国际宏观研究

证券研究报告

国际宏观专题报告

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

从无本金交割远期汇率看人民币贬值预期的变化

分析师：

王鹏

执业证书编号：S1380516030001

联系电话：010-88300851

邮箱：wangpeng@gkzq.com.cn

2019 年 03 月 18 日

反映人民币预期的指标是 1 年期无本金交割远期汇率（NDF），预期指标具体表示为 1 年期 NDF 汇率减去离岸即期汇率。从预期指标与人民币即期汇率两者的历史变化来看，预期指标的变化往往快于人民币汇率即期价格的变化。比如：自 2014 年 5 月开始，人民币贬值预期已经开始抬头，但即期汇率仍然与预期指标走出了相反的方向，直至 2014 年 11 月之后，人民币即期汇率才与预期指标同向。从历史走势可以看出，一般情况下，预期指标与人民币即期汇率方向一致。比如在 2016 年年初、2017 年年初，但也有不一致的时候，比如在 2018 年 6 月开始的这一轮人民币快速贬值过程中，1 年期的 NDF 汇率隐含的贬值预期始终相对较低，2016 年年初与 2017 年年初的 1 年期 NDF 与离岸即期汇率之差均高达 0.35-0.4 区间，而 2018 年 6 月以来的快速贬值，1 年期 NDF 与离岸即期汇率之差始终在 0-0.1 区间徘徊，贬值预期可控。这也就是为什么在此次人民币汇率快速贬值过程中，决策层希望尽量由市场决定人民币汇率价格的原因之一。

至目前为止，从反映人民币汇率的预期指标来看，1 年期无本金交割远期汇率与离岸即期汇率之差持续保持低位，因此，未来即便人民币汇率再次走弱，也不能轻易判断人民币汇率将持续贬值，因为这一反映贬值预期的指标始终维持在低位。判断人民币汇率是否持续走弱需要随时关注这一预期指标的方向变化，同时结合反映人民币汇率预期的更长期的数据，比如银行结售汇数据以及国际收支情况进行相互印证，为决策层和市场提供更准确的判断。

风险提示：无本金交割远期汇率并不能从中长期反映人民币汇率的贬值预期。

反映人民币汇率预期的高频指标——1 年期无本金交割远期汇率

影响人民币汇率的因素众多，如果粗略划分则主要有投资者情绪与市场预期、与央行相关的汇率制度安排以及国际收支的宏观反映等，按照视角不同，又可以将这些因素归类为宏观和微观因素。投资者情绪及其市场预期可归为市场交易的微观因素，而央行的汇率制度安排与国际收支情况则可以归为影响汇率形成的宏观因素。

从微观角度来看，如何反映投资者情绪及其预期呢？一般而言，主要从两个参考指标来判定市场情绪及其预期情况。一个是 1 年期无本金交割远期汇率（NDF），另一个是银行的结售汇数据。

就这两个指标来看，银行结售汇数据是外管局每月发布，而 NDF 数据是每日的交易数据，因此，从频率上来看，NDF 数据频率高，相较结售汇数据来说，更能及时地反映外汇市场预期的短期变化情况，从数据可得情况来看，由于外管局并不直接公布即期结售汇发生额，而是需要通过将当月的远期结售汇履约额算出之后，再用即期结售汇规模减去当月远期结售汇履约额才能间接算出，因此并不能及时地反映给公众。但是两个指标可以通过事后对比，相互印证，从而更好地判断出人民币汇率的市场预期变化情况。

本报告主要对 1 年期无本金交割远期汇率这一指标进行分析，找出这一指标所反映的人民币汇率预期变化与人民币汇率即期价格之间的规律，从而使我们在今后的人民币汇率分析中更好地使用该指标。

1 年期无本金交割远期汇率蕴含的预期具体可以表示成两种，一种是绝对数，一种是相对数。绝对数是用 1 年期 NDF 汇率减去离岸即期汇率得出，相对数是用 1 年期 NDF 汇率减去离岸即期汇率再除以离岸即期汇率得出的百分数。

为什么是反映人民币汇率预期的较好指标？

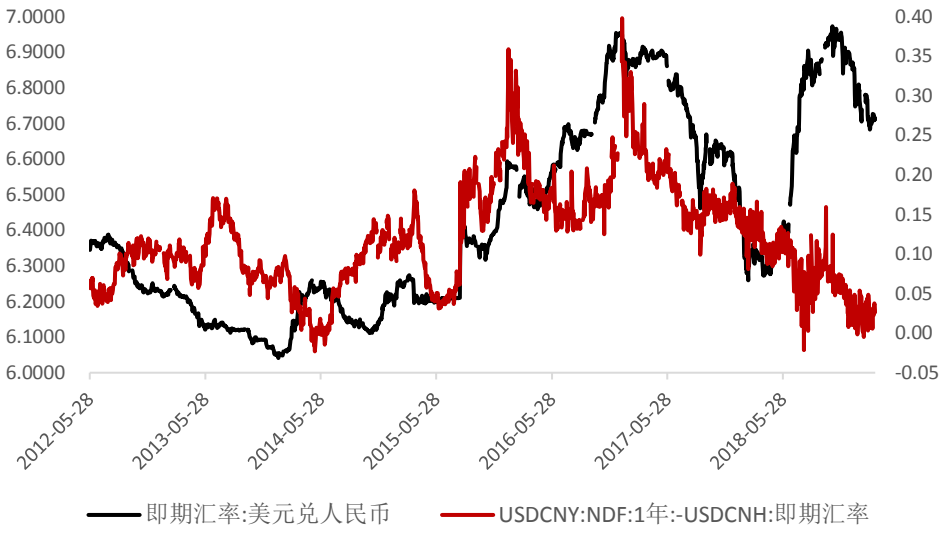
为什么 1 年期无本金交割远期汇率能够反映出人民币汇率预期呢？这里需要举例说明其背后的理论逻辑。假设现在市场的即期汇率是 6.3，一家机构卖出一份 1 年期、规模为 100 万美元的远期售汇合约，约定汇率为 6.5，一年后，市场汇率变为了 6.7。如果这笔远期购汇合约最终是要交割本金的远期交易，那么到期后，该机构就需要拿出 100 万美元给对手方，如果这个机构现在以 6.7 的价格在市场上买入 100 万美元交割给对手方，则显然该机构亏损。所以，一般而言，对于要交割本金的远期

交易，机构会做风险对冲，即在出手远期售汇的同时，在即期市场上花 630 万元人民币买入 100 万美元，为一年后的交割做准备。在这一年的时间里，该机构可以将 100 万美元存入银行获得一定的收益，但同时，这 100 万美元也占用了该机构 630 万元人民币的头寸，存在机会成本。为了对冲风险，机构需要付出一定的利息成本，即 630 万元人民币机会成本减去 100 万美元的利息收入，该机构实际支出为 630 万元人民币加上利息成本，而实际收入是一年后对手方按约定汇率支付的人民币。若收支相等，则得到的是完全没有风险的远期汇率。但是，这种汇率并不能表明市场对汇率的未来预期，因为这种情况下，机构没有外汇风险敞口，自然就不存在机构对未来汇率方向的判断，也就是说从这种套保行为看不出汇率的市场预期情况。只有当机构持有外汇风险敞口，这时所报出的远期汇率才会隐含对未来汇率的预期。

因为无本金交割的远期汇率（NDF）这一市场是离岸市场，而其中有较多高风险偏好且会利用外汇衍生品盈利的对冲基金等机构，这些机构有更多的风险敞口，能代表汇率预期的方向，因此，采用无本金交割的远期汇率作为反映汇率预期的指标。而有本金交割的远期汇率（DF）在岸市场背后夹杂着较多具有真实结汇售汇需求的实盘，多被厌恶风险做套保的银行主导，因此，并不能很好地反映汇率预期情况。

无本金交割远期汇率与人民币即期汇率的历史经验与未来走势

图1：人民币预期指标与人民币即期汇率



资料来源：国家外汇管理局、国开证券研究部

从预期指标与人民币即期汇率两者的历史变化来看，预期指标的变化往往快于人民币汇率即期价格的变化。比如：自 2014 年 5 月开始，人民币贬值预期已经开始抬头，但人民币即期汇率仍然与预期指标走出了相反的方向，直至 2014 年 11 月之后，人民币即期汇率才与预期指标同向。**从历史走势可以看出，一般情况下，预期指标与人民币即期汇率方向一致。比如在 2016 年年初、2017 年年初，但也有不一致的时候，比如在 2018 年 6 月开始的这一轮人民币快速贬值过程中，1 年期的 NDF 汇率隐含的贬值预期始终相对较低，2016 年年初与 2017 年年初的 1 年期 NDF 与离岸即期汇率之差均高达 0.35-0.4 区间，而 2018 年 6 月以来的快速贬值，1 年期 NDF 与离岸即期汇率之差始终在 0-0.1 区间徘徊，贬值预期可控。这也就是为什么在此次人民币汇率快速贬值过程中，决策层希望尽量由市场决定人民币汇率价格的原因之一。**

至目前为止，从反映人民币汇率的预期指标来看，1 年期无本金交割远期汇率与离岸即期汇率之差持续保持低位，因此，未来即便人民币汇率再次走弱，也不能轻易判断人民币汇率将持续贬值，因为这一反映贬值预期的指标始终维持在低位。判断人民币汇率是否持续走弱需要随时关注这一预期指标的方向变化，同时结合反映人民币汇率预期的更长期数据，比如银行结售汇数据以及国际收支情况进行相互印证，为决策层和市场提供更准确的判断。

风险提示：无本金交割远期汇率并不能从中长期反映人民币汇率的贬值预期。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13597