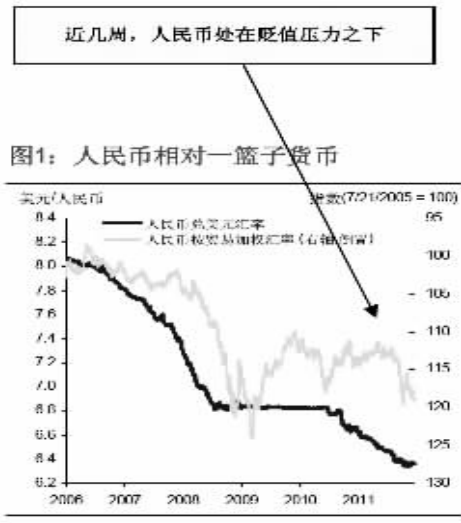


每周酷图与思考 | Chart and Idea |

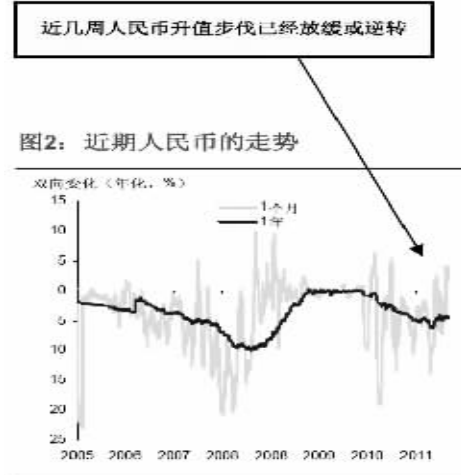
逐步升值不变 2012年底人民币兑美元 将达约1:6.15

汪涛

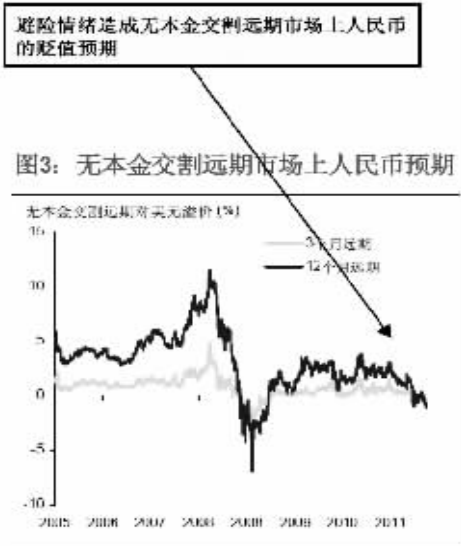
2011年以来人民币兑美元汇率累计升值了3.65%，但近期面临一定的贬值压力。由于人民币银行仍然将基准人民币中间价设定在相对较高的水平，贬值压力迫使在岸人民币汇率收盘价连续几天都报于0.5%交易区间的上端。与此同时，近几周按贸易加权的人民币有效汇率上升趋势未变。



数据背后的含义则是，近期人民币面临的贬值压力恰恰是中国外汇流入减少的另一面。这主要是由于欧洲危机升级造成的全球范围内避险情绪上升，从而使得美元作为避风港受到青睐，而以其他货币作为代价。由于离岸市场能够自由兑换而在岸市场仍然受到管控，贬值预期造成了人民币在岸价和离岸价的倒挂，从而给交易员创造出套利机会，并迫使企业在贸易结算中调整货币安排，由此使外汇流入和在岸人民币汇率更为疲软。此外，鉴于中国的外贸顺差已经缩小，而且未来数年可能会持续收窄，导致人民币升值的基本面压力也有所缓解。不过，我们认为尽管近期全球金融市场出现动荡，中国汇率政策的本质因素并未出现扭转。



尽管基本面发生变化，我们预计人民币兑美元不会持续贬值。因为人民币尚不存在高估，而国际政治压力也将迫使人民币继续升值，尤其是在美国和欧洲2012年都将举行大选的背景下。因此，我们预计中国仍不愿让人民币更快、更大幅度地升值。因为政府不仅担心升值对出口的影响，也担心资产价格的上升。



不过，我们预计政府将在未来一年中令人民币兑美元出现较明显的升值，以缓解国际压力并减轻贸易保护主义的威胁。此外，人民币升值将有助于抵御通胀、促进经济结构调整。我们预计到2012年底人民币兑美元将达到1:6.15左右。中期内，我们预计人民币将继续逐步升值。(作者系瑞银中国首席经济学家)

汇率波动伏线千里 博弈力量相较而生

编者按：从11月30日到12月15日，美元兑人民币盘中即期汇率连续十二个交易日“跌停”，引来市场惊呼。观察发现，中间价较即期汇率最大升值幅度早在9月29日就出现了。这一异常表明，国外投资者或已提前预计到人民币汇率的波动。而“跌停”，即人民币兑美元汇率相对每日中间价5%的跌幅也远没有人们想象的那么危言耸听，未来的人民币升值之路将在政策与市场的博弈中“震荡上升”。专家们在观察这一异动时思考的则是，在此时点，对未来经济有利的作为到底是什么呢？

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以来，美元兑人民币汇率显示出异常波动。从11月30日到12月15日，美元兑人民币盘中即期汇率已连续十二个交易日触及“跌停”价位。其后，12月16日央行对人民币汇率进行了一次大规模干预，当日美元兑人民币盘中即期汇率一度触及汇改后的最高价。截至12月20日，美元兑人民币即期汇率收于1:6.3472。

美元兑人民币汇率近一月来的异常波动引起了对于人民币未来走势的种种讨论，我们认为这反映了国际市场上人民币和美元需求的相对变化，是近期国内外经济形势综合变化的结果，而央行对人民币汇率的持续干预势必会改变存款准备金率调整的节奏。

跌停声中 人民币汇率稳中有升

“跌停”二字加上引号是因为这里我们只是借用了股票术语。这里的跌停是指美元兑人民币汇率相对于每日公布的中间价跌幅达到5%。但在这段时间围绕中间价的“跌停”并不意味着人民币汇率驶入了快速贬值通道，连续多日“跌停”是危言耸听。实际上，相对于11月30日的汇率，进入12月以来人民币汇率还略有升值，汇率整体处于升值通

道的态势没有变化。

不同市场 人民币走势迥异

根据近期美元兑人民币汇率的中间价走势，我们判断央行对人民币汇率的看法是：稳步升值，允许人民币汇率更大的波动。国内即期汇率反映了国内市场上对人民币和美元的需求，国内即期汇率与中间价之差反映了国内购汇需求的变化，差值扩大表现国内购汇需求旺盛，人民币贬值预期上升。

我们观察了9月以来的国内即期汇率与中间价之差，发现中间价较即期汇率最大升值幅度出现在9月29日。在此之前，9月20日就开始了中间价较即期汇率的升值趋势。同样，我们还能发现进入12月以来，中间价与即期汇率之差不断逼近9月29日的最大值，12月15日两种汇率之差达到12月的最大值，翌日央行便大幅干预人民币汇率，12月16日美元兑人民币盘中中间价触及2005年汇改以来的新高。

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，香港离岸人民币市场的变动更能反映人民币近期异动的真实原因。在这里，我们使用最新推出的香港市场美元兑人民币即期汇率定盘价作为衡量离岸市场对人民币升值态度的指标。定盘价是以每周一至周五，香港时间上午11点美元兑人民币（香港）的市场汇率为基准，并可作为离岸市场的人民币产品定价的参考汇率。由此可见，定盘价对人民币无本金交割远期（NDF）的价格也有重要影响，而

人民币NDF是我们观察人民币升值预期的重要指标，这正是我们选择定盘价的重要原因。

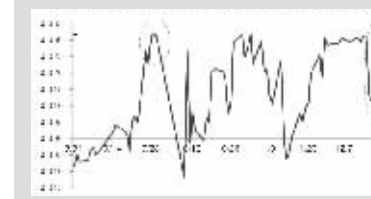
定盘价反映的是香港市场人民币汇率不受干预的自由浮动情况，定盘价与国内即期汇率之差显示人民币套利机会及海外对人民币贬值的恐慌情绪。据过去经验，反映在定盘价与国内即期汇率上就是定盘价上升（直接标价法下意味着人民币价格较低）和国内即期汇率上升（直接标价法下意味着人民币价格较高），则两者之差应为负值。我们观察到9月20日差值突然转为正值，从9月下旬开始香港市场定盘价与国内即期汇率之差持续为负，显示无干预的海外市场已提前反映了人民币可能出现贬值，海外市场减持人民币的意愿逐渐增强。12月15日两种汇率的差值突然增加，当日差值较14日增加近100%，翌日美元兑人民币盘中触及“涨停”价位，我们判断这是央行观察到前一日海外市场人民币恐慌情绪突然上升为稳定汇率所作出的大规模干预市场行为。应是央行观察到国内外人民币市场都出现恐慌情绪后，才发生12月16日人民币盘中中间价的创新高。

走下神坛的 法定存款准备金率

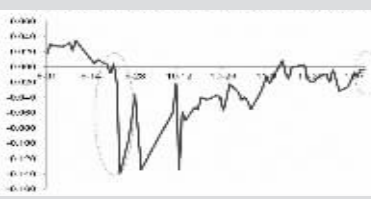
在人民币单边升值的背景下，法定存款准备金率成为央行控制外汇占款增加对国内货币供应影响的主要手段。特别是由于外国国家大规模实行超宽松货币政策，法定存款准备金率走上了只能升不降的神坛。

我们认为香港市场美元兑人民币12个月无本金交割远期（NDF）与国内即期汇率之差表明市场对于未来

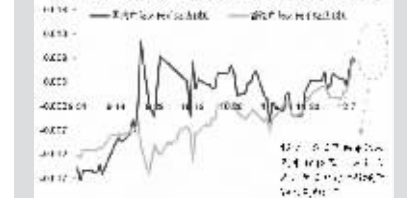
国内即期汇率与中间价之差显示 自9月下旬国内购汇需求增加



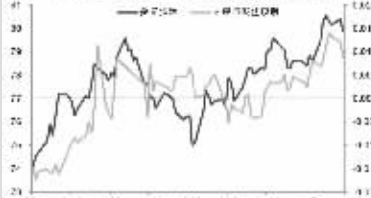
定盘价与国内即期汇率之差显示 套利机会和市场对人民币情绪



国内市场9月下旬开始的贬值预期 11月下旬在香港市场得到确定



11月中旬以来人民币贬值预期是 美元指数硬币的背面



人民币升值的预期，而NDF与定盘价的汇差更明确地表明离岸市场对人民币的升值态度。

由国内即期汇率测算的人民币贬值预期清楚地显示了国内人民币贬值起自9月下旬，这与图中反映的国内购汇需求上升自9月下旬开始是一致的；用香港市场定盘价测算的人民币贬值预期在11月下旬出现，国内贬值预期得到香港市场确定意味着国内外对人民币贬值预期达成一致，人民币即期汇率随之发生异常波动。央行观察到国内市场贬值预期在12月15日达到近期高点且海外市场恐慌情绪突然增加，为了稳定人民币汇率走势的预期，在16日开始大规模干预人民币汇率，16日当天人民币即期汇率盘中中间价创新高，16-21日人民币中间价大幅升值，21日的中间价高达1:6.3248，为近一月以来最高点。

一方面，央行的持续干预必然导致中央银行外汇资产的减少，进而导致外汇占款规模的萎缩；另一方面，由于香港市场美元需求上升而人民币需求下降，10月央行资产负债表中国外负债减少675亿人民币，在货币乘数的作用下，货币供应量会缩小2500亿人民币左右，两个因素都会导致国内货币供应量的下降。因此，通过提高存款准备金率不断收回“池子”

中的流动性应该开始通过降低存款准备金率而不断释放。在人民币升值预期进入平台期后，法定存款准备金率不再需要为对冲外汇占款而不断提高，存款准备金将会更多地用于调节银行间市场的流动性，从而一步步走下神坛。

人民币贬值预期 映射美元指数走强

从前面的分析我们可得出结论：尽管央行的目标还是人民币稳步升值，不愿意人民币贬值预期持续加强，因而通过设定较高中间价的方式干预市场预期并阻止人民币贬值预期的自我实现，但是从12月以来的走势看，市场上抛售人民币吸收美元的趋势并未得以改变。我们曾提出欧洲主权债务危机的蔓延是国际资本从新兴经济体流向欧美市场的重要因素的观点。这句话背后的含义即是全球风险的上升和国际资本的避险需求导致美元流动性紧缺从而美元走强，我们观察到美元指数与人民币贬值预期自11月中旬开始呈现出同步发展的趋势，即美元走强，人民币贬值预期也同步增强。因此，我们认为近期人民币贬值预期是美元指数硬币的背面。

(作者系招商证券研发中心宏观分析师)

名家 | Columnist |

人民币汇率：不同的稳定 迥异的绩效

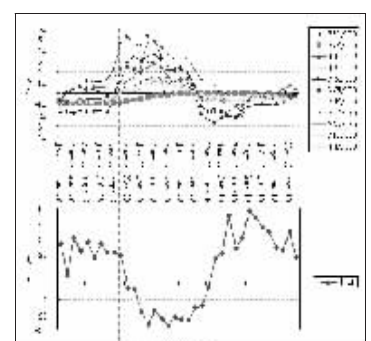


鲁政委

12月14日，中央经济工作会议闭幕。在人民币兑美元汇率连续10个交易日跌停的背景下，会议强调要深化汇率形成机制改革，“保持人民币基本稳定”，这在2005年启动汇率改革以来是第三次。前两次“汇率稳定”虽表述相同，但汇率稳定的实质不同，经济绩效也迥异，这对我们当下尤其具有借鉴意义。

回顾历史上的中央经济工作会议新闻稿，在2005年7月21日人民币兑美元汇率浮动以来，在3次会议中明确提及了人民币汇率问题，分别是2008年12月、2010年12月和今年的中央经济工作会议。同是“保持人民币基本稳定”，但含义却不尽相同。在2008年的那次会议之后，人民币兑美元

2008年6月~2010年6月间的 汇率稳定与宏观经济表现



图片来源：兴业银行 谭蕊/制表

出现了回到接近硬盯住的“一线天”状态，表现出的是“对美元稳定、有效汇率大幅升值”的状态；在2010年那次会议之后，则是人民币兑美元汇率在2011年9月份之前的“对美元升值、有效汇率基本稳定”的状态。

同样的表述，两种完全不同的稳定，对应着我国宏观经济完全不同的表现。事后观察，2008年12月份中央经济工作会议提出的“保持人民币基本稳定”，实际上是自2008年6月开始的，一直延续到2010年6月19日。

在2008年6月之前，人民币兑美元的升值幅度小于很多新兴经济体。但随着此后金融危机的加剧和美元波段走强，其他新兴经济体货币兑美元开始大幅贬值，而人民币兑美元即期稳定和同比升值，进而导致人民币有效汇率显著升值。这种状态一直延续到2009年9月美元汇率走软、其他新兴经济体货币兑美元再度开始升值之后才逐渐得到改变。此后，人民币兑美元同比零升值，而其他新兴经济体兑美元转而再度开始升值。也就是说，与其他新兴经济体货币相比，人民币的相对强势集中表现在对美元稳定的2008年6月-2009年9月。而几乎与此同时，我国的对外出口出现了急剧下滑，由此前的同比增长20%以上快速下滑至负增长，这种状态在2009年11月人民币汇率相对其他新兴经济体货币偏弱之后才得到扭转。

也就是说，虽然人民币兑美元保持了稳定，但由于美元的走强，人民币被拖着有效汇率迅速升值，我国的出口因而受到极大抑制。

在2008年二季度到2009年二季度之间，与出口的这种疲弱状态一致，我国经济在这一时期也出现快速下滑。虽然有全球最大规模的财政刺激方案，也是直到2009年第四季度才恢复到危机前的水平；与我国形成鲜明对照的是，汇率更为灵活的印度、印尼（要注意印尼GDP具有明显的季节波动特征，第四季度总是偏低），则几乎未见受危机影响的明显痕迹，其他新兴经济体也像我我国一样一度出现经济的大幅下滑，但在没有大规模财政刺激下，其恢复速度一点也不比我们更慢。

2008年人民币兑美元稳定而有效汇率大幅升值的教训，其实并非孤例。在1997-2003年的亚洲金融危机期间，我国同样选择了保持人民币兑美元汇率的稳定。然而，与此同时，其他新兴经济体兑美元却出现了大幅度贬值。同比贬值幅度最大的印尼一度超过80%，最小的台湾也接近20%，甚至当时被视为亚洲稳定基石的日元汇率，也出现了超过10%的贬值幅度。

而人们普遍直觉相反的是，本币的大幅贬值并不是摧垮了这些国家的经济，反倒是让他们获得了更快的恢复。即使是遭受到危机正面冲击的国家，他们的经济也得益于灵活的汇率调整，而在2009年第四季度就恢复了危机前的水平（这一水平在此

后1-2年内仍然稳定住了，说明并非基数偏低造成的高估），而我国虽未遭受危机正面冲击，但经济却一直到了2002年第四季度才恢复了危机前的正常水平，官方一直到2003年才确认经济已从通缩中走出来了。

也就是说，因为当时选择了“对美元汇率稳定”，美元汇率反弹诱发了人民币“有效汇率的大幅升值”，从而令中国甚至比其他遭受正面冲击的新兴经济体还晚了两年才复苏。

反观2010年12月中央经济工作会议确定的保持人民币基本稳定的原则，实则是2010年6月19日进一步深化汇率改革后强调“重在坚持以市场供求为基础、参照一篮子”原则的重申和延续。

而在2010年7月-2011年8月，虽然欧洲主权债务危机爆发并愈演愈烈，美国经济迅速疲软以至于美联储不得不推出QE2，但我国出口增长却大幅超预期；除春节期间的个别月份外（2011年2月出口同比增长2.4%），此间我国出口最低增速也接近18%，最高达到38%，平均增速26%。这一增速相当接近我国2002年1月-2007年12月这段入世之后、没有全球危机时的平均增速29%。

考虑到2010年6月19日“进一步深化汇率形成机制改革”确定的汇改新方向是“重在以市场供求为基础，参照一篮子”，自9月份以来，面对美元升值，人民币中间价选择了对美元汇率的稳定，直接形成了人民币无论名义有效汇率还是实际有效汇率都快速升值的局面，已出现了偏离“6.19

汇改原则”的苗头，未来亟需顺应市场进行矫正。否则，如果继续坚持当前偏强的人民币中间价，必然会使未来出口下滑超预期，令明年经济稳定增长出现重大挑战，此前两轮的经历都清晰地表明了这一点。

事实上，自人民币有效汇率走强的美元被动迅速升值的9月份开始，我国出口即由8月份24.5%大幅下滑7.4个百分点到了17.1%。此后随着有效汇率的继续被动升值，出口增速在10月和11月份继续创出了15.9%和13.8%的年内新低。如果未来继续维持人民币对高位震荡美元汇率稳定的话，那么，可以预见，未来出口进一步大幅下滑至个位数几乎是预期到的。

(作者系兴业银行首席经济学家)

各国不同汇率选择下的经济绩效

