

# 人民币汇率下半年或小幅升值

从2013年1月数据看,整体亚洲货币至今大致贬值了8%,但人民币汇率基本持平,这意味着人民币汇率依然相对升值。我们观察到2014年2月人民币汇率贬值后,劳动力密集型商品出口快速恢复,3个月移动平均增速回到7.6%。因此从促进出口增长来看,人民币下半年恢复单边升值的可能性不大。

曹阳

2014年3月中旬,中国央行将人民币对美元交易价波动区间从1%扩大至2%后,即期汇率出现小幅持续贬值。6月初,随着贸易盈余再度扩大,人民币汇率才有所企稳。

## 人民币汇率中枢或走升

交易者对人民币汇率看法未现逆转,市场波动更多由央行主动引导。向前看,我们对于汇率的看法不悲不喜,区间震荡将主导下半年行情,人民币汇率中枢或有走升。

回顾3月17日汇改至6月的市场行情,在岸即期外汇市场出现两个特点:第一,即期汇率基本呈现贬值趋势,人民币对美元从6.17贬值到6月初的6.25;第二,即期汇率每日更接近于汇率波动区间上限,而非下限。此后,6月中旬随着中国贸易顺差再度扩大,人民币汇率才出现企稳。

我们认为,年初以来人民币汇率走弱并非完全是市场交易的结果,央行引导的力量依然较强。在外汇需求端,私人主体没有出现明显的本外币再配置,在外汇供给端,海外投资者对于人民币资产的需求依然较为旺盛。因此整体来看,人民币需求依然较为稳定。

## 银行间批发市场交易主要引导贬值

外汇市场大致分为银行同业间的外汇买卖、交易的批发市场,非金融企业、个人与银行之间的零售市场两个层次。前者交易较为集中,市场趋于垄断;后者交易分散,市场趋于竞争。我们认为银行间批发市场的交易可能是引导人民币贬值的主要因素。

首先,商业银行增持海外资产的行为或是引导人民币汇率走弱的决定因素。自2014年2月以来,商业银行资产负债表中的国外资产持续增加,3、4月环比增长均在1100亿人民币以上。我们猜测其中原因可能在于两点:其一,汇率波动增加时,商业银行需要增加缓冲外币库存,满足企业、居民购汇需求;其二,央行与商业银行交易增加,后者主动购汇引导人民币汇率走弱。从数据来看,外汇贷款从



2013年年初30%以上增速回到2014年4月10%以内,显示商业银行的外币备付需求并不高,因此央行主动引导银行间外汇市场的人民币汇率走弱成为更为合理的解释。第二,我们不认为上半年企业、个人等私人主体的本外币再配置行为主导了人民币汇率波动。诚然,3月的汇改对企业外汇配置行为产生一些影响,如随着人民币汇率的小幅贬值,企业通过远期结汇对冲美元贬值风险的意愿降低,但整体来看私人部门外汇需求增幅较为平稳。其中,企业部门对汇率反应更敏感些,外币存款占本币存款的比例从年初的4.04%小幅上升至4.56%,家庭部门的该比例仍停留在0.93%的低点。我们认为,汇率走势没有趋势性逆转前提下,私人主体的货币替代程度仍会是较低的,从跨国比较数据也可以印证这一点。根据统计,日本、韩国外币存款占本币存款比例均在亚洲金融危机后分别达8.9%和6.9%达到高点后一路走低,目前仅在2%~5%之间的水平。低

配外币的原因主要在于较高的信息成本、交易费用使投资者的“母国偏好”行为明显。我们预期,未来中国也会如此。第三,对海外投资者来说,人民币资产仍有相当吸引力。第一,目前中国占全球国内生产总值(GDP)15%,出口占全球贸易比例达到10%,随着中国在全球经济、贸易领域影响力提高,跨国交易中对人民币需求增加;第二,全球经济在较长时间面临通缩风险、海外货币政策宽松,如美联储量化宽

松(QE)退出缓慢、欧洲央行推出的4000亿欧元长期再融资操作(OTLTRO),均使海外利率处于低位。相反,我国在改善“金融抑制”中国内利率却维持较高水平,这使国内外利差扩大,增加了人民币资产吸引力。以离岸市场中利率平价为基础的投资回报来看,年初以来,1个月无风险收益平均有158个基点。此外,随着资本市场开放加速,人民币资产的可交易性增加,比如海外机构可以通过QFII、RQFII渠道进入境内市场。根据上海清算所披露数据,2014年5月境外金融机构持有的短融、中票和政府支持机构债规模金额达240亿,较2013年底增加了79亿人民币,显示海外投资者对境内市场依然看好。

展望下半年,我们预计汇率市场化进程将提速,汇率政策会兼顾稳定出口、配合国内“宽信用”的货币政策使用。整体来看,人民币汇率以区间震荡为主,或有小幅升值。

第一,与上半年不同,我们预计央行可能减少对外汇批发市场的干预,让企业、居民为主体的外汇零售市场承担部分价格发现职能,以此促进供求为基础的汇率市场化机制的形成。从30天的1个月平价期权的隐含波动率来看,中国在岸市场仅为1.25%,远低于菲律宾、韩国、马来西亚等亚洲国家5%~6%的波动水平。因此,年初央行通过市场干预打消汇率单边升值预期后,预计未来市场决定单日汇率波动的成分更高一些。

## 人民币汇率下半年或小幅升值

第二,稳定贸易增长可能仍是汇率政策关注点之一。全球经济较为低迷时,初级商品需求价格弹性较高,适度汇率贬值可以增加贸易竞争力。从2013年1月定基数据来看,整体亚洲货币至今大致贬值了8%,但人民币汇率基本持平,这意味着人民币汇率依然相对升值。我们观察到2014年2月人民币汇率贬值后,劳动力密集型商品出口快速恢复,3个月移动平均增速回到7.6%。因此从促进出口增长来看,人民币下半年恢复单边升值可能性不大。

第三,央行可能需要平衡国内“宽信用”和对外“稳汇率”政策目标,在保持国内低利率环境下,人民币汇率需要相对稳定。从货币周期来看,前者面临房地产价格下行、投资回落压力,需要“宽信用”来降低融资成本;后者随经济复苏动能增加将在年内结束QE,这使10年期美国长债利率和美元指数中枢趋于抬升。以上中美在经济和货币政策差异导致两国利差收窄。这一背景下,人民币汇率需要保持稳定,甚至较强以增强市场信心,防止资本流出带来国内流动性收缩的压力。

(作者系浦发银行金融市场部分析师)

# 一线城市棚改应完善政策支持

证券时报记者 朱凯

作为“微刺激”政策之一,各地的棚户区及旧城改造日益受到社会关注。但综合看来,与之交织一起的因素仍较复杂,未来如何在政策与市场、付出与收益之间谋求平衡,已成为北上广等一线城市必须直面的问题。

从上海闸北区部分案例来看,愈是地理位置优越的核心地段,旧房密度就愈大,拆迁成本就愈高。而随着房价与成交量“双跌”态势持续,这类高起点、高定位、高规划的“三高”楼盘,或已在遭遇难言之痛。如市场继续低迷,相关棚改对拉动投资、稳增长和保民生的效果,可能也要打折扣。

今年4月初,国务院会议将棚户区改造作为三项“微刺激”政策之一提出。除改善低收入群体居住环境,完善项目周边道路、广场、教育及商业文化设施之外,城市棚改还可以促进就业和养老等社会问题解决,对投资和消费起到拉动作用。

但记者近期了解到,相关工程在推进过程中却遭到市场的“惩罚”。据上海市闸北区苏河湾建设推进办公室透露的数据,在该区所属4.7公里苏州河河岸线的3.19平方公里苏河湾区域内,已有包括中粮地产、华侨城等知名央企及数家民营房企入驻开发建设。截至今年6月,华侨城苏河湾的认购签约金额尚不足2014年全年任务的三分之一。部分业内人士指出,这与楼盘本身的价格并无直接关系,而是整个行业经济周期使然。

中原地产相关高管近日发出了耸人听闻的“9月深圳楼市将全面衰退”、“库存去化周期已达到13个月的警戒线”、“开发商拖欠中原集团的代理佣金接近30亿元”等等。与此类似的判断不一而足,悲观情绪弥漫楼市。

从目的上看,棚改是为了优化土地资源和改善民生。但在实际操作中,资金落实困难、成本收益倒挂、销售停滞不前等问题正在逐一显现,这对于中央支持棚改稳增长初衷,或许会产生意想不到的结果。

实际上,苏河湾项目的政府收入与付出已经倒挂,闸北区与上海市实施“四六开”的资金收支配套,其收入将来源于土地招拍挂及相应税收,而用于居民动迁及后续安置等的支出已超出前者。分析人士判断,北京、上海、广州等老牌一线城市中的此类现象较为明显,未来或继续恶化。

据悉,华侨城苏河湾项目已在酝酿新一轮促销。相比于同行对资金的渴求,央企华侨城对大环境转暖的期待,或许更为迫切。历史上的苏州河和黄浦江,辉煌与屈辱并存。而如今作为上海棚改的一个样本,其积极意义的发挥,可能仍需要在平衡市场与政策调控、完善资金与服务支持等多种形式的政策配套下才能实现。

本版文章如无特别申明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。

# 伊拉克局势对全球市场意味着什么?



Kiran Ganesh

的影响主要体现在其对油价的影响方面。伊拉克是石油输出国组织欧佩克第二大产油国。布伦特原油价格现已升至114.8美元/桶的9个月高点。

## 油价进一步上涨的风险

伊拉克目前的原油产量为340万桶/天,较2月份触及的360万桶/天的35年高点略有下降。第二次海湾战争后,伊拉克原油产量增加对全球供应很有帮助,而且本来预计到2019年该国对欧佩克新增原油供应量做出60%的贡献。

好在伊拉克大部分的原油产量尚未受到ISIS向首都推进的威胁。到目前为止,未受影响的南部地区负责伊拉克全部的原油出口和80%的原油产量。与此同时,12%的产量位于库尔德人控制的北部地区。因此,我们估计在目前阶段只有20~40万桶/天的产量面临风险。虽然这与约9300万桶/天的全球

原油需求相比规模较小,但我们仍然对油价上涨保持警惕。我们认为,短期内原油价格可能继续得到良好支撑,因为欧佩克目前的闲置产能相对较低,仅为250~300万桶/天。原因在于发生了多年未见的生产中断(尤其是在利比亚和伊朗)。如果伊拉克局势严重升级,失去该国全部的原油供应将会导致全球闲置产能降至与1973年石油禁运或1970年代两伊战争时期相当的水平。

在油价不大幅上涨以调节需求的情况下,全世界很难承受失去伊拉克产量的后果。我们估计,如果伊拉克供应严重中断,布伦特原油价格可能会上涨至130~165美元/桶。而在当前面临不确定性的同时,时间恰巧正进入夏季,通常在这个季节原油需求会上升,今年的环比增幅有望达到150万桶/天。

## 我们应该担心吗?

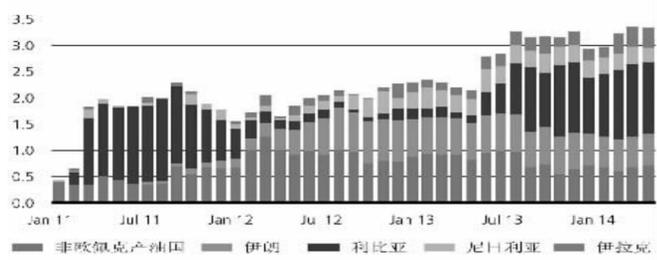
1970年代的石油危机提醒我们,供

应因素导致的油价飙升可能给全球经济带来风险,即使持续的时间不长。例如,在阿拉伯以色列战争以及两伊战争后,单是汽车行业的低迷就对美国GDP分别造成0.5%和0.8%的拖累。

目前,我们在战术资产配置中,对风险性资产(包括美国和欧元区股票以及美国高收益债券)持加码观点。过去一周,伊拉克局势导致波动性加大,对这些资产类别没有益处,但在目前阶段还没有对基本面造成干扰。在油价位于当前价位的情况下,我们仍然对上述风险性资产感到放心。如果油价持续上涨10~15%,我们的担忧则会加剧。我们的计量经济模型显示,油价持续性上涨10美元/桶,应在未来12个月内对美国经济增长造成0.3%的拖累(对欧元区造成约0.2%的拖累)。原因是高油价将推升消费者物价指数,而且对实际可支配收入带来负面影响。尽管10~15%的油价涨幅不会导致美国或欧元区陷入衰退,但

预料外的原油供应中断支撑价格走高

单位:百万桶/天



资料来源:美国能源情报署(EIA)、普华永道,截至2014年6月

是在其他条件相等的情况下,由此引发的增长预期向下修正可能对风险性资产造成不利影响。

在12个月期限内,假如伊拉克局势没有升级,我们预计油价将会下跌。伊朗与西方国家之间关于核问题的最终协议有望在年底前达成,一旦对伊朗的制裁

取消,该国石油出口将增加。同时,北美的页岩能源产量继续上升,有助于抑制全球能源价格。我们预测12个月内原油价格将回落至100美元/桶,这将帮助提振实际可支配收入,并支持风险性资产。

(作者系瑞银财富管理全球投资办公室分析师)



Tobias Hochstrasser

过去一周,伊斯兰激进组织伊拉克与叙利亚伊斯兰国(ISIS)占据了伊拉克第二大城市摩苏尔。该事件导致股票波动率由多年低点回升,并给股市带来一些压力。

从经济角度来看,伊拉克对全球