

人民币汇率贬值探因：看到了结局，你有没有猜中开头？

谢亚轩

最近，国内外汇市场人民币兑美元即期汇率出现比较明显的贬值。两周时间内，人民币兑美元汇率从12月5日的6.1527元贬到18日的6.2163元，贬值幅度达1.03%。如果从本轮贬值起点10月30日的最高点6.1130元算起，到12月18日6.2163元的最低点，最大贬值幅度达1.69%。人民币汇率短时间内如此大幅贬值并不常见，其背后的原因引发众多猜想，众说纷纭，孰是孰非？本轮人民币汇率贬值的故事曲折，套用《大话西游》一句经典台词：就算看到结局，你分析的理由和框架能不能准确预测在开头？

四个原因导致汇率走弱 美货币政策变化成主因

本轮人民币汇率走弱的主要原因有四个：按时间的先后顺序，首先，11月出口增速低于预期是直接诱因。

12月8日，海关贸易数据显示，2014年11月中国的出口同比增长4.7%，大幅低于市场预期的8.2%，引发市场对于出口和外贸回暖的怀疑情绪。当日，国内外汇市场购汇意愿明显上升，结汇积极性下降，人民币汇率走弱，由12月5日的6.1502元收低超过200个基点至6.1727元。12月9日开盘后，购汇盘进一步涌现推动人民币汇率走贬，一度接近6.20的整数关口，最终在大行出售外汇的情况下于6.1855元收盘。贸易数据公布后人民币汇率显著走贬表明，出口增速是影响本轮人民币汇率走势的一个原因，但却只是诱因，并非主因。因为人民币汇率走弱不是始于贸易数据公布，而是更早。本轮人民币共走贬1.69%，该周贬值0.6%，尚不到跌幅的一半。

其次，央行降息一定程度推高人民币汇率的贬值预期。

2014年11月21日，中国人民银行超过两年时间后再次宣布下调存款基准利率。降息导致一部分投资者担心境内外利差收窄，国际资本可能外流，人民币汇率贬值的可能性增加。因此，降息后第一个交易日的11月24日，购汇意愿上升，人民币汇率收贬于6.1417元，较上一交易日贬值0.27%。降息同样是本轮人民币汇率走弱的重要原因，但不是最主要的原因，因为人民币汇率走弱早于降息，这仍然不是故事的开头。

第三，美联储货币政策的变化是本轮人民币汇率走弱的主要国际因素。

美联储正式结束量化宽松(QE)的时间是在10月底，但市场对其货币政策变化的预期走在前面，体现最为明显的是美元指数的走势。美元指数从8月初的81.31一路上升到12月5日89.35的高点，三个月上升9.89%。美元指数如此大幅急升，近年来少见。由于美元是全球中心货币，美联储货币政策变化及美元指数的波动通过市场预期、汇率、利差、套息交易和国际资本流动等多个渠道影响新兴经济体的国际资本流动方向及规模。近期包括俄罗斯卢布危机等多个新兴经济体出现的问题都与此有关。

有两个指标可以观察美联储本轮货币政策变化对新兴经济体所带来的影响：一个是价格指标，即新兴市场货币指数，该指标从8月初的86.80，下降到12月上旬的78.88，下跌9.12%；一个是数量指标，即招商宏观团队构建的“招商亚洲新兴市场资金流向指标”，该指标衡量亚洲多个新兴经济体资本市场国际资金的流入和流出状况，从8月的86.2，下降到11月的39.5，下跌54.2%，显示国际资本外流。

新兴经济体的汇率走弱和国际资本外流与中国有何关系？笔者认为，应有全球视角，采用国内和国际因素并重的分析方法。既然美国等发达国家货币政策变化能够同时影响多个新兴经济体，其对中国一定产生同样的影响。我们可以把各个经济体比作大大小小的船只，当美国这艘大船驶过产生巨大波澜的时候，每个船只都会受到波及，产生摇摆，只是由于所处位置和自身条件的不同，受波及的先后顺序和摇摆的程度不同罢了。因此，当我们看到其他经济体的汇率和资本流动受美联储货币政策影响而产生波动时，

就应该考虑中国的人民币汇率和资本流动何时以及多大程度会受影响。

事实上，美联储货币政策变化及美元走强对中国国际资本流动的负面影响从9月已经开始，10月更显著。以银行结售汇统计数据为例，银行结售汇由7月的顺差100.9亿美元转为9月的逆差78.4亿美元，10月的逆差规模进一步扩大到238亿美元。银行结售汇由顺差转为逆差，显示国内企业和个人结汇积极性下降，购汇和持汇的意愿上升，国内外汇市场由外汇的供大于求逆转为供小于求。这一国内外汇市场中的巨大变化得到国家外汇管理局国际收支司司长管涛的证实。

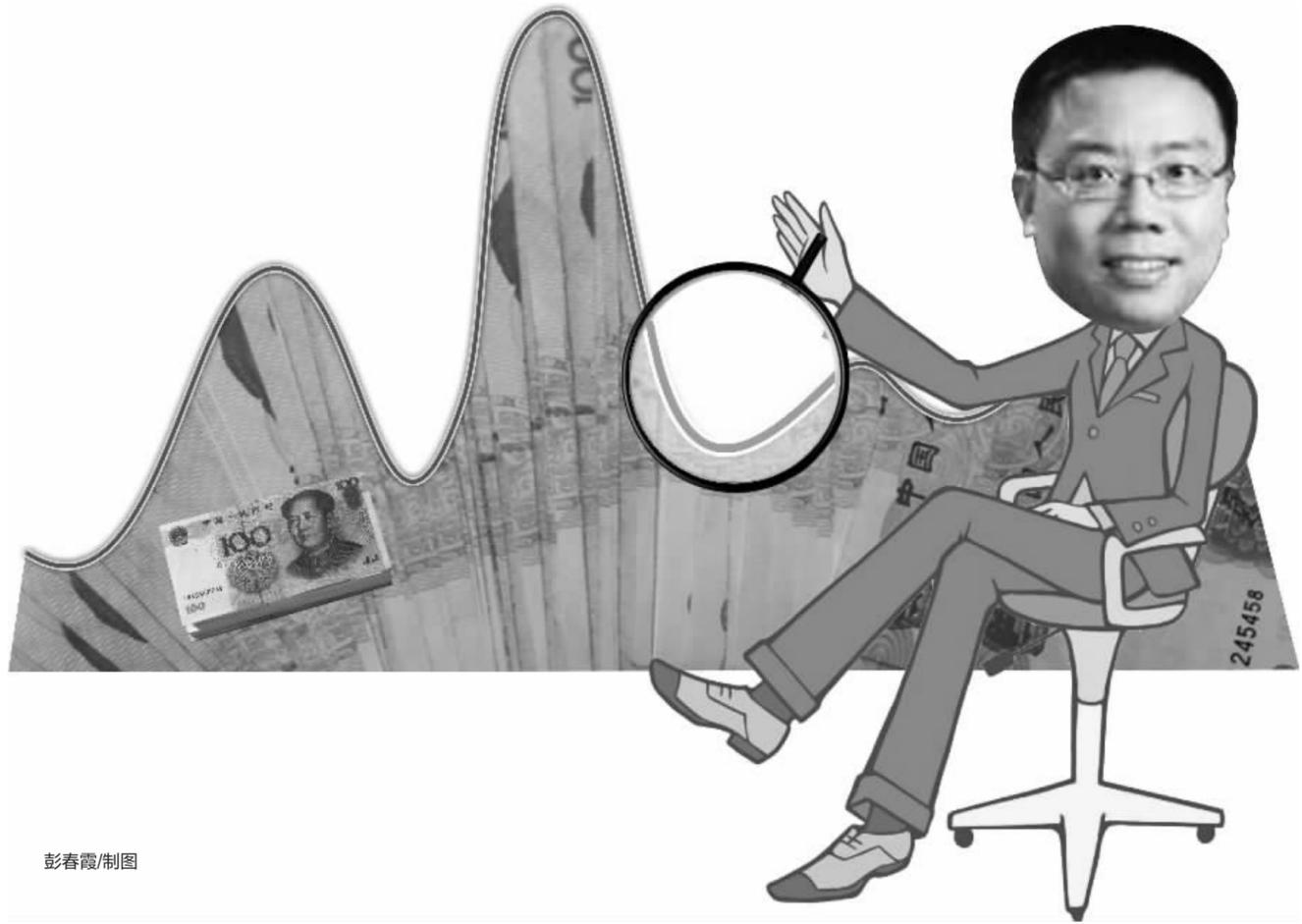
可见，美国货币政策变化及其预期是本轮人民币汇率走弱最重要的国际因素。于是，问题来了，既然中国国际资本的外流从9月就已经开始，国内外汇市场的供求形势当时已经逆转，其他经济体的汇率9月就开始走弱，为何在岸人民币汇率在9月和10月一直保持稳定甚至偏强的走势呢？要回答好这个问题，必须要了解中国人民银行对人民币汇率的态度。

第四，央行稳定汇率的态度变化决定本轮人民币汇率走弱的节奏。

2014年9月和10月在结售汇出现逆差和外汇市场供小于求的情况下，在岸人民币汇率能够保持稳定，显然是有机构在外汇市场上持续供应外汇以稳定汇率所致，而这个机构很可能是央行，因为其他机构持有的外汇资产不够巨大，而且没有稳定外汇市场的义务。如何证明是央行在市场上出售外汇以稳定汇率呢？目前没有直接的证据。因为央行从2014年3月汇改承诺“退出外汇市场的常态化干预”后，显示央行干预行为的《货币当局资产负债表》中的外汇资产变化就不再显著。

没有央行外汇资产数据这个直接证据，可反证法求证。

一个反证是，从经验看，每当结售汇出现逆差时，人民币汇率多数情况会出现贬值压力，央行都会在外汇市场上卖出外汇以维护汇率稳定。例如2012年初，由于对希腊无序退出欧元区的担心，全球出现信贷冻结和“美元荒”，国际资本流动规模收缩。2012年4月，银行结售汇由上月的顺差78.4亿美元下降到逆差37.4亿美元，当月央行就为稳定外汇市场卖出了外汇，减少外汇资产等值625.5亿元人民币。这一阶段，人民币对美元即期汇率由3月31日的6.2980元贬值到5月31日的6.3709元，贬值1.16%。2014年9月和10月结售汇逆差的规



彭春霞/制图

模较之当时要大，而人民币汇率能够保持稳定，央行间接干预投放的外汇资产量应该不小。

另外一个反证是，既然9月和10月是央行的稳定行为保持了人民币汇率坚挺的话，那么一个必然的推论是，当央行的态度变化，不再干预时，人民币汇率将开始走弱。那么，如何观察央行维持汇率稳定态度的变化呢？笔者认为最好的指标之一是看人民币汇率的中间价。2014年11月第一周，央行多次调低(贬)人民币中间价，单周累积调低141个基点，显示央行希望退出此前两个月的稳定汇率状态，更大程度让市场供求来决定汇率走势。事实上，本轮人民币汇率的走弱正是始于11月的第一周。

至此，我们可以来全面回顾一下本轮人民币汇率走弱这个故事的轮廓。

故事的开头：2014年9月至10月，美联储结束QE的预期渐起，美元指数

持续走强。新兴经济体国际资本出现外流，汇率走弱(此时，离岸人民币汇率已开始走弱)。中国面临同样的压力，结售汇从顺差转为逆差，人民币汇率承压，但央行通过种种方式稳定了在岸人民币汇率。

故事的转折：2014年11月第一周，央行通过大幅调低人民币汇率中间价阶段性告别稳定汇率任务，将汇率的决定权暂时交给市场来决定，在岸人民币汇率开启本轮贬值。

故事的结局：2014年12月8日，当人民币即期汇率在低于预期的出口数据引导下挑战6.20的整数关口时，央行可能又回到了外汇市场中来。这大概可以算一个不是结局的结局吧。

人民币汇率2015年或保持区间波动

详细分析本轮人民币汇率走弱

背后的原因，可为判断人民币汇率未来走势提供依据。短期而言，未来数月内，人民币汇率能否由弱转强，主要取决于美元走势和全球资本流动的趋势。如果美元指数未能有效突破2008年危机时期创下的89的近年来技术性高点的话，可能会进入一个盘整阶段。这将使得国际资本回流包括中国在内的新兴经济体，人民币汇率短期有可能改变目前的弱势，由弱转强。

中期而言，展望2015年，我们预测人民币汇率将在2012年10月以来形成的(6.0,6.3)这样一个区间内波动。一是，从近年来人民币汇率宽幅波动的事实看，人民币汇率已接近均衡水平，短期大幅升值和贬值都缺乏经济基础。二是，央行并未承诺完全退出中国外汇市场的干预，其在关键时刻稳定市场的作用有助于减少市场恐慌行为，避免人民币汇率的超常波动。三是，鉴于美元指

数很可能在欧元区及日本宽松货币政策加码的条件下保持强势，人民币汇率在此基础上兑美元进一步升值可能将更严重打击出口部门，危及2015年的经济增长和稳定就业目标。因此，人民币汇率短期进一步升值的空间受到限制。四是，2014年以来，以央行之间货币互换、人民币国际结算和人民币离岸清算银行为主要内容的人民币国际化进程推进速度加快，需要人民币汇率保持稳定。一个持续贬值的人民币汇率显然有悖于国际化的目标，这限制了人民币走弱的程度。五是，为防止跨境套利和套汇，人民币汇率需要保持必要的波动性。六是，从我们对2015年中国国际资本流动的形势判断，阶段性的国际资本流出和流入将交替出现，也会带来人民币汇率的波动。综上，我们认为人民币汇率在2015年保持区间波动的可能性比较大。

(作者系招商证券首席宏观分析师)

12月的热闹不属于美联储

彭松 曹阳

12月全球金融市场波动明显增加，黑天鹅事件不断。中国的银行间市场流动性趋紧，但股票市场却一枝独秀；油价下跌、卢布大幅贬值，俄罗斯被迫加息防止资本外流，美联储议息会议依然是平淡的，她注定不是12月舞台灯光下的主角。

俄金融市场风险失控

金融市场中投资者往往高估一个事件的短期冲击，却低估其长期影响。俄罗斯的问题也是如此，短期来看，俄罗斯国内金融市场、经济情况仍会承受较大压力，但未必对全球金融市场冲击很大。

从俄罗斯本身来看，金融市场失控风险增加，比如截至12月17日，卢布汇率相比11月底贬值了近40%，信用违约互换(CDS)一度大幅跳升至579个基点。俄罗斯经济对原油出口依赖度较高是主要原因：油价下跌10%会导致国内生产总值(GDP)下跌1.1%；金融市场中“油价下跌—卢布贬值—经济衰退”的负反馈循环加剧了投资者恐惧，放大了市场波动；另一方面，乌克兰紧张局势带来的地缘政治危机引发市场恐慌，增加了抛售。此外，俄罗斯金融体系较为脆

弱，如短期债务占比较高，达到GDP的34%。尽管俄罗斯央行将利率提高至17%，我们担心贬值预期的自我强化可能加速国际储备耗用，使汇率水平难以得到稳定，预计俄罗斯当局会有更多干预措施出台，后者有助金融市场的暂时性企稳。打破僵局的催化剂并非源于金融市场，而在于俄罗斯能否与西方在政治上一定程度妥协，如双方在乌克兰问题上重回谈判桌，这会缓解金融市场的压力。

卢布贬值冲击对于油价和新兴市场的冲击不宜夸大。当卢布汇率企稳后，金融市场也会出现快速反弹，尽管从基本面因素来看，油价和新兴市场资产得到的支撑并不是很多。

原油震荡后待反弹

从原油价格来看，全球能源供求缺口扩大、低成本替代性能源增加抑制价格回升程度。一方面，根据国际能源署数据，2014年后，全球原油供需关系出现逆转。三季度全球供给和需求分别为9.36亿桶和9.06亿桶，超额供给达3000万桶，这导致库存上升。从美国商业原油库存来看，9月后出现反季节性大幅增加，目前达到38万桶，相比5年历史平均高出8.5%。考

虑OPEC国家没有减产计划，而中国等新兴国家需求仍在放缓，预计油价难有很大反弹。从中国需求来看，受制于工业生产放缓、天然气等替代能源使用，占中国油制品消费40%的柴油在1~9月累计下滑了0.4%，预计全年中国原油消费增长可能仅5%。从替代能源来看，根据国际能源机构(IEA)测算，当油价在60美元以上时，82%的页岩油企业会获利，这也会抑制油价反弹幅度。

美元与美联储动静

新兴市场汇率贬值更多来自美元走强和国内经济走弱，12月后仅是扩大了跌幅。有几方面变化：首先，JP摩根亚洲货币指数明显下跌开始于今年7月，而非四季度，这对应于美国在二季度增长加速，欧洲金融市场动荡引发美元指数反弹。从新兴市场制造业PMI观察，在7月达到51.5的高点后开始持续回落，以上两方面导致汇率的贬值开始较早；其次，从债券市场来看，新兴市场高收益债的调整较早，但主权债的调整时点比较滞后。前者与汇率调整几乎同步，后者的明显调整始于12月。高收益债更能反映投资风险偏好变化，投资者对于当时全球流动性收缩、新兴经济体增长放缓的担忧使收益率反弹较快，尽

管如此，美联储政策调整节奏较为缓慢、新兴市场国家主权债的高票息依然对主权债的价格形成支持。两者在12月后同步加速下跌，这主要更多受到俄罗斯危机引发的避险情绪带动。从这一点来看，我们预计随着金融市场冲击减缓，新兴市场资产价格调整未必是趋势性的，主权债和高等级债价格回升依然可以期待。

12月美联储议息会议依然较为平淡，耶伦表态仍趋鸽派，这在短期对全球金融市场也将是支持性的。在耶伦的记者招待会上也基本排除了2015年一季度加息的可能，提出政策需要保持灵活性，强调政策取向将根据经济数据而定。我们认为低通胀使美联储政策宽松空间较大，海外经济的下行风险、金融市场变化也可能成为权衡政策调整的因素，预计在劳动力成本没有加速前，宽松政策不会有太大变化。首次加息时点或在2015年三季度后，且未必连续加息，因此对新兴市场冲击或较为有限。

中国“大妈”买高A股？

与海外市场下挫不同，中国“大妈”买遍全球的气度令国内股市一枝独秀。截止12月17日，当月MSCI发达、新兴市场分别下跌了5%和8%，但沪深300

指数上涨了22%。我们理解A股大幅上涨的因素在于散户新开户数增加，杠杆交易规模扩张。随着融资融券门槛放低，持有市值在1~100万间的自然人占比从2014年6月的59%大幅上升至11月末的68%，增加了9个百分点，证券市场交易保证金约达到1.19万亿，相比5月末增加了1.3倍。12月9日A股日成交达1.4万亿天量，目前两融余额达到9840亿元，而海通和中信的市值和已经接近高盛。

我们理解中国股票市场的火爆并非全是好事。由于担忧低利率环境下杠杆交易增加资产价格泡沫，尽管面临IPO集中发行、年末因素导致流动性紧张，但央行对于流动性扩张依然是谨慎的，短期流动性工具代替了全面放松的降准。由于投资者预期不稳定，这将7天期拆借利率推升至5%的高位。外汇市场流动性风险溢价上行、叠加投资者避险情绪走高增加人民币贬值压力。目前来看，在没有进一步监管政策落实前，这一僵局尚难打破。

向前看，无论是海外、还是国内市场面临的不确定性依然较多，这容易引发资产价格大幅“超调”，我们理解“恐惧中买入、贪婪中卖出”依然是应对波动率上升市场格局中的较好策略。

(作者系浦发银行研究员)