

【汇率研究系列之一】市场情绪躁动或致汇率超调—汇率双向波动常态化

2016年3月23日

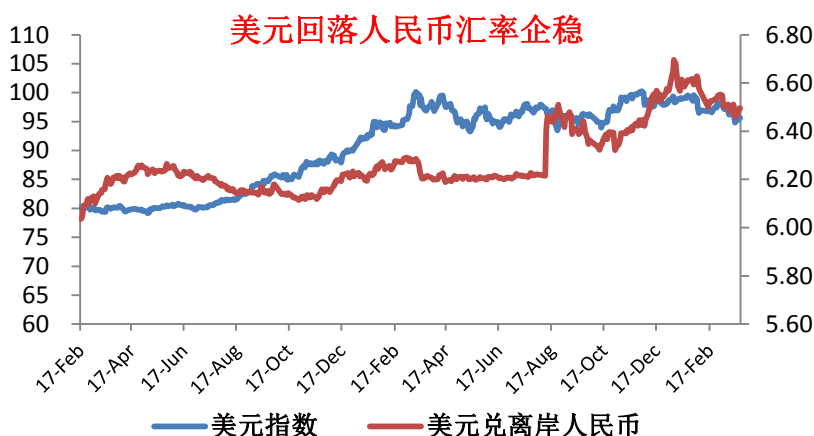
广期研究所 王志武

人民币未来汇率兑美元弹性将进一步增大，对一篮子货币将呈现相对稳健。市场需要从前期的单边升值的僵化思维中转变过来，重新接受人民币的双向波动。

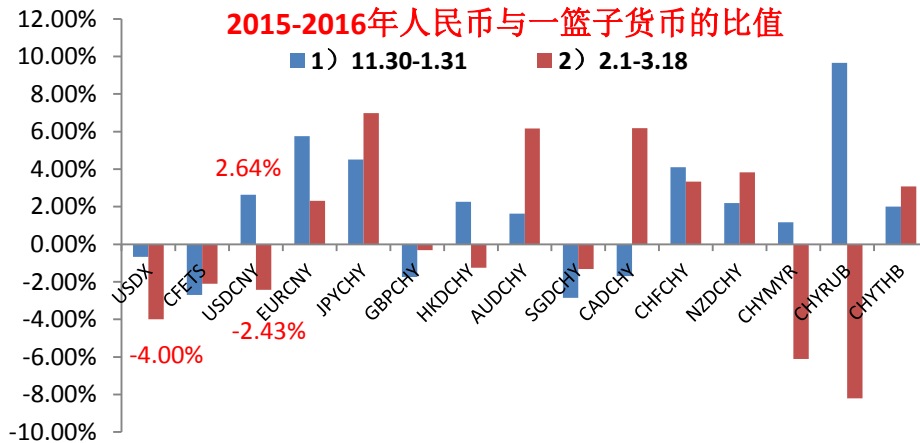
人民币汇改，主要分以下几个阶段：1984年单一汇率，到1993年实现双汇率回归，到1994年，中国实行以市场供求为基础的、单一的，有管理的浮动汇率制度，2005年是一个分水岭，开始建立健全以市场供求为基础的，参考一篮子货币进行调节，单一的，有管理的浮动汇率制。至2015年8月11日，人民币中间价形成机制参考前一天收盘价。

汇率波动区间也从1994年0.3%，2007年扩大至0.5%，2012年继续扩大至1%，2014年再扩大至2%，市场称央行有望将汇率波动区间继续提高至2.5%或3%，不过考虑目前人民币汇率，央行可能对汇率市场化进程更加谨慎，在市场对人民币汇率贬值的极度悲观预期没有改变的前提下，央行将暂时停止汇率市场化步伐。

在继续汇率市场化进程中，人民币仍将继续盯住美元指数，一篮子货币只能成为参考，未来，人民币汇率弹性有望继续增加，兑美元弹性会更高，兑一篮子会相对稳健。

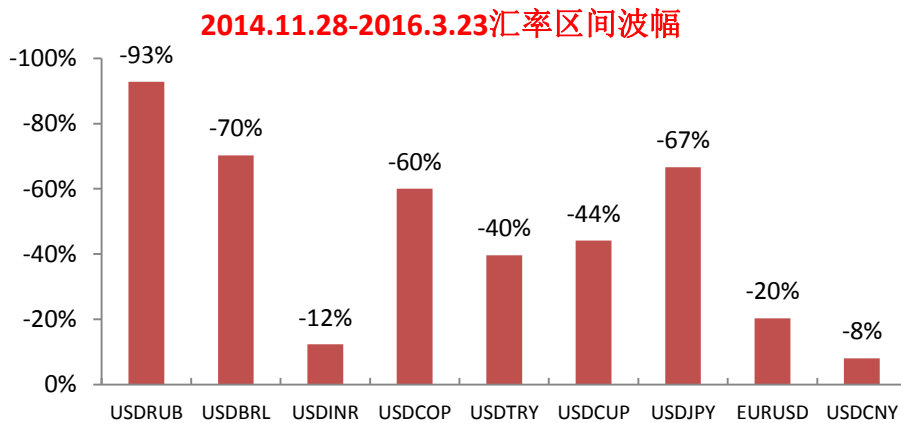


在2015年8月11日央行再次汇改之后，人民币当日波动千点，习惯单边升值的市场受惊吓不已，前期一直宣称人民币被严重低估的美国，则沉默不语，市场从前期的极度看多，一日之间转为极度看空，美元兑人民币离岸价一度达到6.7，引起市场恐慌。市场往往存在躁动情绪，容易导致汇率超调，在春节之后，人民币汇率慢慢回到6.50运行平台，通过对数据统计。分两个阶段，第一个阶段是2015年11月30至2016年1月31日，第二个阶段是2016年2月1日到3月18日，美元指数与人民币汇率指数来看，美元在第一、二阶段分别回落0.68%、4%，人民币汇率指数回落2.7%、2.1%，总体呈现亦步亦趋。人民币对11个篮子中的货币来看，总体升贬有序，除了波动较大的俄罗斯卢布和林杰特。



经过我们的统计，美元兑新兴市场货币，俄罗斯卢布、巴西雷亚尔、印度卢比、哥伦比亚比索、土耳其里拉、墨西哥比索，以及日元和欧元，在2014年11月28日到2016年3月23日区间的最大波动情况，考虑日元贬值开始时间始于安倍经济学2012年年底，所以我们对日元统计数据区间在2012年到2016年。

如下图中显示，在所有货币兑中，俄罗斯卢布波动幅度最大，一度兑美元贬值逾90%，其次就是巴西雷亚尔，印度卢比与人民币波动最小，皆在10%附近，亦大幅小于日元的67%和欧元的20%波幅。俄罗斯、巴西、印度与中国曾经被尊称为金砖四国，不过数载，俄罗斯与巴西相继陷入衰退边缘，巴西在2014年第一季度经济增速仍高达3.17%，到2015年，四个季度经济增速分别为-2.02%、-2.99%、-4.45%、-5.89%，俄罗斯在已公布的2015年前三个季度经济增速分别为-2.20%、-4.60%、-4.10%。中国与印度经济总体仍相对稳健，2015年Q4经济增速分别为6.8%与7.26%。

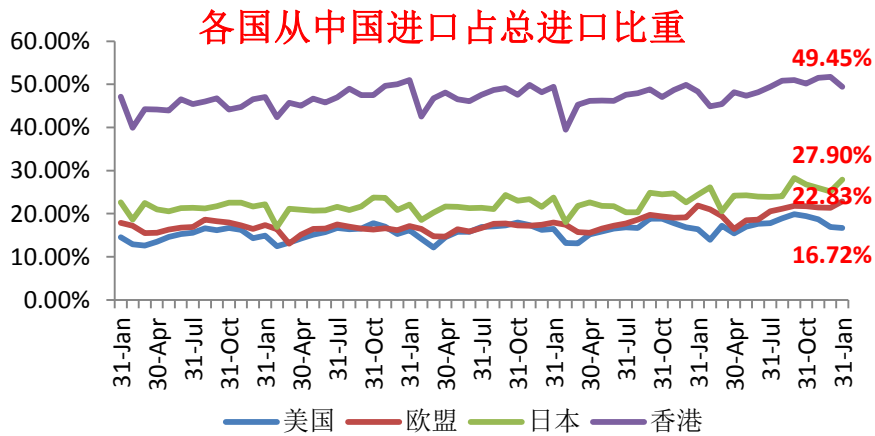


以此来看，市场需要转变以往单边升值的预期，而要接受中国的经济新常态和汇率的双向波动。无论是单边看空还是单边看多皆不合时宜。政府在稳住市场信心的同时，需要为市场提供更多对冲人民币汇率波动工具，目前，国内外汇率期货品种仍未提上日程，香港作为人民币离岸全球中心，现存也仅有美元兑离岸人民币期货合约，在央行811汇改之后，日均成交量从1000多手增至4000多手，不过仍远远无法满足市场需求。

汇率稳定，首先需要市场预期的扭转，其次央行通过外汇储备的消耗来打击恶意做空行为。从目前央行的操作思路来看，窗口指导与加强资本管制实乃不是长久之计，在经济尚未完成结构性改革时、全球经济低迷的背景之下，需要进一步深化香港离岸市场，推出更多人民币汇率产品，兑日元、欧元、印度卢比、马来西亚令吉等诸多外汇期货，让市场参与主体可以自行实现风险管理，而不是加大资本管制。汇率波动不可怕，可怕的是没有任何对冲工具，

只能“坐以待毙”，这会进一步加剧短期资本的出逃，抑制中长期资本的流入。

从对我国几大贸易伙伴国的进口数据分析来看，美国、欧美、日本、香港从中国（内地）的进口占总进口比率分别为 16.72%、22.83%、27.90%和 49.45%，从比率上看，中国的出口产品仍存在竞争力，不需要通过货币贬值以邻为壑的方式去改善出口。出口的低迷更多是因为全球经济低迷所致，而不是产品的竞争力不足。这也是目前政府高层逢会必言人民币不存在持续性贬值基础，中国没有动力通过货币贬值来促进出口之因。



此次外管局称正研究“托宾税”，意在缓解因美联储意外加息而更加被动。托宾税是指对现货外汇交易课征全球统一的交易税，托宾于 1972 年普林斯顿大学演讲中首次提出。托宾税专门针对于短期国际资本而设立，亦在缓解在金融市场深度广度不足的金融体系之下，征收此项税收可缓解短期国际资本对金融市场带来的冲击。

美联储加息预期的存在，将会一直给予人民币贬值压力，央行唯有化被动为主动，方可扭转市场预期。需要继续深化市场的广度与深度，短期可以采取征收托宾税、无息存款准备金、外汇交易手续费等价格调节手段，中长期来看，仍需要大力发展相关离岸市场，丰富离岸期货品种，而不是限制或者深度资本管控。必须以市场化方式，扭转市场极度悲观预期。



研究所

公司研究所具有一批丰富实战经验的期货产业研究员及专业的优秀分析师，致力于为客户提供中国资本市场**前瞻性、可操作性**的投资方案及各类型市场的研究报告，通过对市场进行深度挖掘，提示投资机会和市场风险，完成对资本市场现象、规律的研究探索。

研究范围涉及目前所有商品期货以及金融衍生品；我们推崇**产业链**的研究；我们看重**数量分析法**；我们提倡**独立性**，鼓励分析师在纷繁复杂的环境下保持清醒。

我们将积极依托**股东单位—广州证券**在宏观经济、产业领域的高端研究资源优势，以“**宏观、产业和行情策略分析**”为核心，大力推进市场化和标准化运作，逐步完善研究产品体系，打造具有特色品牌影响力的现代产业与金融研究部。

核心理念：**研究创造价值，深入带来远见**

联系方式



金融研究

020-22139858



农产品研究

020-22139813



金属研究

020-22139817



能源化工

020-22139824

地址：广东省广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心主塔写字楼第1007-1012房

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。