

中国：人民币贬值趋势的伊始？

星期四，2016年1月7日

人民币中间价的大幅下跌引发了全球金融市场的新一轮波动，对中国经济前景和人民币进一步贬值的担忧再次成为焦点。

我们认为人民币贬值可能是对国内经济基本面的过度反应以及受到强势美元的驱动。然而，随着向贸易加权模式的趋近，2016年人民币的双向移动特征和灵活性将更加明显，这意味着人民币不是一个单向贬值或升值的货币。鉴于近日人民币大幅贬值，我们也调整了对美元/人民币的预测。

策略：考虑到近期的市场波动，美元/离岸人民币的平价波动率超过年化8%，高于8月期间的波动。由于我们不认为8月“意外贬值”的事件会重演，即使在技术层面上美元/离岸人民币可能会超买，我们也会更谨慎地调整波动率，而不是彻底的短期美元交易。

人民币汇率大幅走弱

中国人民银行今天上午（2016年1月7日）公布的人美元/人民币中间价为6.5646，比前一天的6.5314低了0.5%。在连续3天0.2%的变动后，这是自8月13日（人民币中间价机制改革）以来最大的百分比和基点的跌幅。

年初至今，即期外汇市场在岸人民币汇率下降了约1.50%至6.5920/美元，离岸人民币汇率下降约1.75%至6.3830/美元。人民币中间价已经由2015年12月31日的6.4936降到今天的6.5646，贬值了1.09%。在岸-离岸人民币的点差从750点扩至创纪录的今天早些时候的1900点，后逐渐减至900点。这些变动同时也在影响股票市场，因为沪指在一大早创下7%的跌停后便中止交易，这已经是本周第二次熔断。全球金融市场由于货币和股票的疲软陷入动荡。据报道，离岸人民币市场受到干预，否则中间价不应该如此疲软。

现在的市场情况再次提出：人民币是否存在贬值通道？是否还有其他迫在眉睫的贬值因素？对于上述两个问题我们的回答是“很不可能”，因为这次人民币大跌并不是受基本面的调整，而可能由于美联储利率正常化和地缘政治紧张局势（“风险厌恶”）造成的强势美元，对中国经济前景的担忧，以及811汇改后人民币中间价形成机制的顾虑。

为什么人民币疲软？

美联储利率正常化后，美元比我们预期要强势许多，而且在中东地区和朝鲜边缘政治局势紧张情绪下会更加坚挺。我们认为，在美国联邦政府的政策预期和其他央行减缓宽松政策的趋势下，美元可能在 2016 年下半年才逐渐趋软。

对中国经济前景的担忧也反映在看空人民币上。虽然风险存在于广泛的经济领域，我们认为这种过于消极的观点有些夸大，不合理的经济基础使整体经济增长更为缓慢。例如，在一个大基数下，中国 2014 年 1% 的增长率将有 554 万亿元的产出，比 2004 年的 2410 亿元产出多 2.6 倍。从另一个角度看，2014 年 7.3% 的 GDP 增长率是近 24 年来最慢的一次，相当于 2004 年增长的 18%。如此一来，中国所谓的经济放缓掩盖了一些事实。

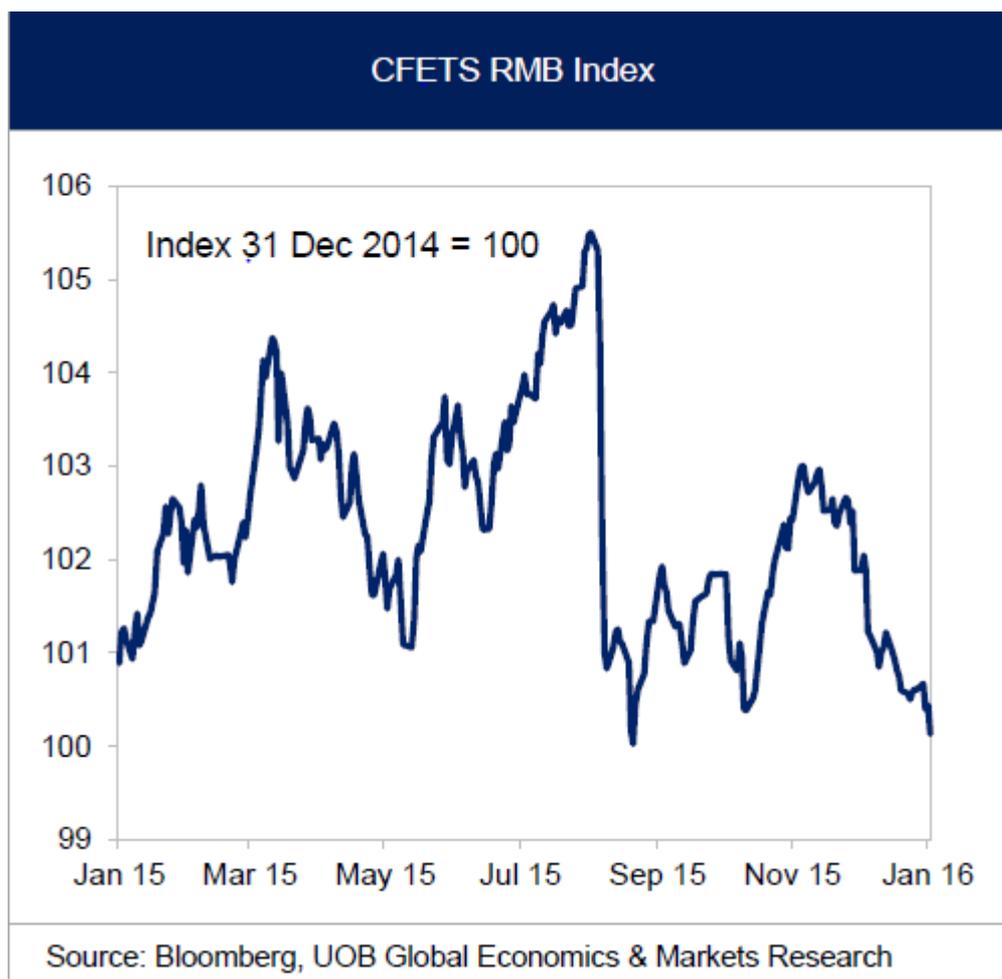
FX OUTLOOK	07 Jan 16	End 1Q16F	End 2Q16F	End 3Q16F	End 4Q16F
USD/JPY	118.1	126	127	128	129
EUR/USD	1.082	1.12	1.13	1.13	1.14
GBP/USD	1.463	1.50	1.51	1.54	1.56
AUD/USD	0.704	0.74	0.74	0.75	0.76
NZD/USD	0.663	0.65	0.65	0.66	0.67
USD/SGD	1.435	1.45	1.46	1.44	1.42
USD/MYR	4.411	4.33	4.36	4.25	4.20
USD/IDR	13,900	14,100	14,300	14,000	13,900
USD/THB	36.3	36.2	36.5	36.8	37.0
USD/PHP	47.1	47.5	48.0	47.0	46.0
USD/INR	66.9	68.0	69.5	68.0	66.0
USD/TWD	33.3	33.9	34.1	33.9	33.6
USD/KRW	1,197	1,190	1,220	1,180	1,160
USD/HKD	7.75	7.80	7.80	7.80	7.80
USD/CNY	6.592	6.55	6.60	6.47	6.45

Source: Bloomberg, UOB Global Economics & Markets Research

就人民币中间价而言，8 月 11 日的中间价机制改革也导致人民币交易的持续性疲软。回顾一下，每日中间价的形成参考上一交易日银行间外汇市场下午 4 点半的收盘汇率。如果由于风险情绪、强势美元或对中国悲观看法等原因，人民币下午 4 点时的收盘汇率比较低，那么下一天人民币对美元的中间价很可能更低。市场（还有其他货币）会对早上的中间价作出反应，当天的交易更疲软，除非发生一些新的积极催化剂扭转情绪，打破这个自我循环。我们研究表明，高位美元/人民币中间价导致高位美元/人民币收盘价，进而导致下一天高位美元人民币中间价的概率达到 70%。基于当前的情形，人民币疲软未被上述国内基本面调整，人民币可能会持续贬值。即使考虑到令人失望的制造业 PMI 数据，没有任何迹象表明经济活动会持续恶化。

随着中国已经走向贸易加权的人民币模式，美元/人民币（或美元/离岸人民币）取决于人民币指数和其他货币的波动。在 2015 年年底，人民币指数收盘价报 100.94，较 2014 年高 0.94%。最近在岸和离岸人民币市场动荡频繁，今早人民币指数走软至 100.2。当局依旧保持谨慎，以确保

汇率没有继续贬值的基础，保持人民币对一篮子货币的稳定。在其他货币保持在当前水平情况下，保持人民币指数在 100 左右就意味着美元/人民币在 6.62 的水平。如果认为人民币指数走软，比如在 90.0 左右，意味着美元/人民币应该在 7.30，我们认为这是夸大了经济基本面的影响，并可能引发与其他亚洲货币类似的不良反应（“货币战争”）。



如上所述，我们提高对美元/人民币的预测以反映连日高位美元/人民币中间价。我们把 2016 年第一季度末的美元/人民币预测从 6.45 修正为 6.55，第二季度末的预测从 6.51 修正为 6.60。鉴于我们认为美元在 2016 年的下半年处于轨迹的低点，我们对三、四季度的预测保持不变。更重要的是，央行在 2016 年继续执行贸易加权模式，人民币的双向移动和灵活性将更加明显。这意味着对货币进行单向赌注的风险将越来越大。

外汇策略（Peter Chia）

今天的美元/人民币中间价定在 6.5646，超过了昨天的中间价 6.5314，成为 8 月 13 日以来的最高值。昨天下午 4 点 30 分，在岸美元/人民币收 6.5554。中东地区的地缘政治发展和北韩声

称成功测试氢弹致使美元走弱的背景下，人民币中间价调高 100 个基点对于央行来说无疑是意料之外。也许这个中间价是做市商报了更高的基点。

技术层面上，相比于传统指标（如 RSI，在 79 左右），美元/离岸人民币（与在岸-离岸人民币点差）看起来是在超买区。

在沪市本周第二次熔断和人民币失控情绪高涨的背景下，央行更难以通过政策或窗口指导来稳定市场。今天上午确实有报道称离岸人民币市场受到干预，使在岸-离岸人民币点差从周三晚上创纪录的 1700 点降到今早的 970 点。

同时中国外汇交易中心人民币指数已跌至 8 月人民币贬值时的支撑关口。

考虑到近期的市场波动，美元/离岸人民币的平价波动率超过年化 8%，比 8 月时的数据更高。由于我们不认为 8 月“意外贬值”的事件会重演，即使在技术层面上美元/离岸人民币可能会超买，我们也会更谨慎地调整波动率，而不是彻底的短期美元交易。基于上述观点，卖 3 个月 6.7000 的美元/离岸人民币跨式期权组合可以获得 2.25%，到期两端的盈亏平衡点分别为 6.5492 和 6.8507。