

## 央行主导人民币贬值，转向参考一篮子货币

### ——2016 年第一周人民币走势评论

#### 梗概

刚结束的 2016 年第一个交易周，在岸人民币（CNY）和离岸人民币（CNH）兑美元分别贬值 1.56% 和 1.74%，1 月 8 日收盘分别报 6.5948 和 6.6831。人民币贬值预期和中国汇率政策转向带来的不确定性迅速波及内地、香港和全球股市。那么，人民币究竟缘何迅速贬值？未来一年汇率走势如何？

我们认为：

- 上周的人民币急速贬值可能是央行主导的。央行通过连续调低人民币兑美元中间价，引导市场贬值预期。
- 贬值动机主要在于加速人民币与美元脱钩。未来人民币汇率将更多参考基于一篮子货币编制的指数，例如 CFETS 人民币汇率指数。
- 我们认为 2016 年 CFETS 人民币汇率指数将保持在 100 左右的区间内双向浮动（指数在 2014 年 12 月 31 日读数视为 100）。
- 由于美元将维持强势，我们预计 2016 年人民币兑美元仍有贬值压力；但经上周一次性调整后，短期下行空间有限。
- 我们预测未来 3 个月人民币兑美元将在 6.70，未来六个月将在 6.80，年末将在 6.90。

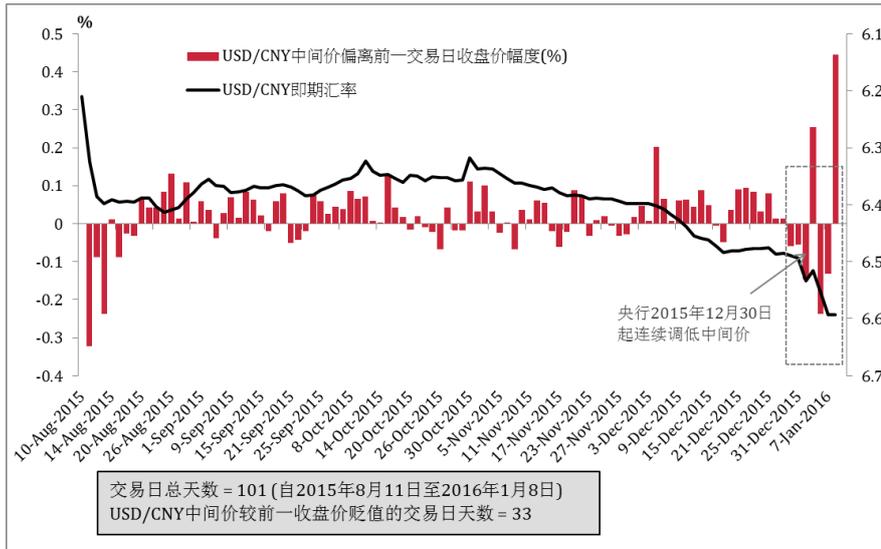
#### 央行通过调低中间价引导本轮人民币贬值

自 2015 年 12 月 30 日起，央行连续三个交易日调低中间价。1 月 4 日中间价比前日收盘价大幅调低 0.15%，引发 A 股市场触发熔断。此后的 1 月 5 日中间价较前日收盘价调高 0.25%，以平复市场情绪。然而在此后的两个交易日，中间价再度贬值，1 月 7 日 A 股市场再度触发熔断。

中间价较前日收盘价贬值的情况并不常见，在 2015 年 8 月 11 日至 2016 年 1 月 8 日的 101 个交易日内仅发生了 33 次。而上周中间价连续几日大幅贬值，则更为罕见。上一次中间价连续大幅贬值发生在 2015 年 8 月 11 日至 8 月 13 日，央行改革中间价形成机制，通过下调中间价引导人民币兑美元一次性贬值。

此轮人民币贬值与 2015 年 8 月如出一辙，我们认为央行旨在通过一次性调整，促使人民币与美元迅速脱钩。与美元脱钩后，新的人民币价值基准将参考一篮子货币。

丁文捷, PhD  
(852) 3900 0856  
dingwenjie@cmbi.com.hk

**图 1: 央行可能主导了上周的人民币迅速贬值**


来源: 彭博。招银国际计算。数据截止于2016年1月8日收盘。

### 旨在维持人民币汇率兑一篮子货币保持稳定

#### 最新发布的 CFETS 人民币汇率指数衡量人民币兑一篮子货币的价格

2015年12月11日,中国外汇交易中心正式发布CFETS人民币汇率指数,该指数参考13种外汇交易币种,权重按各国与中国的贸易活动计算。其中,美元权重为26.4%,若考虑港币权重在内则美元权重为33%(由于港币与美元挂钩)。除人民币外的四种SDR货币(美元、欧元、日元和英镑)总共获得72.9%的权重(将港币计算在内)。

#### CFETS 人民币汇率指数显示 2015 年人民币升值 0.94%

CFETS 汇率指数为周度数据,每周一公布上周最后一个交易日的读数,指数取2014年12月31日的汇率水平为100。直至2016年1月8日,已公布7个交易日的CFETS指数值。外汇交易中心同时还公布基于BIS货币篮子和SDR货币篮子计算的人民币汇率指数,作为CFETS汇率指数的补充。表1比较了人民币兑美元汇率指数以及其兑一篮子货币的汇率指数的走势,从中不难发现,2015年,尽管在岸人民币兑美元贬值4.64%,但人民币兑一篮子货币的价值仍比较稳定:CFETS人民币汇率指数升值0.94%;参考BIS货币篮子和SDR货币篮子的人民币汇率指数分别升值1.71%和贬值1.16%。

**图 1: CFETS 人民币汇率指数 2015 年小幅升值 0.94%**

	仅参考美元	参考一篮子货币		
	人民币兑美元汇率指数	CFETS人民币汇率指数	参考BIS篮子货币的人民币汇率指数	参考SDR篮子货币的人民币汇率指数
31/12/2014	100	100	100	100
30/11/2015	96.89	102.93	103.5	101.56
11/12/2015	95.98	101.45	102.28	99.52
18/12/2015	95.56	101.52	102.29	99.37
25/12/2015	95.64	100.87	101.61	98.93
31/12/2015	95.36	100.94	101.71	98.84
8/1/2016	93.73	99.96	100.89	97.66
2015年变化	↓4.64%	↑0.94%	↑1.71%	↓1.16%

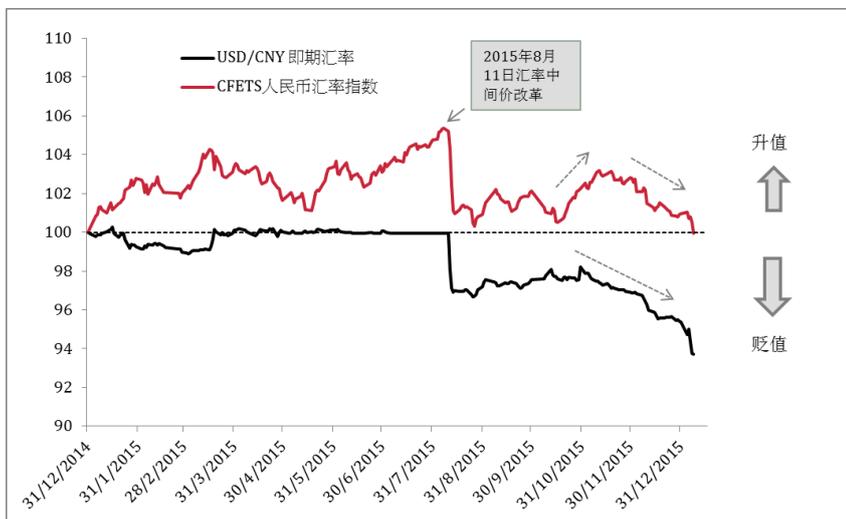
来源: 中国外汇交易中心。彭博。招银国际计算。

## 引导人民币兑美元贬值，以保持 CFETS 指数稳定

为研究 CFETS 指数过去一年的走势，我们计算出 CFETS 指数每日的读数，如图 2 所示。我们发现，央行近来的汇率政策和在汇市的举措，意图均在于维持人民币兑一篮子货币，即 CFETS 汇率指数的稳定。

2015 年 1 月至 2015 年 8 月，CFETS 汇率指数升至超过 5%，随后的“8-11”中间价改革促成人民币兑美元急速贬值，CFETS 指数也降低至 101 附近。2015 年 10 月中旬至 11 月中旬，由于憧憬美国加息，多国货币兑美元贬值幅度超出人民币兑美元的贬值幅度，CFETS 随即上涨至 103。11 月至 12 月，央行减少汇市干预、2016 年初调低中间价，看似放任人民币贬值，其实质可能是希望促使 CFETS 指数回到 100 左右的水平，即人民币兑一篮子货币的价值保持在 2014 年末的水平。

图 2：人民币兑美元贬值旨在维持 CFETS 汇率指数在合理水平



来源：彭博。招银国际计算。2014 年 12 月 31 日指数取为 100。

## 人民币未来怎么走？

我们认为，2016 年人民币汇率政策将参考新的基准——CFETS 人民币汇率指数，维持其在 100 左右的区间内大致稳定。由参考美元转向参考一篮子货币，是中国汇率政策重大转变之一。我们认为，中国开放资本账户以及保持经常账户的健康合理水平，都需要比较稳定的汇率作为支撑。而国内的改革和转型，也需要一个坚实稳定的汇率环境。所以维持人民币兑一篮子货币的价值稳定，将作为 2016 年汇率政策的隐含目标之一。

2016 年人民币兑美元尚有贬值压力，但短期内贬值空间有限。在美国经济温和持续复苏、美联储加息的背景下，预计美元兑大多数货币将保持强势，人民币兑美元的贬值压力仍将持续。然而，上周的人民币急速贬值被视为一次性的调整，且 CFETS 人民币汇率指数已跌破 100（1 月 8 日读数为 99.96），所以我们认为人民币短期内（尤其是在两会召开之前）贬值的空间不大。

我们预测未来 3 个月人民币兑美元将在 6.70，未来六个月将在 6.80，年末将在 6.90。

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融控股有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

#### 对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

#### 对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。