

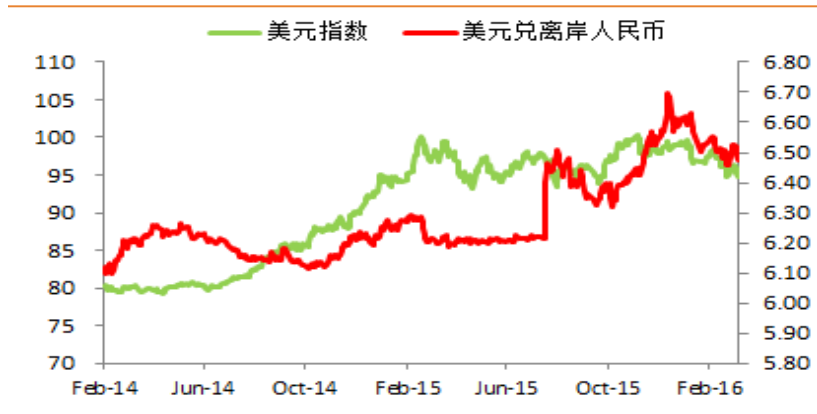
【汇率研究系列之二】外围压力暂缓，汇差现持续倒挂

2016年3月31日

广期研究所 王志武

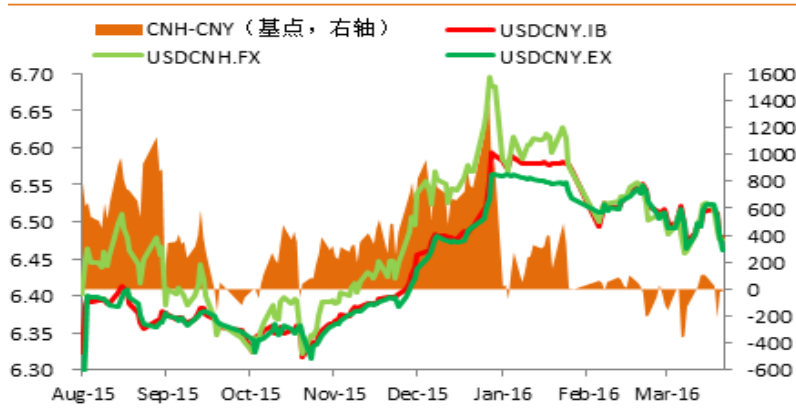
耶伦在继3月17日利率决议中的鸽派言论之后，于30日凌晨两点再次发表谨慎加息观点，促使美元指数呈现倒“V”型走势，人民币汇率走势形态基本类似，美元指数回到94分位，人民币汇率回到6.46平台，在岸与离岸汇差出现倒挂。外围美元加息压力缓解，内在经济积极因素在积聚，或预示着市场极度悲观预期的扭转，中短期内人民币贬值将有序可控。

图1：美联储加息预期回落人民币汇率短暂企稳



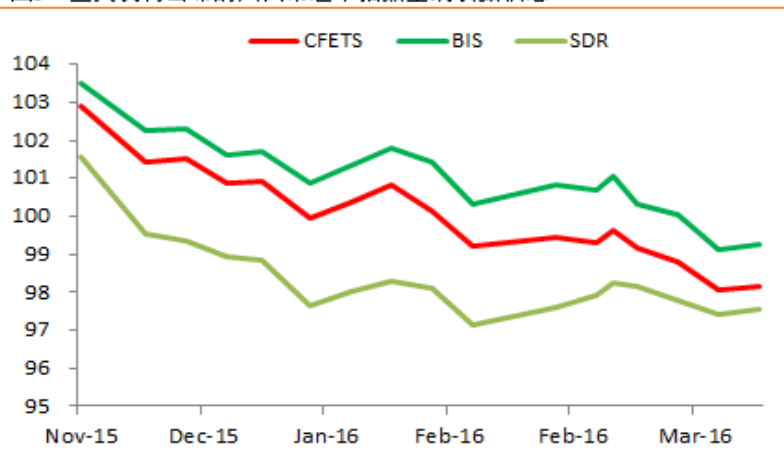
我们从对人民币在岸与离岸汇差来看，从2015年8月11日央行汇改以来，最高达到1384，最近数日，汇差倒挂则常常出现，一方面与央行的预期引导有关，另一方面，即美元指数的走软所致；海外做空人民币外汇的资金持仓来看，已降到去年10月以来的最低位。从去年8月11日起，截止3月30日，美元兑人民币在岸、离岸与中间价历史数据分析，最高分别升至6.5939、6.6959、6.5646，最低分别为6.3175、6.3215、6.2298，中位数分别为6.4124、6.4789、6.4078，数据显示自从人民币再次启动汇改之后，人民币定价权有从在岸向离岸市场转移的倾向，不过央行还具备调节中间价的权限，或许这是人民币汇率企稳的最后堡垒。

图2：离岸与在岸人民币汇差持续缩窄



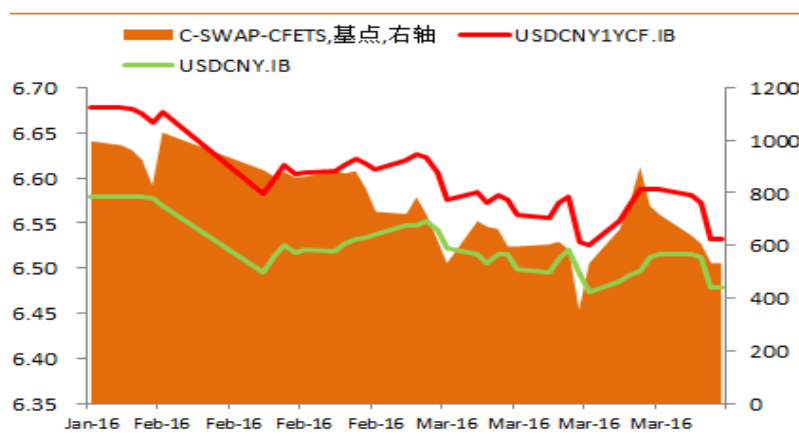
从人民币汇率指数来看，分别由央行、国际清算银行和国际货币基金组织发布，公布的数据来看，前期三者的区间相对较大，随着人民币汇率贬值预期的逐渐缓解，三大指数呈现收敛迹象，或预示市场对人民币汇率指数的恐慌情绪的缓解，未来人民币汇率单边贬值预期将进一步得到纠正，不过双向波动或成为新常态，既不是 05 年到 15 年汇改前的单边升值，也不是汇改后的单边贬值。

图3：三大机构公布的人民币汇率指数呈现收敛状态



从美元兑人民币 1 年远期(C-SWAP)走势来看，截止 3 月 30 日，收于 6.5313，美元兑人民币在岸汇率收于 6.4780，随着美元指数的继续回落，人民币汇率再次上行，已回到 6.46 分位。未来市场的过度悲观预期亦会逐渐被纠正。

图4：美元兑人民币1年期远期与即期汇率升贴水幅度收窄

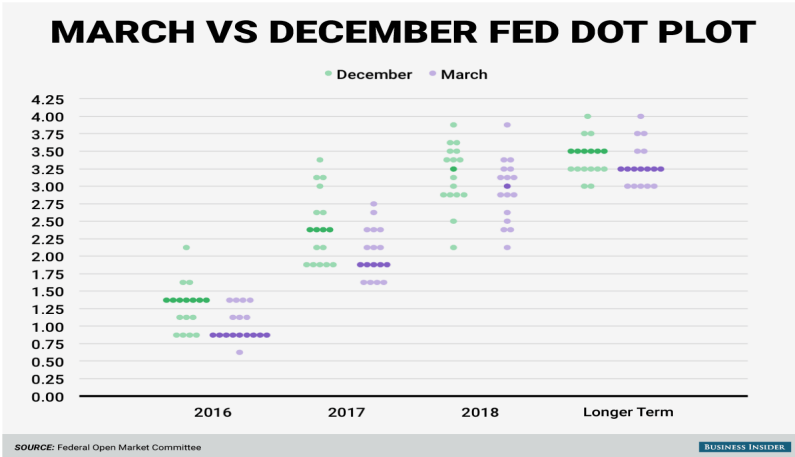


一季度点阵图已明确显示，今年加息预期已从前期的 4 次大幅下调至 2 次，我们可以通过对美国联邦基金利率期货分析来对未来 4、6、7、9、11、12 诸月的加息概率测算，公式：

$$P(\text{Hike}) = [\text{FFER}(\text{end of month}) - \text{FFER}(\text{start of month})] / 25 \text{ basis points}$$

$$P(\text{NoHike}) = 1 - P(\text{Hike})$$

7、9、11、12 月份加息概率分别下行至 40%、47%、52%、61%，4 月几无加息可能，不过 4 月的利率决议或将对市场的加息预期作出进一步的引导。从历史数据统计来看，美联储善于引导市场预期，在加息概率低于 60% 之时，美联储几无加息举动。我们认为美联储最近一次加息时间点将移至 7 月及以后。



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。