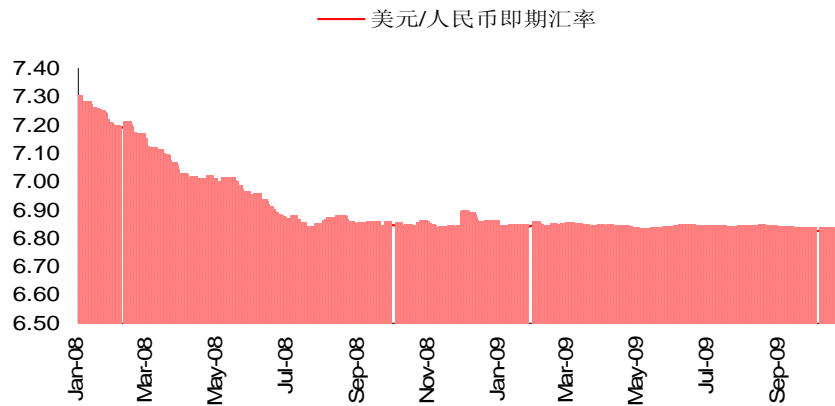


人民币升值预警再响

Friday, October 23, 2009

- 去年随着金融危机进一步恶化以及全球贸易出现萎缩，人民币于 08 年 7 月起非正式地重新挂钩美元，至今已经有 15 个月了。在金融危机期间，稳定的美元/人民币汇率在重铸出口商信心的过程中扮演了重要的角色。此外，央行也通过稳定美元/人民币即期汇率成功地管理了市场预期，在全球金融危机最糟糕的去年最后一个季度以及今年第一季度中，中国并没有经历资本的大进大出。

图 1: 稳定的美元/人民币汇率



中国
资金业务咨询部
电话: (86) 21 6146 3277/
3263

新加坡
企业外汇与结构产品
电话: (65) 6349-1888 /
1881

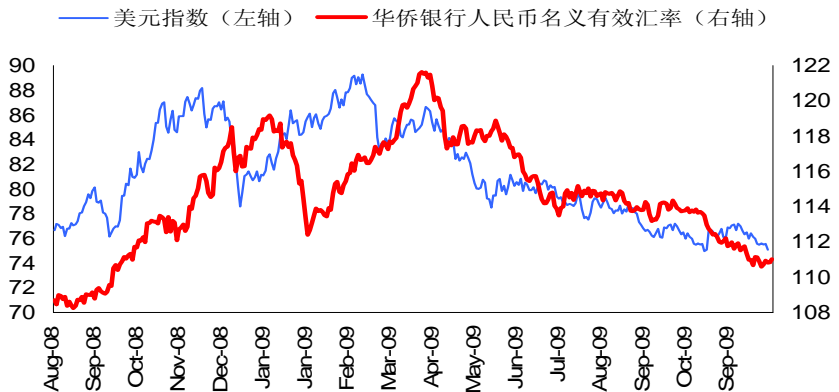
固定收益与结构产品
电话: (65) 6349-1810

投资与结构产品
电话: (65) 6349-1886

利率衍生品
电话: (65) 6349-1899

- 然而，伴随着下半年以来全球经济复苏脚步加快，人民币升值压力再次累积。中国作为全球经济复苏的领头羊，其货币价值受美元大幅贬值影响，表现远弱于其他发展中国家货币。因此这也使得市场对于人民币重新升值的预期再次大幅上扬。而澳洲央行本月出人意料地升息也使得市场开始重新审视中国的适度宽松货币政策。

图 2: 人民币对其主要贸易伙伴货币贬值

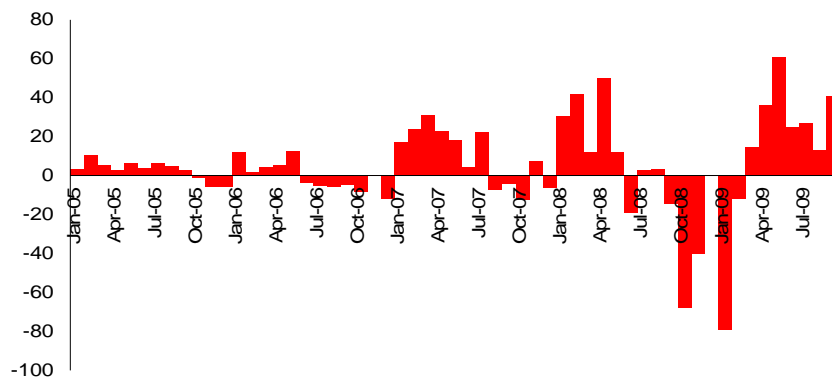


谢栋铭
+65 6530 7256
xied@ocbc.com

央行面临的两难境地

- 中央政府已经清楚地传达了今年不会改变适度宽松货币政策的信息。而在出口完全复苏之前，中国也会继续通过稳定的人民币汇率政策支持出口企业。不过，尽管当前中国通胀率继续保持负增长，但是随着压注人民币升值的资本不断涌入，通胀压力开始集聚。自从二季度以来，月外汇储备新增值与贸易盈余和外资直接投资之间的差值（一个简单衡量资本流动的指标）正在扩大。即使考虑汇率波动所可能产生的外汇收入，其中不能解释的部分依然相当大。大量涌入的流资将对已经流动性充裕的系统产生冲击，并可能带来资产泡沫等副产品，从而负面影响中国中长期价格的稳定。
- 尽管央行通过放宽境外投资和拓宽资本外流渠道以及渐近式地开放资本账户来鼓励本国企业和居民境外投资，但是我们认为这种中期措施很难在短期内有效平衡中国的资本流动。因此，进一步的资本净流入将对中国货币政策带来挑战。

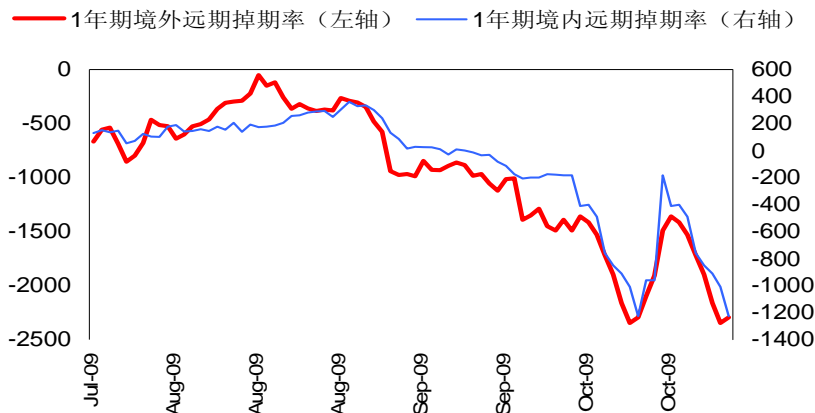
图3：月外汇储备增值与贸易盈余和外资直接投资的差异扩大



寻找人民币重新升值的催化剂

- 进入第四季度以来，伴随着人民币升值预期的上升，人民币远期市场再现波澜，不管是境外远期还是境内远期市场，美元/人民币贴水进一步扩大。截至 10 月 21 日，境外 1 年期非本金交割远期汇率暗示人民币升值幅度上升至 3.7%。我们并不认为人民币会在今年重拾升势，但是我们认为人民币政策由当前非正式的与美元挂钩回到有管理的浮动汇率制度只是个时间问题。

图 4：一年期境内外远期掉期率



- 在诸多可能会触发人民币重新升值的催化剂中，我们目前主要关注出口和通胀的变化。如果出口和通胀持续保持负增长的话，那么央行对资本流入的容忍性可能会更大。换句话说，如果出口增长回到增长通道，而通胀开始攀升的话，那促成人民币升值的催化剂将形成，以防止流资对货币政策的冲击。鉴于当前宏观经济发展情况，我们认为出口和通胀增幅最早在年底就能完成由负转正的变化，因此，我们预测人民币的升值最早可能会在明年上半年实现。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，未经新加坡华侨银行事先书面明文批准，不得更改或以任何方式印制、传送、复制、转载或派发此报告部分或完整的材料、内容或其复印本给予任何其他人。此报告不应该作为认购、购买或出售报告中提及的证券、金融工具的邀请。任何在报告中提及的对经济表现、股票市场、债券市场、外汇市场以及经济趋势的预测并不完全反映证券、金融工具将来的或可能的表现。虽然此报告中包含的信息来自被公认为值得信赖的来源，而且我们在此报告出版的时候也已经尽最大的努力确保文中包含的内容不发生偏差和误导，但是我们不能保证其完全正确与完整，读者不应该在未对其内容做出独立验证前，依靠此报告做出投资。此报告中提及的证券和金融工具可能并不适合所有的投资者。华侨银行可不另行通知更改报告中观点和预测。华侨银行不会考虑也不会调查接收人的投资目标，财务状况以及特殊需求，因此，华侨银行也不会为接收人直接或间接依据此报告中的观点和预测做出的投资损失负责。此报告可能包括不同领域广泛的研究，但不应混淆于全面深入的专门研究以及对个人投资和理财的建议。因此，此报告不应作为个人投资建议的替代品。请接收人在做出投资决定之前，先根据您个人投资目标，财务状况以及个人特殊需求咨询专业金融理财人员再购买金融产品。华侨银行和（或）其附属机构可能在任何时候为报告中所提及的证券或金融产品做市，其相关的工作人员也有可能坐盘、购买或出售报告中提及的证券或金融产品。此外，华侨银行和（或）其附属机构可能自己或者为客户购买或出售报告中提及的证券或金融产品，同时为报告中所提及的证券所属公司提供经纪或其他投资服务。