



宏观专题

2016年11月30日

吕洁

高级研究员

执业编号：F0269991

电话：

0571-28132578

邮箱：lvjie@cindasc.com

邵菁菁

国债期货研究员

执业编号：F3014625

电话：

0571-28132630

邮箱：

2934597866@qq.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO.,LTD

杭州市文晖路108号浙江出版
物资大厦1125室、1127室、
12楼和16楼

全国统一服务电话：

4006-728-728

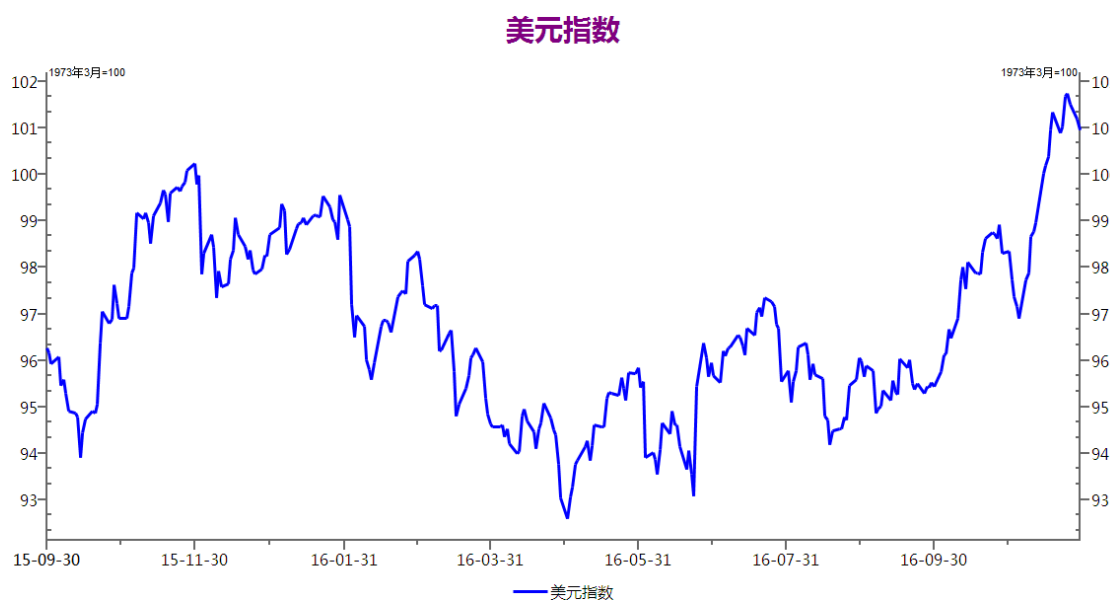
信达期货网址：

www.cindaqh.com

对人民币贬值问题的再思考

国庆以来，受美国经济复苏、再通胀、加息预期强化等因素的影响，美元指数创 14 年新高，人民币汇率则加速贬值，创 6 年来新低。美元指数从 10 月 3 日 95.76 上涨到 11 月 28 日的 101.18，上涨 5.66%；美元对人民币中间价则由 10 月 10 日的 6.70 贬值到 11 月 28 日的 6.90，44 天贬值 3%。最近这轮人民币贬值幅度虽大，但基本上还是跟美元走强幅度相符，主要是基于美元走强的贬值而非是基于经济基本面。事实上，2016 年前 3 季度，中国经济经历了一轮小周期复苏，PMI、PPI 和企业盈利均得到显著的改善。

图 1. 美元指数



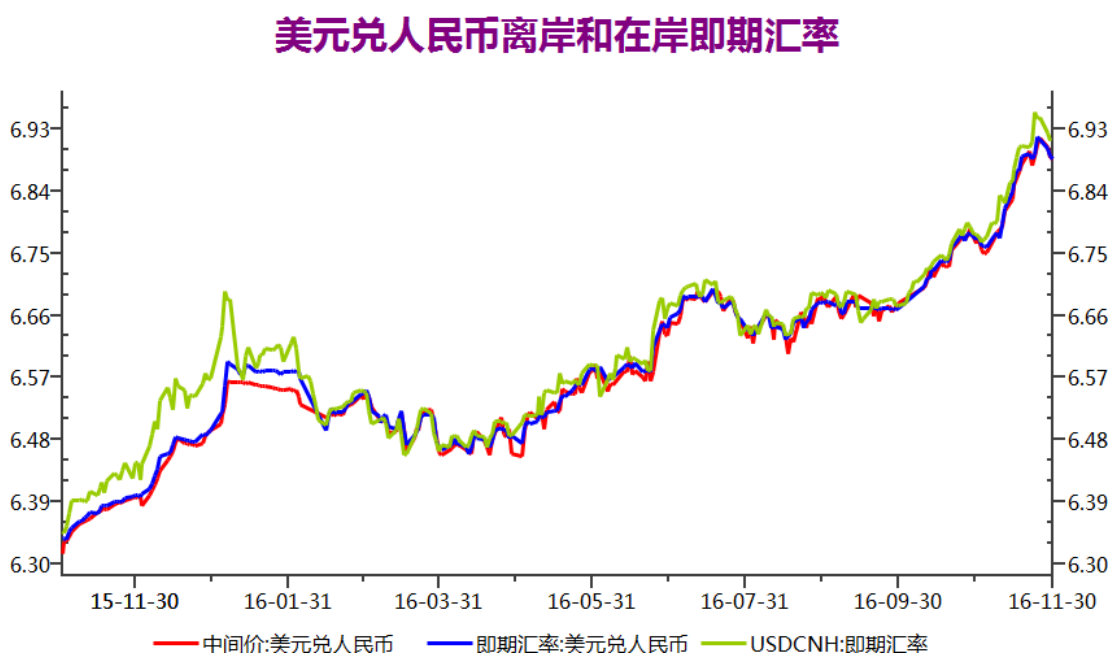
资料来源：博易大师，信达期货研发中心

国庆以来，人民币汇率锚转换，由之前的盯住美元转变为盯住一篮子货币对美元贬值。近期的快贬可能与货币当局在关键时点到来前提前释放风险和贬值压力有关，也是对过去人民币积累的高估进行修正。2014.5 月 ~ 2015.7 月，美元强势周期，在此期间世界主要货币相对美元平均贬值 20% 左右，而人民币汇率被人民币国际化、SDR 技术评估等绑架，锚定美元升值，积累了相当的高估压力。

2015 年“8.11”汇改之后，情况发生了变化，汇改的方向是让人民币贬值，尽可能接近它的均衡汇率，释放高估风险并缓解贸易部门的压力，但是要慢慢的来，防止人民币贬值过快，对金融稳定造成冲击。因此，真正意义上的“8.11”汇改只持续了三天，由于推出汇改后人民币贬值过快，从 2015 年 8 月中旬到 2016 年 1 月，央行最重要的政策变化就是加强资本管制、控制资本外逃、稳定人民币汇率。

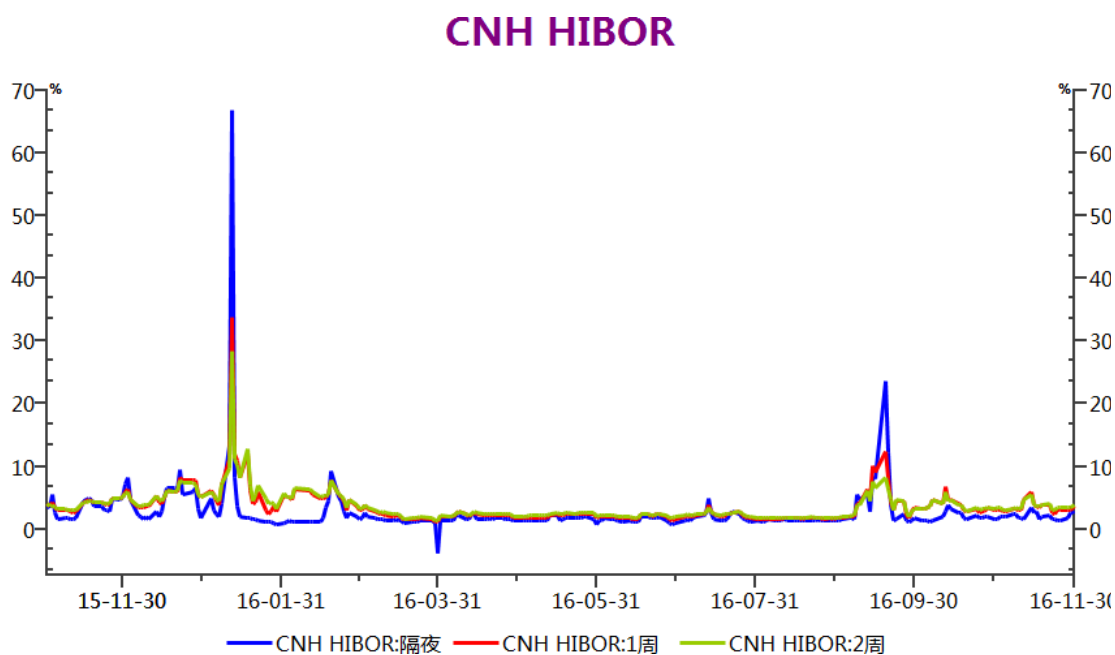


图 2. 美元兑人民币离岸和在岸即期汇率走势



资料来源：博易大师，信达期货研发中心

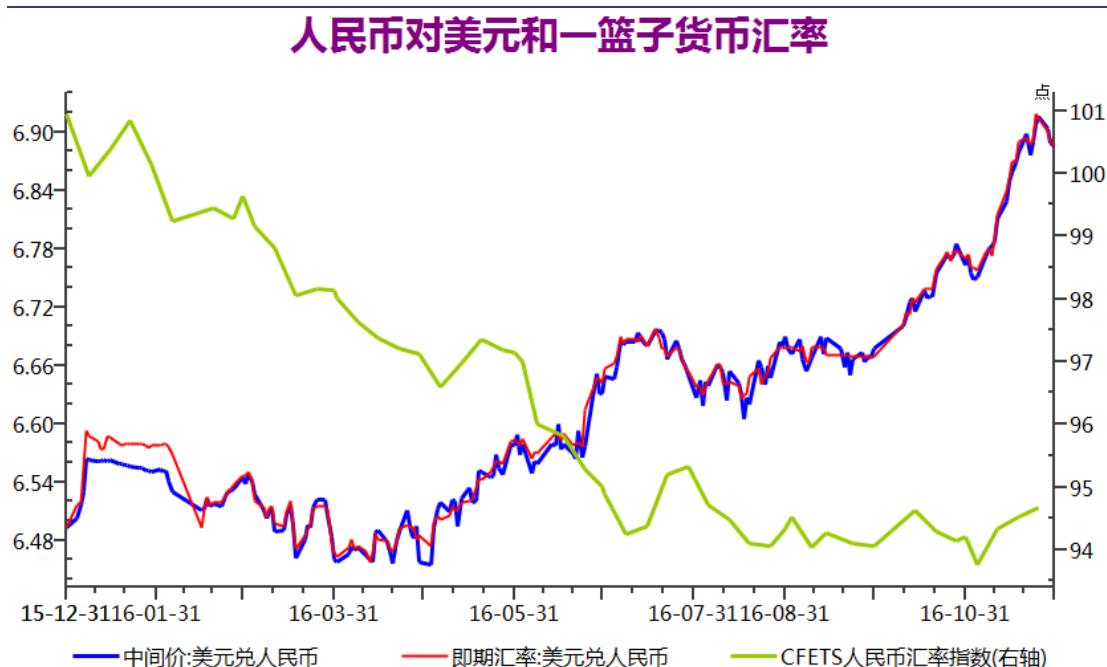
图 3. 2016.1 月央行在香港离岸市场干预所导致的离岸人民币 HIBOR 利率飙升



资料来源：博易大师，信达期货研发中心



图 4. 今年来人民币对美元和一篮子货币汇率走势



资料来源：博易大师，信达期货研发中心

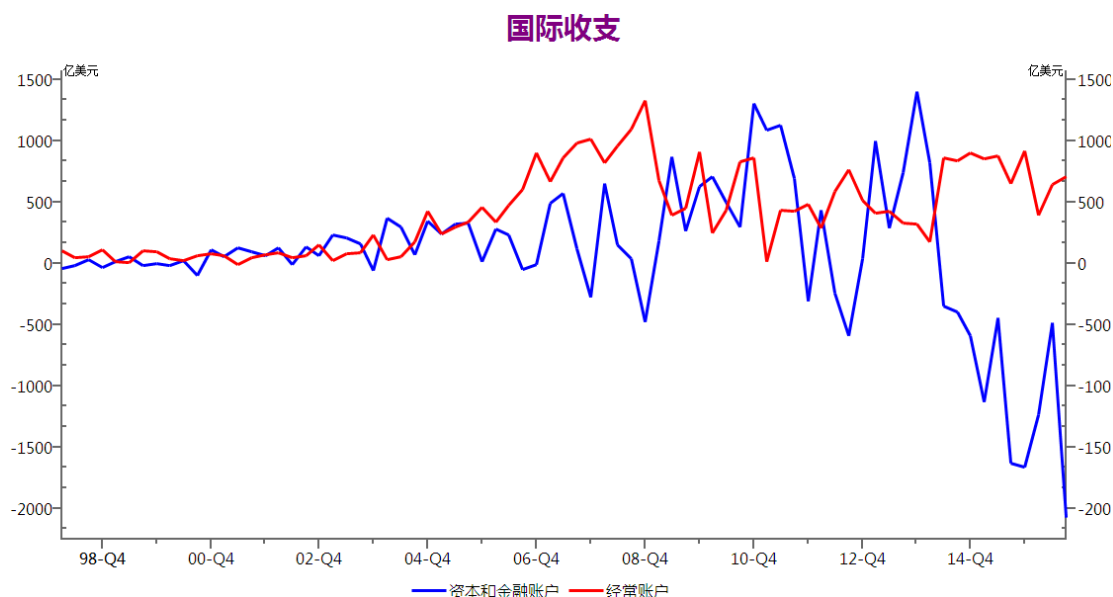
在这期间，不透明的人民币中间价定价机制和央行的离岸市场干预受到了来自国内外一些压力，央行和市场的沟通很缺乏，大家对央行的批评有很多。这种情况一直持续到 2016 年 2 月，央行明确宣布实行“收盘价 + 对一篮子货币汇率稳定”的新定价机制，即每日的人民币兑美元中间价将同时参考上一日的收盘价和一篮子货币的汇率。

从上图今年来人民币对美元和一篮子货币汇率指数走势来看，我们大致可以总结出今年 2 月以来人民币汇率走势所呈现的一些新特点。年初人民币汇率急贬以后，随着美联储加息的不断延后，人民币对美元企稳。但是从 CFETS 人民币汇率指数来看，人民币紧盯美元，对一篮子货币整体走弱；6 月份英国脱欧导致美元指数飙升，人民币顺势对美元贬值，对一篮子货币汇率则保持稳定；10 月至今，美国加息预期增强推升美元走强，人民币再次借机对美元贬值。6 月和 10 月的两波人民币贬值均是由于美元指数走强所导致的，人民币在此期间一直紧盯一篮子货币，维持汇率指数基本稳定，对美元贬值。

由此看来，2 月以来央行似乎在有意的释放贬值压力，人民币在双锚之间始终选择盯住弱锚。即美元指数走强时，人民币跟着其它货币对美元贬值，人民币汇率指数保持稳定；美元指数走弱时，人民币跟着美元对其它货币贬值，人民币汇率指数贬值，对美元汇率却相对稳定。这从侧面验证了人民币确实存在高估的压力，这也是“8.11”汇改以来人民币持续贬值的基本背景。



图5. 我国的国际收支平衡情况



资料来源：WIND，信达期货研发中心

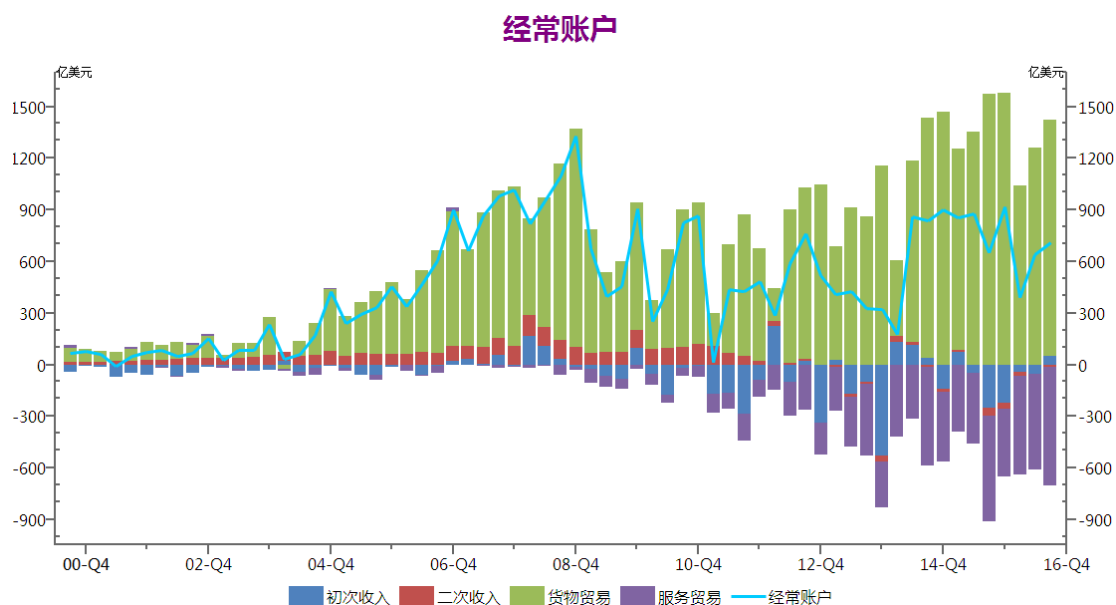
我们可以从国际收支平衡的角度来分析人民币面临贬值压力的根本原因。如上图所示，2014 年之前，我国经常账户和金融账户存在很长时期的“双顺差”，在此期间央行积累了最高达 4 万亿的外汇储备。近两年来，经常账户顺差有所收窄，资本和金融账户逆差却在不断扩大，资本项目逆差甚至超过了经常账户的顺差，于是就出现了国际收支逆差，有了国际收支逆差，汇率就自然要受到贬值压力。其中，经常账户顺差的收窄，主要是由于服务贸易逆差的迅速扩大（见图 6），一方面是来自出境游人次快速增长，受旅行支出快速增长的影响，另一方面越来越多的居民到国外长期留学、定居。资本和金融账户逆差的快速飙升则与人民币汇率互为因果，相关性很强。近两年来，非储备性质金融账户的各大分项都由顺差转为了逆差（见图 7）。

同时，我们的外汇储备在慢慢减少，两年来共减少了 8000 亿美元（见图 9），那是因为为了缓解人民币贬值的压力，央行在外汇市场上买入人民币抛出美元所引起的，不难想象如果外汇储备继续大幅减少，可能会引起恐慌，这样的干预政策是难以持续维持的。其根本原因还是在于央行无法解决“四难问题”：汇率稳定、保住外汇储备、货币政策独立性和资本项目适度开放（或维持适当的资本管制），这几个目标是不可能完全兼顾的。

今年前三季度经济小周期企稳主要是由房地产支撑，房地产下去了，明年的经济仍有很大的下行压力。经济减速下去之后，央行可能不得不再放松货币政策。在这样一种内部需求压力下，政府对人民币汇率的控制将会越来越少，没有办法，如果不让人民币贬值，那央行货币政策调控经济是受到了极大的妨碍的。因此，笔者认为明年人民币仍有贬值压力，至少不会升值。

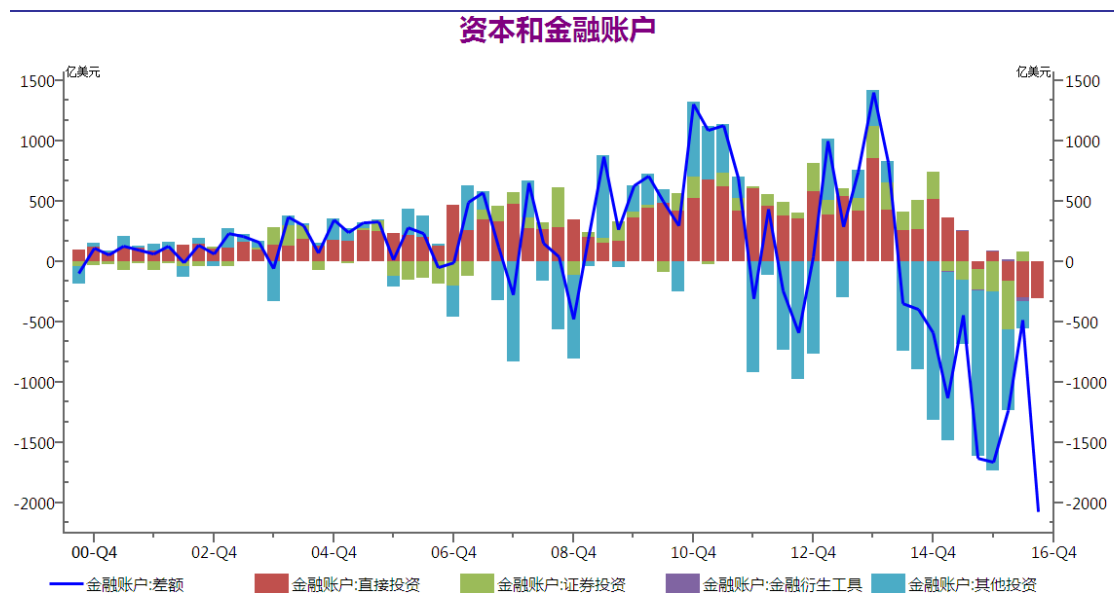


图6. 国际收支平衡表：经常账户分项



资料来源：WIND，信达期货研发中心

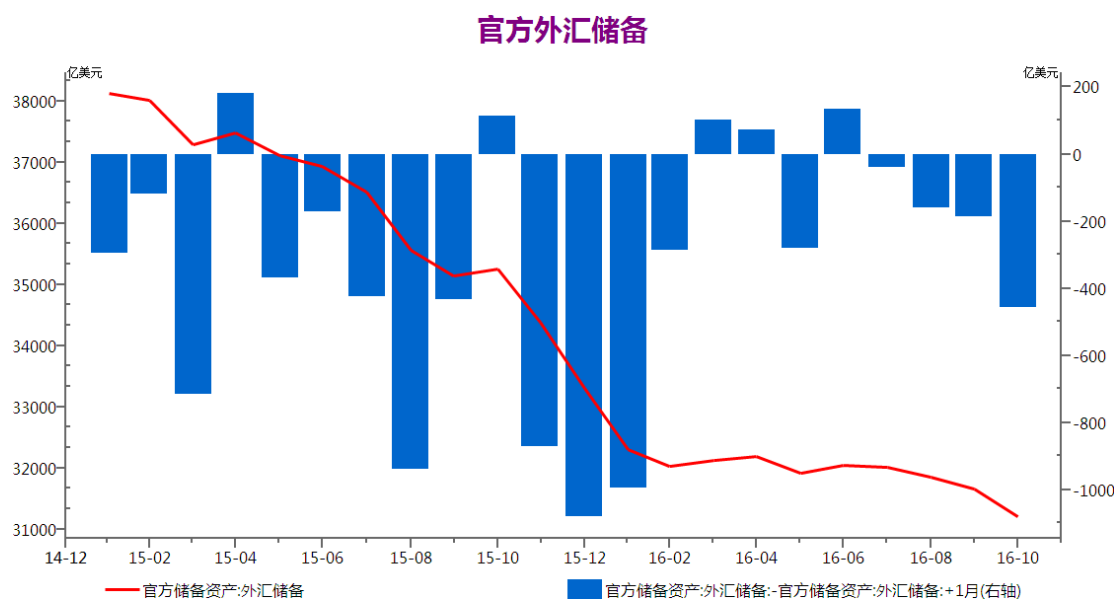
图7. 国际收支平衡表：资本和金融账户分项



资料来源：WIND，信达期货研发中心



图8. 官方外汇储备



资料来源：WIND，信达期货研发中心



公司简介

信达期货有限公司成立于1995年10月，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》（许可证号：32060000），浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378）的专营国内期货业务的有限责任公司，公司由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本5亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现拥有上海、大连、郑州商品交易所等三大期货交易所的全权会员资格，是中金所全面结算会员。

雄厚金融央企背景

信达证券股份有限公司是于2007年9月成立的国内AMC系第一家证券公司，法定代表人张志刚。公司具有中国证监会核准的综合类证券业务资格，现注册资本为25.687亿元人民币，拥有81家营业部，2家分公司，全资控股信达期货有限公司。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于1999年4月19日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资100亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010年6月，在大型金融资产金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012年4月，首家引进战略投资者，注册资本365.57亿元人民币。2013年12月12日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

信达资产拥有全牌照金融服务平台





信达期货分支机构

- 北京营业部 北京市朝阳区裕民路12号中国国际科技会展中心A座506室
(咨询电话：010-82252929-8012或8011)
- 上海营业部 上海市静安区北京西路1399号信达大厦(建京大厦)11楼E座
(咨询电话：021-50819373)
- 广州营业部 广州市天河区体育西路111号建和中心大厦11层C单元
(咨询电话：020-28862026)
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街25号4层
(咨询电话：024-31061955；024-31061966)
- 哈尔滨营业部 哈尔滨市南岗区长江路157号欧倍德中心5层3号
(咨询电话：0451-87222480转815)
- 石家庄营业部 石家庄市平安南大街30号万隆大厦5层501、502、503、504、510、511室
(咨询电话：0311-89691998)
- 大连营业部 辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2408、2409房间
(咨询电话：0411-84807575；0411-84807776)
- 金华分公司 浙江省金华市中山路331号(海洋大厦8楼801-810)
(咨询电话：0579-82328747；0579-82300876)
- 乐清营业部 乐清市城南街道双雁路432号7楼
(咨询电话：0577-27857766)
- 富阳营业部 富阳市江滨西大道57号国贸中心写字楼901-902
(咨询电话：0571-23255888)
- 台州营业部 台州市路桥区银安街679号501-510室
(咨询电话：0576-82921160)
- 义乌营业部 义乌市宾王路158号银都商务楼6层
(咨询电话：0579-85400021)
- 温州营业部 浙江省温州市鹿城区车站大道京龙大厦1幢十一层1号
(咨询电话：0577-88881881)
- 宁波营业部 宁波市江东区姚隘路792号212-217室
(咨询电话：0574-28839988)
- 绍兴营业部 绍兴市越城区梅龙湖路56号财源中心1903室
(咨询电话：0575-88122652)
- 深圳营业部 深圳市福田区福田街道深南大道4001号时代金融中心4楼402-2
(咨询电话：0755-83739096)



重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。