

人民币：自救和时运扭转人民币双贬值

Thursday, June 16, 2016

美联储如市场预期，维持基准利率不变。不过亮点在细节里。首先，这次投票是全票通过的，就连之前两次会议投票支持加息的大鹰派堪萨斯城联储主席 Esther 都投票支持利率不变。其次，虽然美联储官员的今年加息中位数还是在 2 次没有变，但是 17 位参与点状图调研的官员里有 6 位认为今年只会加息一次，从 3 月的 1 位大幅上升。第三，2017 年和 2018 年联储利率中位数分别被下调 25 个基点和 62.5 个基点，长期利率由之前的 3.25% 被下调至 3%。

虽然美联储主席耶伦在稍后的新闻发布会中重申美联储的决定将取决于数据，并且未来任何会议都有可能加息。她用了双重否定表示 7 月在强劲的数据公布后加息不是不可能。但是气场明显弱了很多。市场已经清晰地意识到夏天加息的可能性已经非常低了。目前期货市场上 7 月加息的概率跌至 5.9%，而 9 月加息的概率也下滑至 24.3%。

受美联储加息预期弱化影响，隔夜市场上美元下滑。再次在关键时点拯救了人民币。人民币中间价也完成了 6.60 一日游。从周三的 6.6001 大幅回落至周四的 6.5739。无论是昨天的 6.6001 还是今天的 6.5739，本身并不算意外，基本是照着央行的“收盘汇率+一篮子货币变化”的剧本写的。只是昨天毫无阻力地轻松突破被市场誉为上半年底线的 6.60，着实让市场紧张了一把。

人民币双贬现象

自上周开始人民币再现令人担忧的双贬值现象，即人民币对美元和一篮子货币同时出现贬值。在昨天人民币中间价开在 6.6001 之后，人民币指数也从 6 月初的 97 上方跌至 95.88。

回顾今年以来，人民币对美元的贬值共经历了两个阶段。第一个阶段是年初，当时伴随着人民币中间价快速下滑，人民币对美元和人民币指数出现了双贬值现象，导致市场出现恐慌情绪，并最终触发了央行的大规模市场和政策干预。第二轮贬值则出现在 5 月，受美联储夏天加息预期上升支持，美元在全球范围内反弹，而人民币也跟随其他亚洲货币对美元单月贬值超过 1.6%，但是人民币指数却小幅上升。相较于 1 月那波贬值，5 月那波贬值并没有引起市场的恐慌，很大的原因是市场渐渐接受了新的中间价定价机制，而更透明更可预测的中间价机制成功抑制了市场恐慌情绪。

Corporate FX & Structured
Products
Tel: 6349-1888 / 1881

Fixed Income & Structured
Products
Tel: 6349-1810

Investments & Structured
Product
Tel: 6349-1886

Interest Rate Derivatives
Tel: 6349-1899

Treasury Research &
Strategy
Tel: 6530-4887

Tommy Xie Dongming

+(65) 6530 7256

xied@ocbc.com

过滤机制引发的悲剧

上周开始，人民币出现了今年以来的第三波贬值。美元 6 月 3 日非农夜大跌之后对人民币的支撑昙花一现，人民币本该利用美元走弱而走强的剧本被过滤机制给搞砸了。所谓的过滤机制就是央行在中间价机制中设定了预控机制，平缓美元大幅贬值带来的冲击。6 月 6 日早盘人民币中间价弱于预期，加速了人民币对一篮子货币的贬值，也使得不明过滤机制真相的群众担心央行有贬值倾向。而不幸的是，美元在大跌后渐渐回升，而且中国又赶上端午假期休市两天，在市场还没来得及消化过滤机制这个概念，美元的重新走强带动了人民币对美元和一篮子货币的被动贬值。

自救和时运扭转人民币双贬

周三中间价开在 6.6001 而不是开在 6.5999，似乎更像一种试探。在现行的中间价定价模式下，美元的持续走强可能会放大人民币对美元的贬值，形成人民币对美元收盘价走弱，继而影响第二天中间价并导致人民币继续下滑的负循环。

在不改变现行中间价定价机制下，**要改变这种负循环，在笔者看来目前只有两种方式，即改变收盘价或者坐待美元在全球市场的走弱。**改变收盘价可以通过市场供给和需求的变化或者央行的干预来进行，当人民币贬值预期重新抬头的时候，显然通过央行干预是最直接有效的方式。周三美元/人民币开盘后一路下行，似乎有央行干预的影子，并最终帮助美元/人民币收在 6.5883，从而调低了第二天中间价的基数。再加上隔夜美元下滑，帮助今天人民币中间价高开在 6.5739，此外人民币指数也止跌反弹至 95.95，扭转了人民币双贬的趋势。

双向波动预期尚存

虽然上周以来人民币进入第三波贬值，但是总体来看，新的中间价机制下形成的双向波动预期依然存在。笔者观察美元/人民币在 6.60 价位附近，企业结汇意愿较高。这是这半年来央行通过加强和市场沟通中间价机制后的积极结果。这次偏鸽派的美联储会议来的正是时候，帮助央行维护了企业双向波动的预期。

底线？

既然人民币中间价碰了一下 6.60，很自然市场的疑问是央行的底线在哪里？在笔者看来，市场即不可能也没有必要猜测央行的底线。**笔者认为央行的底线并不是一个量化的数字，而更多的是一个质化的过程，即管理企业双向波动预期以及预防居民出现恐慌性购汇。**人民币中间价今天早上的大涨，有助于抑制居民部门恐慌性购汇。如果美元继续走弱的话，那 6.60 可能会成为短期内阶段性顶部。对于全年来看，我们还是维持美元/人民币年底在 6.60-6.70 区间交易的预期。

This publication is solely for information purposes only and may not be published, circulated, reproduced or distributed in whole or in part to any other person without our prior written consent. This publication should not be construed as an offer or solicitation for the subscription, purchase or sale of the securities/instruments mentioned herein. Any forecast on the economy, stock market, bond market and economic trends of the markets provided is not necessarily indicative of the future or likely performance of the securities/instruments. Whilst the information contained herein has been compiled from sources believed to be reliable and we have taken all reasonable care to ensure that the information contained in this publication is not untrue or misleading at the time of publication, we cannot guarantee and we make no representation as to its accuracy or completeness, and you should not act on it without first independently verifying its contents. The securities/instruments mentioned in this publication may not be suitable for investment by all investors. Any opinion or estimate contained in this report is subject to change without notice. We have not given any consideration to and we have not made any investigation of the investment objectives, financial situation or particular needs of the recipient or any class of persons, and accordingly, no warranty whatsoever is given and no liability whatsoever is accepted for any loss arising whether directly or indirectly as a result of the recipient or any class of persons acting on such information or opinion or estimate. This publication may cover a wide range of topics and is not intended to be a comprehensive study or to provide any recommendation or advice on personal investing or financial planning. Accordingly, they should not be relied on or treated as a substitute for specific advice concerning individual situations. Please seek advice from a financial adviser regarding the suitability of any investment product taking into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs before you make a commitment to purchase the investment product. OCBC and/or its related and affiliated corporations may at any time make markets in the securities/instruments mentioned in this publication and together with their respective directors and officers, may have or take positions in the securities/instruments mentioned in this publication and may be engaged in purchasing or selling the same for themselves or their clients, and may also perform or seek to perform broking and other investment or securities-related services for the corporations whose securities are mentioned in this publication as well as other parties generally.
