

中国宏观策略研究

人民币汇率连续暴涨背后的原因及未来走势

2016年1月6日

- 最近两天人民币离岸市场出现暴涨令人大跌眼镜，CNH 两日之内飙升分别 926 和 776 个基点，在连续突破 6.9 和 6.8 关口之后，一举收复去年 11 月初以来的失地。虽然在岸 CNY 相比之下有点后知后觉，在 4 号当天仅涨了 72 个基点，但昨日也飙升了 668 个基点，涨幅接近 1%。
- 部分市场分析人士认为离岸人民币汇率“暴动”可能是由于央行的干预，猜度央行在离岸市场抽走流动性，人为抬高做空成本，最后引发了空头踩踏出逃。反映做空成本的离岸人民币和美元隔夜利差在昨天飙升至 38% 的高点，再加上最近央行和外管局在跨境资本流动以及居民换汇政策方面动作频频也似乎佐证了这种猜测。
- 但如果我们看一下全球外汇市场，就会发现离岸和在岸人民币汇率的波动应该跟美元指数出现大幅下挫的关联性更大。前天和昨天两日，美元指数出现了自特朗普当选之后最大的跌幅，两日合计下跌超过 1.8%，其间引发了其他主要货币对美元都出现了不同程度的暴涨，两日累计涨幅都在 1.5%-2% 左右，其中日元和欧元涨幅最大，在 2% 左右。而伴随着美元指数在今天企稳，包括离岸人民币在内的主要货币也纷纷回落。
- 根据 CNH 和 CNY 的走势来看，央行在去年底就开始逐步收缩离岸市场的人民币流动性，令做空人民币的成本越来越高。但鉴于美元在特朗普当选之后的强劲走势，离岸市场做空人民币的动力依然存在，整体仓位应该不低。虽然最近央行何外管局对人民币跨境流动和居民换汇方面的动作频频已经让投资者嗅到了一丝不祥的气息，但这两日美元指数突然掉头向下还是令空头措手不及，而离岸人民币市场本身相对紧张的流动性放大了这种短期空头回补的需求，从而在一定程度上引发了踩踏，使得离岸人民币汇率的涨幅要比其他主要货币更为明显。

章俊

首席经济学家

联系方式

电话: (021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

- 在人民币汇率受美元指数波动影响的判断下,我们认为短期内美元指数的下挫可能只是一个开始,之后美股也会有一定程度的回落。我们美国策略师上周就讨论了“buy the election and sell the inauguration”策略,认为投资者可能在特朗普当选之后,短期内对他的一揽子财政刺激政策过分乐观,造就了近期美元和美国的强劲走势。但伴随着特朗普正式入主白宫的时间点越来越近,心理上发生微妙的变化,开始变得不那么确定。加上最近美国经济数据好坏不一,投资者在特朗普正式入主白宫前后这段时间,暂时离场观望不啻为一种相对安全的策略。
- 今年美国经济以及美联储货币政策取向很大程度上取决于特朗普正式上任之后一揽子财政刺激政策是否能落地和推进。鉴于我们美国经济研究团队对特朗普刺激政策给予较高的可信度,在年度经济情景预测中是设定为基准情形,这意味着短期内伴随着投资者避险情绪的上升,风险偏好下降,美元和美股可能会出现明显回落,但从中长期来看,依然有较强的上涨动力和空间。因此近几日人民币汇率的走强并不代表年内人民币贬值压力会有实质性的变化,同时也不意味着央行汇率政策有根本性的改变。我们依然维持年内人民币会对美元温和小幅贬值,但在一揽子货币上维持基本稳定的判断。

免责声明

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供贵方参考之用途。就任何拟议的交易或其他方面而言，贵方不应最终倚赖本文件或使用本文件，以形成有关任何决定、合同、承诺或行为的最终基准。贵方以及贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方必须对本文件和与本文件相关而提供的任何信息进行严格保密。除非获得本公司的事先书面同意，贵方和贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方在任何时候均不得整体或部分地复制本文件，并且不得向其他任何人士整体或部分地传达、披露或分发本文件或者在公开场合谈论本文件。如果贵方并非本文件的预期收件人，请立即删除和销毁其所有电子和纸制版本。

本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性和完整性而准备的，本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司还是本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理也不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或条款仅为初步的，并予以本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。本文件中可能提到相关公司某些过往的业绩或数据并不代表对其未来表现的预测或者保证。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司建议贵方就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件可能包含从摩根士丹利研究部门或其他摩根士丹利拥有所有权的资料中摘录的信息（称为“摩根士丹利信息”），但是对本文件而言，该信息未经摩根士丹利或其董事、管理人员、雇员、代理商或分包商（称为“摩根士丹利人士”）的再次审阅或批准。本文件中的预测、陈述或意见（包括任何基于摩根士丹利信息的或从摩根士丹利信息中所摘录的）不一定成为或继续成为摩根士丹利人士的观点，并且摩根士丹利人士不对本文件的准确性或完整性做出任何的陈述。

本文件的版权由本公司所有，本公司保留与之有关的一切权利。