

人民币单边升值将逐渐消失

□招商证券研发中心 谢亚轩 张一平

自央行11月30日宣布降低人民币法定存款准备金率以来,人民币对美元即期汇率已连续七天触及交易区间下限。然而,这段时间的人民币汇率走势并不意味着人民币汇率驶入了快速的贬值通道。实际上相对于11月30日的汇率,进入12月以来人民币对美元汇率中间价还略有升值,汇率整体处于升值通道的态势没有变化。但人民币汇率经过前期的快速升值已经进入一个平台期,人民币汇率将更多反映国际国内经济形势变化而上下震荡。

境内外无风险套利

根据过去的经验,由于国际市场对人民币需求较为旺盛,离岸人民币价格高于内地人民币价格,经济主体通常愿意从香港市场购汇而在内地市场结汇,但近期经济主体更愿意从国内市场购汇而在香港市场结汇。这一现象得到了香港和内地市场人民币买入和卖出价数据的支持。

除11月中旬部分时间和11月30日的数天时间外,11月至今香港市场上美元买入均价高于内地市场买入价,11月下旬至今平均价差约为0.01438;而内地市场美元卖出价均低于香港市场卖出价,并且香港市场的左右手价差高于内地市场卖出价100个基点左右。因此,如果不考虑技术问题,目前从香港结汇而在内地购汇是存在无风险套利的机会。以12月5日两地市场价格为例,当日香港市场美元买入价是1:6.3790,内地市场美元卖出价是1:6.3641,那么假如在香港市场向银行卖出100美元即可获得637.9元人民币,而在内地市场只需636.41元人民币即可获得等值美元,从而有1.49元人民币的套利空间,单套套

利交易收益约为0.2%。

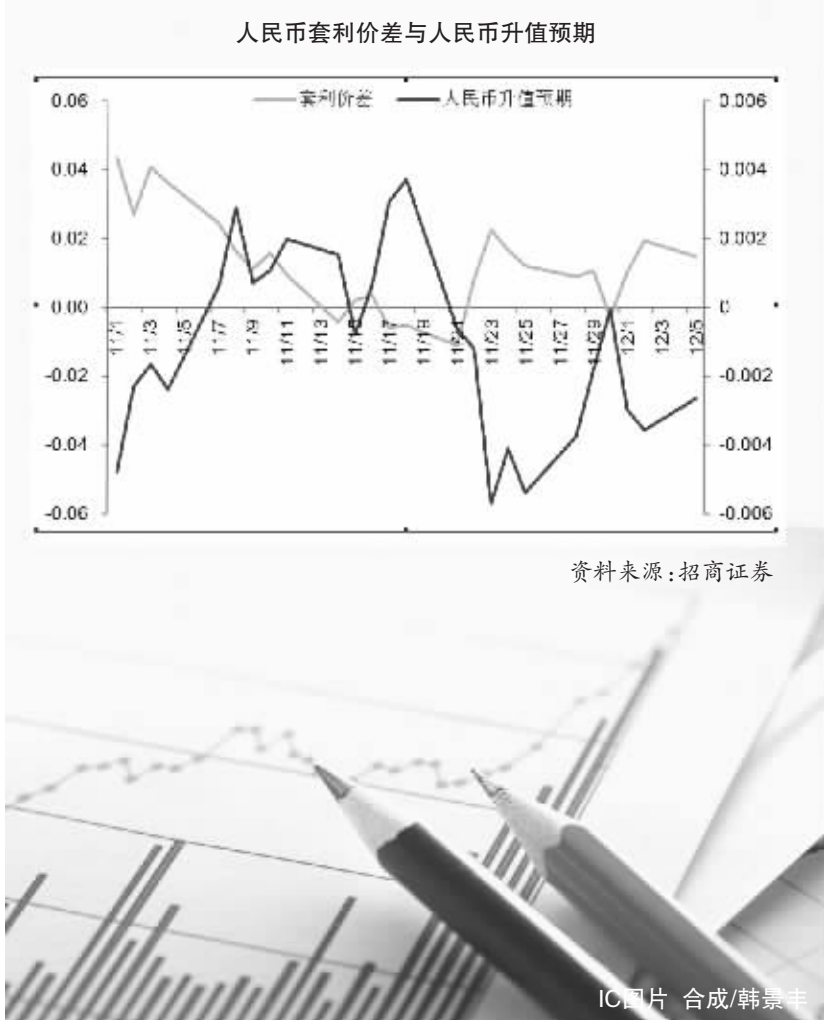
可见,现阶段香港离岸市场人民币需求不旺、价格偏低,造成了套利买卖方向的反转。10月份人民币代客结售汇顺差锐减为32亿美元,较9月下降了228亿美元。尽管数据公布较为滞后,根据前文的分析,有理由相信11月代客结售汇顺差规模还将进一步缩小,甚至可能会产生逆差。此外,香港的人民币存款规模在10月份出现了负增长,10月央行资产负债表中国外负债减少约106亿美元。根据央行对国外负债指标的解释,这部分资金可能主要是香港人民币结算银行——中银香港在央行人民币存款。所以,央行国外负债的减少意味着香港市场人民币的回流和美元的流出。

香港市场的种种现象表明,目前确实存在着抛售人民币、吸纳美元的现象。国际资本可能出于套利和避险等目的,正逐步从国内市场撤出。考虑到内地资本项目还没有放开,人民币汇率还不能自由浮动,因而香港市场更能反映全球市场各币种的供求状况。从香港市场数据的变化可以看出,目前全球资金流动方向是从新兴市场经济体回流到欧美市场。换言之,全球市场美元需求的突然上升是目前人民币对美元汇率连续触及交易区间下限、结售汇顺差锐减、外汇占款负增长等罕见现象发生的重要原因。

国内外经济形势变化

近期全球流动性的紧缺是人民币对美元即期汇率连续触及交易区间下限的重要原因。之所以会造成全球美元需求突然增加而人民币需求相对回落是国内外经济形势最新发展的结果。

第一,欧元区主权债务危机的不断演绎。欧洲商业银行大量持有出现债务问题的欧洲五国国债,希腊国债的减记已经冲击了欧洲商业银行流动性。欧债



危机解决方案不断受到一些因素的干扰,持续打击市场信心,特别是明年2-3月间是五国国债集中到期的高峰。上述因素使得全球风险不断上升,导致全球资本从新兴经济体不断回流至欧美市场,以满足欧洲市场对资金的需求。11月30日全球六大央行携手向市场注入

流动性也是为了弥补欧洲市场的资金缺口。简言之,国际市场美元流动性相对紧缺是人民币对美元汇率连续“跌停”的国际因素。

第二,从国内方面来看,首先,8月以来物价水平的快速回落遏制了人民币实际汇率快速升值的势头;其次,由于下

不应过分渲染人民币汇率波动

□中投证券资产管理部 陈波柳

近期,市场异常关注人民币对美元汇率走势。究竟是人民币汇率“假摔”,营造人民币汇率双向波动的市场氛围,还是人民币对美元汇率的趋势性逆转?我们不妨从几个角度剖析。

先来看备受关注的人民币汇率“跌停”事件。截至12月7日,人民币对美元汇率为6.3342,较上月底下跌140个基点。根据外管局交易规则,每日人民币对美元汇率中间价由央行授权外汇交易中心公布,银行间即期外汇市场在外汇交易上下万分之五范围内交易。也就是说,触及“跌停”也仅仅是针对当日的中间价,并非针对上一交易日的中间价。

人民币对美元汇率中间价的持续下跌,反映货币当局旨在推动人民币汇率双向波动的意图。而盘中触及跌停,则更多反映了市场对于人民币的贬值预期。为什么在长期升值预期比较明确的背景下,会出现较为强烈的短期贬值预期呢?

一种解释是人民币升值过度,需要修正。央行三季度货币政策执行报告显示,2005年人民币汇率形成机制改革以来至2011年9月末,人民币对美元汇率累计升值30.24%。根据国际清算银行统计,人民币名义有效汇率升值16.59%,实际有效汇率升值27.81%。

另一种解释是支撑人民币持续升值的力量在弱化,甚至发生逆转。对于均衡汇率,不管在理论上和实践中,均难以观察或者判断。那么只能从市场化的因素中,去推测人民币的升值潜力或者趋势。

PE需加强增值管理

□上海鸿立投资有限公司 张一鹤

股权投资公司(简称“PE”)在选择投资标的、为企业估值时,非常重视标的企业未来销售收入、经营利润的增长,但由于现实投资环境下,会计利润容易受到管理层操纵。因此,不管是为了防止被管理层欺骗,还是出于公司股东的责任,PE都应参与“企业增值”的过程,在企业价值增长中实现投资盈利。

PE在投资之前所做的尽职调查,不仅仅是为了为企业估值,也需要明白投资之后如何帮助企业业绩增长、价值提升。笔者认为,PE投资后增值管理需要做以下三点。

第一,帮助标的企业设计纵向增长战略。作为战略投资人,PE投资人不可能短期退出,因此要考虑企业的长期发展战略。从3-5年的PE投资周期来看,一般建议投资标的做好以下的业务增长战略。首先,保证核心业务的稳健发展,这是企业的“立身之本”;其次,拓展关联业务。一旦企业核心业务的增长放缓,增长的任务就要依靠发展新业务来完成。再次,储备未来业务。这种业务储备关注的是未来增

长,对将来有活力的业务活动进行技术储备和生产测试。

第二,为标的企业的“纵向增长战略”安排“横向增长战略”。企业增长引擎将主要来自以下几个方面:首先,行业自发性增长。只要企业产能能够达到要求即可,可称之为“被动增长”;其次,相对于竞争对手。当企业运营能力提升、市场份额扩大,为企业竞争优势的时候,产能扩张就可以带来市场份额的扩大。帮助企业提高运营能力、改善企业整体的执行能力正是PE增值管理的核心所在;再次,兼并收购。这可以直接带来业绩的成长,PE利用自身的优势帮助标的企业寻找合适的收购对象,并帮助标的企业完成收购活动,是增长管理的重要手段。

第三,为标的企业增长注入必需的资源。明确了增长战略,设计了增长战术,还需要向企业注入增长需要的资源,包括资金、专业人才、先进技术等。比如某些企业生产经营的特点是流动资金需求量大,而且资金需求季节性变化很大,因此PE为该企业提供季节性债权融资,而为企业提供专业人才、专业技术更是专业化投资PE所长。

警惕全球流动性枯竭

□国家信息中心预测部 张莱楠

自11月30日以来,人民币对美元即期汇率已经连续七日触及交易区间下限,这种连续触及跌停的情形只有在2008年国际金融危机时出现过。这里面原因众多,既有美元短期需求的冲击,也有人民币汇率的套利因素;既有跨境资本回撤,也有内部经济增速的预期改变;既有被动的阻击,也有主动的调整。然而,人民币连续触及“跌停”很可能预示着,在欧债危机愈演愈烈的当下,欧洲信贷紧缩正在向全球蔓延,三年前全球信贷资源渐近枯竭的情形很可能卷土重来。

2008年12月初,席卷全球的金融危机一度导致全球资本大逃亡,人民币汇率甚至连续4天触及跌停,周跌幅一度创下2005年7月汇改以来最大。近期,人民币连续触及跌停引发了金融市场恐慌。人们也许不会忘记,正是在11月30日这天,全球六大央行联手救市。当日为避免市场出现流动性崩溃,美联储、欧洲央行、日本央行、英国央行、加拿大央行及瑞士央行同意将现有的临时美元流动性互换安排的利率下调50基点,向金融市场注入流动性以舒缓紧张情绪。

然而,美元汇率干预对全球金融市场巨大的融资缺口而言,也只是杯水车薪”。资本大逃亡的情形继续上演,并引发了包括人民币在内的新兴市场国家货币下跌。

其实,人民币贬值预期早有征兆。早在9月下旬开始,随着欧美债务危机动荡升级,对世界经济二次衰退担忧的升温,以及美元流动性骤然收紧导致的金融系统信贷困境,使全球资产价格走势出现逆转,避险需求迅速攀升,“去风险化”成为短期国际金融市场的重要选择。

受此影响,国际金融市场凸显流动性短缺和大面积美元“钱荒”。特别是三季度以来,主权债务大幅减记已对欧洲银行业的资产负债表产生重大影响,使欧洲金融机构面临巨大的去杠杆化压力。全球投资者在波动剧烈的宏观环境下奋力寻求避风港。由于担心欧元区债务危机可能对全球经济前景进一步造成拖累,同时危机可能蔓延至其他规模较大的欧洲国家,投资者纷纷削减包括新兴市场资产在内的高风险头寸,跨境资本从新兴经济体回撤的迹象愈发明显。

根据央行“货币当局资产负债表”公布的数据显示,10月央行外汇占款余额为23.29万亿元,比9月减少了893.4亿元,是8年来央行外汇占款首次负增长。央行此前公布的10月所有金融机构外汇占款就出现负增长248.92亿元,为近4年来的首次负增长。也正是此时,伴随着资本流出,人民币贬值压力开始积聚。尽管国内的官方汇率仍有继续升值

的新兴市场国家货币下跌。

而陷入停滞。民营经济抗风险能力不足的天然缺陷暴露无遗。概括起来,小微企业为代表的民营企业遇到的风险主要来自两方面。一方面,外部因素持续恶化存在难以预测的诸多变数,不断施压压缩中小外贸企业利润表。在多重打击和欧债危机连续爆发的双重打击下,全球性的宏观经济有可能出现二次探底。这些都加速恶化我国民营企业的外部环境。

另一方面,内部环境的不确定性加大。劳动力成本上升态势、本币升值带来的汇兑损失,都成为推高民营企业生产成本,蚕食民营企业微薄利润的主要因素。更值得一提的是,小微企业自身的局限性也不容忽视。在生产经营状况比较好的时候,绝大多数企业缺乏未雨绸缪的前瞻计划,没有科学安排调度资金使用。一旦经济下行周期出现,银行贷款额度被严格管控,货币政策转

小微企业期待政策春天

□上海金融学院 温建宁

中央经济工作会议即将召开,小微企业比以往都要关注这次会议释放出的政策信息。这不仅仅因为2011年小微企业面临的生存困境,更是因为近期有可能出台的关于鼓励和引导民间投资“36条”细则,民间投资的政策环境将实现重大转折,小微企业占绝大多数的民营企业生存环境有望得以改善。

今年以来小微企业发展遇到了前所未有的困难。无论小微企业发展规模扩张,还是持续经营能力提升,都出现了单纯依靠自身能力难以逾越的瓶颈制约。不但企业发展脚步和节奏放慢,而且不少抗风险能力较弱的个体跌入了生存谷底。出口订单显著减少导致中小外贸企业利润直线下降,再加上人民币持续升值不断挤压和蚕食利润空间,一部分中小外贸企业资金链条断裂

年以来外围经济形势的恶化,我国出口增速已降至15%左右,明年出口形势将比今年更加严峻,从促进进出口的角度看,货币当局亦无对人民币汇率持续回落进行干预的主动性;再次,经过改革开放三十余年的建设,我国经济总量已跃居世界第二,基数增长会导致同比增速的放缓和经济潜在增长率的回落,因此未来中国经济增速将从过去的高增速中回到一个相对中性的增速区间内,这意味着未来人民币升值速度也将随之放缓。

2005年汇改之后,人民币对美元累计升值已超过20%,近两年年均升值可达5%的水平,预计明年人民币升值幅度可能会降至3%左右。另外,房地产调整政策的持续、农产品价格进入下行区间等因素也压缩了境外资本在国内逐利空间。总之,国内经济、物价增速双双回落降低了人民币的升值预期,是推动资本流出和人民币连续“跌停”的内部因素。

从历史经验看,资本大规模流出通常都是汇率危机爆发的先兆,但我们判断中国发生资本大规模外逃的可能性不大,原因有三:一是中国的资本项目没有放开,不存在国际资本大规模出逃的制度条件;二是中国庞大的外汇储备足以抵御投机资本的冲击,是市场对人民币保有信心的重要支撑;三是中国宏观经济总体向好,人民币国际化进程正在逐步展开,人民币仍处于升值通道,人民币依然是具备投资潜力的币种。

近日国内市场人民币罕见的走势显示,人民币汇率经过前期的快速升值已经进入一个平台期。在这个平台上,人民币单边升值的现象将逐步消失,升值幅度也会缩小,人民币汇率将更多地反映国际国内经济形势变化而上下震荡。这一轮连续数日的人民币对美元走势或许正是人民币升值预期回归中性的一种表现。

之势,但NDF市场上1年期美元/人民币报价显示人民币持续走贬,NDF美元/人民币(1年期)报价持续高于美元/人民币的即期汇率,人民币贬值预期不断升温。

国际资金撤离新兴市场及其引发的货币波动表明,全球流动性正在从前几年的充裕甚至泛滥,开始渐近枯竭,尤其是欧洲情况更加糟糕。这也标志着债务危机已经演变为信贷危机和流动性危机,进入了危机发展的新阶段。

当前,对于欧洲来说,最匮乏的就是美元。由于欧洲银行业是以拆借资金为主的融资结构,欧洲银行业对拆借资金的依赖要大于其他主要发达经济体。近期,市场对银行欧洲主权债务敞口的忧虑日益加重,货币基金从欧洲大幅撤退导致银行难以获得美元融资。相比去年,2011年3月欧洲银行业拆借资金占资金来源比重高达50%,这很可能出现2007年次贷危机爆发时期,市场流动性迅速干涸欧洲银行面临流动性衰竭的困境,这不仅会使全球出现同步的金融信贷紧张,也将进一步加速全球资本流向的逆转。

现在看来,中国面临的形势也比较严峻。尽管人民币的中长期升值趋势并未发生根本性的改变,但短期资本大规模流出所引发的货币贬值风险正在不断加大。

适时完善 货币政策调控体系

□齐鲁证券 边绪宝

广义货币供应量(M2)统计口径从10月开始扩容。央行有关负责人表示,考虑到非存款类金融机构在存款类金融机构的存款和住房公积金存款规模已经较大,对货币供应量的影响也日益重要,因此从今年10月开始中国人民银行已经将上述两类存款纳入M2统计范围。据测算,M2统计口径扩大之后,10月广义货币供应量将比原有统计口径增加2.7万亿元。

为了加强金融监管,对货币进行层次划分并不断完善是发达国家中央银行的普遍做法。我国的货币当局对货币进行层次划分开始于1994年。中国人民银行从当年第三季度开始对社会公布货币供应量指标。根据当时的实际情况,广义货币供应量(M2)主要包括以下几部分:狭义货币供应量、居民储蓄存款、单位定期存款、信托类存款和其他存款。随着经济形势的发展,中国人民银行又从2001年7月份起将证券公司客户保证金存款纳入广义货币供应量的统计范畴。

十多年发展的实践表明,广义货币供应量指标基本上反映了我国经济发展水平的增长变化。从今年的金融运行的情况来看,在国家宏观调控政策的影响下,广义货币供应量同比增长速度持续回落,并且自4月开始已经连续7个月回落至16%的调控目标之下,10月末M2同比增长为12.9%,远低于同期GDP与CPI增长之和,甚至比经济出现大幅度下降的2008年还要低。如果仅从同比数据上看,似乎宏观调控目标已经达到。

但深入分析我们可以发现,由于我国目前金融创新不断增多,公众金融资产结构日益多元化。特别是最近几年以来,商业银行表外理财等产品迅速发展,加快了存款分流。这些替代性的货币资产目前并没有进入货币供应量的统计范围,这必然使得目前M2的统计数据与实际状况有所低估。上述金融资产不仅包括非存款类金融机构的存款和住房公积金存款,还包括目前仍未纳入M2统计范围的商业银行表外理财资金、委托贷款业务、境外金融机构在境内的存款、民间借贷资金等。这其中的许多资金由居民和企业存款分流而来,对经济活动的影响也已日益深刻。

我国从1996年开始将货币供应量(M2)作为货币政策调控的中介目标,迄今为止已经历时15年。但金融资产规模的日益壮大和金融创新的不断出现使货币供应量指标偏离了当初设定的调控目标。央行十多年来调控货币供应量的实践也证明,作为中介目标的货币供应量指标在可测性、可控性、相关性上与最终目标关联度上与当初的期望值相去甚远。

尤其是最近几年,M2的同比增长情况已经较大幅度地偏离了央行年初设定的调控目标。比如央行制定的2008年货币供应量M2增长目标为16%,2009、2010年M2的控制目标都是同比增长17%左右,2011年M2的控制目标为预期增长16%。但2008年M2的实际值比目标值高出1.8个百分点(多增7221亿元),2009年M2的实际值比目标值更是高达10.7个百分点(多增5.4万亿元),2010年M2实际值比目标值高出2.7个百分点(全年多增约1.2万亿元),预计2011年M2实际同比增长在12%左右,比预期调控目标低4个百分点。M2在最近几年如此巨大幅度的偏差说明我国货币供应量增长的可控性较低。

多年的经济实践表明,随着金融深化与金融创新的快速发展,我国货币供应量的可测性、可控性,以及与物价稳定等最终目标之间的相关性在不断下降。结合主要发达国家的实践,今后应逐步建立起的以市场利率为主要调控目标的货币政策调控框架体系,并在直接盯住利率的同时,将货币供应量、贷款增长情况、通胀率、汇率、存款准备金率、经济景气指数等其他重要经济变量作为监测指标。

多年的探索实践表明,我国进一步推进利率市场化改革的时机已日趋成熟,特别是随着近年来中央银行公开市场操作体系逐步完善,对货币市场利率的引导能力逐步提高。今后必须逐步培育和增强市场化利率在中央银行宏观调控中的主导地位,并逐步完善货币政策调控体系,确立以基准利率取代货币供应量来作为货币政策调控的中介目标。