

## 对近期人民币汇率波动的一些看法

——7月宏观动态点评

### 分析师

汪毅 021-61680675

Email: yiw@cgws.com

执业证书编号: S1070512120003

### 联系人(研究助理)

钱思韵 021-61680675

Email: qiansy@cgws.com

从业证书编号: S1070115070010

### 相关报告

《脱欧时代的世界新秩序演变中的投资机会——军工和一带一路》  
2016-07-05

《英国脱欧公投黑天鹅，见证历史金融市场暴跌》> 2016-06-24

《英国脱欧公投结果的落地将会带来哪些变化?》2016-06-20

### 结论

英国脱欧后，中国央行连续多次调低人民币中间价是央行实行新的中间价定价机制后，在外围脱欧冲击和美联储加息预期后所产生的客观结果。出现这种结果主要是由于央行新的中间价机制设计的可控性较之前弱化了很多，以及目前央行所实行的“外松内紧”的汇率政策。

在人民币汇率接连贬值的情况下，国内的股票和债券市场却暂时没有受到大的影响。主要是由于近年流动性泛滥造成的资产价格高企，在外部环境的动荡下中国资产价格显得更加坚挺；国内股市迎来一波“全球恐慌，中国欢腾”的吃饭行情；我国目前的货币政策或将依然维持稳定格局。

### 数据

6月23日起，央行开始连续多次调低中间价，从6.5658一直到7月7日的6.6820，贬去近1200点。6月24日脱欧后，英镑暴跌12%，英国资金大量出逃，而伦敦的房地产也步入下跌通道。而新兴市场同样表现不俗，印度孟买Sensex30指数自6月24日后连续上涨7天，涨幅达到3.34%；上证综指自24日连续上涨9天，涨幅达到5.71%。

### 要点

- **人民币汇率：**6月23日开始，中国央行连续多次调低人民币中间价是央行实行新的中间价定价机制后，在外围脱欧冲击和美联储加息预期后所产生的客观结果。对于这种结果的出现，我们认为有以下两方面的原因：
  - 第一，央行新的中间价机制设计的可控性较之前弱化了很多；
  - 第二，央行目前的汇率政策是“外松内紧”。
- **国内资产价格：**在人民币汇率接连贬值的情况下，国内的股票和债券市场却暂时没有受到大的影响。我们认为主要有以下原因：
  - 第一，近年因流动性泛滥造成的资产价格高企，尤其是房地产价格泡沫，在外部环境的动荡下显得更加坚挺；
  - 第二，国内的股票市场，现下似乎又回到了“全球恐慌，中国欢腾”的吃饭行情；
  - 第三，我国目前的货币政策或将依然维持稳定格局，难松亦难紧；
  - 第四，英国资金大量出逃，而新兴市场同样表现不俗。

## 目录

1. 人民币贬值的内在央行行为 .....	4
2. 贬值同时股票却大涨的原因分析 .....	5

## 图表目录

图 1: 人民币汇率.....	4
图 2: 英镑汇率.....	5
图 3: 上证综指和孟买 Sensex30 指数.....	5

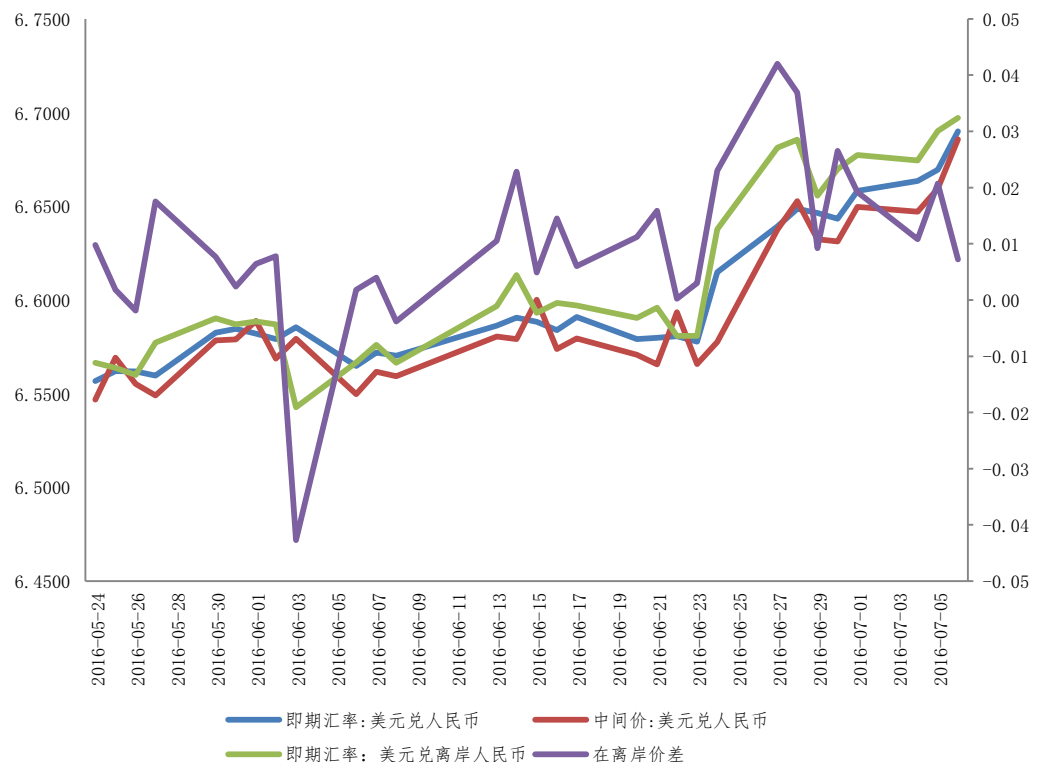
# 1. 人民币贬值的内在央行行为

6月23日起，央行开始连续多次调低中间价，从6.5658一直到7月7日的6.6820，贬去近1200点。我们认为，这是央行实行新的中间价定价机制后，在外围脱欧冲击和美联储加息预期后所产生的客观结果。对于这种结果的出现，我们认为有以下两方面的原因：

**第一：央行新的中间价机制设计的可控性较之前弱化了很多**，中间价的决定机制有三点：1、昨日的收盘价；2、昨日的主要外汇收盘价；3、当日人民币的供求关系。除了当日人民币的供求关系外，央行对前一日收盘价里所构成的外币汇价并没有干预能力，由此，中间价从设计之初就显示了对于央行对于汇率的自由化程度提升的一种考量，在汇改后人民币的自由度越来越高。一方面为9月份人民币加入SDR后的自由化结算铺好了道路。但另一方面对于人民币汇率的波动性的控制力也弱化了许多。

**第二：央行目前的汇率政策可谓“外松内紧”**。一方面，在年初大力干预离岸市场，引发外界诟病，效果并不佳后，对离岸的干预度逐渐下降，从图中可见，离岸的波动率较在岸价大很多，央行倾向于对外界显示其更具市场化的调控方法；另一方面，对内的资本管制趋严，目前除5万美元的个人汇兑限制依然存在外，个人投资海外项目的资金渠道逐渐收紧，跨境并购的资金外流收紧，以及中概股回归造成的资金外流的收紧等都共同指向了对内资金监控的更趋于紧。直接影响了在岸价的波动以及跨境流动性。

图 1: 人民币汇率



资料来源: 长城证券研究所整理

## 2. 贬值同时股票却大涨的原因分析

在人民币汇率接连贬值的情况下，国内的股票和债券市场却暂时没有受到大的影响。我们认为主要有以下原因：

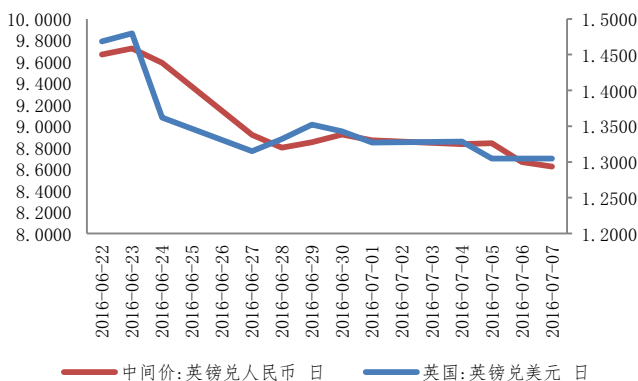
**第一：近年因流动性泛滥造成的资产价格高企，尤其是房地产价格泡沫，在外部环境的动荡下显得更加坚挺。**至今人民币并没有产生过大幅贬值的情况，而央行相信必然会准备应急措施，中间价的贬值幅度一定是有底线的。一旦人民币出现崩盘迹象，导致外储大幅外流，那么央行或可更加收紧外汇管制，包括通过从盯住一篮子货币的汇率制转为更加保守的单一盯住美元的制度、缩减内、外盘交易时间等措施对汇率进行干预，以防出现去年汇改和美联储加息前的外储大量流失情况。可见，大幅贬值的基本在中国现阶段的经济体制内是不可能出现的。

**第二：国内的股票市场，现下似乎又回到了“全球恐慌，中国欢腾”的吃饭行情，**与年初相比，汇率问题似乎没有引起市场的重视，在外汇市场的供求关系数据上，也是涨跌互现，和年初的一味看空大相径庭，但这些都是资本严格管制后呈现出的结果，由于我们不清楚央行的底牌在什么位置，加上目前是汇率贬值的第三波情况，对股市的负面冲击必然比之前要小，但是不代表说汇率的冲击会一直没有影响，也不代表说央行不会在其后有更进一步的动作出台，我们相信，未来相当长的时间内，人民币汇率缓慢贬值的趋势仍将存在，其波动性的加剧会在特定时间继续影响股市的风险偏好。

**第三：我国目前的货币政策或将依然维持稳定格局，难松亦难紧，**因去年下半年4次大幅放水后，资产价格泡沫已成为困扰民生的重大问题。今年以来，央行通过公开市场操作等措施来释放短期流动性，而并不采取降准等大幅宽松的政策，说明在宏观审慎框架下，中性货币政策是主论调。今年夏天CPI预计会达全年低点，但此时放水的负面效果或更大，且造成的汇率压力或将进一步造成资金出逃，并非明智之举。

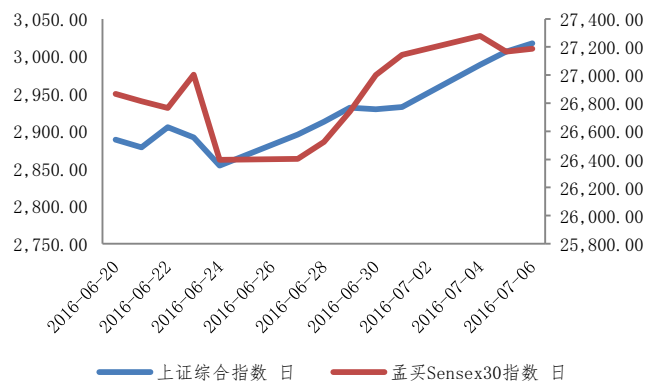
**第四：我们观察到的资金流向：6月24日脱欧后，英镑暴跌12%，英国资金大量出逃，**而伦敦的房地产也步入下跌通道。国家房地产代理商协会(National Association of Estate Agents)称，买家需求在5月跌至三年来的新低。资金疯狂从英国和欧陆撤逃。那么，钱去哪里了？大多数的国际资金流入黄金、美元、日元等避险资产，使得价格上涨。而新兴市场同样表现不俗，或许承接了一部分资金，印度孟买SENSEX30指数自6月24日后连续上涨7天，涨幅达到3.34%；上证综指自24日连续上涨9天，涨幅达到5.71%。

图 2：英镑汇率



资料来源：长城证券研究所整理

图 3：上证综指和孟买 Sensex30 指数



资料来源：长城证券研究所整理

**研究员介绍及承诺**

**汪毅:** 金融学硕士, 6年证券研究经验, 曾任职联合证券、国金证券研究所高级分析师, 11年宏观研究新财富最佳分析师入围(团队)。2012年加入长城证券, 任首席宏观研究员、宏观策略部经理。擅长产业经济、货币政策等方向。

**钱思韵:** 英国利兹大学经济学硕士, 2015年加入长城证券, 任宏观策略研究员

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com  
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com  
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com  
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

**北京联系人**

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com  
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com  
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市民生路1399号太平大厦3楼  
邮编: 200135 传真: 021-61680357  
网址: <http://www.cgws.com>