人民币“跌跌不休”:央行汇率政策剑指何方

分析人士希望央行能提高透明度,及时与市场沟通政策立场

央行官网昨日刊文称,从过去5个月的运行情况看,人民币对美元中间价与上日银行间外汇市场收盘汇率的一致性非常高。2015年8月11日至2015年末,两者平均点差为33个基点,比2015年初至8月10日的平均点差下降了874个基点。

未来人民币对美元中间价将继续按照完善后的报价机制进行调节,更多发挥市场汇率的作用,进一步提高中间价的市场化程度和基准性,保持人民币汇率对一篮子货币在合理均衡水平上的基本稳定。

证券时报记者 孙璐璐

2016年金融市场中最大的不确定性或许来自汇率波动。

2015年人民币兑美元即期汇率以累计贬值4.67%收官,而新年的前几个交易日并没有止住2015年12月末延续的大跌态势,仅前四个交易日(截至7日16:30),在岸人民币兑美元贬值幅度达1.53%,离岸人民币更是接近1.80%。

近期人民币兑美元的“跌跌不休”,固然有市场贬值预期的释放,以及开年个人5万美元购汇额度更新等短期因素的影响,但值得注意的是,随着中间价的不断下调,央行对人民币贬值的容忍度似乎也在不断提高。尤其是1月6日早上中间价报出6.5314,与前一日收盘价出现较大偏离,再创2011年4月以来新低。中间价大幅低开引发市场一片哗然,其背后所代表的央行对于人民币贬值更加容忍的态度,刺激了敏感脆弱的市场,诱发6日人民币汇率加速跳水。

虽然近期人民币似乎呈现单向贬值趋势,但不少业内人士认为,央行今后若以保持CFETS指数的基本稳定来引导汇率变化为目标,那么即使全年看人民币兑美元会出现贬值,但分时段看,会有双向波动的趋势。汇率波动的不确定性理论上会对资产价格造成一定影响,但预计由于资本外流可控,整体影响有限。

“跌跌不休”为哪般?

元旦后在岸与离岸人民币兑美元汇率的双双下探,短期看,主要受近日其他货币汇率走势分化,以及开年5万美元个人购汇额度更新等引发的市场贬值情绪影响。招商银行总行资产管理部高级分析师刘东亮称,节后美元显著走强,欧元等非美货币下跌,如果人民币汇率钉住美元,则CFETS指数必然上升。为保持CFETS指数的基本稳定,人民币就必须对美元贬值,中间价在一定程度上起到了引导市场走势的作用。

中金公司首席经济学家梁红则表示,随着开年个人5万美元年度购汇额度的更新,在人民币贬值预期的影响下,市场对于新年是否出现个人集中购汇的情况存在诸多顾虑。现在,这种顾虑正部分转化为现实。

的确,随着人民币近期不断下跌,已经引发不少机构甚至是个人的强烈关注和担忧,是否该购汇也成为讨论的热点。因此,有不少分析人士认为,面对汹涌的购汇大军,央行通过市场干预将人民币维持在较高的位置无疑要付出较大的成本,导致外储损耗巨大;而顺势快速贬值既可提高购汇成本,打击热钱流出,也可支持出口企业。

“人民币汇率已进入‘强当局+强市场’的新阶段,市场力量前所未有地增强,央行已不能随心所欲地进行定价,勉强定价的成本极其高昂。在这一阶段,观察人民币的思路将是CFETS指数和宏观面的双轮驱动,即央行会为了CFETS指数的稳定而允许市场贬值压力得到释放,同时允许汇率贬值来调节经济。”刘东亮说。

1月6日,中国外汇交易中心发布人民币兑美元中间价为6.5314,是在前一日人民币即期汇率收盘(23:30收报6.5157)实现回涨的前提下再度明显下调,下调幅度达145个基点,创2011年4月以来新低。中间价的低开,直接导致当日在岸人民币16:30的收盘价较1月5日下跌近400个基点,为2011年3月以来最低水平。离岸人民币当日最低跌至6.7321,跌幅超1%,创2009年以来新低。在6日中间价大幅下调后,7日中间价继续走低,报6.5646,较前一日中间价的跌幅达0.51%。

中间价多日大幅走低显示央行正在加速提高汇率灵活性,汇丰银行高级外汇策略师王菊甚至认为,央行对于汇率灵活性的容忍,可能比很多人预期的更为大胆。

不过,央行顺势提高人民币贬值的容忍度,究其根本,仍是人民币汇率的高估。中金公司研报就表示,中国过去数年货币增速持续高速扩张,人民币货币扩张速度远高于其他发达经济体和新兴市场经济体,人民币对内贬值,但跟随美元对外升值,使得人民币购买力平价关系发生逆转。突出表现在中国游客到海外旅游的热情暴涨,因为海外物价的性价比更高。在开放的贸易环境以及逐步开放的资本账户背景下,人民币的高估最终需要修正。

人民币双向波动将加剧而非单向贬值

不论是维持CFETS指数基本稳定,抑或是释放积累的贬值压力,人民币兑美元今年将整体呈现贬值趋势已成为共识,但贬值的幅度和方式仍存在一定分歧。多数内资机构预计截至今年年底,人民币兑美元累计贬值幅度将达5%~10%左右,而不少外资机构的预计则更为大胆,人民币兑美元累计贬值幅度将达10%~15%左右。

不过,一些业内人士提醒称,过去两三年,美元相对于绝大部分货币大幅升值,但自美联储加息后,美元的相对优势正在收敛,预计美元指数在今年不会一直处于上升通道,个别时段会出现回调;欧日两大非美货币也有可能出现阶段性扭转,出现上涨的情况,因此,对于要维持CFETS指数稳定的人民币而言,今年人民币兑美元的走势并不会处于单向贬值,双向波动会进一步加剧。

双向波动所带来的人民币汇率弹性的增加,正成为汇率不确定性的一大原因。“人民币汇率弹性已成为新的不确定性的重要来源,而非抵御外部冲击的缓释机制。人民币近期进一步贬值的风险显著上升,而其调整幅度仍取决于汇率政策的后续走向。”梁红称。

不过,虽然近日人民币汇率连续贬值,但并不意味着央行对汇率的大幅波动会坐视不管。昨日海外媒体报道称,央行正考虑出台更多措施避免汇率大幅波动,考虑的措施主要为限制游资特别是外资炒作,或利用离岸、在岸汇差进行套利,加大对虚拟贸易背景交易的核查力度。

央行官网昨日刊文称,2015年8月11日央行完善人民币对美元汇率中间价报价机制,这一改革使得人民币对美元中间价更能反映外汇市场供求力量变化,提高了中间价报价的合理性。

文章称,从过去5个月的运行情况看,人民币对美元中间价与上日银行间外汇市场收盘汇率的一致性非常高。2015年8月11日至2015年末,两者平均点差为33个基点,比2015年初至8月10日的平均点差下降了874个基点。人民币对美元中间价与市场汇率之间的偏差得到了有效校正,中间价的市场化程度和基准性显著提高。

文章表示,未来人民币对美元中间价将继续按照完善后的报价机制进行调节,更多发挥市场汇率的作用,进一步提高中间价的市场化程度和基准性,保持人民币汇率对一篮子货币在合理均衡水平上的基本稳定。

资本外流可控

人民币汇率贬值,理论上会对股市、债市、资产价格、资本流动等造成一定影响,但究竟具体会产生何种变化,目前市场尚未统一共识,不少市场人士表示仍需进一步观察。

安信证券首席经济学家高善文表示,汇率和资本流动,同股票市场波动之间的联系机制比较复杂,概括起来,包括以下三种情形:一是国内利率水平的下降,引发了资本的流出、汇率的贬值,同时驱动了股票市场的上涨。二是境外利率的上升,驱动了跨境资本的流出和本币汇率的贬值,同时导致了国内股票市场的下跌,过去两三年不少新兴国家在一定程度上面临此局面。三是在固定汇率制度下,投资者对于本币币值稳定信心缺失,引发恐慌性的资本外逃,并导致了股票市场的下跌。极端的情形是亚洲金融危机,去年8月份我国在一定程度上有所体现。

“目前在汇率层面,我国面临的困难和问题在于:一是我国对汇率仍然存在较多的管制,并希望从有管制的汇率制度转向一个不管制的汇率制度,转换的过程很难说一帆风顺;二是鉴于中国在全球经济中举足轻重的地位,人民币汇率水平的变化具有全球性的影响,这种影响对人民币汇率的波动、人民币汇率的改革也形成了很大的制约。”高善文说。

就股票市场而言,虽然今年人民币兑美元若继续贬值,其对股市的影响尚难确认,但7日A股市场开市半小时之内就再次启动熔断机制,提前收盘,仍对市场造成不小恐慌,前一日人民币汇率的大跌就被认为是导致次日股市大跌的主要原因。对于债券市场,中信建投证券首席宏观分析师黄文涛认为,如果人民币贬值引发资金巨量流出,重灾区应是房地产和股票等高风险市场,如果这种情况发生,债券市场反而是避险领域。

“当然,这种假设发生的概率不大,相信政府会及时采取措施遏制汇率大幅波动。如果资金少量流出,则降准足以对冲资金外流,不会引起恐慌。”黄文涛说。

提及资本流动,目前市场的主流观点仍认为人民币此轮贬值并不会引发巨量的资本外流。

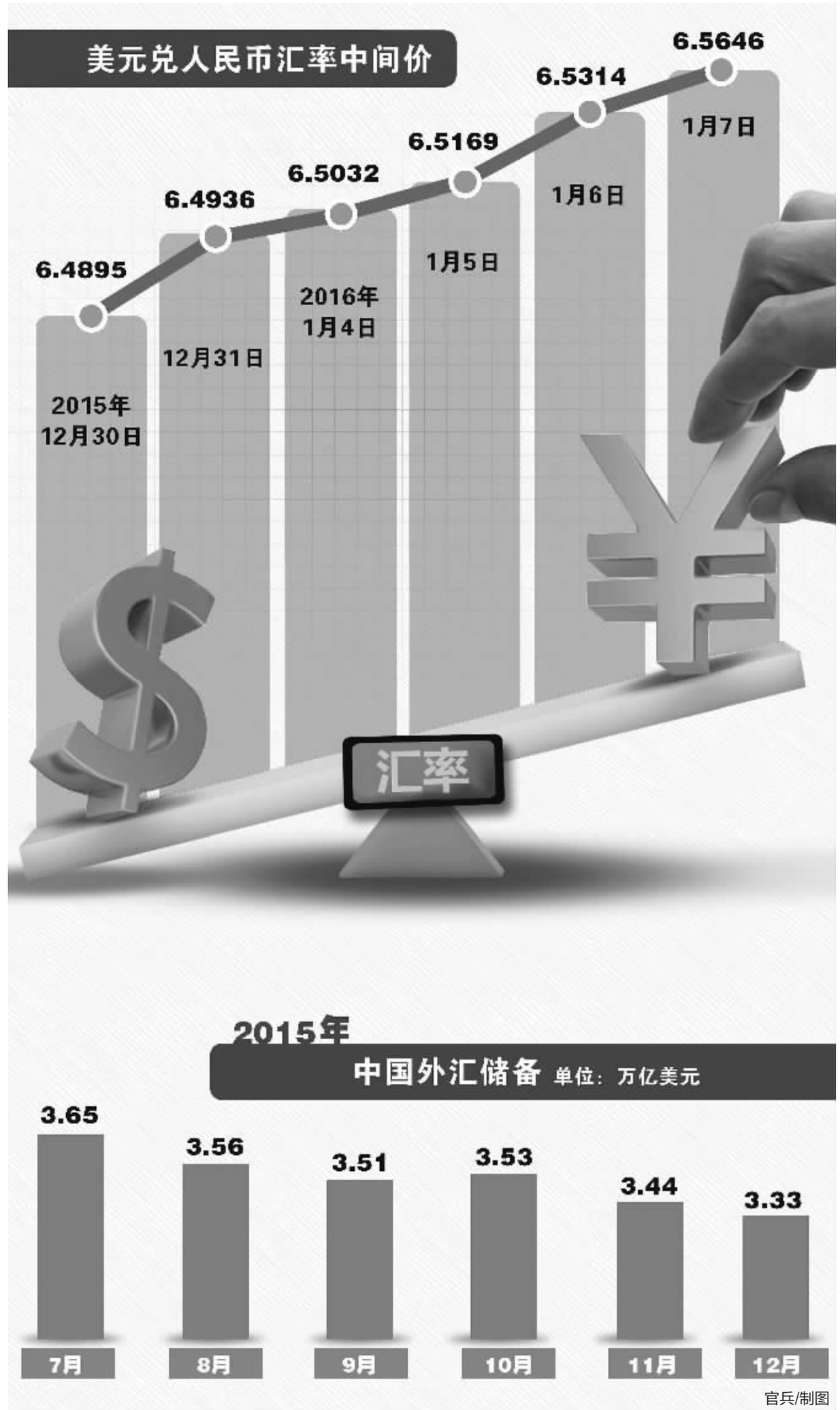
黄文涛称,从近期的政策走向看,推动贬值与收紧资金流出渠道是组合动作。央行似乎也有意顺水推舟,只是在控制节奏。“既然要做,又有‘8·11汇改’的经验教训,相信人民币贬值和资金流出的风险可控。”

中金公司研报也认为,中国的资本账户在资金外流渠道实际上是管制越来越严格。QDII和RQDII等向境外投资的渠道基本上已经暂停,居民向境外汇款也受到更为严格的监控,地下钱庄已经被严厉打击,加上央行对银行和企业的购汇行为都进行了严格的监控和约束,资金外流并没有想象中的那么容易。

值得注意的是,即使汇率贬值引发的外溢效应或许有限,但仅就近几日的情况看,人民币大跌确实引发了市场的恐慌和震荡,不少金融从业者向证券时报记者表示,对目前央行关于人民币汇率的政策意图看不清,希望央行能提高透明度,及时与市场沟通政策立场。

“汇率管理不宜采取机会主义,关于政策立场的有效沟通以及维护该立场的断然有效措施有助于在市场波动时减少‘羊群效应’,实现人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。显然,市场目前还没有看到这方面的具体进展。”梁红称。

兴业证券首席宏观分析师王涵称,近日人民币汇率期权隐含波动率曲线在短期出现倒挂,隔夜期权波动率提高,显示市场对央行汇率政策的恐慌情绪上升,市场认为央行再次成为汇率风险的主要来源。



官兵/制图

去年12月我国外储创单月最大降幅

或令人民币汇率走势雪上加霜

证券时报记者 孙璐璐

昨日公布的2015年12月外汇储备数据或令人民币汇率走势雪上加霜。数据显示,截至去年12月末,中国外汇储备为3.33万亿美元,较上月末大降1079亿美元,创历史最大单月降幅,远超市场预期。

业内普遍认为,12月外汇储备巨量下跌与资本外流规模加大有关。招商银行总行资产管理部高级分析师刘东亮称,去年12月美元偏弱,非美货币普遍有所反弹,因此外汇储备不应存在显著的汇率估值损失;此外,去年12月央行干预人民币汇率的力度有所减小,对外汇储备的主动消耗应低于前几个月。

“超预期的降幅可能对应的是资本外流规模加大,这也可以解释当月央行为何会暂停部分外资行的跨境业务。”刘东亮称。

证券时报记者了解到,央行去年12月末对个别外资行进行窗口指导,暂停其跨境及其参加行的境内外汇业务,目前涉及的外资行包括渣打银行、星展银行、德意志银行等。据一家外资行人士介绍,目前在岸和离岸人民币价差较大,境外银行可通过境内代理行购买或售出人民币,从事跨境人民币购售业务等存在丰厚的汇差套利空间。

央行官网昨日刊文称,一些投机势力试图炒作人民币并从中牟利,其交易行为与实体经济需求无关,不代表真正的市场供求,只会导致人民币汇率异常波动,向市场发出错误的价格信号。面对这些投机势力,央行有能力保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

不过,外汇储备的超预期大跌将加剧市场对人民币汇率的悲观情绪。刘东亮称,外汇储备超预期下降会令市场猜测,央行后续干预汇率难以保持足够的力度和节奏,因此可能不利于稳定汇率,资本外流压力恐将持续。

实际上,受人民币贬值预期影响,2015年多数月份外汇储备处于减少通道,若要缓解外汇储备的持续性减少,兴业银行兼华福证券首席经济学家鲁政委表示,要进一步加快人民币汇率的市场化改革,从而释放市场对人民币贬值的持续预期,继而缓解因此带来的外汇储备持续“失血”的问题。

更为重要的是,鲁政委认为,近期人民币汇率的波动和由此带来的外汇储备巨量减少,都是市场尚不适应人民币汇率改革的表现。“市场所说的汇率暴跌,只是因为过去人民币汇率不够市场化而导致走势太稳。在市场化的环境下,过于稳健是不正常的。感觉暴跌只是因为还不习惯,其实人民币汇率原本就不该那么‘稳’,未来波动将是常态,市场适应了就会理性冷静地看待人民币汇率的波动。”