

研究报告

2015 年第 100 期

2015.09.30

执笔人：王小娥

xiaoe.wang@icbc.com.cn

对近期汇率走势的几点看法

要点

- 中间价汇改初期，人民币汇率走势总体呈现以下三个新特点：一是中间价贬值幅度大于即期汇率；二是离岸人民币即期汇率贬值幅度大于在岸汇率；三是远期汇率贬值幅度大于即期汇率。
- 就汇率而言，利差、经常账户余额差异一直以来被视为决定其走势的几个最为关键的因素。从历史数据可以看出，人民币的运行没有跳出理论的框架，利差和经常账户余额和人民币汇率之间存在较为稳定的关系。但拓宽研究视角至新兴市场国家，可以发现利差、经常账户余额差异只是影响汇率变动的一部分原因，不是本质上决定汇率的根本力量。而经济形势是决定一国汇率的根本力量。
- 展望未来人民币汇率，短期来看，预计人民币兑美元汇率年内仍能维持稳定，大致在 6.4-6.5 元/美元的区间波动；中期内，受中美经济周期错位和货币政策松紧差异的影响，人民币将呈现小幅贬值态势；长期内，人民币汇率的走向则取决于改革能否顺利提振我国经济基本面。

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。

对近期汇率走势的几点看法

自 2015 年 8 月 11 日央行汇率中间价改革之后，人民币贬值预期骤然升温，3 天内人民币汇率中间价贬值 4.4%、即期汇率贬值 3%，随后在政府各项政策干预下，贬值幅度有所收窄，但离岸市场以及远期汇率较即期贬值幅度更大表明市场贬值预期仍然强烈。决定人民币汇率走势背后的原因是什么？未来人民币汇率将呈现什么样的走势？本文将对此进行探讨。

一、近期人民币汇率走势特点

中间价汇改初期，人民币汇率走势总体呈现以下三个新特点：

（一）中间价贬值幅度大于即期汇率

在 8 月 11 日人民币中间价汇改之前，中间价汇率水平持续高于即期汇率，原因在于央行通过抬高中间价以引导即期汇率升值。中间价改革后，中间价汇率主要参考上日即期汇率收盘价来定，导致中间价汇率快速贬值，8 月 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%，至 13 日中间价跌至 6.401 元/美元，3 天内（8 月 13 日较 10 日的 6.1162 元/美元）贬值 4.4%。与此同时，即期汇率也在 3 天内贬值近 3%，且中间价汇率向即期汇率靠拢。随后，央行维稳举措影响下，国内汇率趋于稳定，部分日期还出现小幅升值（见图 1）。

图 1 人民币中间价及即期汇率走势
(2015.1-2015.9)



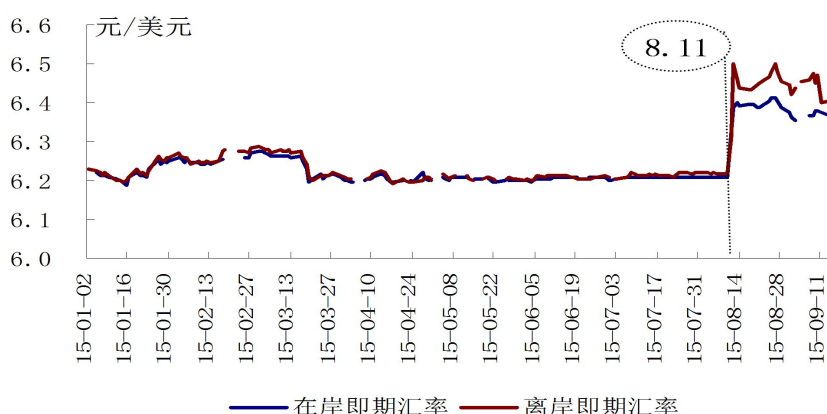


（二） 离岸人民币即期汇率贬值幅度大于在岸汇率

中间价汇改前，人民币在岸和离岸即期汇率基本一致，汇改之后，离岸市场人民币汇率贬值幅度远大于在岸市场。二者偏离的主要原因在于央行基于化解单边贬值预期的目的，对国内市场进行了维稳逆向操作。

图2 人民币在岸及离岸即期汇率走势

(2015.1-2015.9)



（三） 远期汇率贬值幅度大于即期汇率

8月11日汇改后，人民币远期汇率贬值幅度远大于即期汇率，表明市场有强烈的贬值预期。事实上，2012年3月以来，人民币远期NDF汇率就低于即期汇率，表明2012年3月以来人民币就呈现贬值态势。在单边贬值预期压力下，央行于2015年8月31日发布《关于加强远期售汇宏观审慎管理的通知》，规定自10月15日起对开展代客远期售汇业务的金融机构收取20%的外汇风险准备金，冻结期1年，利率为零。此举通过增加远期外汇交易成本的方式限制少数企业做空人民币的投机行为，以缓解其对人民币造成的较大贬值压力。受此影响，9月1日NDF（12个月）逆转之前的贬值态势，当日在岸NDF（12个月）升值0.18%，离岸NDF（12个月）升值0.22%。随后则有升有贬，改变了之前的单边贬值态势。

图3 人民币即期及远期汇率走势
(2009.11-2015.9)



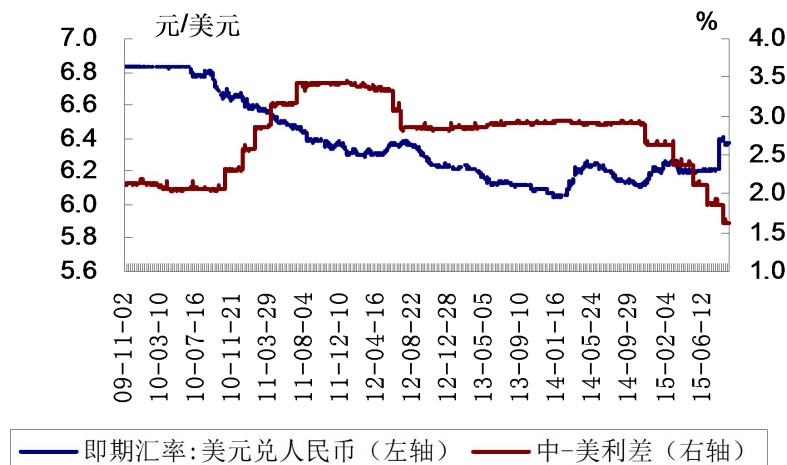
二、人民币汇率走贬的背后原因解析

从理论上来看，利差、经常账户余额差异一直被视为决定其走势的几个最为关键的因素。根据利差决定论，国内与美国之间的利差驱动了套利资金的流入与流出，从而带来人民币汇率的升值与贬值，因此有利差扩大（缩小）——货币升值（贬值）。从历史数据来看，我国汇率和利差之间的确呈现明显的反向关系，即随着中美利差的增加，人民币升值，反之亦然（见图4）。利差对汇率的影响也可以解释当前的人民币走势。当前美国加息预期依然存在，而我国2014年11月以来已连续5次降息，考虑到当前经济下行压力以及企业盈利困境，预计今年仍将会有1-2次降息可能，中美利率不同走势对人民币汇率走势产生了影响。



图4 人民币即期汇率和中美利差走势

(2009.11-2015.9)

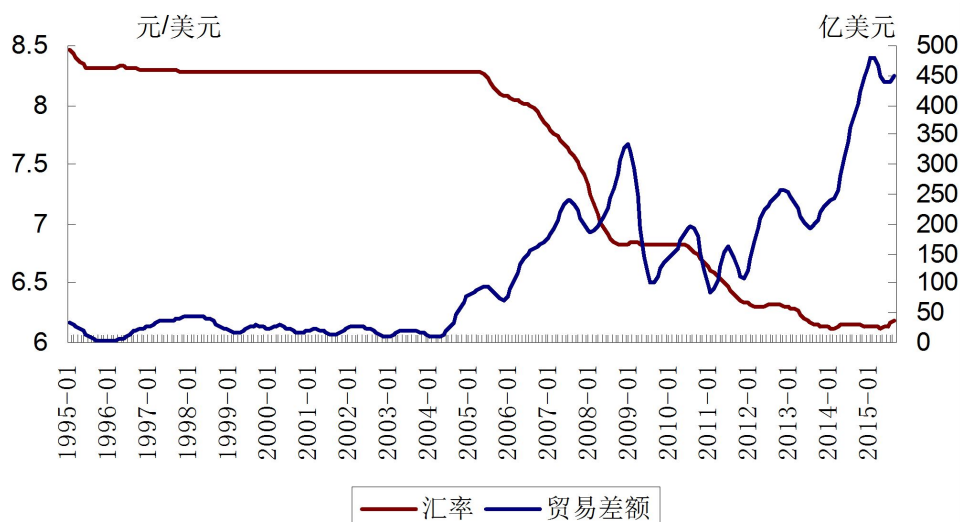


注：由于是直接标价法，因此汇率上升（下降）为贬值（升值）

在经常账户差额决定论下，一国经常账户持续顺差使得本国货币汇率升值，而持续逆差则产生贬值压力。从我国的历史数据来看，可以看出这一关系也确实存在，贸易顺差和汇率数据成反向关系，见图5。

图5 人民币平均汇率和贸易差额走势（经季调）

(1995.1-2015.8)



综上，人民币运行没有跳出理论的框架，利差、经常账户余额和人民币汇

率之间存在较为稳定的关系。但如果把研究的视角拓宽，就会发现，这一关系并非确定存在。如新兴市场国家中，南非、巴西等国的汇率就没有呈现出和利率明显负相关的关系（见图 6、图 7）；而台湾的新台幣兑美元的汇率和其经常账户顺差基本呈现出正相关的关系，即经常账户顺差改善，汇率上升，即新台幣贬值；经常账户顺差恶化，汇率下降，即新台幣升值（见图 8）。因此，可以认为利差、经常账户只是影响汇率变动的一部分原因，而不是本质上决定汇率的根本力量。以利差决定论来说，如果央行在经济上行期加息，则加息反映了经济良好的增长前景，汇率升值也在情理之中；而如果央行在经济下行期加息，则加息将加剧经济基本面的恶化，汇率贬值的压力也将随之增大。再看经常账户差额决定论，如果经济持续上行，则对于外资的吸引力加大，此时即便存在经常账户赤字，由于大量外资流入使得资本账户下的顺差超过了经常账户逆差，本国货币仍将处于升值状态；相反，如果经济处于下行期，则很有可能引发资本的外流，此时即便存在经常账户盈余，由于大量外资外流使得资本账户下的逆差超过了经常账户顺差，本国货币的贬值压力也随之加大。

图 6 南非汇率和南美利差走势

（1970.9-2015.9）

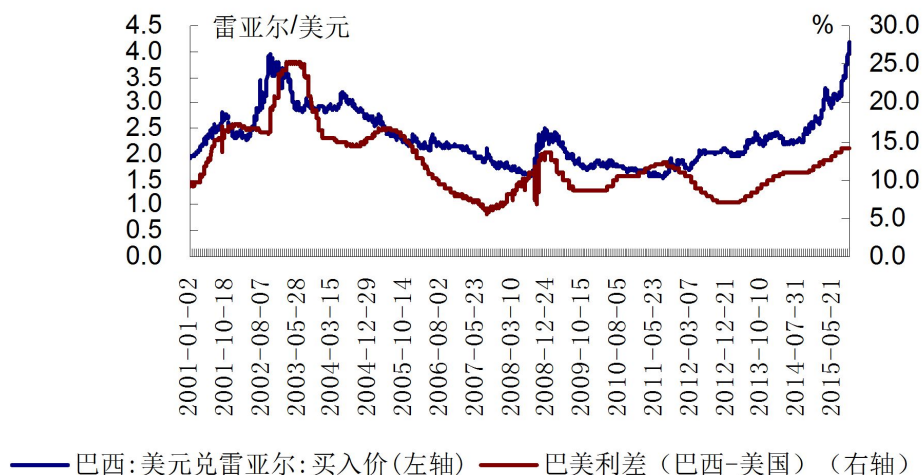


注：由于是直接标价法，因此汇率上升（下降）为贬值（升值）



图 7 巴西汇率和巴美利差走势

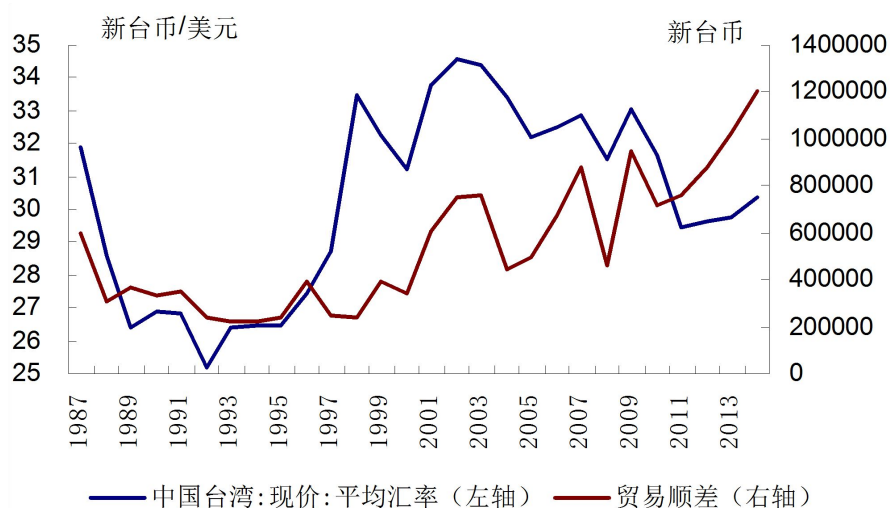
(2001. 1-2015. 9)



注: 由于是直接标价法, 因此汇率上升 (下降) 为贬值 (升值)

图 8 台湾汇率和贸易顺差走势

(1987-2014)



注: 由于是直接标价法, 因此汇率上升 (下降) 为贬值 (升值)

笔者认为, 决定一国汇率的根本力量是该国的经济形势。只要一国经济保持良好的增长前景, 该国货币想不升值都难。改革开放以来中国经济的强劲增

长势头，推动 1994 年汇改之后到 2012 年，人民币持续的单边升值预期。而随着中国经济增速在 2012 年下了一个台阶，人民币升贬值预期也在这一年出现反转，2012 年人民币开始出现贬值预期，2014 年下半年开始愈演愈烈。2015 年 8 月 11 日之后人民币汇率的短期加速下跌，则是在贬值预期始终处于压抑之中无法完全释放的情况下，央行突然放开中间价定价所带来的瞬时释放。

三、汇率未来走势

对于央行来讲，稳定人民币汇率预期是央行必保的首要任务。大幅度的贬值对于国家在世界上的形象有较大的挫伤，也容易引发金融危机。所以央行会继续干预市场，干预手段可能包括直接介入汇市托底+抑制投机+控制国内资本转移+支持国际资本流入等。从近期汇率走势来看，经过中间价改革后两三天的“瞬时释放”，人民币短期贬值到位预期逐渐形成，虽然尚不具有压倒性的优势，但从离岸和在岸人民币汇差在大幅扩大后又急速收窄的运行态势看，短期内，至少人民币汇率稳定于当前区间的预期还是较强的。预计年内人民币兑美元汇率大致在 6.4-6.5 元/美元的区间波动。

中期来看，受中美经济周期错位和货币政策松紧差异的影响，人民币对美元汇率已经开启了缓慢贬值的周期，人民币将呈现小幅贬值态势。不过，央行的介入可能使得这个过程更加渐进和可控。长期来看，如果我国各项改革能够按计划深化，经济基本面能得到长期提振，那么人民币均衡汇率走强，进而带动人民币由中期微贬转向长期稳健走强的趋势将逐渐形成；如果前述假设未能实现，改革成本潜在上升，经济基本面没有得到提振，那么，人民币从中期向长期的过渡会波动加剧，货币贬值压力也将长期存在。