



对汇改新政政策动因、市场反应及 商业银行的影响解析

要点:

负责人: 詹向阳 樊志刚

国内宏观经济研究团队:

樊志刚 赵幼力 王小娥 朱 妮
李 露 杨 苒

执笔: 杨 苒 朱 妮

yangxing@icbc.com.cn

zhuni_csjr@icbc.com.cn

相关研究:

2012/4/24 《中国房地产市场是否存在硬着陆风险?》

2012/4/27 《“硬着陆”近忧易解
“调结构”远虑难破——2012年1季度
中国经济金融走势、政策分析及
展望》

重要声明: 本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料, 但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见, 不构成对阅读者的任何投资建议。本报告(含标识和宣传语)的版权为中国工商银行城市金融研究所所有, 仅供内部参阅, 未经作者书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

- 本次汇率改革的本质在于减少对人民币汇率的行政干预, 进一步培育外汇市场的价格发现功能, 增强人民币汇率弹性。
- 从长期来看, 汇率改革是我国金融改革的大势所趋; 从中期来看, 当前人民币双向波动、涨跌互现态势是推进汇率改革难得的时间窗口; 从短期来看, 汇改新政促使美国重新评估中国汇率制度。从市场反应来看, 新政对人民币兑美元汇率走势影响有限, 新政出台是对前期人民币兑美元双向波动、涨跌互现走势的承认和顺应, 其象征意义大于实质意义。
- 我们认为人民币长期持续单边升值时代已经结束, 短期内, 人民币兑美元汇率将呈现升值与贬值交替出现的盘整局面; 中长期看, 人民币仍将呈小幅升值态势。
- 汇改新政对商业银行的影响包括: 人民币资金紧张程度提高, 外汇资金紧张程度缓解; 给商业银行拓展人民币外汇避险产品发展带来良好机遇的同时, 在一定程度上也加大了商业银行外汇综合头寸管理的难度。

Analysis for The Policy Background , Market Reaction and Impact of Commercial Banks about The New Policy of The Reform on Exchange Rate

Executive Summary

The reform on exchange rate aims to reduce administrative intervention to RMB exchange rate, foster price discovery function of foreign exchange market and increase the flexibility of RMB. In the long run, the reform on exchange rate represents the trend of China's financial reform. From the mid-term view, this period was the wonderful opportunity to push forward reform when the RMB exchange rate floats two directions and appreciates or depreciates alternately. From the short-term view, the drive has promoted The United States to re-evaluate China's foreign exchange rate system. The reaction of market to the reform has been limited, so we deduce that the policy was the recognition from the government to the two direction floating trend of RMB. The policy has more symbolic meaning than virtual meaning. We believe the time when RMB consistently appreciates for a pretty long period has been over. At the time being, RMB may continue its two direction floating trend. In the middle and long term, RMB will keep on moderately appreciating. The new policy would affect commercial bank in following



aspect: RMB fund may become scarcer while foreign exchange fund become ampler. The commercial bank would embrace the opportunities to develop Hedging products while face more difficulties in managing foreign exchange cash.

目 录

一、近期汇改新政的主要内容 1

二、政策出台的主要动因 1

 （一）长期趋势：汇率改革是我国金融改革的大势所趋..... 1

 （二）中期环境：去年 4 季度以来是推进汇率改革难得的时间窗口 2

 （三）短期时机：汇改新政促使美国重新评估中国汇率制度 3

三、对下阶段汇率走势的预测 3

 （一）汇改新政实施一周的市场反应..... 3

 （二）对下一阶段的汇率变动预测..... 4

四、对商业银行业务的影响 5

五、主要结论 6

图目录

图 1 人民币兑美元CNY、CNH、NDF（一年期）走势（2011. 1-2012. 4） 2

图 2 人民币兑美元CNY最高价与最低价日间差异（2012. 1-2012. 4） 4

图 3 中国经常项目盈余、贸易差额盈余占GDP比重（2000. 12-2011. 12） 5



4 月 14 日，中国人民银行公布自 4 月 16 日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价日间波动幅度由 0.5%扩大至 1%。这是继 2007 年 5 月中国人民银行宣布人民币兑美元日间汇率浮动幅度由 0.3%扩大至 0.5%后，汇率波动幅度的再度扩大。本文旨在对该政策出台的动因、市场反应、下一阶段人民币汇率走势以及对商业银行相关业务的影响进行深入分析。

一、近期汇改新政的主要内容

本次新政主要包括三项内容：一是银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价日间波动幅度由 0.5%扩大至 1%。二是外汇指定银行为客户提供当日美元最高现汇卖出价与最低现汇买入价之差不得超过当日汇率中间价的幅度由 1%扩大至 2%。三是允许国内外汇市场参与者持有人民币兑外币的多头头寸。为防止人民币升值压力加剧，自 2005 年 9 月起我国开始禁止银行持有隔夜人民币多头头寸。这三项举措的本质均在于减少对人民币汇率的行政干预，进一步培育外汇市场的价格发现功能，增强人民币汇率弹性。

二、政策出台的主要动因

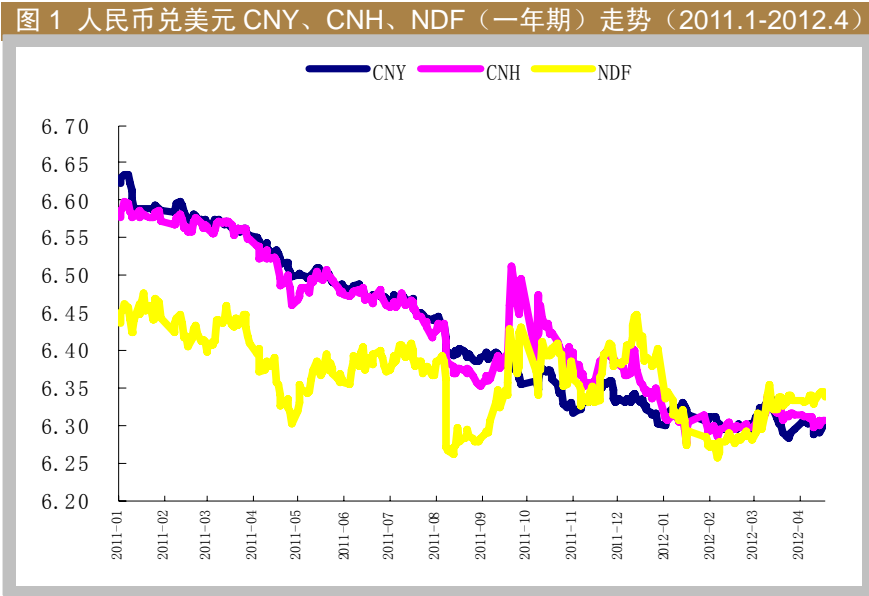
（一）长期趋势：汇率改革是我国金融改革的大势所趋

分析目前的国内外形势，我国金融改革当前面临的最大挑战，是如何在国内各种复杂的矛盾中，始终如一地坚持市场化导向原则，这也是金融改革的方向所在。当前我国金融改革和开放的核心内容是利率市场化、汇率形成机制改革、资本账户开放和人民币国际化。人民币汇率形成机制的市场化既是资本项目开放的条件，也是人民币国际化的前提。此外，推进汇率改革不仅是国内金融改革的重要内容，还将减少央行为保持人民币汇率相对平稳被动买入或卖出外汇的压力，其宏观调控自主性将会得到有效提升。与“温州金融改革综合试点”一样，汇率改革新政的出台，正是我国政府克服国内外复杂局势影响，坚定不移推进金融体制市场化改革的体现。

(二) 中期环境：去年 4 季度以来是推进汇率改革难得的时间窗口

口

我们认为，只有当人民币汇率形成双向波动格局、市场涨跌预期互现时，才是扩大人民币汇率弹性的有利时机。若在人民币处于升值通道之际扩大浮动幅度，将进一步强化市场升值预期，对我国外贸出口形势不利；若在人民币贬值过程中扩大汇率波幅，则可能加剧资本流出，对金融稳定带来冲击。2011 年 9 月底以来，我国相继出现经常项目顺差减少甚至逆差、资本流入放缓甚至流出的现象，国际收支逐步接近均衡状态，人民币对美元汇率一改单一升值走势。在岸即期市场汇率于今年一季度仅升值 0.1%，并于 1 月和 3 月上旬都出现了较大幅度和较长时间的贬值走势，3 月还多次出现中间价超过 100 个基点的大幅涨跌，3 月 12 日人民币对美元汇率中间价下跌 209 基点，浮动幅度高达 0.33%，创一年半以来最大单日跌幅¹。同时，汇率预期也开始由单边预期转变为双向预期，从香港市场无本金远期交割 (NDF) 市场看，从 2011 年 9 月份开始，人民币对美元汇率预期就开始双向波动（见图 1）。



¹ 2010 年 8 月 12 日，人民币中间价较上一交易日下跌 247 个基点。



资料来源：Bloomberg，CEIC，城市金融研究所宏观经济金融数据库（ICBC），除特别注明外，下同。

（三）短期时机：汇改新政促使美国重新评估中国汇率制度

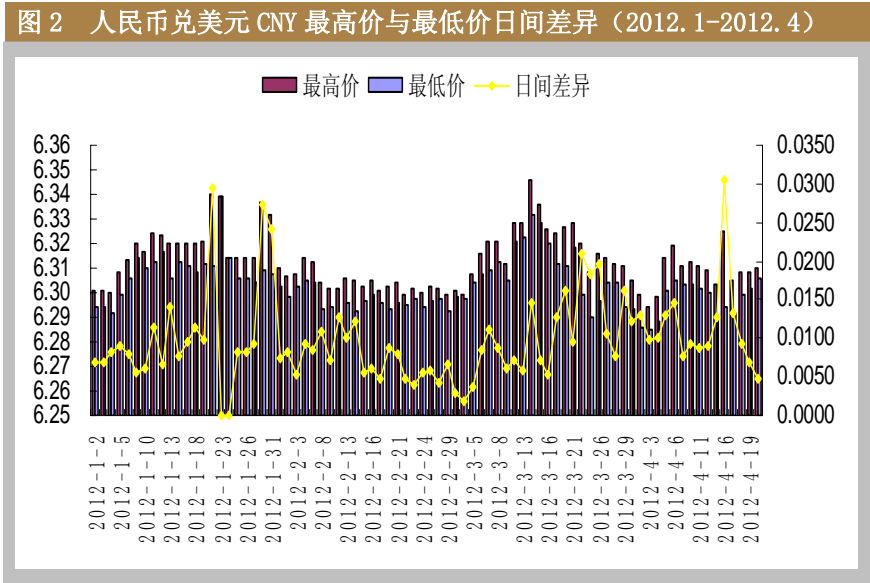
每年 4 月 15 日是美国半年度汇率报告的发布时间。央行选择在此之前出台汇改新政，将缓解以美国为首的一些贸易伙伴国对于中国汇率政策的指责。事实证明，就在新政出台之后，美国财政部即发布声明，将推迟发布半年度的针对主要贸易对象的《国际经济和汇率政策报告》，说明美国将重新评估中国的汇率制度。4 月 17 日，国际货币基金组织（IMF）发布最新《全球经济展望》报告，大幅下调中国今年经常帐户盈余占 GDP 比重的预测至 2.3% 水平，撼动了以美国为首的鼓吹人民币被大幅低估的理论基础，从 IMF 角度借以施加的人民币汇率升值压力因此明显缓和。

三、对下阶段汇率走势的预测

（一）汇改新政实施一周的市场反应

4 月 16 日至 20 日，央行扩大人民币兑美元汇率波幅后一周，人民币兑美元 CNY（在岸价）呈现双向波动，但总体走势平稳。从汇率走势来看，4 月 16 日贬值 81BP，4 月 17 日升值 64BP，此后 3 天均为 60BP 以内的小幅贬值，波幅在 0.1% 以内；从日间波动看，除 4 月 16 日最高价与最低价差异达 304BP 以外，其余 4 天日间差异平均 85BP 左右，远低于 3 月份日均 100BP 左右的变动（见图 2）；从一周波幅来看，4 月 20 日较 16 日仅贬值 82BP，波幅 0.13%，为 3 月中旬以来一周波幅最小值。而 CNH（离岸价）即期交易与境内走势总体趋同，且汇差逐步缩小，表明离岸市场 CNH 受央行扩大波幅政策的影响较小。同时，人民币兑美元 1 年期 NDF 总体走势稳健，且自 3 月中旬以来报价均高于 CNH，表明当前市场对未来预期为小幅贬值。从市场反应来看，新政对人民币对美元汇率走势影响有限，汇率总体走势平稳，继续呈现双向波动，波动幅度甚至较政策出台之前缩小。说明新政的出台是对前期人民币兑美元双向波动，涨跌互现走势的承认和顺应，其象征意义大于实质

意义。

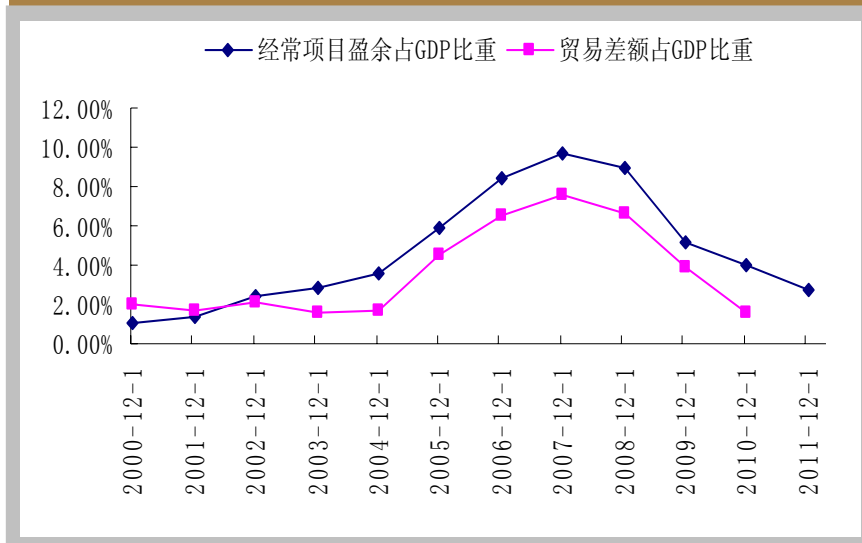


(二) 对下一阶段的汇率变动预测

随着国际金融危机后中国贸易顺差大幅度降低，中国经常账户盈余占 GDP 比重从最高时 2007 年超过 10% 开始逐步下降，至 2011 年已下降至 2.8%；相应地中国资本账户顺差也出现大幅度降低，甚至在去年的数个月出现了资本净流出现象。从国际上的经验标准来看，一般将经常账户相对于 GDP 比例不低于 $\pm 3\%$ 视为国际收支基本平衡（见图 3），这意味着人民币汇率或已基本接近均衡水平，人民币长期持续单边升值时代已经结束。短期内，1 季度中国经济下行压力较大，美国经济呈现复苏迹象，西班牙债务问题再次使得欧债危机被市场强化，导致美元指数阶段性走强，人民币兑美元汇率将出现升值与贬值交替出现的盘整局面。中长期看，由于我国仍处于重要战略机遇期，仍具备继续保持经济平稳较快发展的有利条件，随着中国经济成功步入新一轮可持续增长轨道，增长潜力得以充分挖掘，人民币总体仍呈小幅升值态势。



图 3 中国经常项目盈余、贸易差额盈余占 GDP 比重 (2000.12-2011.12)



四、对商业银行业务的影响

首先，人民币资金紧张程度提高，外汇资金紧张程度缓解。汇率弹性的加大和人民币对美元的双向波动态势将减少外汇占款的被动投放，如存款准备金率不及时下调，商业银行体系的人民币资金将较为紧张。在人民币升值预期缓解，甚至出现贬值预期的情况下，企业和居民持有外币的积极性大为提高，结汇和售汇意愿较为匹配，商业银行的外币资金来源拓宽，持续几年的商业银行外币资金紧张的局面将大为改观，有利于其外币资产业务的开展。

其次，人民币汇率日间波动幅度扩大对将对商业银行的结售汇业务及人民币外汇交易业务发展产生重要影响。一是一定程度上加大了商业银行外汇综合头寸管理的难度，增加了结售汇业务报价平盘及头寸管理的风险。二是带来利用市场波动提高交易收益的机遇，商业银行积极利用银行间外汇市场交易，通过波段操作获取更高做市收益。三是为商业银行外汇避险产品发展带来机遇。商业银行将快速拓展人民币外汇远期及期权等衍生产品，及开发包括人民币外汇衍生产品在内的组合产品带来了发展机遇。

五、主要结论

本次汇率改革的本质在于减少对人民币汇率的行政干预，进一步培育外汇市场的价格发现功能，增强人民币汇率弹性。从长期来看，汇率改革是我国金融改革的大势所趋；从中期来看，当前人民币双向波动、涨跌互现态势是推进汇率改革难得的时间窗口；从短期来看，汇改新政促使美国重新评估中国汇率制度。从市场反应来看，新政对人民币对美元汇率走势影响有限，新政出台是对前期人民币兑美元双向波动，涨跌互现走势的承认和顺应，其象征意义大于实质意义。我们认为人民币长期持续单边升值时代已经结束，短期内，人民币兑美元汇率将呈现升值与贬值交替出现的盘整局面；中长期看，人民币仍将呈小幅升值态势。汇改新政对商业银行的影响包括：人民币资金紧张程度提高，外汇资金紧张程度缓解；给商业银行拓展人民币外汇避险产品发展带来良好机遇的同时，在一定程度上也加大了商业银行外汇综合头寸管理的难度。