



市场快讯

大华银行环球经济与市场研究部

2017年08月11日 星期五

 **UOB** 大华银行

誠摯如一 

外汇策略更新：

重新关注中国央行或放宽人民币兑美元每日浮动区间

- 中国央行很可能会放宽人民币兑美元每日浮动区间，从当前的上下 2% 放宽至约上下 3%。这可能在即将于十月或十一月举行的中国共产党第十九次全国代表大会（即十九大）前后发。
- 鉴于人民币兑美元波动幅度较小，较为稳定，即期汇率徘徊于中间价定盘价附近，如果中国央行放宽人民币兑美元每日浮动区间，将在很大程度上具有象征意义，不太可能当即产生市场影响。
- 从长远来看，鉴于美国正在逐步加息且美联储很有可能开始缩减资产负债表规模（“缩表”），我们继续预期人民币兑美元（目前为 6.68）会再次逐步走低，到 2017 年第四季度末走低至 6.82，到 2018 年第二季度末走低至 6.88。近期技术阻力位于 6.6950，但只有回升至 6.7100 以上，才能表明目前的疲软已经稳定下来。
- 从长远来看，如果美元走强，风险偏好情绪回归，则即将到来的放宽人民币汇率浮动区间可能会带来新的波动。

近期有关中国央行或放宽人民币兑美元每日浮动区间的官方评论有增无减

过去一个月以来，围绕中国央行或放宽人民币兑美元每日浮动区间的市场传言有增无减。国内官员和新闻报道均表明，中国央行即将放宽人民币汇率浮动区间。

- 7月12日：“金融时报”写道：“下一步中国在汇改方面，首先要进一步减少政府对外汇市场的干预，其次，应进一步扩大人民币汇率的浮动区间”。
- 7月18日：援引中国央行顾问黄一平的话，“中国应当进一步增强人民币汇率灵活性，减少对外汇市场的干预”。
- 7月31日：援引中国央行行长助理张晓慧的话，“中国将继续坚定推动汇率市场化改革”。
- 8月1日：“中国证券报”写道：“中国目前应抓住内外因素暂好时机增强人民币汇率的弹性”。

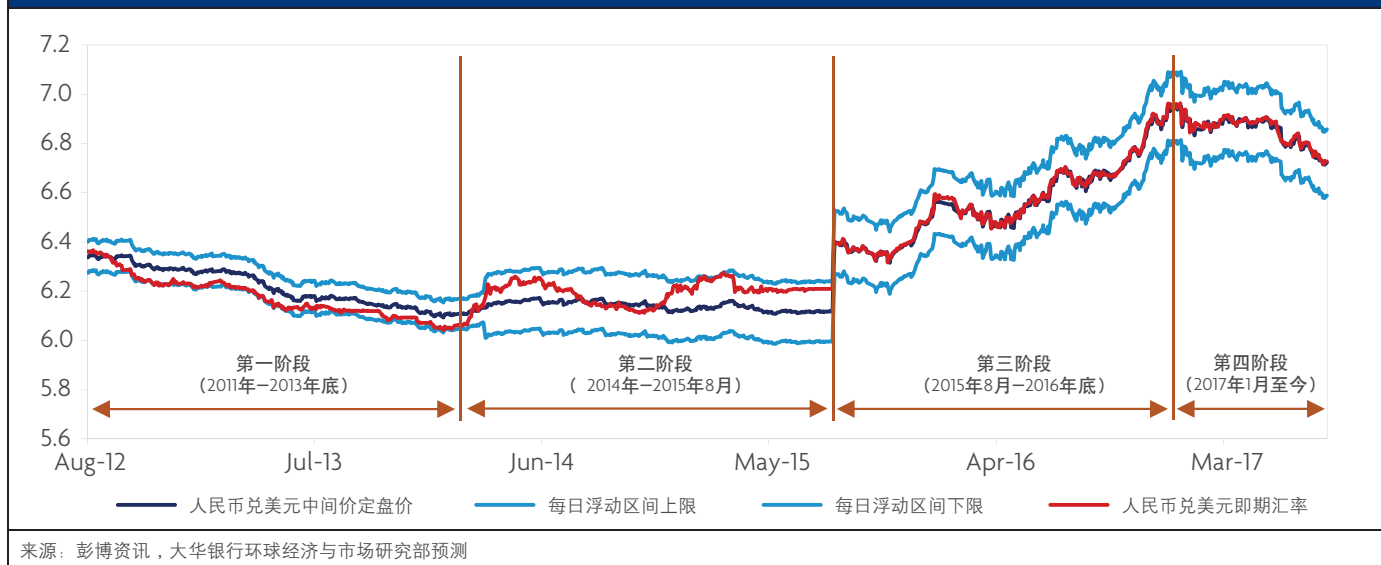
中国央行最近一次放宽人民币兑美元每日浮动区间的时间是2014年3月。

中国央行目前授权每日银行间即期外汇市场人民币兑美元的成交价可在当日人民币兑美元中间价定盘价上下 2% 的区间内浮动。2014 年 3 月起，人民币兑美元浮动区间从 1% 放宽至 2%。早在 2012 年 4 月，中国央行宣布将人民币兑美元每日浮动区间由 0.5% 放宽至 1%。中国央行逐步放宽人民币兑美元每日浮动区间只是其增强人民币汇率灵活性，实现人民币汇率自由化和市场化的一系列外汇改革之一。

过去5年来，人民币兑美元经历了四个不同的阶段

过去五年来，人民币兑美元经历了四个不同的阶段，每个阶段都有自己独特的宏观调控背景。更重要的是，在每个不同的阶段，人民币兑美元还在每日浮动区间内带有明确的走势偏向。

人民币兑美元经历了四个不同的阶段



第一阶段（2011年至2013年底）：人民币“不切实际的单向升值”

第一阶段为 2011 年至 2013 年底。此后，随着工业金属和大宗商品的强劲反弹，商品繁荣仍然全面开始，人民币兑美元不断升值。因此，美元兑人民币即期汇率一直低于美元兑人民币中间价定盘价，即红线低于深蓝线。

人民币自 2005 年外汇改革起一直在强劲升值。到 2013 年，中国当局警告人民币“不切实际的单向升值”。到 2014 年 1 月，人民币兑美元创历史新高，使美元兑人民币下跌至其历史最低水平 6.04。当时，乐观情绪已经达到顶峰，许多市场人士都预期，美元兑人民币跌破心理水平 6.00 只是时间问题。

第二阶段（2014年4月至2015年8月）：中国“硬着陆”恐惧占主导地位

随后，商品反弹降温，更多的宏观经济证据显示，中国 7.5% 的高 GDP 增长率是不可持续的。经济开始大幅放缓，市场担忧开始围着潜在的中国“硬着陆”转。

2014 年 4 月，为了增强人民币兑美元的弹性，支持人民币加入国际货币基金组织特别提款权货币篮子，中国央行将人民币兑美元的每日浮动区间从 1% 放宽至 2%。至此，人民币兑美元进入第二个阶段，即 2014 年 4 月至 2015 年 8 月。在该阶段内，美元兑人民币即期汇率一直高于美元兑人民币中间价定盘价，即红线高于深蓝线。整个 2015 年，因资本外流不断增加，人民币备受压力，波动性加大，美元走强（或人民币走软）导致美元兑人民币多次触及每日浮动区间的上限 2%。

第三阶段（2015年8月至2016年底）：美元在人民币双向灵活性中升值

然后是 2015 年 8 月 11 日，中国央行意外宣布调整人民币兑美元汇率中间价定盘价报价机制，引发了强烈的不确定性，导致当天人民币下跌 2%。由于全球投资者担心这是人民币大规模贬值的开始，在接下来的数周内人民币兑美元的波动加剧。至此，人民币兑美元进入第三阶段，在该阶段，经常有未经确认的人民币可能会大规模贬值 5% 或 10% 的市场传言。

自 2015 年 8 月以来，随着中国经济增长放缓，人民币在 2017 年 1 月份开始从 6.20 急剧走软至 6.96。同样值得注意的是，在第三阶段，美元兑人民币即期汇率非常接近每日中间价定盘价，即红线非常接近深蓝线。与此同时，由于中国央行承诺会使人民币兑美元拥有更多灵活性，波动性总体上升。

第四阶段（2017年1月起至今）：人民币在疲弱美元背景下意外升值

最后，从 2017 年初开始，人民币进入第四阶段。2017 年上半年中国 GDP 意外同比增长 6.9%，中国外汇储备因资本外流放缓而稳定在 3 万亿美元，导致人民币走强。同时，美元全面走软。由于美元指数（DXY）从 103 下跌至 93，美元兑人民币从刚刚低于 7.00 美元回落至 6.72。

最近，也就是今年 5 月，中国央行调整中间价定盘价形成机制，新增“逆周期调节因子”，进一步抑制了日内波动性。因此，人民币兑美元即期汇率继续在每日中间价定盘价附近波动。事实上，一年来，人民币兑美元的交易价基本上是围绕中间价定盘价 0.5% 上下浮动。



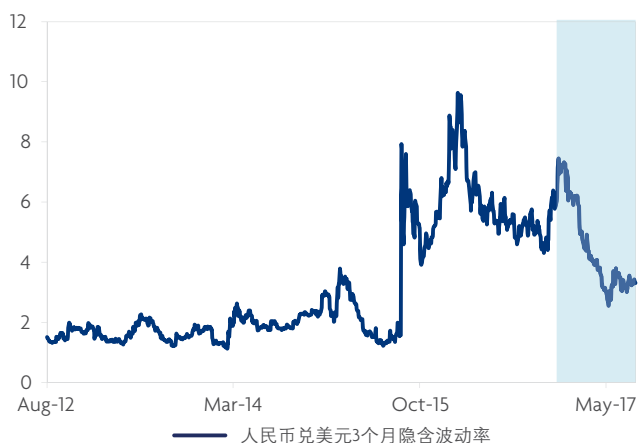
中国央行有可能在即将到来的十九大将人民币兑美元每日浮动区间放宽至3%

从市场的角度来看，十九大是一个很好的时机，因为人民币自年初以来一直在升值，自去年 11 月以来一直处于最强劲的水平。此外，由于人民币兑美元的即期汇率和中间价定盘价持续稳定，人民币兑美元的隐含波动率下降至近几年来最低水平。例如，人民币兑美元 3 个月隐含波动率从今年年初的约 7.5% 下降至现在的约 3.5%。这意味着放宽人民币兑美元每日浮动区间是有利的，因为其将发生在人民币稳定走强期间。

从政策的角度来看，十九大也是一个很好的时机，因为放宽人民币兑美元每日浮动区间可减弱美国政府对不急于改革人民币并使人民币汇率可自由交易的批评。放宽人民币兑美元每日浮动区间确实是人民币向更自由化和更市场化迈出了一步。鉴于目前的每日浮动区间为中间价定盘价上下 2%，实际期望是将每日浮动区间放宽至 3%。

从时间的角度来看，最近关于这个话题的官方评论有增无减，中国央行可以被看作是一个浮动试验气球，即将测试市场对于这一举措的准备情况。这个举措越来越有可能与在即将到来的十九大（或将于 10 月或 11 月左右召开，北京方面尚未公布确切的召开日期）上宣布的各种市场改革一起定时。到目前为止，中国央行行长周小川尚未就该话题发表评论。

自2017年年初以来，
人民币兑美元3个月隐含波动率已下降一半



来源：彭博资讯，大华银行环球经济与市场研究部预测

近期技术指标仍然没有稳定迹象； 长远来看人民币依然有可能继续走软

相较于6月底的高位6.8440，美元已经下跌了大约16大数字或约2.3%，至6.68(上周低点)。虽然目前还没有稳定迹象，但超卖状况和下降趋势的结合表明，任何进一步的走软可能会止步于对6.62的“测试”。鉴于目前的疲弱勢头，预期不会跌破这一水平。阻力位于6.6950，但只有回升至6.7100以上，才能表明目前的疲软已经稳定下来。

如果中国央行放宽人民币兑美元每日浮动区间，将在很大程度上具有象征意义，但对人民币兑美元的影响将不大。从长远来看，放宽人民币兑美元每日浮动区间确实存在更高的灵活性风险。鉴于美联储正在逐步加息且很有可能开始缩减资产负债表规模（“缩表”），我们预期人民币未来几个月会逐步走低，到2017年第四季度末走低至6.82，到2018年第二季度末走低至6.88。当前的即期汇率是6.68。

利用人民币的低波动性和强势来防范新一轮的波动和疲软

但是，如果美元强势回升，人民币有更大的波动和走软的空间。这可能发生在中国再次出现资本外流或增加信贷压力时。因此，投资者可能希望利用目前人民币的低波动性和强势来防范新一轮的波动或疲软。由于人民币是亚洲货币的主要驱动因素，特别是那些出口成份大的货币（即韩元、台币、泰铢和新元），人民币新一轮的波动或疲软将意味着亚洲货币疲软。请参阅我们最新季度报告[亚洲焦点：亚洲出口增长预期放缓，增加ADXY在下半年的压力](#)。

免责声明

本文件来源于大华银行环球经济与市场研究部。大华银行(中国)有限公司(“本行”)经授权予以发布。大华银行(中国)有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。

本文件仅供一般参考之用,研究部和本行不对此承担任何法律责任。本文件不构成针对任何投资产品或者保险产品的要约或者要约邀请,亦不应被视为针对任何投资产品或者保险产品的推荐或建议。

本文件只是基于研究部所获得的且认为可以依赖之信息(研究部和本行并未对其进行核实)而编制的,对于本文件及其内容的完整性和正确性,研究部和本行不作任何陈述或保证。研究部和本行不能保证就任何特定目的而言,本文件内所含信息是准确的、充分的、及时的或者完整的。研究部和本行不应对本文件中所含信息或者观点可能存在的错误、瑕疵或遗漏(无论由于何种原因引起)负责,亦不对您因基于该等信息或者观点而作出的任何决定或行为负责。

本文件中所含任何观点、预测或者针对任何特定事项(包括但不限于国家、市场或者公司)未来事件或者表现的具有预测性质的言论并不具有指导性,并且可能与实际事件或者结果不符。过往业绩不代表其未来表现,不得视为对未来表现的任何承诺或者保证。

本文件所含信息并未考虑任何特定人士的具体投资目的、财务状况或者特定需求。在购买任何投资产品或者保险产品前,请向您的法律、管理、税务、商业、投资、财务及会计顾问咨询,如果您决定不征求该等顾问的意见,您应自行考虑该等投资产品或者保险产品是否适合于您。

本行及附属机构、关联公司、董事、雇员或客户在本文件所述产品或其相关产品、其它金融投资工具或衍生投资产品(“产品”)中可能享有权益,包括进行营销、交易、持有、作为造市者行事、提供金融或咨询服务,或在有关产品公开献售中担任经理或联席经理。本行及附属机构、关联公司、董事或雇员也可能与本文件所述的任何产品提供者拥有联盟或合约的关系,或提供经纪、投资理财或金融服务的其它关系。

未经本行事先书面同意,本文件及其所含任何信息不得被转发或者以其他方式向任何其他人士提供,亦不得被用于其它用途。