



对经济复苏乏力背景下的人民币大幅 升值现象的探析

要点:

金融研究总监：詹向阳

国内宏观经济研究团队：

樊志刚 赵幼力 朱 妮 杨 苕
王婕

执笔：赵幼力

yangxing@icbc.com.cn

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

- 4月以来人民币升值步伐明显加快，人民币汇率弹性增强，市场在人民币汇率形成机制中发挥了更重要的作用。2013年以来，国内公布的经济数据并没有太多出彩的地方，甚至可以说一定程度上低于市场的一致预期。同时，在主要发达国家量化宽松政策推动下，国际资本持续流入我国，资本和金融项目重新转为顺差。由此可见，短期国际资本流入可以在很大程度上解释人民币阶段性快速升值的现象。
- 在中国股票市场惨淡，房地产市场受到严厉调控的当下，推动短期国际资本流入中国的驱动因素主要是低利率环境下的利差套利交易和人民币升值预期。在全球经济复苏都乏力的大背景下，中国经济增长的优势仍很明显，所以长期来看，人民币渐进式升值压力仍在。但就目前的经济基本面而言，当前人民币升值预期有被放大的成分，未来人民币升值更可能是渐进且温和的。今年人民币不太可能大幅升值，但上涨幅度会比去年更大。但与此同时仍需警惕未来人民币可能出现的阶段性贬值，要防止人民币汇率双向宽幅波动对中国经济造成的冲击。

Probe into the Rapid Appreciation of RMB under the Background of China's Weak Economy Recovery

Executive Summary

Since the beginning of April, the flexibility of RMB exchange rate has been strengthened and market play more and more important role in the mechanism of RMB exchange rate formation. Since 2013, China's economy has been worse than the market expectation. At the same time, international capital continue flowing into China and capital and financial item reverse from surplus to deficit under the background of quantitative monetary loose policy of developed economy.

The in-flow of short-term capital can mainly explain the rapid appreciation of RMB. Because of gloomy stock market and strictly regulated real estate market, the driving force for the international capital may be arbitrage transaction and RMB appreciation expectation. In the long run, RMB still face appreciation pressure since China still has advantage in global economy growth. However, the appreciation may be warm and the present rapid appreciation has been exaggerated because of the fragile economic recovery. It's impossible for RMB to appreciate sharply this year ,but the appreciation range may be larger than last year. We should be alert to the periodical depreciation of RMB and prevent the sharp fluctuation of RMB exchange rate from shocking China's economy.



目 录

一、近期人民币汇率走势回顾.....	1
(一) 4 月以来人民币升值步伐明显加快	1
(二) 人民币汇率弹性增强	2
二、跨境资金流动是人民币加快升值的主要原因	2
(一) 外围市场持续宽松的货币环境滋生了大量的逐利资金	4
(二) 短期跨境资本流入中国的驱动因素探析	4
三、对下一阶段人民币汇率走势的展望	5

图表目录

图 1 境内外人民币汇率走势 (2012. 1-2013. 3)	2
图 2 残差法热钱估算图	4



2013 年以来，中国经济回暖势头疲弱，在此背景下国际上评级机构和投行对中国的悲观情绪卷土重来，认为中国投资积聚的房产、财政、货币及地下金融等“四大泡沫”终将破灭，下一个危机点就在中国。但与此同时，2013 年 4 月以来，人民币汇率升值步伐明显加快，屡创汇改以来历史新高。如何解释这一貌似背离的经济现象，如何看待下一阶段人民币对美元走势，将是本报告分析的重点。

一、近期人民币汇率走势回顾

（一）4 月以来人民币升值步伐明显加快

2013 年人民币持续升值发端于 2 月下旬，从 4 月中旬开始，人民币对美元汇率多次创汇改以来新高。截至 4 月份最后一个交易日（4 月 26 日），人民币对美元中间价报 6.2208，较 2013 年初的 6.2897 上涨 1.1%，相当于 2012 年全年涨幅 0.25% 的 4.4 倍；仅 4 月当月累计涨幅 0.74%，就相当于 2012 年全年涨幅 0.25% 的 2.96 倍。五一小长假之后，五天（4 月 27 日-5 月 1 日）的休市显然没有平复人民币汇率升值的冲动。节后首日（5 月 2 日），人民币对美元中间价及现汇价均创出汇改以来新高，中间价上行 126 个基点，为年内最大单日升幅。2 日一开盘，人民币兑美元即期汇率就报出 6.1540，也创下汇改以来新高。



图 1 境内、外人民币汇率走势（2012.1-2013.3）

（二）人民币汇率弹性增强

从 4 月初开始，境内银行间外汇市场人民币即期汇率，持续贴近中间价日间波幅上限波动，4 月 90% 的交易日（20 个交易日中有 18 个交易日）收盘价贴近日间波幅上限（0.9%~1.0%）。

由于香港人民币市场不受政府干预因素的影响，因此其走势更能反映市场上人民币真实的供求关系。2013 年 4 月以来，境内外人民币汇率价差震荡收敛，境内银行间外汇市场即期汇率（CNY）较离岸即期汇率（CNH）点差，由年初的 200~400bps 波动，逐步调整为近期的正负 100bps 波动。这意味着境内人民币走势更多受到市场因素的影响。

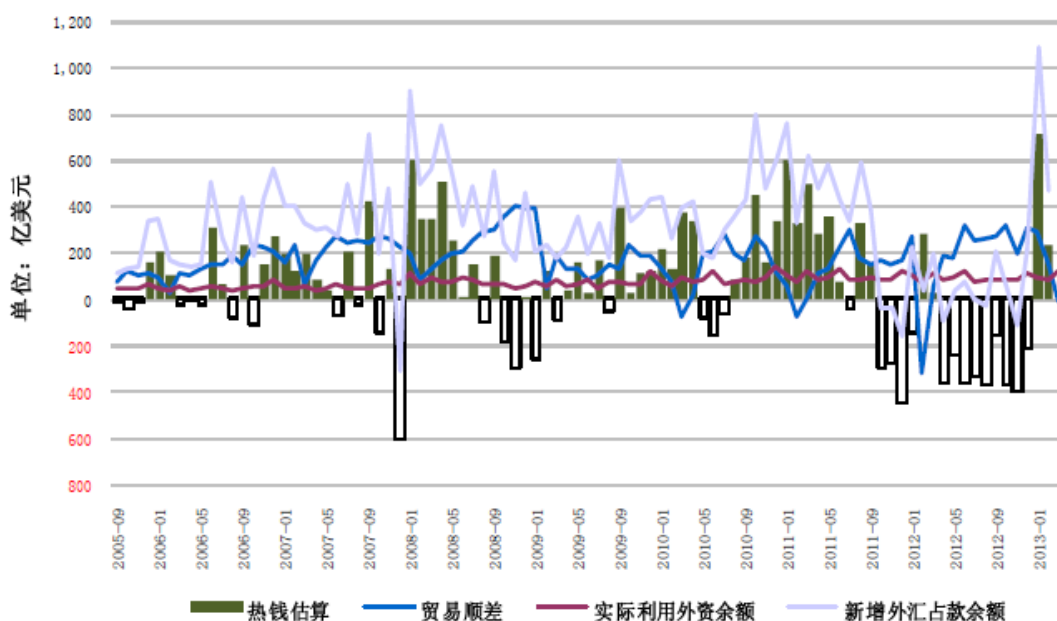
二、跨境资金流动是人民币加快升值的主要原因

2013 年以来，国内公布的经济数据并没有太多出彩的地方，甚至可以说一定程度上低于市场的一致预期。2013 年 1 季度，中国 GDP 增长 7.7%，反映出当前中国经济增长态势依然疲软，复苏基础尚不牢固。目前中国自主投资动力并不强劲，禽流感疫情和房地产政策的延续将成为影响中国经济复苏的主要掣肘因素。5 月 1 日发布的 4 月份中国制造业采购经理指数再次验证整体经济仍然延续



此前的弱势复苏态势。PMI 指数为 50.6%，较上月回落 0.3 个百分点。其中，新订单指数回落 0.6 个百分点，新出口订单指数回落超过 2 个百分点并降至 50% 以下，生产指数微幅下降 0.1 个百分点，而购进价格指数则是大幅回落 10.5 个百分点降至 40.1% 的低位。

虽然中国经济复苏态势尚不明朗，但年初以来外汇资金流入汹涌，前 3 个月金融机构人民币外汇占款累计增长 12154 亿元，比 2012 年全年还多出逾 7200 亿元。3 月份金融机构新增外汇占款 2363 亿元，虽较前两个月显著回落，但仍处在历史高位水平，并已经连续四个月保持增长。据外汇局近期公布数据，1 季度我国国际收支资本和金融项目顺差(含净误差与遗漏)1018 亿美元，与 2012 年国际收支“经常项目顺差、资本和金融项目逆差”格局相比（2012 年全年资本和金融项目为逆差 1173 亿美元），跨境资本短期流动变化明显。2012 年 4 季度以来，我国贸易顺差增长态势持续，带来经常性项目的大量美元盈余。同时，在主要发达国家量化宽松政策推动下，国际资本持续流入我国，资本和金融项目重新转为顺差。由此可见，短期国际资本流入可以在很大程度上解释人民币阶段性快速升值的现象。



（一）外围市场持续宽松的货币环境滋生了大量的逐利资金

去年9月美国实施第三轮量化宽松货币政策，3个月后又加大宽松力度，随后其他发达国家相继跟进实施量化宽松，全球流动性充裕，资本重新回流包括中国在内的新兴市场国家。5月1日，美联储麾下联邦公开市场委员会(FOMC)宣布，0-0.25%超低利率在失业率高于6.5%情况下不变，每月采购850亿美元国债和抵押贷款支持证券(MBS)的量化宽松不变。尤其值得注意的是，美联储在本次议息会议声明中特别指出，“为了应对劳动力市场或通胀前景的变化，委员会准备好增加或减慢购债速度，维持合适的政策宽松。”美联储此次的表态显得更加实际，美国经济仍在震荡之中，前景也并非那么乐观，从美国经济成长的角度来判断，短期内，美联储的量化宽松政策不会退出。日本方面，安倍竞选成功后就积极推动日元贬值和实施量化宽松货币政策，以助日本摆脱通货紧缩和衰退。继去年四季度日元大幅贬值后，今年前两个月日元名义有效汇率又贬值10.2%。从去年12月末至今年5月6日，日元对美元贬值14.2%，但对经常账户刺激还不明显，这意味着日元未来进一步拓展贬值空间的概率非常大。而在5月2日，欧洲央行也在市场预期之内宣布降息25个基点至0.50%。主要发达国家不断加码宽松货币政策，使得国际市场风险偏好改善，VIX风险指数自去年底以来持续下降，新兴市场再现资本回流压力。根据IMF的统计数据，今年以来流入亚洲新兴市场国家的资本在2012年四季度的基础上再创新高，2013年一季度流入量接近300亿美元。4月29日，IMF发布报告强调来自发达国家的资本流入对亚洲国家金融稳定带来的潜在冲击。大量的海外资本流入给亚洲新兴市场国家带来的风险表现在两个方面：一是国内快速扩张的信贷规模，进一步推升国内资产价格，亚洲多个国家的房地产市场泡沫已经非常明显；二是资本的快速流出带来的潜在冲击。

（二）短期跨境资本流入中国的驱动因素探析

在中国股票市场惨淡，房地产市场受到严厉调控的当下，推动短期国际资本流入中国的驱动因素主要是低利率环境下的利差套利交易和人民币升值预期。



首先,从利差交易来看,目前美欧日的基准利率在 0-1%左右,而中国一年期人民币存款基准利率为 3%、银行间市场年化 7 天资金利率均值约 3.2%,为短期国际资本提供了进行利差套利交易的土壤。在券商等金融机构“去杠杆”、财政存款上缴、节前现金需求上升等因素带动下,4 月国内货币市场利率持续走高(7 天回购利率月末一度达到 4.98%年内高位),加大了资金短期套利空间。同时,远掉期市场人民币对美元贬值预期减弱(年初至 4 月末约 300 个点),大幅降低了套息交易成本,持续吸引美元、日元等外资涌入,推动人民币升值。

其次,人民币升值预期增强。外汇市场净结汇压力依然较大,境内美元资金供远大于求的局面使人民币承受升值压力。美国财政部 4 月 12 日公布半年度《国际经济与汇率政策》报告,指出人民币仍然被明显低估; 4 月 17 日,央行副行长易纲 IMF 春季会议中表示“当前的市场环境适合考虑扩大人民币浮动幅度”。这些政策信号都强化了人民币升值的预期。去年前三季度,人民币贬值预期明显,机构和企业纷纷增持外汇,银行代客结售汇顺差规模总体维持在 100 亿美元以下,并且四次出现结售汇逆差。去年 9 月以后,人民币升值预期再度出现,并于近期得到强化,企业和机构纷纷抛售此前囤积的外汇,造成今年以来较大规模的结售汇顺差。2013 年 3 月,银行代客结售汇顺差 446 亿美元,这是自去年 9 月份以来银行代客结售汇连续第七个月出现顺差。今年一季度,我国银行代客累计结售汇顺差已达 1058 亿美元,已非常接近去年全年 1096 亿美元的代客结售汇顺差总规模。对于国际资本而言,进入中国不但能够获得利差收益,还能获得人民币汇率升值收益。

三、对下一阶段人民币汇率走势的展望

2013 年“两会”将 GDP 增长目标维持在 7.5%,并提出“使经济增长率与潜在增长率相协调”,表明政府对经济增长率下行的容忍度已明显提高。当前中国经济内生增长动力并不强劲,消费增长乏力和房地产市场的调控还将掣肘中国经济增速。经济增长动力还有赖于“新四化”所释放出的投资潜力和新一届政府推

进结构调整政策所释放的改革红利。随着地方政府换届的陆续完成，新“四化”的同步发展特别是城镇化这一最大内需潜力的释放，必将拉动基础产业和公共领域投资，二季度我国宏观经济运行将延续复苏态势，全年 GDP 增速有望达到 8% 的增长率。

在全球经济复苏都乏力的大背景下，中国经济增长的优势仍很明显，所以长期来看，人民币渐进式升值压力仍在。但就目前的经济基本面而言，当前人民币升值预期有被放大的成分，未来人民币升值更可能是渐进且温和的。今年人民币不太可能大幅升值，但上涨幅度会比去年更大。

值得一提的是，此次人民币大幅升值出现在部分机构看空中国的背景下。出于对影子银行与融资平台风险等方面因素的考虑。4 月 9 日，国际评级机构惠誉发布报告，称基于中国金融稳定性的风险正在逐步增加、地方债务问题在去年再度恢复增长、财政收入不稳定及控制通胀能力不佳等多方面因素，决定下调中国的评级，将中国长期本币信用评级从 AA-调降至 A+，展望为稳定。”实际上，“唱空做多”、“唱多做空”是国际投行的惯用手段。由于国际市场期待中国政府有新政策推出，今年年初以来不断有外资涌向中国。但这些资金从涌入转变为抽出，转换速度是很快的。国际市场风险上升有可能导致资金重新流入美元这样的避险市场，美国经济走强可能成为另一重推动人民币汇率下行的力量，即便是美联储官员关于货币政策的表态，也足以改变全球资金的风险偏好与流向。倘若国内二季度宏观数据继续下行，经济仍旧有较大下行压力，则资金流出中国也难以避免。所以在人民币大幅升值的情况下，仍需警惕未来人民币可能出现的阶段性贬值，要防止人民币汇率双向宽幅波动对中国经济造成的冲击。