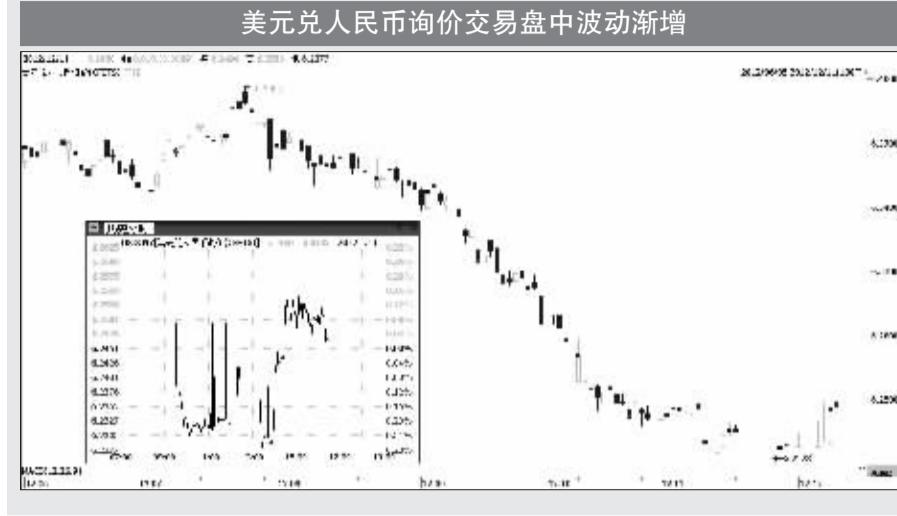


# 单边市终见松动 人民币“牛气”势衰

美元兑人民币询价交易盘中波动渐增



美元兑人民币汇率中间价和即期收盘价走势对比



□本报记者 葛春晖

10月末以来，人民币兑美元即期市场陷入持续“涨停”的非正常状态。进入12月，尽管人民币即期汇价仍连续触及“涨停”，但盘中脉冲明显增多、日内交易价差开始扩大，特别是近两个交易日，人民币即期收盘价均脱离“涨停”位置。

市场人士表示，在结汇需求较为旺盛、即期市场流动性枯竭的背景下，央行入市干预可能是近日市场行情出现转机的重要原因。短期来看，净结汇格局可能导致人民币即期汇率继续保持强势，但中期来看，考虑到欧美经济复苏、我国经济增长趋稳等因素，人民币汇率将更加接近均衡水平，未来人民币将以小幅升值或基本稳定为主，但汇率弹性可能会进一步增大。

**未“涨停”或因干预**

近两个交易日，在岸银行间外汇市场上持续了一个多月的有价无市局面终于出现转机，人民币兑美元即期汇价不再一味地封死“涨停”，从而给交易员们提供了难得的抛出美元的机会。

12月11日，人民币兑美元中间价小幅上涨14基点至

6.2906，据此计算，即期汇价的“涨停价”为6.2277。当日人民币即期汇价跳空低开43基点于6.2494，尽管开盘后不久即触及“涨停”，但很快恢复双边波动，全天大多数交易时间均低于6.2277，最低探至6.2558，日内最大波动幅度达到281基点，截至收盘，该即期汇价报6.2460。

无独有偶。12月10日，人民币兑美元即期汇价盘中多次“涨停”，但收报6.2451，比当日6.2293的“涨停价”低158个基点。

事实上，自月初以来，外汇市场上就已经出现了一些新的变化。在起初几个交易日里，尽管人民币即期汇价仍然像11月那样，全天大部分时间停留在交易区间上附近，且多数以“涨停价”报收，但盘中脉冲式波动明显增多，日K线上往往留下很长的上影线。以12月4日为例，尽管即期汇率的开盘和收盘价均为当日的交易区间上限6.2256，但盘中一度大幅下探至6.2636的10月17日以来最低水平。

对于这些新情况，有交易员表示，不排除是央行借大行之手增加购汇力度，从而向市场注入流动性。而据中金公司此前分析，前期人民币汇率升值速度加快，而央行购汇意愿却不如前。

**汇率趋近均衡  
明年总体稳定**

就未来人民币汇率走势而言，交易员表示，虽然近期购汇盘有所增多，而且随着年末临近，购汇盘还会有季节性上升，但目前净结汇仍占据市场主导，因此，短期来看，人民币即期汇率相对于中间价还将保持强势格局，只是频频“涨停”行情将难以持续。

临近年底，机构纷纷开始发表对于明年宏观经济和政策的展望和观点。在汇率政策方面，各方观点基本趋同，即

人民币汇率将更加接近均衡水平，未来人民币将以小幅升值或基本稳定为主，但波动幅度可能会进一步增大。

上海证券表示，人民币距离阶段性平衡已经不远。一方面，从基本面看，美国经济的持续复苏及欧债危机的逐步见底将支撑美元及欧元企稳走强，从而减轻人民币被动升值压力。而且短期来看，我国外贸出口的下降对经济形成拖累，决定了央行对升值的容忍度有限；另一方面，我国人口红利不会在短期内快速消失，而且还存在巨大的制度红利潜力，即使长期经济增速将缓慢下降，但人民币并不具备长期贬值的基础。该机构预计2013年人民币可能继续温和升值2%左右，但距离平衡已为时不远。

瑞银证券则表示，随着中国经常账户顺差占GDP比重降至3%或以下，人民币可预见的、稳定的升值已经终结。同时，尽管贬值可能会促进出口，但效果有限，因此人民币也不太可能贬值。该机构表示，预计2013年人民币兑美元汇率中间价将在6.2-6.4的区间震荡，而考虑到升值和贬值两方面的限制，央行未来将寻求增大汇率的弹性，可能会在未来数月再次扩大交易区间。

## 经济支撑不稳 交易心理易变 人民币非正常“涨停”不可持续

□中信银行 罗旋

近一个多月来，人民币对美元一直保持强烈的单边升值预期，美元兑人民币即期汇价日内屡屡触及交易区间下限。与此同时，即期市场交易愈发清淡，市场流动性趋向枯竭。这是汇改七年以来从未有过的现象。到底是什么因素导致人民币如此强势，而这一状况何时才会出现转变呢？

### 基本面牵引+情绪放大 两因素致人民币持续强势

当前，追溯人民币升值的原因并不难，单从基本面就能罗列出许多条，但诸多基于基本面的理由无法解释美元兑人民币即期汇价缘何屡屡触及交易区间下限这一现象。我们不得不结合市场交易心理来寻求答案。

国内经济企稳、贸易数据改善、欧债危机缓解、全球风险情绪回升，这些因素自然是人民币兑美元下半年以来逐步扭转颓势的推动力。在预期改变的背景下，美元兑人民币即期汇价触及交易下限起初并没有引起市场太多警觉，但当其他新兴市场货币纷纷大幅走升后，人民币可能出现所谓“补涨”的预期开始形成。与此同时，市场对于前期延迟结汇的企业重新释放结汇需求的预期更为强烈。

交易者很快认识到，赌人民币继续升值，赢的概率明显更大。这一市场心理的变化容易形成自我强化的循环，即汇价触及交易区间下限的时间越长，企业和市场参与者因担心汇价进一步走低而提前结汇的欲望愈发强烈，购汇方则在人民币升值预期强烈背景下不敢轻易对赌市场转向，往往倾向于观望，希望等到更为便宜的购汇价格。因此，市场上购汇和结汇两个方向上的资金流相差悬殊，进一步加剧人民币的升值，汇价更长时间呆在交易区间下限区域。由于远期没有日内波幅限制，“T+1”等隔夜远期更加活跃，反映的人民币升值幅度更大，也迫使管理层出台相应规范政策。

从某种程度上看，人民币持续“涨停”的状况与目前市场的交易制度也不无关系，但毕竟不属于正常现象，因此不可能持续。

### 基本面支撑不稳固

市场更为关心这一状况何时转变，这可能又需要从基本面来找原因。

首先，购汇者不可能无限期推迟购汇，当前积攒的大量购汇需求最终仍需释放。关键的财务时点可能是一个时间窗口。眼下近年来需要特别留意。

其次，外贸改善能否持续也存在疑问。今年秋季广交会订单情况不尽如人意，采购商数量和成交额同比下降幅度均在10%左右，或预示着明年我国出口形势仍面临较大压力。11月份贸易数据增速的大幅下行已经证明这一点，之前贸易数据的改善对人民币升值的支持作用可能难以持续。

再次，近期欧债危机的缓解及全球风险情绪的回升主要得益于美联储长期量化宽松政策的承诺和欧洲央行无限量购债计划的出台。但量化宽松货币政策并非万能药，如何在削减债务的同时保持经济增长才是解决危机的根本途径。从这一点来讲，欧美各国政府需要完成的工作仍很多。美国方面，大选结束后，年底的财政悬崖问题是摆在两党面前的头等大事，无论最终协议如何，对美国经济造成的影响只是程度的问题，而不可能根本性消除风险。且当前两党僵持不下，未来还存在较大变数。欧洲方面，欧洲领导人在处理欧债危机问题上一直使用拖字诀。希腊退出欧元区的风险是暂时缓解了，但欧债危机远未完结，市场情绪仍会受此影响起落落。

综上所述，当前支持人民币持续升值的基本面因素并不稳固，而市场交易心理也将跟随基本面因素可能的变化而潜移默化地改变。人民币汇价持续保持强势概率不大，未来双向波动将更加频繁。近两日，即期价格的戏剧性变动可能预示着市场情绪已经开始变化。

## 人民币深陷“涨停”

### 机构转战T+3牵出汇率市场化探路者

□招商银行金融市场部 刘东亮

决策层意志，而市场意见体现不充分，这使得中间价变成了单一的政策信号灯，导致市场参与者都在力图通过观察中间价来赌政策。在中间价形成机制不变的情况下，即使扩大波动区间，即期市场仍会遭遇“涨停”。

此时需要决策层拿出“国退民进”的勇气来，逐步降低官方意见在中间价中的权重，并增加市场意见的权重，使得中间价从政策信号灯向市场信号灯转变，只有当中间价成为机构认可的市场参照系，参与者才会从赌政策转向研判市场，才会产生多空分歧，才能避免一边倒的卖盘或买盘，市场也才能在激烈的博弈中达到均衡。同时，央行也应继续坚持减少对市场干预的大原则，逐步退出对即期汇率的干预，除非市场出现极端波动。

我们预计当上述变化发生后，中间价所划定的交易区间将会逐渐向目前T+3所代表的真实汇率靠拢，当两者重合或十分接近后，中国汇率市场化的试点阶段可告完成。届时，驱动市场的主导权将逐步过渡到市场机构中来，央行只保留最终裁判人的角色。

市场主导权的转移将会带来两大变化，一是市场观点的分歧将急剧加大，一边倒预期将成为历史，无论任何情况下，市场都会存在多方与空方，激烈的博弈会迫使银行更加注重市场研究和风险控制，并加强产品创新的力度；二是人民币将从盯住美元转为盯住非美货币，进入非美货币阵营，当非美货币出现涨跌时，人民币将根据市场机制做出灵活反应，兑美元双向波动将明显扩大，改变以往无论美元涨跌人民币都升值的模式，这意味着汇率市场化后人民币未必会出现大幅升值。

当然这一变化很难在短期内实现，仍需假以时日，在变化出现前，我们预计汇率市场仍会维持目前的整体格局，国内经济继续表现出企稳的特征，这将使人民币不具备明显的贬值空间，而外需疲软对中国外贸的压力，也会使得人民币难以有太多升值空间。

我们认为，当前并不需要扩大波幅限制，上下1%的波动区间即使放到国际外汇市场考察，也是非常充分的，之所以出现连续“涨停”，是因为中间价的形成机制有待改进。目前的中间价更多体现了个人观点，与所在机构无关。)

## CFTC持仓变动释放美指上行信号

□南华期货研究所 张静婧

鉴于QE1到QE3的先例，去年以来每逢美联储议息，市场总会憧憬有更为宽松的QE“N”出台。当前，美联储12月利率会议召开在即，市场重新燃起对量宽政策的期待，因此11月16日至本月初美元指数出现短期回调而风险资产价格则同步反弹。表面看，各类资产走势与美联储9月利率决议前夕非常相似，但观察CFTC美国商品期货交易委员会公布的美元指数及非美货币持仓数据则不难发现美元指数正在释放回升信号。结合美联储推出QE3之后其资产负债表规模变动等因素来看，预计美元指数近期回归中期上行通道的概率较高。

**QE3推出后，美联储资产负债表规模并未出现QE1/QE2期间的大幅攀升，相反截至12月5日当周，美联储总资产规模仅为29万亿美元，与QE2结束时相当。这也是QE3靴子落地后美指不跌反升的主因之一。**

近期数据显示美国经济复苏进程有所加快：美国11月失业率跌至7.7%，创下2009年以来新低，且如无意外该指标极有可能在2013年底就降至7%左右；11月NAHB房价指数为46，创下2006年5月以来最高水平。另外，由于能源、服装、交通运输等价格出现显著反弹，

美元，随之而来的是美元指数的两轮暴跌。2011年9月美联储在维持低利率目标的前提下，推出了对其资产负债表规模毫无影响的扭转操作，随后美指便开始了将近一年的回升之势。也就是说，维持低利率目标并非一定要与扩大美联储资产负债表规模绑定，而流动性未显著增加则美元指数就不会大幅回落。

### 净多单表明市场预期

以技术派的观点来看，资产价格的运行方向取决于多空力量的强弱对比，即：当多头不断加码而空方无力反击时，资产价格上行的概率就非常高；反之则资产价格面临回落。从过去走势上，美元指数与CFTC公布的美指非商业净多单规模变动方向一致，且后者运行趋势超前于美元指数，即：可将美元指数非商业净多单作为美指的先行指标。

数据显示，今年6月12日至7月24日期间CFTC美指非

商业净多单的周均值为4.6万手，达到金融危机以来峰值水平，同期美元指数持续反弹并在7月24日达到84.07。此后，CFTC美指非商业净多单一路下滑并在美联储9月利率决议前夕跌至4896手，其间美指回调幅度达到6.5%。美联储12月利率决议临近，尽管此前美元指数出现了2.3%的回撤，但CFTC美指非商业净多单却在快速回升，这与9月的情况截然相反。

另外，11月6日当周以来，日元及加元非商业净多单持续回落，欧元非商业净多单始终保在负数水平，尽管英镑非商业净多单有所增加但其在美指构成中的权重仅为11.9%，不足以单独影响美元指数走势。由此来看，近期美元指数及主要非美货币的非商业净多单变化趋势均在释放美元指数即将上行的信号，这表明市场对美联储本月议息决议的政策方向已有较为明确的预期。

从某种程度上看，人民币持续“涨停”的状况与目前市场的交易制度也不无关系，但毕竟不属于正常现象，因此不可能持续。

### 基本面支撑不稳固

市场更为关心这一状况何时转变，这可能又需要从基本面来找原因。

首先，购汇者不可能无限期推迟购汇，当前积攒的大量购汇需求最终仍需释放。关键的财务时点可能是一个时间窗口。眼下近年来需要特别留意。

其次，外贸改善能否持续也存在疑问。今年秋季广交会订单情况不尽如人意，采购商数量和成交额同比下降幅度均在10%左右，或预示着明年我国出口形势仍面临较大压力。11月份贸易数据增速的大幅下行已经证明这一点，之前贸易数据的改善对人民币升值的支持作用可能难以持续。

再次，近期欧债危机的缓解及全球风险情绪的回升主要得益于美联储长期量化宽松政策的承诺和欧洲央行无限量购债计划的出台。但量化宽松货币政策并非万能药，如何在削减债务的同时保持经济增长才是解决危机的根本途径。从这一点来看，欧美各国政府需要完成的工作仍很多。美国方面，大选结束后，年底的财政悬崖问题是摆在两党面前的头等大事，无论最终协议如何，对美国经济造成的影响只是程度的问题，而不可能根本性消除风险。且当前两党僵持不下，未来还存在较大变数。欧洲方面，欧洲领导人在处理欧债危机问题上一直使用拖字诀。希腊退出欧元区的风险是暂时缓解了，但欧债危机远未完结，市场情绪仍会受此影响起落落。

综上所述，当前支持人民币持续升值的基本面因素并不稳固，而市场交易心理也将跟随基本面因素可能的变化而潜移默化地改变。人民币汇价持续保持强势概率不大，未来双向波动将更加频繁。近两日，即期价格的戏剧性变动可能预示着市场情绪已经开始变化。

## 外汇市场日报

### 市场陷入震荡 等待事件引领

□中信银行 胡明

效果减弱。技术上看，澳元兑美元再次逼近中期下降趋势线，压力较大，很难突破。

11日亚欧交易时段，虽然欧元兑美元仍在前日反弹的高位1.2030附近运行，但并未延续前日的反弹，欧元兑美元呈现震荡走势。不过，汇价波动区间很窄，限于30基点左右。

欧洲债务危机仍然是制约欧元最为关键的因素。本周欧盟将决定是否对希腊发放新一轮援助贷款，投资者对于希腊问题的进展乐观态度还是提振了市场风险偏好。不过，意大利的政治风险依然存在。

数据显示，澳大利亚11月NAB商业景气指数与前值持平，但商业信心指数降至-9，大幅低于10月的-1，这意味着受到美国财政悬崖问题及欧洲债务危机的持续困扰，澳大利亚经济前景已经开始松动，疲弱数据打击澳元兑美元连续下挫。不过，稍后公布的中国经济数据扭转了澳元兑美元的跌势，汇价逐步收回早盘跌幅，升至1.0480上方。

数据显示，澳大利亚11月NAB商业景气指数与前值持平，但商业信心指数降至-9，大幅低于10月的-1，这意味着受到美国财政悬崖问题及欧洲债务危机的持续困扰，澳大利亚经济前景已经开始松动，疲弱数据打击澳元兑美元连续下挫。不过，稍后公布的中国经济数据扭转了澳元兑美元的跌势，汇价逐步收回早盘跌幅，升至1.0480上方。

■ 各家之言

## 方正证券：出口恶化不太可能扭转人民币升值

虽然11月出口增速大幅回落，贸易顺差超预期缩窄，但人民币即期汇率依然频繁“涨停”。据我们分析，在央行减少购汇干预行为下，人民币即期汇率升值强劲的原因主要有两个：一是外汇占款增长导致商业银行等非央行金融机构外汇头寸

增多；另一个重要原因则是套利行为所致，出现人民币即期汇率升值、远期汇率贬值的利率平价现象。在利率平价现象的背后，一方面是央行对即期汇率干预明显弱化；二是央行利率、汇率市场化进程今年以来有所加速，这意味着通过贸易渠道的外

步放松，使得套利成本减少，利率与汇率弹性大幅增加，再加上中美货币政策差异导致的高利差，使得套利空间出现。因此短期来看，相比于出口状况，套利成本以及利差对汇率的影响更为关键。当然，贸易顺差收窄，也意味着通过贸易渠道的外

## 瑞银证券：汇率将围绕6.3双向波动

预计未来12个月人民币对美元汇率将围绕6.3运行，基本

在6.2-6.4区间震荡，并表现出更多的双向波动。从基本面

来看，人民币已不再被大幅低估。首先，中国的经常项目顺

差占GDP比率已从2007年的

峰值10%降至2011年的不到

3%，预计未来几年这一比率将保持在3%以下；其次，在过去一年的大部分时间里，人民币在岸和离岸远期市场均表现出人民币走弱的预期，且期间中国由净资本流入变为流出，也与人民币汇率相关的套利有关；第三，鉴于出口增长

较弱，人民币出现稳定的、持续的升值将加大出口部门压力。导致近期人民币升值的另一个原因是美元走弱。鉴于美元可能在未来几个月走强，人民币对美元也会相应走弱，但不会明显突破6.3。我们认为，监管部门不会让人民