



金融研究总监：詹向阳

国内宏观经济研究团队：

樊志刚 赵幼力 王小娥 朱妮
杨苒 李露 孙含越

执笔：李露 孙含越

lilu_csjr@icbc.com.cn

相关研究：

2014/3/3 《外贸高增长难掩经济放缓态势 存贷相背离预示资金成本上升——2014年2月国内经济、金融动态月报》

2014/1/21 《新一轮改革助推中国经济换挡升级——2013年中国宏观经济金融走势、政策分析及2014年展望》

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（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，仅供我行内部参阅，未经书面许可，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。

人民币汇改更进一步 改革意义强于实际影响 ——央行扩大人民币汇率波幅解析

要点：

- 2014年3月15日，央行宣布自3月17日起，扩大银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度至2%。这是央行继2007年和2012年之后第三次扩大人民币汇率波动区间，表明人民币汇率市场化进一步向前迈进。
- 央行此番扩大波幅的时机把握十分精到，凸显了将人民币汇率改革不断向前推进的决心，央行表态基本退出常态式外汇干预也给货币政策留出了更加灵活的空间。但是，对本次政策举措不宜过度解读，相比于汇率波动幅度，培育形成更加完善的人民币汇率中间价形成机制对于人民币汇率制度改革更为重要。
- 下一阶段人民币汇率走势不会受到扩大波动幅度的影响，将呈现出短期双向波动、中长期小幅升值的态势。扩大汇率波动幅度会使套利资金面对较大的汇率风险敞口，套利难度上升，有利于减缓套利资金的流入。
- 商业银行应关注本次政策对外汇风险、交易业务和信用风险的影响，作好充分应对。

目 录

一、央行扩大人民币汇率波动幅度的背景及主要情况..... 1

（一）扩大人民币汇率波幅的背景..... 1

（二）此次扩大汇率波动幅度的主要情况..... 2

二、对央行扩大人民币汇率波幅的解读..... 2

（一）凸显了央行不断推进汇改的决心..... 2

（二）央行基本退出常态式外汇干预给货币政策留出灵活空间..... 3

（三）对本次政策举措不宜过度解读..... 3

三、下一阶段人民币汇率以及跨境资金的走向..... 4

（一）人民币汇率：短期双向波动，中长期小幅升值..... 4

（二）跨境资金：套利需求减退，跨境资金流入减缓..... 5

四、对商业银行的影响..... 5



2014年3月15日晚间，央行宣布自3月17日起，扩大银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度至2%。这是央行继2007年和2012年之后第三次扩大人民币汇率波动区间，表明人民币汇率市场化进一步向前迈进。本文分析了此次政策出台的背景，对政策内容进行了解析，预判了下一阶段人民币汇率和跨境资金的走势，并对商业银行进行相关提示。

一、央行扩大人民币汇率波动幅度的背景及主要情况

（一）扩大人民币汇率波幅的背景

首先，近年我国外汇市场不断完善，交易量持续增长，交易品种不断增加，交易主体控制风险的能力逐步提高，自主定价的意愿日渐增强，扩大人民币汇率的波幅区间有利于增大人民币汇率的弹性，更好地适应外汇市场的发展。2013年我国经常项目顺差与GDP之比已降至2.1%，国际收支趋于平衡，人民币汇率不存在大幅升值的基础；我国财政金融风险可控，外汇储备充裕，抵御外部冲击的能力较强，人民币汇率也不存在大幅贬值的基础。目前，人民币汇率已非常接近其均衡水平，进一步扩大汇率波动幅度的条件已成熟。

第二，美国缩减QE将改变全球资本流向，中国经济增速放缓、下行压力加大会在一定程度上导致跨境资本流动、外汇占款增长的波动。尽管受贸易顺差规模较大、FDI稳定增长以及跨境资金流入的影响，今年1月份新增外汇占款大幅增加。但2月份货物贸易逆差230亿美元，加上季节性因素的影响，预计2月份新增外汇占款将有所下降，跨境资金流入也会呈现一定的放缓态势。在此情况下，扩大人民币汇率波幅有利于避免跨境资金的大幅波动。

第三，从今年年初开始，人民币对美元汇率中间价一改过去多年的单边升值趋势，自2月中旬以来，人民币兑美元贬值超过1%，并且双向波动幅度明显扩大。2月28日当天，人民币兑美元汇率一度迅速大幅贬值，与前一天收盘价相比最大跌幅达524个基点。人民币对美元出人意料的突然性贬值以及持续，强制改变了市场预期，使得市场对人民币汇率走势产生了分歧。在此情况下，扩大人民币汇率波幅能有效避免立即出现明显升值或贬值的现象。

（二）此次扩大汇率波动幅度的主要情况

央行3月15日在其网站上发布公告称，自3月17日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由1%扩大至2%，即每日银行间即期外汇市场人民币兑美元的交易价可在中国外汇交易中心对外公布的当日人民币兑美元中间价上下2%的幅度内浮动。同时，还宣布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2%扩大至3%。公告称，在当前我国外汇市场健康发展、交易主体自主定价和风险管理能力不断增强的背景下，此举旨在顺应市场发展要求，加大市场决定汇率的力度，建立以市场供求为基础、有管理的浮动汇率制度。

自2005年7月人民币汇率制度改革以来，此次为人民币兑美元汇率波幅的第三次扩大。此前，2007年5月21日人民币汇率日间波动幅度由0.3%扩大至0.5%，2012年4月14日又由0.5%扩大至1%。分阶段、有步骤地扩大汇率波动幅度充分考虑了经济主体的适应能力，调整幅度亦在各类市场主体可承受的范围内。总体来看，此次将人民币对美元汇率浮动幅度扩大至2%是适当的，风险也是比较小的。

二、对央行扩大人民币汇率波幅的解读

（一）凸显了央行不断推进汇改的决心

自2005年7月人民币汇率制度改革启动以来，人民银行始终坚持市场化、渐进式的改革方向，既推动汇率市场化，又注重控制好改革的时机、力度和节奏，防止因汇率大幅波动给经济运行带来冲击，最终构建真正反映市场供求变化的有效的汇率机制。从现实情况看，汇改8年多以来，人民币放弃盯住美元转而关注对一揽子货币的币值变化，人民币明显升值更加契合经济基本面走势，国际市场上认为人民币被严重低估的声音逐渐减弱，认为人民币汇率接近均衡水平日益成为共识，汇改成效显著。但同时，2013年上半年人民币汇率背离基本面的升值异动，以及2013年5-8月跨境资金的异动，亦反映出人民币汇率形成机制还需加紧完善。如前所述，此次是汇改以来第三次扩大人民币汇率波动幅度，凸显了央行将人民币汇率改革不断向前推进的决心，反映出央行顺应市场发展的要求，加大市场决定汇率的力度，增强人民币汇率双向浮动弹性，进一步建立以市场供求为基础、有管理的浮动汇率制度。



（二）央行基本退出常态式外汇干预给货币政策留出灵活空间

央行在《就扩大人民币汇率浮动幅度答记者问》中明确表示，下一步将基本退出常态式外汇干预，建立以市场供求为基础，有管理的浮动汇率制度。这给汇率政策创造了更加灵活的空间，也给货币政策带来更大的操作空间，有助于进一步提高货币政策的独立性和有效性。同时，随着央行真正退出常态式外汇干预，我国多年来以外汇占款为货币发行重要渠道的“中国式”货币发行机制也将发生变化，外汇占款作为货币创造渠道的作用将逐渐弱化。但是，央行同时表示，如果汇率出现异常大幅波动，将会实施必要的调节和管理以维护人民币汇率的正常浮动。这也向市场宣示，在人民币汇率市场化的进程中，央行保留对人民币汇率进行必要干预和调节的权利。

（三）对本次政策举措不宜过度解读

国际市场外汇交易的历史数据显示，自由浮动、不受约束的货币很少在一天内对美元上升或下跌逾1%。即便是欧元兑美元这种波动率较大的货币对，过去14年的交易记录中单日涨跌幅超过2%的情况也极为罕见。从国内银行间市场的交易情况看，自2012年4月人民币汇率日间波幅由0.5%扩大至1%以后的近两年时间里，人民币汇率的日间交易波幅也鲜有触及1%涨跌幅上限的情况。即便是2月份人民币大幅走弱，波动幅度明显扩大，人民币汇率日均波幅也不到0.3%，2月28日当天人民币汇率波幅达到最高，日波动幅度也未达1%。一定程度上来说，将人民币汇率的日间波幅扩大至2%基本等同于允许其自由浮动。因此，此次扩大人民币汇率波幅的政策举措对于未来人民币汇率波动幅度的影响将比较有限。

总体来看，此次汇率政策较央行2012年4月推出的政策略显单薄。相对于汇率波动幅度，作为银行间即期外汇市场和银行柜台交易汇价的基准——中国外汇交易中心对外公布的人民币对美元等货币的汇率中间价，对人民币汇率走势具有更加重要的决定作用。在中间价形成机制不变的情况下，扩大波幅有助于更充分地反映市场预期，但对人民币即期汇率波动中枢基本没有影响。从这个角度来说，培育形成更加完善的人民币汇率中间价形成机制对于人民币汇率制度改革更为重要。

需强调的是，扩大人民币汇率波动幅度是央行放松人民币汇率管制若干举措中的一步，而汇率改革的目标也绝不仅仅是简单的放开汇价，其最终目标是构建有效的汇率形

成规则，使其真正随市场供求而变，使汇率市场更有效率。如果这一目标无法实现，单单放大波动区间，汇率的弹性不仅不会提高，反而会强化市场的一致性单边预期，导致汇率超调，对实体经济不利，也会增加跨境资本异动的风险。

三、下一阶段人民币汇率以及跨境资金的走向

（一）人民币汇率：短期双向波动，中长期小幅升值

扩大人民币汇率波幅是增强人民币汇率双向浮动弹性的制度安排，与人民币汇率升贬没有直接关系。人民币汇率变化主要取决于以国际收支为基础的外汇供求状况。随着汇率市场化形成机制改革的推进，未来人民币将与国际主要货币一样，有充分弹性的双向波动会成为常态。因此，日间波动幅度的扩大不会对人民币汇率产生方向性或趋势性的影响。

当前市场对人民币汇率下一步走势存在着一定的分歧，我们预计汇率波幅扩大后不会出现明显升值或贬值。短期来看，随着市场对人民币汇率的决定作用日益增强，人民币对美元汇率年内破“6”概率很小，预计将呈现先贬后升再贬的双向波动走势，这主要基于内外两方面原因：**首先**，国内来看，中国经济能否实现软着陆将最终决定人民币的汇率走势。今年一、二月份我国宏观经济数据表现疲弱，投资、消费和进出口等多个方面的增速均出现回落，成为诱发人民币近期连续贬值的重要原因。在当前国内经济面临较大困难和挑战的情况下，政府会通过增加对保障房和棚户区改造、中西部基础设施等项目的投资以实现短期稳增长、长期调结构的目标。同时，将更加注重释放改革红利给企业松绑，发挥民间资本的积极性，大力发展服务业，促进经济结构转型。我们预计前三季度 GDP 增速会逐季回升，第四季度有所回落。人民币汇率也将随宏观经济走势变化呈现出较为一致的走向。**其次**，国外来看，美联储退出 QE 步伐的快慢会影响人民币汇率走势。尽管美国退出 QE 将持续进行，但是，美国近期就业数据不稳定增大了其退出 QE 节奏的不确定性，未来美元走势也面临一定的不确定性，将在一定程度上增大人民币汇率的波动性。

展望中长期，从经济基本面来看，宏观调控底线思维的背景下，主动改革带来的经济下行压力基本可控，我国经济总体将较平稳运行，世界经济温和复苏也有利于出口贸易恢复，为人民币汇率提供坚强后盾。从政策需要来看，人民币国际化和资本项目开放都需要人民币币值保持相对坚挺，央行亦表态会对人民币汇率保留必要的调节管理。



因此，人民币汇率中长期仍将小幅升值。

（二）跨境资金：套利需求减退，跨境资金流入减缓

去年以来，外管局和海关严厉打击虚假贸易，跨境资金通过特殊监管区贸易流入已经有所减少。而汇率日间波动幅度的扩大以及人民币短期走势的不明朗，会使套利资金面对较大的汇率风险敞口，套利难度上升，锁定汇率风险又会导致套利利润减少，预计套利资金流入将进一步减缓。

除了套利需求减弱外，有真实贸易背景的资金结汇也会趋于谨慎，不急于结汇将导致外汇占款进一步下降。如前所述，预计今年2月份外汇占款将较1月份明显减少，3月份的情况可能也不乐观。目前国内经济环境与2012年4月份比较类似，且面临更大的挑战，当时扩大汇率波动幅度后，外汇占款持续减少，今年出现相似情况的可能性较大。外汇占款增长的明显放缓将增大央行货币政策的操作空间，货币发行力度将较前期有所下降，下一阶段社会流动性面临趋紧的压力。

四、对商业银行的影响

人民币汇率波动区间扩大对商业银行的影响主要包括以下方面：**首先，对汇率风险的影响。**随着人民币汇率波动区间的放大，汇率变化引起的月度间损益波动也会有所增加，给商业银行汇率风险管理带来新的挑战。为此，商业银行应密切跟踪人民币汇率走势以及央行操作模式的变化，不断调整优化汇率风险控制措施。**第二，对交易业务的影响。**人民币汇率波动区间扩大将刺激客户避险需求，通过向客户提供多样化、创新型产品，有利于拓展商业银行人民币外汇交易业务，同时，也有利于商业银行利用市场波动加大的机遇，提高报价灵活度，增加盈利空间。但是，人民币汇率波幅加大也会增大外汇交易业务客户违约的风险，需相应加强风险防控。**第三，对信用风险的影响。**对于外币质押贷款，人民币汇率波动的加大会放大押品价值的波动，需及时对押品估值以防范可能出现的信用风险。