

■ 聚焦人民币汇率走势

三大因素决定人民币汇率走势

□招商证券宏观首席分析师 谢亚轩

2017年5月中旬以来,不论是在岸还是离岸人民币汇率都出现了一轮明显的升值,离岸市场的升势尤其明显。这背后的原因是什么,对未来的人民币汇率走势又将产生怎样的影响?

人民币汇率走强的驱动因素

2017年5月9日可以视为本轮人民币汇率走强的原点,当天上午9时15分中国外汇交易中心发布的人民币汇率中间价为6.9037,当天下午16时30分国内外汇市场在中间价的贬值方向收盘,即期汇率为6.9057。在人民币有贬值压力的时候,离岸市场一般表现得更为“极端”,所以离岸人民币当日收盘价在6.9154并不意外。

变化从5月10日悄然发生,在岸与离岸人民币汇率开始走强。在岸人民币即期汇率从当天的6.9040回升到6月2日的6.8162,升幅达1.27%。离岸人民币汇率从5月10日的6.9134回升到6月2日的6.7758,升幅达1.99%,在升值的趋势上同样比在岸汇率表现得更为“极端”。

表面上看,本轮离岸人民币汇率升值超出在岸可以用利率因素来解释。2017年5月31日,香港人民币隔夜拆借利率(CNH HIBOR)由上日的5.35%飙升至21.08%,6月1日更是进一步走高至42.81%。隔夜拆借利率可以视为持有人民币的收益或做空人民币汇率的机会成本,利率如此之高,无怪乎离岸市场的投资者要选择持有人民币,卖出美元或者结清人民币空头头寸,带来人民币汇率的显著上升,使得离岸汇率的升幅超过在岸。

但是利率因素显然并非这次人民币汇率走强的最主要驱动因素,原因有两个:一是,本轮离岸人民币汇率的回升始于5月10日,而当日香港人民币拆借利率为2.78%,比较平稳。5月10日至25日,隔夜拆借利率的平均水平更是低至2.82%,离岸利率的飙升是始于26日,因此,利率因素可以解释离岸人民币升幅较大,但不能解释离岸人民币汇率本轮全部的升势。二是,利率因素更不能解释国内在岸人民币汇率的回升。5月10日至6月2日,上海银行间隔夜拆借利率(SHIBOR)的平均水平为2.71%,并未显著高于4月的平均水平,推升在岸汇率的一定另有原因。

笔者认为,本轮同时推升在岸和离岸人民币汇率的主要因素是中间价报价模型中逆周期因子的引入。2017年5月26日,中国货币网发布《自律机制秘书处就中间价报价有关问题答记者问》,宣布在人民币兑美元中间价报价模型中加入逆周期因子。自律机制秘书处认为,当前中国外汇市场存在一定的顺周期性,容易受到非理性预期的惯性驱使,放大单边市场预期,进而导致市场供求出现一定程度的“失真”。具体表现在,“在美元指数出现较大幅度回落的情况下,人民币对美元市场汇率多数时候都在按照‘收盘汇率+一篮子’机制确定的中间价的贬值方向运行”。因此,“部分人民币对美元汇率中间价报价商通过一些具体的模型设置予以矫正”,并且,“已在过去一段时间的中间价形成

中有所反映”。

用数据来说话,过去一段时间中国外汇市场的“顺周期性”突出体现在2017年4月至5月初。首先说明一下,在引入逆周期因子之前,人民币中间价实行参考篮子的形成机制,汇率由两个因素决定:代表市场供求情况的上日“收盘汇率”和代表多个货币汇率走势的“一篮子货币”汇率变化。美元指数从4月初开始出现一轮比较明显的回落,从4月7日的100.71回落至5月5日的98.75,降幅达1.95%。根据参考篮子的中间价形成机制,“美元弱、人民币强”,中间价和即期汇率应该走强。但事实上,当期人民币兑美元中间价仅由6.8949升到6.8884,升幅仅为0.09%;而人民币兑美元即期汇率收盘价不仅没有相应走升,还从6.8993贬值到6.9000。这种相对异常的走势,应该是自律机制秘书处决定引入逆周期因子的主要原因。至此,人民币中间价由“两因素”决定变为“三因素”决定。

有趣的一点是,自律机制秘书处以答记者问的方式确认引入逆周期因子的时间是5月26日,但“部分人民币对美元汇率中间价报价商”在此之前已经在报价实践中引入了逆周期因子,“已在过去一段时间的中间价形成中有所反映”。同样让数据来说话,2017年5月11日至31日,美元指数由99.6579回落至96.9672,降幅达2.70%;同期人民币兑美元中间价由6.9051升至6.8633,升幅达0.61%;人民币兑美元即期汇率收盘价由6.9035升至6.8210,升幅达1.20%。未引入逆周期因子的4月至5月初,美元指数回落1.95%,中间价微升而即期汇率反贬;引入逆周期因子后,美元指数回落2.7%,人民币中间价和即期汇率分别回升0.61%和1.20%,可见该因素对在岸人民币汇率走势的影响力不容小觑。

决定汇率的“三因素”模型

大家可能会有疑问,就算是逆周期因子对于在岸人民币汇率有影响,离岸市场又没有中间价,为啥几乎同时出现回升?这其实是个老生常谈的问题:在岸决定离岸,还是离岸决定在岸?笔者认为,离岸人民币汇率的走势最终决定于在岸汇率,只是由于离岸市场交易比较灵活,对于信息反应也更为灵敏,因此不排除在有的时候出现“抢跑”的情况。此外,离岸市场人民币“池子”比较浅,流动性状况相对不够稳定,这导致离岸汇率的波动性要大于在岸,贬值的时候赚得多,升值的时候升幅也大。这两个特征足以解释近期逆周期因子影响下,在岸和离岸人民币汇率的走势。

从近三周的实践看,逆周期因子对于人民币汇率走势的影响显著。但如果从更长时间维度看,逆周期因子还能够如此显著影响人民币汇率的走势吗?目前的人民币汇率可以说是由“三因素”模型决定,即:收盘汇率代表的市场供求状况,一篮子货币汇率和逆周期因子。笔者称之为“三足鼎立”。其中,市场供求状况应该视为决定人民币汇率的最关键因素。比如,在4月份美元指数(一篮子货币汇率因素)出现回落时,“(顺周期性)放大单边市场预期,进而导

降了一个档位,仍在投资级,与日本在同一级别,距离投机级还远,这就很难诱发大规模投机做空;另一方面,即便要震空头,只需在市场出现空仓抛售时稳定市场即可,根本不用着在尚未出现大规模做空迹象时就连续数日如此大幅度拉升汇率。

为“债券通”的推出营造良好市场氛围的逻辑也有些似是而非。强势汇率固然有助于增强人民币资产的吸引力,有助于国际资本投资人民币债券市场,但为了吸引国际资本进入而在短期内刻意拉升人民币汇率则并不明智。因为国际资本看重的是中长期投资收益,如果在缺乏基本面支撑的情况下,为了短期内营造强势货币形象而刻意拉升人民币,其未来贬值的风险很可能随之增大,这恰恰不利于吸引国际资本。

“逆周期因子”导致人民币升值的观点可能高估了其作用。“逆周期因子”只是中间价形成机制的一个组成部分,其核心作用是在较为客观的“参考收盘价”和“参考一篮子货币”两个定价基准之外,增加一个“主观调节因素”。但中间价本身只是日间即期交易的基础,投资者如果不认可中间价,完全可能在大幅度偏离中间价的价位交易,此时仍然需要央行对市场加以主动引导才能令即期汇率跟随中间价同向波动。如果中间价本身都不能对即期汇率走势起决定性作用,只是中间价定价要素之一的“逆周期因子”怎么可能一“出生”就立刻大幅拉升人民币?

总体来看,上述市场主流解释均有其合理之处,不能完全否认近期人民币对美元汇率大幅上升与其存在一定联系,但它们可能只是次要原因。最主要的驱动力量可能源自人民币在中长期遏制贬值预期,创造双边波动条件的迫切需求。

遏制贬值预期

单边贬值预期“弱而不散”是2017年人民



新华社图片 合成/王春燕

币市场供求出现一定程度的“失真”。从已公布的结售汇数据看,4月结售汇逆差148.98亿美元,逆差规模环比扩大28%。外汇供小于求,供求因素的负面影响大于美元指数回落的正面影响,人民币汇率走弱也可视为情理之中。换言之,逆周期因子要想持续对人民币汇率产生影响,打破“三分天下”的局面,关键在于能否与市场供求因素“结盟”,一定程度上改变外汇供求状况层面存在的顺周期性,使得外汇供求能够更为充分地反映基本面的变化。

2015年“8·11”汇改以来,中国的外汇市场供求状况发生了巨大的变化。以代表零售外汇市场供求的银行结售汇为例,2015年7月至2017年4月,结售汇逆差总额达7540亿美元,月均逆差342.7亿美元。2017年前4个月结售汇逆差合计557.8亿美元,月均139.5亿美元,同比下降37%,已有明显改善。

从更为全面反映外汇市场供求状况的中国国际收支平衡表数据来看,2015年第三季度至2017年第一季度,共实现经常项目顺差3609亿美元,而外汇储备因交易因素减少7220亿美元,据此推算广义非储备性质的资本和金融账户逆差(含净误差与遗漏)达10829亿美元,这可以视为从国际收支角度对于外汇供求失衡的解释。进一步来看,非储备资本和金融账户出现逆差规模背后的原因是什么,何时收窄,何时逐步走向平衡是预判国际收支和外汇供求状况的关键。笔者此前解释过,造成非储备资本和金融账

规避汇率波动风险

币汇市的典型特征,突出表现为结售汇逆差虽然较2016年大幅萎缩,但总体逆差格局并未扭转。在我国经常项目仍总体维持顺差的背景下,这说明市场对人民币的总体情绪仍然偏空。

在市场总体情绪偏空的情况下,人民币对美元上半年持续的窄幅横盘行情可能埋下贬值预期再次升温的隐患。2014年人民币单边升值行情被扭转以来,人民币对美元汇率多次出现较长时间的窄幅横盘,但每一次横盘均以大幅、快速贬值结束。其中影响最大的当属2015年“8·11”汇改前后人民币的剧烈波动。2015年4月至8月10日,人民币对美元双边汇率长时间在6.20-6.21的狭窄区间横盘,但“8·11”汇改启动之后,短短两日人民币对美元最大跌幅达到3.7%,瞬间就点燃了人民币贬值预期,结售汇逆差随即飙升。2014年以来,人民币对美元“贬值—横盘—贬值”的波动节奏,令市场十分担忧2017年上半年的横盘行情是否也会以又一轮大幅贬值结束。

与此同时,美元指数上半年十分疲弱,从103上方最低一度跌穿97,这意味着人民币对一篮子货币大幅贬值,不少市场舆论认为人民币“明稳实贬”的格局是监管当局刻意为之,这更加坚定了部分投资者人民币中长期必然继续走弱的预期。

上半年美元指数的疲弱为人民币的横盘提供了较为宽松的外部环境,但美元不可能无限下跌。一旦美元反弹,一方面,将通过“参考一篮子货币”定价机制直接对人民币施加贬值压力;另一方面,本就对人民币汇率中长期走势整体偏空的市场情绪也可能受到强烈刺激。而在5月25日之前,人民币对美元双边汇率基本在6.85-6.91区间波动,一旦贬值预期升温,很容易刺破6.9666的前期低位。根据历史经验,人民币对美元汇率每一次创出新高,几乎都会激活贬值预期,进而诱发购汇大潮。所以,今年5月下旬,在美元指数跌回特普当选之前点位,市场普遍认为继续大幅走低空间有限的情况下,人

套保平仓是离岸人民币汇率升值主因

□上海财经大学金融学院客座教授 刘文财

今年5月的人民币汇率走势为市场留下了两个问题:第一,为什么在5月25日前,在美元持续走弱的情况下,人民币兑美元汇率却波澜不惊?第二,为什么5月25日开始,在美元横盘整理时,人民币兑美元汇率却大幅升值?

回答第一个问题,需要把时间稍稍微拉长一点。去年10月10日开始,美元指数从97涨到今年初最高点103.82,人民币兑美元汇率从6.70最低贬到6.96。美元指数涨了7%,人民币兑美元汇率贬了3.9%。而美元指数从今年初最高点103.82下滑到5月25日97附近时,人民币兑美元汇率却只回到了6.89水平,即美元指数跌了6.6%,而人民币兑美元汇率只升值了1%。比较前后人民币的表现,不难发现人民币兑美元汇率呈现涨跌不对称的现象,即美元升值时,人民币兑美元贬值得快,而美元贬值时,人民币兑美元升值慢。

笔者认为造成这种现象的主要原因是离岸人民币汇率市场上投机力量被削弱了的结果。今年1月4日,面对离岸人民币汇率不断贬值的趋势,货币当局对离岸市场进行大幅度干预。当天,离岸人民币市场隔夜拆借利率飙升17.8%,离岸人民币兑美元汇率升值900多个基点。1月5日,离岸人民币兑美元汇率再次升值700多个基点。经过此役,离岸人民币汇率市场上的投机者损失惨重。此后,投机者逐渐知趣地退出市场,投机交易量明显减少,这从港交所人民币期货日均交易量的变化也可以看出。在此之后,人民币期货日均交易量锐减了一半。投机者是市场上的价格信使,没有足够投机者参与的市场,价格信号也会变得不灵敏。这在很大程度上回答了第一个问题:“为什么在5月25日前,美元持续走弱的情况下,人民币兑美元汇率却是波澜不惊?”因为自1月初后,离岸人民币市场部分投机者退出市场,到美元走弱、人民币应该升值的时候,也没有更多投机力量来主动配合,所以人民币兑美元只小幅升值。

那么,如何理解第二个问题?笔者认为,5月25日开始,离岸人民币汇率套保交易者逐渐平仓,是导致离岸人民币汇率大幅升值的主要原因。国内媒体对离岸人民币市场存在普遍的误解,总以为那就是一个投机横行,专门做空人民币、做空中国的市场。实际上,据笔者掌握的调查数据,52%的交易者是以套期保值为目的。自今年年初投机者减少之后,这个比例就更高了。这么高比例的套保盘平仓,必然会导致人民币汇率瞬间大幅上涨。

为什么套保盘要选在这个时机开始逐渐离场?因为他们已经嗅到市场规则要变化。5月26日中国外汇交易中心发布了人民币汇率中间价新的报价机制,在原先参考“收盘价+一篮子货币汇率变化”的基础上,加入了“逆周期调节因子”,其主要目的是“适度对冲市场情绪的顺周期波动,缓解外汇市场可能存在的‘羊群效应’”。这实际上表明监管当局着力打击人民币汇率的贬值预期。在这种情况下,一些企业在年初预期今年人民币要大幅贬值而进行套保的头寸,此时只能顺势而为平仓出局。由于离岸人民币市场自2015年“8·11”汇改之后市场规模腰斩,而套保盘占比较高,其平仓导致离岸人民币汇率大幅升值。2月2日人民币兑美元汇率回升到6.80附近,离2016年10月10日的6.70只有一步之遥,表明“逆周期调节因子”生效。推动弱势美元下,缓慢升值的人民币突然挺起来,几天就涨到位。

这就产生了一个新的问题,为什么货币当局选择这个时间窗口,在中间价报价机制中引入“逆周期调节因子”?主流的观点认为这是货币当局为了应对6月份美元加息可能导致资本快速流出而未雨绸缪。笔者认为应该从中美贸易的“百日计划”来理解货币当局的良苦用心。中美之间同意启动一个经贸谈判的“百日计划”。对于这一谈判计划,美方的最大诉求是对华出口,减少对华贸易逆差。5月12日,美国商务部公布了“百日计划”的初步关注,中国将在7月16日之前,批准包括美国牛肉、液化石油天然气、电子支付等商品及服务进入中国市场。5月25日,中国商务部发布了《关于中美经贸关系研究报告》,提到了美方关注的5个问题,其中排在第一、第二分别是美对华贸易逆差与人民币汇率。这两个问题是紧密相连的。美方要减少对华贸易的逆差,客观上要求人民币对美元升值。在商务部发布的报告中我方表示:“在美元走强的背景下,实际上全球主要货币兑美元基本都有所贬值,相比之下人民币兑美元汇率的贬值幅度是比较小的……中国不会搞货币竞争性贬值,在保持人民币对一篮子货币汇率基本稳定的同时,人民币兑美元汇率双向浮动弹性将会增强,这既有利于中国,也有利于世界。”货币当局选择在这个时间窗口发布人民币中间价的新规,引导汇率向着有利于减少美方对华贸易逆差的方向变化。当然,对货币当局来说,选择在这个时间窗口发布新规,也是一箭多雕之用,毕竟美联储关于美元6月加息的决议时间快到了,此举也可提醒部分投机者不要再借机兴起做空人民币之风。

人民币的潜在贬值风险已经在暗暗积聚,监管当局必须未雨绸缪。

考虑到上述背景,5月26日中国外汇交易中心刊文揭开“逆周期因子”的面纱就显得颇有深意。尽管作为中间价的一个定价因素,“逆周期因子”很难直接对人民币即期汇率产生影响,但文章中明确指出“当前我国外汇市场供求出现一定程度的‘失真’”,而在中间价定价模型中增加逆周期因子的目的“主要是适度对冲市场情绪的顺周期波动,缓解外汇市场可能存在的‘羊群效应’”。这实际上清晰传达了监管当局着力打击贬值预期,纠正人民币对美元长期横盘格局的政策意图,对市场情绪的影响无疑是巨大的。

在此背景下,监管当局在即期市场顺势加以引导,必然有助于鼓励人民币多头,人民币顺势拉起一波升势也就顺理成章了。这就改变了人民币长期横盘后必然贬值的波动模式,打破市场思维定式,也为人民币汇率后市的宏观调控留下了较大的回旋空间,尽可能避免美元触底反弹可能触发的人民币短期内再创新低,进而诱发新一轮资本外流冲击的风险。

总体来看,人民币汇率近期的飙升与监管当局的预期引导关系密切,虽然客观上有助于打击空头,提振市场对人民币的短期信心,但其主要目的应在于为中长期人民币汇率基本稳定、且实现较大幅度的双边波动打下基础。展望下半年,在结售汇实际需求的大框架下,通过引导市场大幅度、高频率双向波动,打破投资者长期固化的人民币“非升即贬”的思维定式,仍是监管当局的艰巨任务。而作为普通投资者,特别是企业财务管理人员,则需要认识到,近期市场的超预期波动很可能暗示监管当局已逐渐认识到2014年以来人民币波动模式的隐患,未来市场走势的不确定性可能大大提升,充分利用各种外汇市场工具规避汇率风险,避免长期持有单边头寸的必要性正在增加。

□中国建设银行总行 韩会师

近日,人民币对美元的大幅波动成为市场焦点。今年5月25日至6月1日,人民币连续飙升,短短4个交易日内,在岸人民币兑美元即期汇率最高触及6.7878,累计最大升幅1.5%;同期离岸人民币兑美元即期汇率最高触及6.7238,累计最大升幅2.2%。直至6月2日,人民币汇率的上攻才告一段落,境内外价格均有所回落。

人民币汇率缘何大幅波动

人民币汇率为何突然飙升,市场众说纷纭。经济基本面改善扭转贬值预期、对抗穆迪下调中国主权信用评级、为“债券通”的推出营造良好的市场环境、“逆周期因子”拉升即期汇率等诸多观点不一而足。上述观点均无不道理,但笔者以为可能都并非主因。

先看基本面改善扭转贬值预期说。逻辑上,经济基本面改善的确有助于改善市场情绪,但由于宏观经济环境的变化往往是渐进的,所以其对市场情绪的影响一定是潜移默化、缓慢发生的。因此基本面因素一般用于对汇率中长期趋势性波动的分析,极少用于解释短期波动。此外,近日人民币这种短短数日内连续大幅跳升,而同期并非国内外重大经济数据密集公布的时间窗口,这更进一步说明经济基本面与此轮人民币飙升关系不大。

“对抗穆迪下调中国主权信用评级”的说法可能源自时间上的高度吻合。5月24日穆迪宣布下调中国评级,人民币25日即开始攀升,难免令市场产生联想。此外,主权评级遭下调容易对汇率造成压力,特别是容易招致国际投机资本对当局货币的做空投机,提前打压空头似乎也有可能。但考虑到现实情况,似乎没必要通过强力拉升人民币来进行对抗。一方面评级下调对汇率产生巨大压力往往发生于从“投资级”向“投机级”的跳跃中,或者发生在连续、大幅度降级的时候。而穆迪仅给中国主权信用评级