

研究报告

2017 年第 25 期

2017.03.07

执笔：吕振艳 宋玮

邮箱：

lvzhenyan@icbc.com.cn

人民币汇率走势及其对我行的影响 ——2017 年 2 月国际金融市场走势述评

要点

- 2017 年以来人民币大幅波动，需要综合分析其近年走势，放在整体走势新特点下考察：总体波动中贬值，汇率倒挂频率下降，幅度和持续期双升，市场冲击更趋复杂。综合来看，需要跳出单纯升贬判断，以整体走势分析为先，警惕短期汇率波动风险。
- 受此影响，汇率风险管理难度和成本进一步加大，跨境人民币业务受到较大冲击，合规及监管趋严增加我行国际化经营难度。展望后市，在美国政策、美元加息节奏双重不确定性影响下，全球金融监管进一步趋严背景下，金融市场短期波动或将加大。建议我行进一步增强汇率风险管理，进一步推动跨境人民币业务发展

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。

人民币汇率走势及其对我行的影响

——2017 年 2 月国际金融市场走势述评

人民币 2005 年 7 月 21 日启动汇改以来，在建立以市场为基础、有管理的浮动汇率制度指引下，人民币汇率进入双边波动区间，尤其是 2014 年 3 月人民银行将银行间即期外汇市场人民币对美元交易价浮动幅度由 1%扩大至 2%后，人民币汇率走势呈现新的特点。

一、近三年人民币汇率走势回顾及 2017 年展望

2017 年以来人民币汇率波动再掀波澜，总揽国际经济和政策变化，纵览人民币汇改历程，近期人民币汇率波动反映出 2014 年以来人民币走势三大新特点：

首先，总体在波动中贬值。国际比较来看，人民币汇率波动渐进性和稳定性不断增强。2014 年至今，人民币兑美元在岸即期汇率（CNY）2014 年 3 月 17 日为 6.1781，2017 年 2 月 13 日为 6.8910，累计贬值 11.54%。从年度贬值来看，2014-2016 年三年间，年均分别贬值 2.54%、4.21%和 6.63%，其中年度最大贬值幅度分别为 3.61%、4.94%和 7.67%。国际比较来看，2014 年 1 月 1 日至 2017 年 2 月 13 日，新兴市场货币中，金砖国家中其他四国俄罗斯、巴西、印度和南非分别累计贬值 77.78%、30.04%、9.72%、28.67%；2016 年汇率贬值幅度最大的三个国家阿根廷、土耳其和墨西哥，2014-2016 年三年间分别累计贬值 137.29%、72.50%和 55.16%。考虑到人民币市场化改革目的是，减少市场单纯关注人民币美元双边汇率，通过以“中间价+篮子货币”为主要参考增强汇率稳定性。因此，进一步考察中间价，人民币汇率指数 CFETs、参考 BIS 货币篮子的人民币汇率指数、参考 SDR 货币篮子的人民币汇率指数，可以发现，2016 年四项指标分别贬值 6.67%、5.93%、5.55%和 2.21%。综合 CNY、CFETs 和中间价多种人民币汇率衡量指标来看，人民币在新兴市场乃至全球金融市场中都保持了较好的稳定性。以篮子货币衡量的人民币汇率稳定性更强。总体来看，2014 年以来的三年间，国际金融市场动荡加剧、黑天鹅增多，同时人民币国际化、市场



化加速推进。在此国际国内背景下，人民币汇率在波动区间扩围情况下，总体保持了相对稳定性，汇率市场化波动呈现明显的渐进性。与此同时，可以看到，离岸市场人民币波动相对更大，但是近年来 CNY、CNH 和中间价间走势（图 1）一致性大幅增强，在资本没有完全自由流动情况下，市场一致性有所增强，套利空间进一步压缩。



图 1 人民币对美元在岸（CNY）、离岸（CNH）即期汇率和中间价走势

数据来源：wind，以下如无特殊说明，数据来源同此。

其次，汇率倒挂频率下降，幅度和持续期双升。2014 年以来，人民币对美元汇率倒挂现象开始增多（图 2）：从频率来看，2014-2016 年间，汇率倒挂日历时间分别为 156 天，49 天和 49 天。考虑到 2016 年是危机以来金融市场动荡比较强烈的一年，人民币对美元汇率倒挂频率呈现整体走低态势。从幅度来看，三年最大倒挂点差分别为 361 点、166 点和 609 点。2017 年以来，倒挂点差最高值再创新高，达 931 点。从持续时间看，尽管 2014 年上半年连续倒挂时间较长，但是从日历月份来看，三年间，倒挂出现月份逐渐增长，2016 年倒挂遍布

每个月份。2017 年 1 月初以来的汇率倒挂，截止到 2 月 14 日更是再次刷新最长汇率倒挂持续期。鉴于美国仍处于加息周期初期阶段，中国汇率市场化进一步推进，人民币汇率仍处于总体承压贬值阶段，因此汇率倒挂不应成为常态。但是，由于美国货币政策仍处于鹰鸽角力之下，中国资本项目全面开放仍有待时日，汇率倒挂仍将构成 2017 年成为金融市场的重要冲击，需要对其成因和风险有更谨慎性的前瞻分析。



图 2 人民币对美元外汇价差走势（在岸（CNY）-离岸（CNH）即期汇率）

第三，市场冲击更趋复杂。2016 年初很多市场投资者基于 2015 年新兴市场表现，美国开启加息周期，以及全球经济增速的不均衡性，曾预期人民币汇率贬值是新兴市场最大风险。而前文数据和分析已经证实，尽管人民币汇率 2016 年贬值幅度有所增长，但是并非新兴市场风险的主要风险，而是再次展现出人民币在新兴市场货币、乃至全球主要货币中的稳定强势货币特征。人民币波动性和贬值幅度的增长，同时人民币汇率倒挂频率下降而幅度和持续期增长，这



些人民币汇率变化的新特征，一方面反映出人民币汇率不再是单边升值或贬值，市场对人民币汇率预期和反映的多样性和复杂性在增长；另一方面，人民币汇率波动的这些新特征，也对套利与热钱冲击、贸易和投资在后全球化时代的发展等形成更复杂的市场冲击，需要对人民币汇率波动可能存在的汇率风险有更深入、更前瞻、更战略性的预判与分析。而管理人民币汇率潜在风险，首先对人民币汇率走势要明确下列一些基本判断。

其一，走势分析先于升贬判断。2010年以来美元与人民币汇率变化的比较（图3），很容易陷入单纯的升贬判断。然而，仅以2016年为例，由于美国原定4次加息，最终只落实一次，期间美国等国家经济增长数据也多次出现下调，同时特朗普当选和英国脱欧等黑天鹅事件不断，导致市场在美元升值问题上出现很多与预期相左的误判：有时判断美元升值，然而离岸人民币市场反而大幅升值，出现人民币汇率倒挂；有时判断美元贬值，如特朗普当选，然而当选后美元大涨。尽管美国加息与美元汇率升值之间不存在必然的直接联系，但是2016年美国加息步骤一缓再缓，在一定程度上影响了美元升值的幅度。这一点在中美汇率变化比较中，往往容易对人民币汇率贬值幅度有所误读误判。

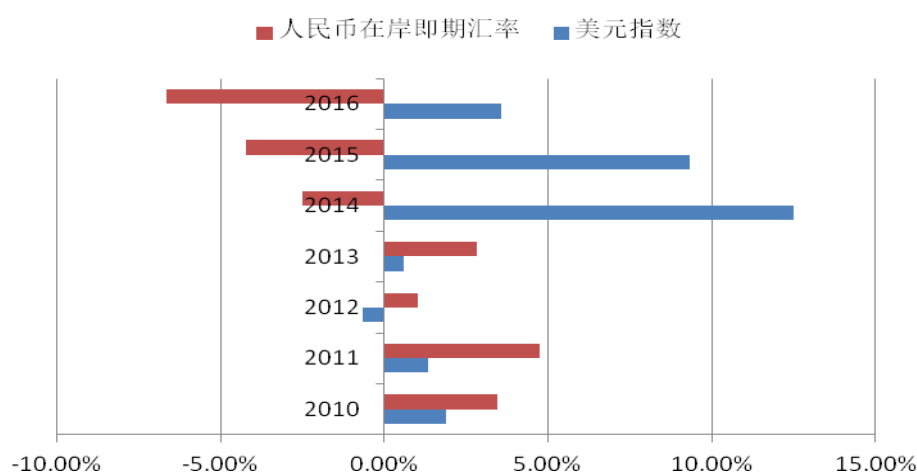


图3 中美汇率走势比较图

说明：为图示方便，图中数据以正值代表升值幅度，负值代表贬值幅度。

其二，人民币长期渐趋稳健。一方面，从中国经济增长企稳，贸易对 GDP 贡献为汇率变化提供了合理支撑（图 4，近年来一直处于 4% 以内的可持续均衡汇率支撑下的国际收支）。同时，由于人民币完全自由兑换尚需时日，而货币政策稳中趋紧的态势，也为在岸人民币升值形成支撑，人民币倒挂不会持续存在。另一方面，特朗普减税政策对美元形成支撑，然而其政策不确定性强、透明性弱的特点又增加了美元波动性。中长期来看，伴随着中国经济增长渐趋稳定，人民币市场化改革持续推进，人民币汇率具备在合理均衡水平上保持基本稳定的基础。

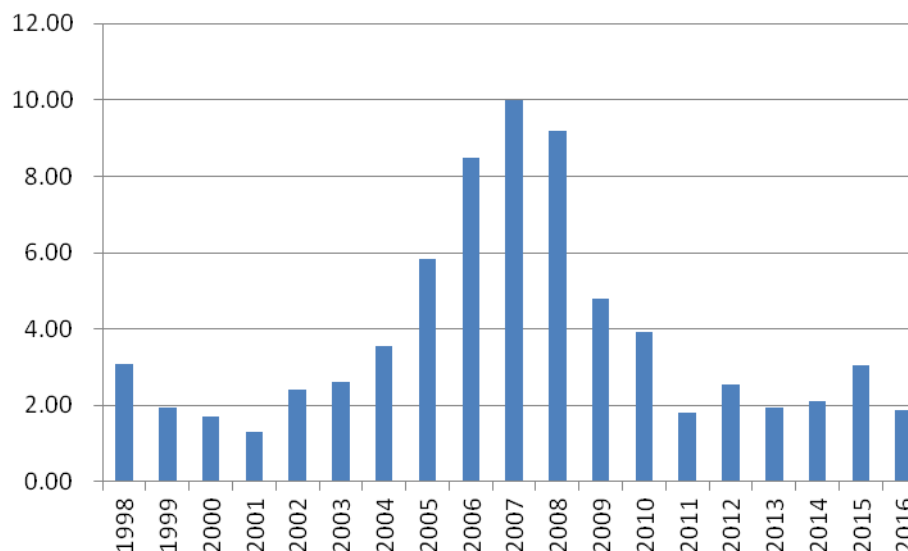


图 4 经常项目占 GDP 比重年度走势图 （单位：%）

其三，需警惕短期汇率波动风险。一方面，中国资本项目完全自由兑换仍需时日，人民币汇率市场化改革进入关键期；另一方面，全球经济复苏不确定性犹存，全球贸易和投资疲弱，中美贸易、投资、汇率竞争以不同方式、在不同程度、不同领域展开，此外特朗普新政策的不确定性巨大，在这样的国际国内背景下，以市场化为改革目标的中国汇率机制也尚需完善，人民币汇率短期波动仍将继续。短期来看，人民币汇率尚有小幅贬值区间。美国加息周期 2017



年点阵图指向三次加息，加息幅度将大于2016，相较于2016年4次预期落实1次，市场预期准确性将增高，市场超调带来的冲击将减少，外部对人民币汇率贬值的压力相对减少。同时，中国经济增速企稳将一定程度上缓释人民币贬值压力，限定贬值区间。此外，中国外汇储备作为汇率管理的工具而非目的，3万亿整数对汇率风险不存在关口效应。在中国进入直接投资而非贸易为主的开放新纪元时代，汇率波动相对于单边变动而言，更有利于汇率风险管理机制的健全与完善，也在一定程度上制约了贬值区间与幅度。

二、汇率波动及合规监管趋严对我行的影响

（一）加大汇率风险管理难度和成本

2016年，美元汇率先抑后扬，在第四季度大幅升值7%，全年实现小幅升值3.73%，欧元兑美元小幅贬值3.1%，英国脱欧致使英镑兑美元汇率出现断崖式暴跌，全年大跌16.1%，日元兑美元小幅升值2.66%，新兴市场货币兑美元则出现大幅反弹，巴西雷亚尔、俄罗斯卢布和南非兰特兑美元分别升值16.54%、16.27%和12.5%。在人民币汇率波动加大、贬值预期仍较强烈的背景下，外汇市场的高波动加大了我行国际化经营的汇率风险。一是汇率高波动恶化银行货币错配程度，增加风险对冲成本，加大海外投资资本金贬值风险，不利于银行资本充足率稳定。二是一国汇率一旦出现持续性贬值或升值都极易迫使当地政府突变汇率政策、加强外汇管制或频繁干预外汇市场，导致银行风险对冲策略失效。三是全球流动性收紧和风险跨市场传导易引发汇率风险、流动性风险和利率风险的相互作用和交叉传染，从而给银行风险管理带来冲击。

此外，全球金融监管不断趋严，致使我行国际化经营的汇率风险管理成本日益攀升，也对我行汇率风险管理能力提出更高要求，不仅亟需对科技系统、风险管理技术等领域更新优化，而且海外机构所在国家金融市场发展水平和金融监管限制各不相同，必须逐步适应差异化监管制度，推高了我行汇率风险管理的难度和合规成本。

（二）跨境人民币业务受到较大冲击

随着中国经济进入新常态，国内经济和贸易增速放缓，对人民币国际使用需求有所下降。2015 年，全国人民币跨境收付金额同比增长 22%，明显低于 2009 年-2014 年年均 60%以上的高速增长。2016 年 1-11 月，全国累计办理经常项下跨境人民币结算业务 48546.5 亿元，同比下降 24.7%；其中货物贸易结算金额 38241.1 亿元，同比减少 33%；办理人民币对外直接投资人民币收付金额 10313.6 亿元，外商直接投资人民币收付金额 12960.8 亿元；企业境外人民币借款余额 607 亿元。2017 年，全球经济将整体保持低位运行，全球贸易保护主义有所加剧，国际贸易难以快速复苏，短期内难以回到过去高速增长阶段，境外主体对人民币的投资需求受到一定影响，短期内不太利于人民币的国际化发展，对我行跨境人民币结算、投资人民币资产等业务带来一定影响。

此外，美联储已经拉开了加息序幕，从中长期看美元正在逐步重回升值通道，进一步稳固了美元在全球货币中的地位，人民币也因此承受较大贬值压力，人民币在全球交易中的份额短期内提升存在一定难度，这对我行发展跨境人民币相关业务，境外机构的人民币资产与利润规模等都会带来挑战。2015 年“8.11”汇改以来，我行境外机构人民币资产、存款规模等已较高峰时期有明显下降，部分机构下降超过 30%，短期影响已经显现。

在此背景下，为稳定人民币汇率，监管部门采取了一系列措施，防范资金恶意跨境流动，加强对跨境交易的真实性审核，但这在一定程度上也限制了业务的开展，人民币跨境交易量、离岸人民币市场规模、跨境融资等业务均受到一定限制，对我行的结算、跨境投融资、境外人民币业务等带来不利影响。短期来看，这样的局面有可能持续，对我行业务的影响也将一定时间内存在。

（三）合规及监管趋严增加我行国际化经营难度

危机以来，随着各国对金融机构在危机前后违法违规经营调查的逐步深入，包括严重的金融产品不当销售、为洗钱活动提供便利、LIBOR 操纵等在内的金融丑闻接踵而至，众多国际知名银行不仅深陷持续的监管惩罚和司法诉讼泥潭，而且背负着巨大的信誉债，许多银行百年经营所积淀的品牌形象毁于一旦，给



经营业绩的复苏带来沉重压力。此外，全球监管机构对金融机构的检查和处罚力度仍在加大。2015年，欧美大银行支付罚款总额高达近百亿美元，部分中资同业也受到境外监管机构反洗钱和合规等方面的反复检查乃至严厉处罚，甚至涉及诉讼。随着我行国际地位的日渐提升以及境外机构在东道国市场地位的不断崛起，合规和监管趋严对我行境外机构业务发展的约束会更加直接，从而对我行开展国际业务和国际化经营都带来一定限制与影响。

三、我行未来对策

在人民币汇率波动呈现新特点的情况下，作为人民币交易和跨境人民币业务大行，建议我行在下列方面进一步强化汇率风险管理，推动跨境人民币业务的发展。

（一）进一步强化汇率风险管理

首先，鉴于我行国际化分布区域广泛，币种丰富，由于政治和地缘冲突可能增加部分区域的汇率风险，同时美国等发达国家对外来投资和金融监管政策有收紧趋势，须警惕外币资本金缩水 and 资本充足率不确定性增加的风险。

第二，外汇资产和负债错配风险。在人民币汇率波动频繁、幅度增长、汇率倒挂幅度和持续期或有增长情况下，须在现有的信贷管理框架下增加汇率风险定价，综合考虑汇率风险管理的成本和收益。

第三，人民币汇率风险衍生品定价风险。人民币汇率风险衍生品是应对汇率风险的重要工具，很大程度上直接决定了汇率风险管理的成本和收益。目前从我行汇率风险敞口来看，自营业务汇率风险是管理核心，建议增强衍生品定价能力，增强汇率风险管理弹性，强化形成敞口+应急预案管理机制。

（二）进一步推动跨境人民币业务发展

首先，增强“四联”动力，加速推动人民币业务形成我行新核心业务线。把握人民币国际化、市场化深入推进和全球贸易资产重估重置契机，发挥我行国际化网络优势，巩固和延伸人民币业务优势，增强境外市场人民币产品创新

能力，增强重点区域机构建设和客户开发、开拓能力，增强客户联动、产品联动、系统联动、业务联动“四联”动力，综合拓展人民币业务价值创造力，加速推动人民币业务形成我行转型发展中的新兴业务增长点和核心业务线。

其次，加强人民币业务集团价值综合贡献力。把握全球重回美元化过程中汇率市场动荡加剧、避险资产需求上升、金融衍生品需求多样化等市场新特征和新机遇，加强跨境贸易结算监管，加强金融衍生品创新，在防控风险的同时，增强人民币业务自身和对集团其他业务线的价值贡献。

第三，增强人民币综合服务能力，更好服务集团业务转型。把握“一带一路”周边国家市场拓展契机，同时密切关注部分区域地域风险变化，通过人民币清算、结算、资产管理、债券承销等业务发展，适时加速推进人民币国际化步伐，通过内外联动，发挥自贸区金融业务创新优势，增强我行人民币大行的综合服务能力，更好服务于集团业务转型发展。