

人民币年内贬值，长期升值

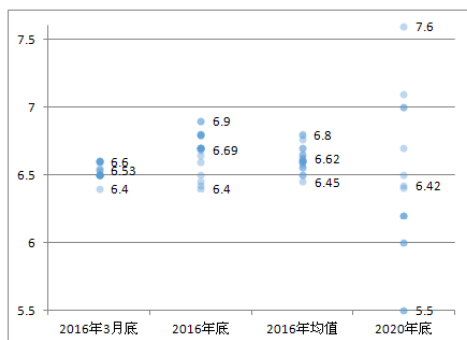
第一财经研究院对 20 位首席经济学家的调研结果显示，人民币对美元汇率 2016 年年内将出现实质性贬值，但从长期来看人民币汇率不论对美元还是对一篮子货币都将稳中有升。经济学家平均预期 2016 年人民币对美元将贬值 3.3%至 6.69，并将在 2020 年底回升至 6.42 的水平。

短期对美元的贬值压力更多的来自美元的升值预期而非人民币汇率的全面走低，经济学家平均预期 CFETS 人民币汇率指数在 2016 年贬值 0.9%，这与 80%的经济学家预计“去美元化，更多参考一篮子货币”将成为人民币汇率形成机制改革突破点的调研结果形成了呼应。对于资本账户整体可兑换，经济学家则非常谨慎，半数经济学家认为三年内不会实现。

1、人民币汇率短期贬值、长期升值

图 1 汇率（兑美元）预测：

人民币汇率预测（兑美元）	平均值	中位数	预测值区间
2016 年 3 月底	6.53	6.50	[6.4, 6.6]
2016 年底	6.69	6.70	[6.4, 6.9]
2016 年均值	6.62	6.60	[6.45, 6.8]
2020 年底	6.42	6.30	[5.5, 7.6]



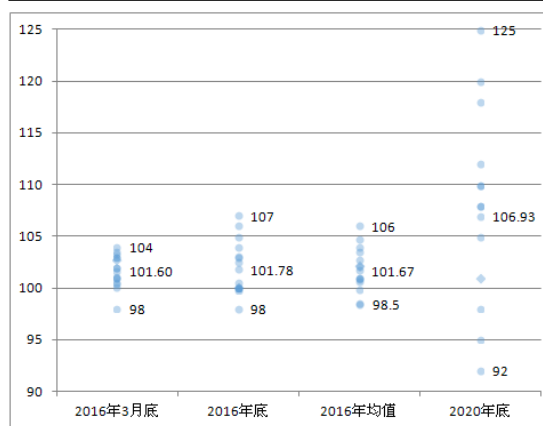
调研结果显示，20 位首席经济学家对 2016 年 3 月底人民币对美元汇率的预测均值为 6.53，中值为 6.5；2016 年底人民币对美元汇率的预测均值为 6.69（中值为 6.7），意味着人民币将在 2016 年对美元贬值 3.3%（12 月 28 日人民币对美元中间价为 6.4750）；2020 年底人民币汇率（兑美元）的预测均值为 6.42，中值为 6.3。

目前中美利差（参照 Shibor 与 Libor 的利差水平）目前已经回落到 2%以内，随着中国宽松的继续和美联储加息，利差水平有望继续缩小。调研结果显示年内中国还将出现一次降

息，而利率期货价格显示美联储年内加息的次数将会达到四次。基于这些预测，年底中美利差将会维持在正值，但差距将会显著缩小。人民币 3.3% 的贬值预期意味着人民币对美元将会出现实质性的贬值，这将加大资金外流的压力，导致外汇储备减少（详见本文“贷款基准利率、官方外汇储备预测”）。

图 2 对外汇交易中心人民币指数（即 CFETS 人民币汇率指数）预测：

CFETS 人民币汇率指数	平均值	中位数	预测值区间
2016 年 3 月底	101.6	101.5	[98, 104]
2016 年底	101.775	100.3	[98, 107]
2016 年均值	101.6733	101	[98, 5, 106]
2020 年底	106.9286	108	[92, 125]

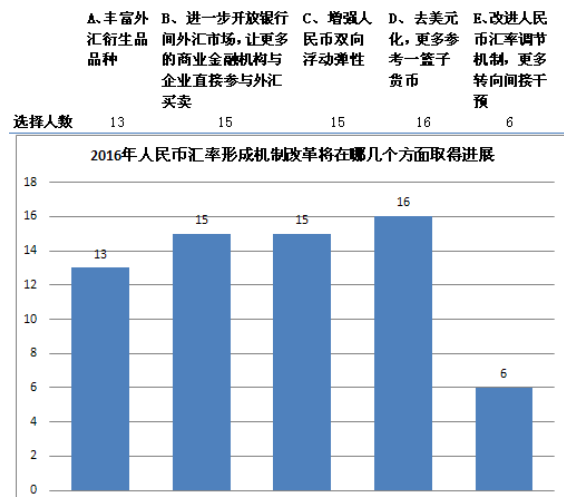


人民币短期贬值压力主要来自于美元的升值而非人民币的整体贬值。20 位首席经济学家对 2016 年底中国外汇交易中心的 CFETS 人民币汇率指数预测均值为 101.78，只比 2015 年 12 月 25 日公布的 100.87 下跌 0.9%。3 月底 CFETS 人民币汇率指数预测均值为 101.60，中值为 101.50。CFETS 人民币汇率指数反映了人民币汇率相对于一篮子货币的变化趋势。

人民币对新的一篮子货币长期来看仍将升值，经济学家平均预期 CFETS 人民币汇率指数 2020 年年底将达到 106.93，较 2015 年年底水平上升 7.7%。

2、人民币汇率形成机制改革多点开花

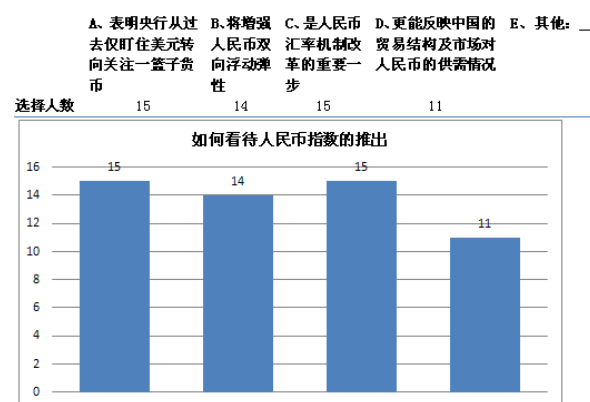
图 3 2016 年人民币汇率形成机制改革突破点



中国人民银行将更多的参考一篮子货币而非美元来干预人民币的汇率。80% 的经济学家预计“去美元化，更多参考一篮子货币”将成为 2016 年人民币改革的突破点；75% 的经济学家认为 2016 年在“进一步开放银行间外汇市场，让更多的商业金融机构与企业直接参与外汇买卖”和“增强人民币双向浮动弹性”方面也将取得重大进展；超过半数的经济学家还认为外汇衍生品品种在 2016 年会得到丰富。

在“改进人民币汇率调节机制，更多转向间接干预”这方面只有 30% 的经济学家认为将在 2016 年有所突破，这意味着大部分经济学家相信央行的汇市干预还将以直接干预为主。

图 4、CFETS 人民币指数推出的意义



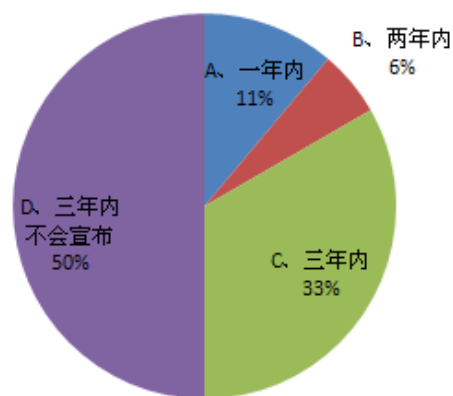
在如何看待 CFETS 人民币指数的推出这一问题上，认为人民币指数“表明央行从过去仅盯住美元转向关注一篮子货币”、“是人民币

汇率机制改革的重要一步”的经济学家人数最多，分别有 15 位，占比 75%。选择人民币指数的推出“将增强人民币双向浮动弹性”的经济学家共有 14 位，占比 70%。而对人民币指数“更能反映中国的贸易结构及市场对人民币的供需情况”这一观点经济学家分歧较大，仅有 11 位认同。

3、资本项目完全开放短期难成行

图 5 中国宣布资本项目可兑换时点预测

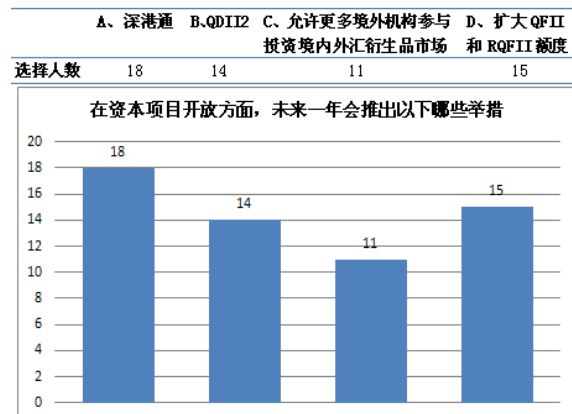
中国何时可以宣布资本项目可兑换



注：18 人参与调研

如果说资本项目可兑换是金融改革的一个重要节点，那么经济学家对于这一天何时真正到来还是相当谨慎。只有 11% 的经济学家认为一年内中国将在 2016 年宣布资本项目可兑换，更只有 6% 的经济学家认为这一天会在 2017 年到来。占比一半的经济学家认为三年内资本项目都不会实现可兑换，这意味着中国金融改革依旧任重道远。

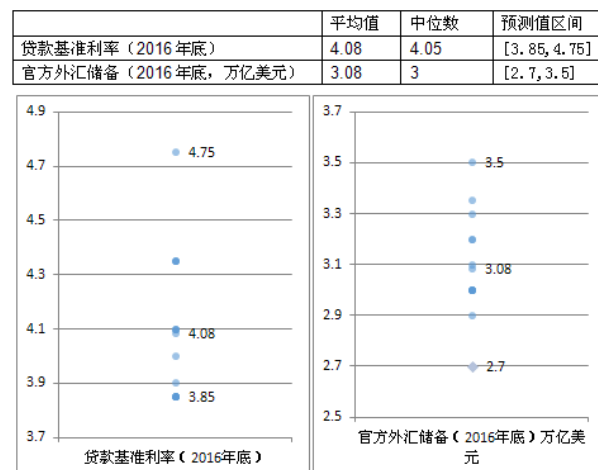
图 6 2016 年资本项目开放可能推动的措施



随着资本项目开放的推进，相关举措将逐步推出。18 位经济学家认为 2016 年“深港通”将成行，认为会“扩大 QFII 和 RQFII 额度”的有 15 位经济学家，认为“QDII2”将在 2016 年成行的有 14 位。另外，还有 11 位经济学家认为未来一年内将“允许更多境外机构参与投资境内外汇衍生品市场”。

4、2016 年小幅降息，外汇储备继续下降

图 7 贷款基准利率（%）、官方外汇储备（2016 年底、万亿美元）预测：



20 位首席经济学家对 2016 年底一年期贷款基准利率的预测均值为 4.08%，中值为 4.05%，这意味着经济学家普遍预期 2016 年还将有一次的降息（目前一年期贷款基准利率为 4.35%）。

仅有一位经济学家认为未来贷款基准利率可能会上升至 4.75%，更为普遍的观点是贷款基准利率将会进一步降低，但最多的预期也

只有降息两次至 3.85%。中美利率走向的分化将会缩小中美利差，而在人民币短期贬值的预期下，人民币资产的吸引力将会大幅下降。而对于企业而言，美元融资的吸引力也将大幅降低，这可能导致这些企业大量降低美元负债而转向人民币融资。

20 位首席经济学家对 2016 年底外汇储备的预测均值为 3.08 万亿美元（中值为 3 万亿美元），比 2015 年 11 月份的 3.438 万亿美元大幅减少。  CBNRI