资金安全。