

# 人民币单边贬值难持久

15日、16日连续两日刷新年内低位后,本周以来人民币对美元汇率中间价出现一定幅度反弹。不过,境内外市场人民币贬值预期并未显著减弱。分析人士指出,中期美元维持强势是大概率事件,加之当前中国出口表现疲弱,人民币已不具备继续大幅升值动力。在人民币接近均衡汇率的背景下,双向宽幅波动将是未来人民币汇率运行的主基调,单边升值或贬值都难以持久。

□本报记者 王辉 上海报道

## 美元强势预期犹存

周二国际汇市上,欧元兑美元汇率出现单日1.04%的大涨,并由此创出7月5日以来的近一个半月新高。市场普遍认为英国媒体关于欧洲央行可能干预债券市场的报道是支持当日欧元大幅反弹的主要因素。但分析人士称,如果欧洲央行没有更多切实的政策出炉,欧元进一步上升的空间将十分有限。

美元方面,受美联储新宽松政策大门未全部关闭的打压,7月下旬以来美元指数自84点一线水平回落。不过,当前汇市主流观点仍认为美元中长期将继续震荡盘升。新加坡华侨银行外汇分析师谢栋铭表示,近期公布的大量正面经济数据已经使得市场普遍下调了对9月推出QE3的预期,而对于北京时间22日晚间最新一期的美联储货币政策备忘录,市场也普遍认为将难以从中捕捉到任何关于QE3的实质性线索。

与此同时,还有分析观点指出,近半年来,俄罗斯、巴西、印度、澳大利亚、中国、欧元区等多数世界主要经济体均进行了程度不同的降息,而新兴市场国家与欧元区的降息可能会加速美元回流,从而推动美元中期逐步转强。

## 人民币将宽幅波动

受美元短期走弱影响,本周二、周三,人民币汇率自年内低点水平反弹。中国外汇交易中心周三公布,8月22日银行间外汇市场美元兑人民币汇率中间价为1美元对人民币6.3348元,较前一交易日的6.3418走低70个基点。相较于8月16日人民币对美元中间价的年内低点,人民币在近4个交易日反弹了147个基点。

境内银行间外汇市场上,22日美元兑人民币即期询价交易收报6.3518,下跌44个基点,是近期连续第四个交易日走低。有大行外汇交易员表示,近期人民币即期汇率部

## 内忧外患 贬值趋势暂难逆转

□南华期货 张静静

今年5月以来,人民币远期汇率及中间价再次发出贬值信号,且持续时间 and 贬值幅度均超过以往,以至于人民币汇率趋势性贬值预期甚嚣尘上。综合来看,近期人民币汇率贬值有两方面原因:其一,中国经济增速回落及连续降息削弱了美元汇率的相对优势;其二,欧洲形势不稳推升美元指数,以致非美货币普遍承压。

## 两度降息削弱利差优势

根据利率平价理论,两国相对利率水平的变动将直接影响其汇率关系,因此二次汇改后人民币升值在很大程度上得益于央行的紧缩货币政策。金融危机后的超宽松货币政策开始回归常态。2010年10月至2011年7月,央行5次加息、9次提准,紧缩力度可见一斑,同期NDF市场人民币升值2.1%。此外,人民币汇率可通过对外贸易间接影响国内通胀水平,因此持续近两年的人民币汇率升值过程也体现了央行利用汇率工具抑制通胀的意图。数据显示,2010年6月至2012年5月,美元兑人民币中间价回落8.2%。

去年8月以来,国内通胀水平稳步回落。但与此同时,国内经济增速出现下行压力。在稳增长的压力下,继三次调降存款准备金率之后,央行分别在6月初和7月初采取了降息操作。两度降息极大削弱了人民币的利差优势,并直接引起NDF市场人民币出现了0.5%的贬值。

## 美元指数走强

由于人民币汇率盯住一篮子货币,其中美元权重相对较大,因此NDF市场人民币汇率走势与美元指数的方向基本一致。分析历史数据可知,2004年以来美元兑人民币1年期NDF与美元指数相关度高达79.6%。

年初以来,欧债形势恶化,希腊退出欧元区的声音不绝于耳,西班

分扭转7月中上旬连续贬值的行情。不过,当日人民币即期汇价依然弱于中间价,显示市场贬值预期并未扭转。

事实上,从离岸远期汇率来看,海外投资者对于人民币的贬值预期依旧较强。离岸人民币无本金交割远期汇率(NDF)数据显示,美元兑人民币1年期NDF远期汇价已由7月中旬时的6.42一线,进一步上涨至本周三的6.4450附近水平,显示境外投资者对于人民币贬值预期还在加深。

分析人士表示,由于二季度以来中国经济增长放缓、境内实际使用外资金额连续下降、热钱持续流出,加之两次汇改后人民币经过大幅升值已经接近均衡水平,未来人民币已不再具有明显的升值空间。与此同时,伴随着人民币汇率市场化与国际化的深入,人民币汇价水平将趋于总体平稳。在此背景下,人民币汇率阶段性的升值或贬值将不具有可持续性。中长期来看,人民币汇率将延续上半年以来的双向宽幅波动运行格局。

## 增加基础货币需靠“内力”

伴随着今年以来全球主要新兴经济体货币普遍贬值,国际资本从新兴市场流出的迹象日益明显。最新数据显示,二季度中国“热钱”净流出规模达714亿美元,而7月金融机构新增外汇占款则出现了38亿元的负增长。分析人士表示,伴随着中国经济增速放缓,以及人民币汇率接近均衡水平,我国货币流动性供给形势正在发生深刻变化。

就现阶段人民币汇率的表现而言,人民币汇率仍在继续强化整体稳定、宽幅波动的运行特征,而在出口经济部门持续表现疲弱的情况下,这将进一步使得基础货币投放在外汇净收入方面难以获得助力。分析人士指出,在当前人民币汇率持续保持平稳的背景下,货币当局未来需进一步通过其他方法增加基础货币的有效供应,以提升货币政策对实体经济的支持。

## 欧元兑人民币反弹逾3%

牙、意大利等国融资成本屡屡上升,德法等欧元区核心国家经济形势也遭受了沉痛打击。与欧元区的无计可施及新兴经济体的增速下滑相比,美国的情况似乎就不算糟,5月初美元指数结束震荡走势并一路高歌飙升至84。值得注意的是,美元指数进入上行通道的时点与人民币汇率贬值的时点完全吻合,因此,美元指数反弹也是近期人民币汇率持续走弱的主要原因之一。

## 贬值暂难改 波幅或加大

从国内形势来看,上半年经济增速快速下滑将迫使货币政策和财政政策继续围绕“稳增长”的经济工作基调进行调整。近5至7月密集推出宽松货币政策后,近期央行进行了政策空窗期,仅通过公开市场平衡市场资金供求,但这并非是非降息窗口关闭的信号。目前中国产能利用率仅为60%,除产能过剩因素外,企业借贷成本过高也是不容忽视的原因。另外,7月经济数据显示,除房地产等少数行业外,国内大多数行业尚无复苏迹象。在国内外经济形势悲观预期下,唯有积极的政策环境才能给企业带来投资和发展的动力,预计年底之前央行将择机再次下调基准利率。

从国际形势来看,德国方面就欧洲央行购债问题的让步以及美联储释放流动性的预期将给美元指数带来一定压力,从而影响人民币汇率走势。7月底以来,美元指数高位回落,同期人民币汇率贬值速率也大幅降低。但笔者认为,欧洲方面的利好只是暂时的,在其财政统一、经济复苏前,欧元区颓势难改,在此背景下,即便美联储推出第三轮量化宽松政策也无法终止美元走强的中长期趋势。

在降息预期及美元走强的影响下,人民币汇率或将继续贬值,美元兑人民币12月期NDF年内或将回到6.5上方。但随着欧元区债务形势的转变、欧元区各国利益博弈的进行以及美联储货币政策方向的调整,预计人民币汇率波动幅度也将进一步提高。

## 美元兑人民币中间价及NDF与美元指数走势基本吻合



## 制约流动性VS提振外贸

# 人民币贬值影响总体偏负面

□长江证券策略组

经历先后两次汇改,人民币对美元中间价累计升值幅度超过30%。然而自5月初开始,人民币升值进程似乎戛然而止。人民币不仅脱离升值轨道,而且还略有走贬。在经济状况恶化、避险情绪高涨的情况下,预计人民币汇率偏软的情形还会持续一段时间,其所导致的国内流动性缺失值得关注,而轻微贬值对于贸易项的提振不会过于明显,贬值影响总体偏于负面。

## 汇率变化揭示资本流动

根据“不可能三角”理论,一个国家不可能同时实现资本流动自由、货币政策的独立性和汇率的稳定性。也就是说,一个国家如果要求汇率稳定和实行独立的货币政策,就必须对资本流动加以管制。我国汇率政策向来具有非常明显的干预特征。虽然国内对于资本流动存在管制,似乎符合“不可能三角”的标准,但是资本流动可以借助其他渠道完成。第一个渠

道是经常项目,尤其是经常项目下的贸易项。通过开高出口货物的票据,可以令超过货物价值的资金以“合法”的方式流入国内。第二个渠道是国际直接投资,即FDI。虽然国际直接投资不如证券投资那么灵活,但是由于大量FDI涉足房地产等资产项目,其对于国内资产价格的影响仍然是非常显著的。这意味着,我国货币政策是非独立的,可能受到美国货币政策与美元流动性的牵引。

没有独立的货币政策,汇率便成了一个重要的流动性指标。按照主流测算方法,“热钱”净流入可由“外汇占款-净流出-FDI净流入”计算得出。回溯

历史数据,我们发现这些指标是可靠的,但是这些指标都是月度数据,滞后性太强,预测作用较小,不能作为实际投资决策的可用指标。此时,汇率起到的作用就非常明显。由于汇率是一个高频且同步的数据,从汇率的变动中,我们可以观察到资本流动的大致情况。目前来看,人民币汇率贬值,即反映了国内经济状况恶化、国际避险情绪高涨带来的资本流出压力。

## 加剧“热钱”流出

既然汇率变动能够反映资本流动的情况,那汇率走势对“热钱”流动又有何影响呢?一个假设是,如果汇率收益是人民币资产投资中不可或缺的一部分,那么人民币贬值自然会对“热钱”产生抑制作用。

这个假设应该是接近事实的,通过对比国内外资产收益率我们发现,国内资产收益率较低,但在综合考虑汇兑收益之后,国内资产的吸引力明显提升。另外,统计数据也支持这一假设。计量研究表明,对于“热钱”流动解释力最强的是滞后6个月的人民币NDF报价减去人民币即期汇率报价。这一差值与“热钱”流动的关系显示,人民币升值的幅度越是高于预期,“热钱”的流入就越踊跃;人民币升值的幅度越是低于预期,“热钱”的流入就越少。

“热钱”对于国内投放基础货币的重要性不言而喻,而人民币汇率波动又能够对“热钱”流动产生显著影响。鉴于当前人民币升值进程中止,我们自然有理由认为“热钱”净流入数据将会进一步下降,这对于国内的流动性供应是相当不利的。我们预计央行再次降准不

会太遥远,但由于银行放贷信心的影响,货币乘数会成为抑制降准效果的重要变量,即使降准也将难以弥补“热钱”流出的流动性缺失。

## 提振出口作用有限

值得一提的是,在人民币两次汇改间隙——2008年-2009年国内外经济迅速陷入衰退的时候,人民币升值步伐也曾出现过一段停滞。彼时,汇率政策对于外贸出口的扶持显而易见。但我们认为,当前人民币轻微贬值对于贸易项的影响不会过于明显。

我们对我国和其他一些出口导向型国家贸易数据进行了分析,发现这些国家的贸易对

于汇率的敏感度是较低的。考虑到出口的重要性,以及开拓出口市场的进入成本,这些国家不会因为成本的变化轻易退出市场,因为这会导致未来再次谋求进入市场时付出新的成本。我们认为外需才是影响贸易尤其是出口数据的关键。目前来看,海外的需求因素不会有太好的表现。虽然美国经济的需求有企稳迹象,但是欧元区的需求短期内还很难出现好转。此外,美国与欧元区在危机之后都有去杠杆的动力。在这样的情况下,经济改善对于需求增长的拉动将会小于以往。需求弹性的弱化可能很难让我们看到贸易项出现决定性的反转。

## 8月新增外汇占款或延续低迷

## 资金面紧平衡难打破

□本报记者 葛春晖

央行周二开展2200亿元天量逆回购之后,周三市场资金面显著好转,隔夜回购利率大幅下行。分析人士指出,尽管央行持续滚动逆回购令资金面免于大幅波动,但考虑到外汇占款高速增长以为继,如果近期降准预期仍未兑现,市场资金面将延续紧平衡格局。

周三银行间质押式回购市场上,隔夜回购加权平均利率收于3.09%,较周二大幅走低41BP;7天回购加权平均利率收报3.80%,较上一交易日小幅走高5BP;14天回购利率微降2BP至4.54%;此外,21天回购略降3BP至4.58%,1个月回购大幅下降34BP至3.97%。市场人士表示,央行周二的大规模逆

回购给银行间市场资金面带来了实际改善,机构融出意愿明显增强。不过,人民币贬值预期温和延续背景下,8月份外汇占款增长仍将保持低迷,除非央行降准,否则银行体系流动性仍会继续保持紧平衡格局。

历史经验显示,近年来短期国际资本进出我国的规模与人民币升值预期密切相关。根据美元/人民币1年期NDF报价与美元/人民币中间价测算,8月份市场投资者预期的人民币1年后贬值幅度平均值为1.42%,虽然较7月的1.51%略有回落,但仍预示着“热钱”可能继续呈现流出状态。7月份我国外汇占款出现38亿元的净减少,考虑到我国外贸顺差、外商直接投资基本稳定,8月份新增外汇占款数据保持低迷的概率较大。

# 欧元兑人民币反弹逾3%

月22日银行间外汇市场欧元兑人民币汇率中间价为1欧元对人民币7.8979元,较上一交易日上涨642个基点。与7月25日的十年以来历史低点7.6473相比,该中间价累计上涨幅度达2506个基点或3.3%。

7月24日,国际外汇市场上欧元兑美元创下1.2041的近两年新低。此后,在欧元区领导人表态全力支持欧元,欧洲金融稳定基金(EFSF)有望获得银行业牌照,以及欧洲央行计划在二级市场买入成员国政府债券等利好的提振下,欧元逐步震

荡企稳并伺机反弹。8月21日,有报道称德国官员同意欧洲央行直接购买债券计划,加之西班牙国债拍卖收益率明显下降,利好消息刺激市场风险情绪回升,带动欧元兑美元强势上扬,收盘站上一个半月以来的高点1.2470,较7月24日低点则回升约3.5%。受此影响,22日欧元对人民币汇率中间价亦创下7月6日以来的新高。

分析人士指出,短期来看,欧债危机仍面临更多不确定性。一方面,欧元区内部对“债券购买”意见仍难以统一;另一

方面,市场关于希腊退欧的讨论还在甚嚣尘上之际,9月、10月西班牙、意大利又将迎来还债高峰。更长远来看,由于欧债危机的根源之一,是实现了货币联盟而未实现财政联盟,而财政联盟进程恐将旷日持久,因此欧债问题也难以在中短期内得到根本解决。考虑到欧元区相比美国基本面更差、欧洲政治家们决策拖沓,以及欧央行对资产负债表的扩张相对于美联储可能更为激进,后期欧元重回弱势的可能性较大,对人民币汇率也难以持续走强。

# 市场憧憬利好 欧元1.24上方徘徊

□南京银行 蒋献

周三,由于市场高度期望欧洲央行能采取有效措施,以降低西班牙和意大利的国债收益率,并为希腊债务危机继续提供援助,欧元在亚洲交易时段持稳于七周高点附近。亚市尾盘,欧元兑美元报1.2461,距7月5日以来高点1.2488不远。应该看到,近期欧元上涨的动力在于市场对欧洲央行可能会采取行动的预

期,而欧洲央行在9月6日举行的货币政策会议上会否兑现市场的预期还有待观察,欧元走势存在一定不确定性。

周二纽约交易时段,因市场传言欧洲央行可能很快采取有效措施,以降低西班牙和意大利的借贷成本,市场对欧元区债务危机的忧虑有所缓和,推动欧元兑美元上涨至七周高位。当天纽约交易时段,欧元兑美元涨至1.2488的7月5日以来

高点,最终尾盘上涨1%至1.2462位置。

从技术面角度看,欧元兑美元最近支撑位位于1.2415附近,该位置曾经过的阻力位附近变为支撑位,若被突破,下一支撑位在1.2310的趋势线支撑位;欧元兑美元最近阻力位在1.2560,若被突破,下一阻力位在200日均线1.2630位置。

目前市场关注焦点在即将公布的美联储会议纪要,如果

纪要中存在美联储将出台第三轮量化宽松政策的暗示,会对美元产生不利影响。同时,美联储主席伯南克将于8月底在怀俄明州杰克森霍尔年会上讲话也令市场关注,因为在2010年的年会中,伯南克曾暗示将推出第二轮量化宽松政策并得到印证。另外,周四将发布的欧元区PMI数据,以及本周稍晚可能公布的欧元区危机解决方案暗示也是市场主要的关注点。

## 不宜快速贬值

□恒泰大通 关威

5月以来人民币汇率步入阶段性下跌通道,人民币看涨之声转而让位于不断升温的贬值预期。在我们看来,长期引发人民币贬值的因素的确不容忽视,但当前鼓噪汇率骤降亦不足取。

事实上,早在2011年下半年,市场对于人民币贬值的预期便已甚嚣尘上。进入2012年,随着欧洲主权债务危机不断发酵,美国经济增长步履蹒跚,市场的担忧情绪不断加剧,提振避险货币美元人气。尽管在单边升值的惯性思维下,人民币汇率仍维持高位,但进一步升值的基础已不复存在,汇率更多呈现双向波动的特征。

今年6月,全球经济环境非但未见好转,反呈愈发恶化之势。只是令人惊喜的是,此间全球股市、大宗商品以及澳元悄然掀起一波上涨行情。这主要归因于市场对美联储推出QE3的预期增强,打压美元走势,以美元计价的高风险资产获益上涨。不过表现一贯坚挺的人民币却缺席了本轮的涨势,人民币即期价格一度创出年内新低。在此阶段,人民币自身意义的风险属性弱化,中国的自身因素主导汇率的走向。

从国际资本流动来看,中国长期“双顺差”格局已经发生动摇。数据显示,7月来中国外汇占款余额再现负增长,而去年四季度该数据十年来首次出现连续3个月负增长。尽管全球经济低迷,可以部分解释贸易顺差萎缩、外商直接投资(FDI)增速放缓的现象。但不容忽视的是,从银行代客结售汇的情况来看,个人、企业资产外币化的倾向越发明显,人民币贬值预期已然形成。看淡人民币前景的主要逻辑在于,中国过于依赖投资和出口的经济增长模式不可持续。一方面,随着外部环境的恶化,海外需求持续萎靡,加之劳动力、融资成本上涨,中小出口企业破产屡见不鲜,外资企业向东南亚转移产能已有意向转为行动,近期沸沸扬扬的阿迪达斯关闭在华工厂便是佐证。另一方面,2009年“四万亿”经济刺激计划在快速拉动经济增长的同时,亦带来诸多弊端。中国未来恐难再推出“新版四万亿”方案。基于此,“热钱”流向发生逆转,人民币由升值压力转为贬值压力。

但是中短期来看,我们依然认为人民币将维持双向波动的特征。尽管前文指出近期市场的表现表明,市场风险因素不足以解读人民币走势。但自今年以来,相关系数显示出美元与人民币呈现高度的负相关性。目前影响美元走势主要来自两个方面:一是欧债危机主导的市场避险情绪。目前欧债危机已经进入新阶段,西班牙的最终陷落加重了市场对欧元区完整性的担忧,从而推动避险资金流入美元。长远来看,欧债危机可能很难摆脱“爆发-救助-再爆发”的恶性循环。二是美联储QE3疑云难散。事实上,近期公布的美国经济数据较之前有所改善,房地产、消费者信心数据均出现企稳迹象,这也意味着美联储推出QE3的门槛依然较高。但必须承认,美国经济形势依然欠缺稳定,低增长或成常态,为市场的QE3预期提供了土壤。因此,每当美联储货币政策调整时间窗口前夕,市场便会涌现做空美元的冲动。结合上述两方面因素,预计美元、人民币中短期或呈宽幅震荡走势。

综合来看,中国经济下行风险已对人民币汇率形成压力,但中短期人民币走势料将维持双向波动的特征。