

人民币大幅贬值激起千层浪

一季度跌幅 2.64%抹掉去年涨幅 引发热钱逃离

本报记者 连建明

一季度人民币贬值 几乎吐尽去年升幅

一季度，人民币对美元即期汇率从 6.0539(2013 年 12 月 31 日)滑落至 3 月底的 6.2180，下跌 1641 个基点，贬值幅度 2.64%。这一数据接近 2013 年人民币即期汇率 2.9% 的升值幅度。

2005 年汇改以来，人民币几乎不回头地一路升值，看人民币对美元即期汇率走势，从 2005 年到 2013 年，连续 9 年升值，年 K 线 9 连阳，升值幅度最大的是 2007 年和 2008 年，连续 2 年升值幅度都超过 6%，只有 2009 年升值幅度基本持平，但年 K 线还是阳线。这样，人民币对美元的汇率从 2004 年底的 8.2765，一路升值到 2013 年底的 6.0539，9 年升值 27%。

连续 9 年的升值使得市场对人民币不断升值形成习惯思维，因此，大家预测 2014 年人民币对美元汇率何时破“6”，然而，谁也没有想到市场突然来了个 180 度大转弯，2 月份以来人民币快速贬值，一个季度贬值的幅度几乎将去年全年的升值幅度全部抹去，今年一季度的贬值是自汇改以来人民币汇率经历的最大幅度和最长周期的持续贬值，很大程度上改变了市场对汇率走向的预期。

因此，人民币大幅贬值显然是一季度中国金融市场最具撼动性的新闻事件。

一开始，市场普遍认为，人民币贬值是央行在阻击套利资金的涌入，因此当时尽管对于人民币单边升值预期有所削弱，但整体而言，市场依旧认为人民币对美元升值为主导趋势。

这种预期在 3 月 7 日出现逆转，当日受中国债券市场上首单违约影响，大宗商品市场开始出现大规模平盘迹象，人民币汇率遭遇重挫，日内跌幅达到 0.12%，市场恐慌情绪开始发酵；同时令市场吃惊的是，央行并没有采取明显的托市措施，3 月 8 日的中间价非常“尊重市场”，甚至进一步下跌至 6.1312，央行如此明确的“随行就市”的态度彻底分化了市场对人民币的预期，央行对人民币贬值的容忍度显然超过市场预期。

3 月 17 日，央行宣布人民币对美元的日内波幅由原来的 1%扩大至 2%，这是央行继 2007 年和 2012 年之后第三次扩大人民币汇率波动区间，扩大波幅意味着进一步增强人民币汇率双向浮动弹性，进一步建立以市场供求为基础、有管理的浮动汇率制度。

如果说扩大波幅是央行需要实现的制度建设，分化人民币的升值预期则是央行实现的更为重要的市场心理建设。

人民币单边升值预期一直困扰监管当局，人民币持续升值导致的汇差与内外利差持续吸引海外资金通过各种渠道入境，而且单边市场极大地限制了央行货币政策的独立性。长期以来，持续增加的外汇占款已经成为“中国式”货币发行的重要渠道，限制了货币政策的操作空间。

通过本轮贬值，目前市场上对人民币单边升值的预期已经被分化。双向波动才是一个真正的市场，才有利于发现合理的价格，更有利于内外资源的优化配置。

今年一季度，金融市场很热闹，尤其是互联网金融出现很多新闻，从一夜走红的微信红包，到两家巨头不断升级的打车软件大战；从余额宝是不是“吸血鬼”的争议，到央行暂停二维码支付以及虚拟信用卡，这一系列互联网金融的争议引发市场广泛关注。

但是，一季度金融市场的最大新闻不是这个，而是人民币汇率的大幅贬值，无论时间还是幅度，都远远超过了市场预期。今年一季度人民币贬值了 2.64%，几乎将去年一年的升值幅度全部抹去，这是 2005 年汇改以来人民币汇率经历的最大幅度和最长周期的持续贬值。

人民币怎么了？

热钱加速逃离 大宗商品大跌

人民币一季度的大幅贬值，对普通百姓来说，影响并不大，无非就是以人民币换美元少了一些，2.64%的贬值幅度绝对值并不大，如果现在到美国去旅游购物，同样花费 1 万美元，现在要多花人民币 264 元，这种差异感觉还不是很明显。

但是，人民币贬值对一些运用汇差进行套利的投机者来说，损失就非常大了，因此，今年以来人民币贬值引发了其他一些市场的大幅震荡，比如，RQFII-ETF 基金遭遇大规模赎回，热钱加速逃离；还有大宗商品市场大幅震荡，如铜价跳水大跌，这其中汇率变动是一个重要因素……

人民币从预期升值到贬值的逆转加速了热钱逃离，一个表现现象就是 3 月份以来 RQFII-ETF 基金遭遇罕见大规模赎回。据统计，截至 3 月 27 日，纳入统计的 14 只 RQFII 基金，其赎回额高达 6.135 亿份，其中南方 A50 赎回份数更是高达 4.685 亿份，相当于 39 亿元资金的净流出。此前的 1 月份，纳入统计的 14 只 RQFII 基金，其净申购额高达 2.294 亿份基金单位，其中南方 A50 更是获得 1.92 亿份的净申购，相当于流入资金 17 亿元。3 月份以来的大量赎回显示人民币预期的逆转。

与此同时，据 EPFR Global 统计数据 displays,3 月 12 日至 3 月 19 日，中国股票型基金资金净流出额逾 15 亿美元，为 2008 年 1 月以来单周最大净流出纪录。其中，投资者对中国股基的资金赎回额更创下有统计以来的历史纪录。

这些现象显示，由于人民币贬值，导致套利空间缺失，推动热钱加速逃离。而人民币套利者这段时间损失惨重，据香港银行业专业人士估计，大幅贬值的人民币将给押注人民币升值的套利交易带来毁灭性打击。不少投资人通过香港银行业借贷，然后再购买 RQFII 等相关的人民币资产来套利。若按照今年年初以来人民币贬值的幅度，套利交易的投资者损失最高可达 140 亿美元。

在人民币本轮贬值中，大宗商品市场亦出现大幅波动，其中被市场冠以“铜博士”名头的金属铜融资需求受到抑制，造成铜市恐慌下跌，今年跌幅超过 10%。

长期以来，融资进口为大宗商品暴跌埋下隐患。由于国内利率不断走高，银行对钢铁等行业限贷，很多企业采取借入低息美元、进口铁矿石、铜等大宗商品来融资，能享受利差和人民币单边升值好处，这导致铁矿石、铜等进口商品库存持续上升，并没有反映真实的市场需求。

人民币贬值诱发了抛售，作为融资抵押品的铁矿石和铜，面临被银行追加保证金和强制变现的风险，因此铁矿石和铜率先进入暴跌。在融资铜过程的后续阶段，需要用人民币购买美元来归还资金，人民币贬值将意味着需要以更多的人民币来购买美元，而不是像以前那样能享受到人民币升值所带来的利润。并且在人民币大跌期间，投行上调融资铜保证金缴付比重，令融资铜套利者提前结清，对铜价下跌起到推波助澜的作用。

3 月 10 日和 12 日，沪铜期货主力合约出现大幅跳水暴跌，显然与人民币贬值有一定关系，尽管 3 月底价格出现回升，但铜价一季度跌幅还是超过 10%。

因此，人民币汇率的变动，对市场影响还是很大的。

汇率短期波动 难改长期预期

人民币今年一季度贬值并非偶然，很多分析人士认为，本轮人民币汇率持续走软背后的深层因素，与中国经济基本面不理想有关，尤其是 2 月份出现的月度贸易逆差和热钱流出。海通证券表示，2 月贸易出现 230 亿美元的巨额逆差，反映热钱流出才是 2 月汇率贬值真正原因。

的确，今年 1、2 月份的经济数据都不理想，无论外贸，还是投资、消费，今年前两个月的增幅都是近几年最低的，甚至创下 5 年新低，房地产销售数据更是负增长，而且，工业企业的利润增幅也一年来首次回落到个位数，是一年来最低的，显示经济下行压力加大。尽管 3 月份以来出现回稳好转的迹象，国家统计局周二公布的 PMI 数据小幅上扬，但是，市场普遍对一季度经济增速不乐观，目前市场普遍预测一季度经济增速在 7.5%以下。

同时，最新一次美联储议息结果显示，美联储加息时点提前、二季度美国经济数据可能出现的进一步改善，都将支撑美元走强，前期美元的弱势可能告一段落，美元开始进入强势。

这些国际国内经济因素都造成人民币在一季度出现贬值，也打破了人民币单边升值的预期，这并不是坏事，人民币汇率双向波动才是一个正常的市场，有利于加速人民币汇率的市场化，所以，我们看到央行不失时机地扩大人民币波幅，显示央行认可人民币的双向波动。人大财经委副主任委员、人民银行前副行长吴晓灵在日前的中国发展高层论坛上也表示：“人民币已经进入到了双向波动的阶段，各个企业和银行都应该有这种锁定风险的意识，应该更好地来运用套期保值工具。”

人民币贬值带来一个好处是有利于外贸，一些外贸企业订单有所增长。不少在浙江、广东地区从事服装纺织、家电等制造业的外贸企业陆续反映，此前受外贸环境及成本压力的制约，中小企业经营困难，甚至达到破产边缘。此次贬值行情令他们获得“喘息空间”。如果以欧美订单计算，人民币持续贬值将提高这些企业 1%~2%的利润。

不过，影响外贸的不光是一个汇率问题，瑞银证券财富管理研究部主管、首席中国投资策略师高挺近日接受本报记者采访时表示，在别的国家经济比较弱，劳动力成本上涨比较慢的时候，中国这几年工资上涨速度非常快，增幅在 10%以上，造成企业成本增加，会削弱出口的竞争力。再从汇率看，去年人民币对美元是升值的，但是，很多国家货币对美元是贬值的，这样，人民币有效汇率其实升值很多。而且，汇率对出口的影响是滞后的，所以，今年中国企业出口压力很大。当然，1、2 月份外贸数据比较差，一个原因是去年同期虚假出口现象较为严重，造成外贸数据有水分，今年加大了打击外贸虚假出口力度，加上人民币贬值使得靠虚假出口博人民币升值的做法行不通了，因此，今年 1、2 月份外贸数据较差。随着人民币贬值以及美国经济转好，预计二季度会有所改善。

尽管一季度在宏观经济基本面、尤其是进出口部门的疲弱表现以及美联储 QE 规模持续削减影响下，人民币汇率持续急跌，但一些研究机构认为，综合国际收支、劳动生产率等中长期因素来看，人民币长期升值的基础仍较为稳固，目前判断人民币长期走贬显然为时尚早。德意志银行发布的报告就认为，基于中国今年出口增长将加快的假设，继续维持人民币对美元今年将升值 2%~2.5%的预测。

就是说，人民币汇率进入一个双向波动的均衡阶段，但没有到长期贬值的阶段，波动是一个正常的市场行为，而人民币依然存在中长期升值的基础。



图 IC