

中国宏观策略研究

简单问题复杂化（市场） vs. 复杂问题简单化（央行）

2015年8月13日

- **央行调整人民币汇率兑美元中间价形成机制：**从本周二央行“意外”大幅调低人民币兑美元中间价（1134个基点）之后，在随后的两天内人民币对美元汇率中间价又连续下调1000和700个多个基点，累计跌幅达4.66%。而同期人民币在岸汇率累计跌幅也超过3%，而离岸人民币汇率期间则超过5%。在岸人民币汇率跌幅低于离岸汇率的主要原因据媒体报道，期间央行通过商业银行曲线对在岸人民币汇率进行一定程度的干预，以防止短时间内人民币贬值动能过大而形成贬值预期。在人民币兑美元汇率在过去三天内坐“高速电梯”的同时，市场分析人士也在热议人民币汇率的形成机制改革及未来走势。

不同于市场大部分的分析，我们认为目前在最近的人民币汇率兑美元中间价形成机制的问题上的市场和央行都存在一定的的问题，认识上的偏差导致结果上也出现一定偏差：市场存在“把简单问题复杂化讨论”的倾向，而央行本身也存在一定程度上的“把复杂问题简单化处理”的倾向。

- **市场把简单问题想复杂了：**

我们认为央行本次突然调整人民币对美元汇率中间价的形成机制，就目前国内经济金融环境而言时间窗口并非十分恰当，因此在很大程度上可能是基于推动人民币纳入SDR的考量，因为IMF在最近的发布的报告《Review of the method of the valuation of the SDR》中提及“人民币在岸的汇率中间价并非鉴于实际的市场交易，并可能偏离在岸市场汇率达2个百分点以上”。但至于这种可能的考量是因为“我们自己太执着，还是对手太强势”，我认为是前者的概率较大。但目前市场对央行突然调整人民币对美元汇率中间价形成机制的动机存在各种定性判断和猜测：人民币汇率形成机制市场化改革的重要一步？是否会造成人民币趋势化贬值？对中国出口及降低外储汇兑损失等。我们认为这些猜测都是把简单问题复杂化了。

章俊

宏观经济研究主管

联系方式

电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

本次央行对中间价调整在人民币汇率形成机制上有重大意义？央行明确指出，本次调整背后的原因是“人民币汇率中间价偏离市场汇率幅度较大，持续时间较长，影响了中间价的市场基准地位和权威性”。因此很大程度上可以理解为央行本次调整是单纯为了纠正人民币中间价和市场汇率之间的偏离而采取的一次性贬值。而且市场投资者和分析人士普遍认为央行对均衡汇率有一定心理底线，预计在年内会把人民币对美元汇率稳定在6.5左右的水平。果真如此的话，那结果就是：央行不过是在短期内一次性贬值之后在一个新的汇率水平上重新盯住美元，唯一的区别可能就是汇率波动幅度和区间可能会有所扩大以体现更加市场化。这和我们希望未来人民币汇率能形成和美元在一定程度上脱钩而更多的盯住一揽子货币的汇率形成机制还有很远的距离。

这次贬值之后是否会形成贬值趋势？从来都不认为会有趋势性贬值，因为央行不光有人民币汇率均衡汇率有一个心理底线，而且手中还是有牌的（3.8万亿外汇储备），问题只不过是维持人民币汇率稳定所带来的成本多少。最坏的结果可能就是到头来存在“得不偿失”风险，例如证监会查两融，初衷是通过降杠杆来挤压股市泡沫，但对后续的连锁效应估计不足，虽然在监管层利好政策密集出台外加国家队跑步入场之后，市场基本稳住了，但回过头来看，当时的确有触发系统性金融风险的风险，甚至对实体经济造成一定程度上冲击，显然从成本收益角度来看很大程度上是“得不偿失”。因此，从本次对中间价调整来看，整体风险可控，只是到头来算一笔账的问题，因此讨论“人民币趋势性贬值”可能是有一点想多了。

人民币汇率贬值有利于稳增长？不可否认的是人民币汇率和美元保持相对稳定所导致的在名义/实际有效汇率上的大幅升值对中国的出口造成重大的负面冲击，特别是最近公布的7月份的出口增长大幅回落。我们认为如果部分市场人士认为本次央行贬值的目的是为了改善出口，那也是想多了。首先易纲副行长在吹风会上申明“人民币要贬值10%以促进出口，这个完全是无稽之谈”；其次，我们也认为央行本次调整的心理幅度也就在5%左右，而这个幅度的贬值对目前出口行业来说只是杯水车薪，央行对此应该也很清楚。此外，在人民币贬值之后，亚洲其他货币也纷纷大幅下

挫，因此在很大程度上也抵消了人民币幅度不大的贬值效果。而且如果人民币贬值幅度过大，很有可能引起竞争性贬值，届时各方形成“多输”的局面会无形增大中国在国际上的压力。

● 央行把复杂的事情想简单了：

就像我们上面提出的，央行本次突然调整人民币对美元汇率中间价的形成机制，就目前国内经济金融环境而言时间窗口并非十分恰当，因此在很大程度上可能是单纯基于推动人民币纳入SDR的考量。希望通过一次性贬值之后重新在一个新的水平上并在一定区间内“锚定”美元。但我们认为央行可能把复杂的事情想简单了：因为人民币汇率是牵一发而动全身，除了在实际层面对企业和金融机构会造成冲击之外，很难说市场是否能在央行没有充分沟通和预期管理的前提下领会央行的意图。

在过去的很长时间内，人民币中间价盯住美元维持在6.1-6.2一线。在这种情况下，一方面央行需要在承受贬值预期加强的压力下为维护人民币兑美元汇率稳定而付出了很大的操作成本；另一方面无论合理与否，国内和海外市场也默认央行在未来一段时间内是希望并且能够守住这条防线，当然这也是看到央行努力坚守的实际行动，因此即便是离岸人民币汇率也没有出现太大的偏差。这也就在一定程度上反映了央行在汇率政策层面“credibility”的重要性。而是否具有“credibility”的区别在于，央行在操作过程中是“事倍功半”还是“事半功倍”。但目前央行突然放弃这条已经坚守已久的防线，而选择退后构筑新的防线（无论是市场普遍猜测的6.5或者是其他水平）。这时候央行要说服市场央行会守住新的防线那就需要付出加倍的成本，而且需要时间来证明。在这个过程中，央行将面临非常大的挑战，一旦有风吹草动，市场就会成为惊弓之鸟。这是因为之前人民币汇率是和美元锚定的，但这次调整在一定程度上使这种锚定关系变得不确定。而在此过程中，央行又没有提供新的“锚”来为市场提供预测边界，因此市场就会变得相对脆弱。

我们一直认为中国目前在和美国经济周期不同步且利率周期不同步的背景下，在汇率政策上人民币有必要和美元脱钩，并选择一揽子货币作为人民币锚定的新的对象（请参阅前期报告《人民币汇率正行进在正确的道路上，无论是主动还是被动的》）。在目前全球“再宽松”的背景下，人民币汇率如果锚定一揽子货币的话，结果很可能是在人民币兑一揽子货币汇率稳定的

摩根士丹利华鑫证券

MORGAN STANLEY HUAXIN SECURITIES

同时，兑美元汇率出现持续性的贬值。因此这个过程中为了避免市场出现趋势性贬值预期，关键的一点依然是央行要通过加强和市场的沟通来管理市场预期。

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道100号上海环球金融中心75楼

邮编：200120

电话：+86 (0) 21 2033-6000

传真：+86 (0) 21 2033-6040

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，并以于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。