



中国社会科学院经济研究所

中国宏观经济运行与政策模拟实验室

中国社会科学院经济研究所决策科学研究中心

经济研究所《宏观经济与政策跟踪》课题组

2014/03/02

经济走势跟踪 No.2014-008

市场关于人民币走势的分析

导读：人民币近两周来持续贬值，引起广泛关注。市场分析人士认为，在美国QE退出的背景下，人民币面临较大的外汇流入压力，人行适时进行干预加上部分获利了结的市场动作是这次幅度较大的汇率波动的主要原因，这也给套利投机者以一定的警告。而未来人民币的波动幅度可能扩大，升值空间可能会变窄，但仍会维持升值趋势。

整理、编写：王砚峰；责任编辑：王砚峰

声明：本文版权属中国社会科学院经济研究所所有，未经允许请勿转载，或以其他方式刊登、发表。

市场关于人民币走势的分析

[导读：人民币近两周来持续贬值，引起广泛关注。市场分析人士认为，在美国 QE 退出的背景下，人民币面临较大的外汇流入压力，人行适时进行干预加上部分获利了结的市场动作是这次幅度较大的汇率波动的主要原因，这也给套利投机者以一定的警告。而未来人民币的波动幅度可能扩大，升值空间可能会变窄，但仍会维持升值趋势。]

人民币跌幅创达 20 年之最

2 月 25 日，人民币兑美元汇率暴跌 0.46%，创 2010 年以来最大单日跌幅。紧接着，28 日即周五，人民币兑美元下跌 0.9%，下跌进一步加剧，跌幅之大为 20 年之最。而此前多年，人民币一直呈现稳步升值态势。

在岸市场，人民币 28 日一度跌至 1 美元兑人民币 6.1808 元的低位，几乎触及 1% 的波幅下限，通常人民币汇率每日只在中间价上下 0.2% 左右的幅度内波动。最终，美元收盘报人民币 6.1450 元。至此，2014 年人民币已经累计下跌了 1.5%，回吐了去年 2.9% 累计涨幅的一半以上。

《华尔街日报》指出，人民币上一次大幅下跌还是在 1994 年，作为建立社会主义市场经济改革的举措之一，人民币一夜之间贬值了 33%。

《华尔街日报》认为，人民币如此大的跌幅令市场参与者感到吃惊。2 月 28 日，中国央行引导人民币中间价小幅走高后，人民币汇率在早盘一度持平，但很快就重拾跌势，并且下跌速度越来越快。交易员们说，央行对市场进行了干预，让国有银行买进美元、卖出人民币。

在全球管理着 3880 亿美元资产的 Schroders Investment Management 的亚洲固定收益部门负责人德梅勒 (Rajeev DeMello) 说：“今日前市的情况相当异常……让我感到吃惊。”他说，这可能标志着中国开始从钉住汇率制朝更加正常的汇率制度转变。德梅勒称，考虑到人民币交易区间扩大的可能性明显上升，货币经理正在抛出人民币，买进美元。这些货币经理通常都持有大量的人民币多头头寸，因为人民币的波动性低、升值前景好。

《华尔街日报》报道认为，中国可能会在“两会”期间决定进一步推动人民币汇率机制市场化。许多分析师称，中国可能很快会扩大人民币日交易区间，将允许人民币围绕每日中间价上下浮动 1.5% 或 2%。中国央行目前允许人民币汇率围绕每日中间价上下 1% 波动。

中国央行官员已表示，他们希望人民币汇率更多地由市场决定，这是推动人民币国际化这一宏伟计划的一部分。人民币出现下跌以及市场猜测人民币汇率将进一步市场化，正值中国经济风险上升之际。资本流入在一定程度上造成了中国房价的飙升，同时，人民币走强对出口不利，因为这将使中国出口商品在海外市场变得更加昂贵。围绕中国坏账情况的担忧也在加剧，特别是中国“影子银行”系统的坏账。影子银行指信托公司、保险商、金融租赁公司以及其他非银行类金融机构。

招商银行的一位分析师说，很难说人民币汇率的阻力位在哪里，但有迹象表明当局担心国内企业将受到人民币下跌的影响，所以我认为人民币贬值步伐很快会放缓。

另据路透 2 月 27 日报道，路透调查显示，对于人民币的信心转为中性，为一年半以来最疲弱的水准，根据路透对 13 位汇市分析的调查显示，人民币多头部位在过去两周来消失殆

尽。尽管如此，许多分析师和汇市交易员认为，人民币的上升趋势仍在，因中国资产仍能吸引资金流入。

人民币波幅扩大的三个阶段

民生证券研究院管清友、朱振鑫在《华尔街日报》中文网发表的文章中认为，关于这场久违的大跌，市场上众说纷纭，其中认为央行干预的居多。但故事远没有那么简单。这场人民币大戏至少包括三个阶段：先是外围风动，然后央行幡动，最后市场心动。

第一阶段是外围“风动”，即外汇持续流入中国，在其他新兴经济体普遍遭遇资本外逃的背景下，人民币名义汇率和实际有效汇率均大幅升值。

去年9月QE意外推迟退出以来，在美元和日元套利交易的影响下，国内一直面临较大的“外汇流入压力”（去年10月央行答记者问原话），新增外汇占款从第三季度的1292亿飙升到四季度的1.1万亿。去年12月QE启动退出之后，大部分新兴市场国家遭遇惨烈的资本外逃，本以为中国也难以独善其身。但从1月银行结售汇顺差扩大至733亿美元（四季度月均345亿美元）来看，中国的外汇流入压力不仅没有缓解，反而进一步加大。

原因可能有以下几个方面：一是国内利率高企，国内外利差扩大，吸引套利资本流入；二是出口和贸易顺差超预期，贸易项下的外汇收入增加；三是新兴市场货币兑美元大幅贬值，而人民币兑美元仍有升值预期，套汇资本流入。

第二阶段是央行“幡动”，即掌舵者央行主动出手干预汇率，缓解热钱流入和汇率升值的压力。

外围的风动产生两方面影响：一是热钱加速涌入中国，人民币兑美元持续大幅升值；二是资本持续撤离其他新兴市场，新兴市场货币兑美元大幅贬值（1月已经触及2009年以来的最低点）。在人民币持续走强的情况下，人民币实际有效汇率加速升值（去年升值了7.9%，1月再升2.1%），成为当之无愧的全球最强货币，而从历史来看，实际有效汇率升值将严重损害出口。

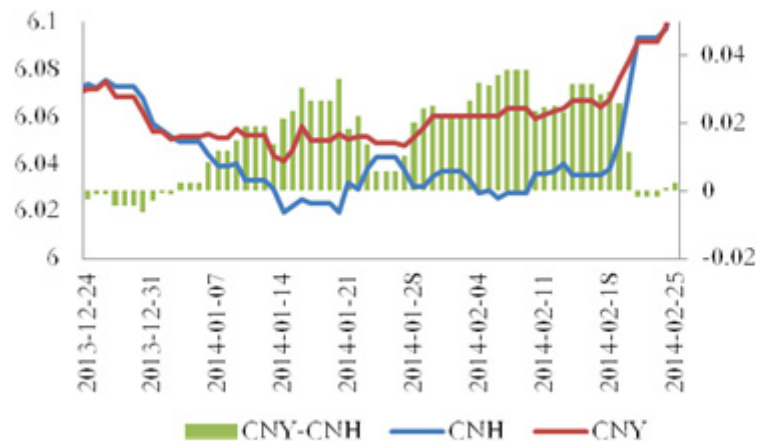
为了缓解资本账户下的热钱流入压力以及贸易渠道下的出口压力，央行从1月中旬加大干预力度：一是“价”的干预，作为央行设定的指导价，美元兑人民币中间价从1月16日到23日持续贬值，二是“量”的干预，尽管目前央行尚未公布1月份的外汇占款，但从央行近期正回购超预期、银行结售汇顺差较大等因素考虑，1月份央行口径的外汇占款可能也是天量。

但这个阶段，央行的干预并没有引起市场的大规模跟风。从离岸市场来看，离岸人民币汇率虽然在1月下旬持续贬值，但进入2月之后，汇率逐渐稳定，甚至有所升值。从在岸市场来看，人民币即期汇率一直高于央行定的中间价，这意味着市场认为合理的均衡汇率依然高于央行的目标水平。

第三阶段是市场“心动”，即持有人民币头寸的企业和居民产生恐慌，集中抛售人民币资产。

情况从2月下旬开始发生根本性变化。2月21日，离岸人民币汇率今年以来首次跌至在岸人民币汇率之下。2月25日，人民币即期汇率近一年多来首次跌至中间价之下。这意味着，在央行持续通过“量”“价”引导的影响下，市场的预期已经开始发生方向性变化。前期国内由于人民币升值过快而压抑的购汇需求开始集中释放，境外热钱也开始集中获利了结，由此引发人民币暴跌。

图 1: 美元兑人民币在岸汇率 (CNY) 与离岸汇率 (CNH) 走势

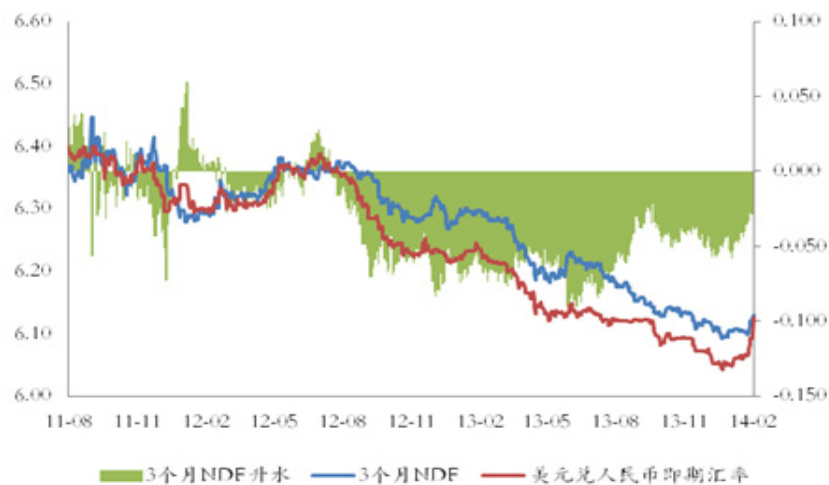


资料来源: Wnd, 民生证券研究院

但是, 这种集中购汇和获利了结引发的贬值不会持续太久。首先, 从基本面来看, 中国仍保持着巨额的经常账户顺差、稳定的 FDI 流入, 人民币仍有一定的升值空间。其次, 从央行角度来看, 绝对不会愿意看到人民币贬值失控, 而且, 近 4 万亿美元的外汇储备也使其完全有能力保持人民币汇率的稳定。第三, 从 NDF 市场来看, 人民币远期汇率跌幅并没有那么大, NDF 暗含的贬值预期持续收窄, 这可能意味着近期的贬值已经超调。

全年来看, 如果日本等发达国家央行没有新的动作, 随着 QE 逐步退出, 外汇流入的压力不会持续太久, 全年外汇占款将较去年显著下降, 人民币汇率升值将显著放缓, 双向波动的趋势将会加剧。

图 2: 人民币 NDF 汇率与即期汇率走势



资料来源: Wnd, 民生证券研究院

利率走低和人民币贬值标志着央行启动改革?

陆挺 2 月 26 日发表于福布斯中文网的文章认为, 近两周, 中国银行间市场利率持续走低, 债券收益率持续下滑, 而且人民币兑美元汇率持续走软, 这些举措是由中国央行筹划并且协调的, 其目的在于解决自从 2013 年以来它一直面临的两难困境。央行最近明确暗示, 人民币单边升值的趋势已经结束, 银行间市场利率不必如此高企和动荡。我们认为, 央行不

会就此打住，因为其即将采取的政策性措施可能远超市场普遍预期，不止是扩大汇率浮动区间而已。

市场将在利率和人民币汇率决定过程中发挥什么作用？

为了让市场来决定信贷和货币的价格，央行需要实现更加稳定的银行间市场利率，以此作为政策基准利率，并且让人民币汇率以市场为基础实现更大的浮动。在全国人大会议召开之前，市场又开始揣度中国在未来几年内会实施哪些改革措施。我们认为，建立一个新的以市场为基础的每日双向浮动汇率制度，以及一个新的以银行间市场利率为主要基准利率的货币政策框架，将成为金融改革议程中的首要任务。

央行在 2013 年面临的两难困境

在 2013 年 6 月份对中国银行间市场处理不当之后，由于利差扩大以及人民币兑美元单边升值，中国央行面临利率持续走高、人民币持续升值，房价迅速上涨以及热钱流入的状况。利率/收益率持续攀升是由两个因素联合驱动所致，一个因素是自下而上的利率市场化改革进程，另一个因素则是那些把资金从无风险债券产品吸走的高收益非银行信贷资产得到的隐性担保。在 2013 年下半年，央行本可以向市场注入更多的流动性，以此降低银行间市场利率，但这样做会导致非银行贷款过多以及房价上涨过快。

解决这个困境的办法：不要采取简单化的宽松或紧缩措施

自从 2013 年年底以来，中国央行一直承受着给这个困境提供解决办法的巨大压力，并且一直坚持要求其他政府机构予以配合。央行最近得到了银监会、证监会和国家发改委的一些支持，而现在轮到央行来打破人民币单边升值的格局，降低银行间市场利率，并且最终推出一个新的以一篮子货币为基础的外汇制度。我们并不能简单地把 2013 年下半年市场利率持续攀升视为央行收紧政策所致，而且我们也不会简单地把央行目前采取的行动视为放松政策之举。

央行的资本流动报告：推出以市场为基础的解决办法

该报告标志着中国央行对“建立一个可持续的市场机制，促进国际收支平衡”的强烈意愿。该报告认为，中国在 2013 年面临的资本流入压力超过资本流出压力。央行把 2013 年资本流入归因于中国经济基本面的改善，利差的扩大，以及活跃的融资套利交易。央行预计 2014 年资本流入压力依然存在，但也就可能会导致资本外流的一些潜在市场因素发出警告——比如美联储逐步缩减量化宽松规模，以及中国经常账户顺差收窄。

未来的利率和人民币汇率走向

我们的亚洲货币策略团队仍然认为，美元兑人民币将会进一步贬值，到年底的目标汇率为 6.00。我们认为，基本面并不支持美元对人民币持续升值，因为我们预计，中国 2014 年的贸易顺差可能会从去年的 2650 亿美元增至 2800 亿美元。而且，由于中国持有大量外汇储备，加上经济增长强劲，中国与其他新兴市场相比仍然将会被视为相对安全。

至于银行间市场利率，上海银行间同业拆放利率 (Shibor) 目前 1.75% 的隔夜利率和 3.07% 的七天期利率显然太低。预计 Shibor 隔夜利率和七天期利率将会在未来几周内分别回升至约 3.0% 和 4.0%。作为央行货币政策决定机制改革的一部分，这些银行间市场利率的波动性很可能会减弱。不过，由于正在进行的利率市场化改革，加上美联储逐步缩减量化宽松规模，银行间市场利率或许仍将高于 2012 年的水平。

中国特色托宾税给“裸套利”者上了一课

李然 2 月 25 日在写给路透中文网的文章中认为，人民币近期出其不意地走贬给“裸套利”者上了一课。

文章说，势如破竹的一波贬值，让人民币汇率近半年累积的升幅，在不到一个月的时间里一笔勾销。过去一周内人民币即期汇率累计下跌 600 个点子，2 月 25 日更收盘在中间价上

方，为 2012 年 9 月以来首见。期间 CNY 与 CNH 利差从两三百点子缩窄到零附近、境内一年期远期汇率从 6.07-6.08 冲破 6.15、银行美元空头连锁止损，意味着基于人民币刚性升值的套利逻辑正在溃败，汇率双向波动的风险也正在累积。

市场人士指出，从基本面上看可谓逆周期下调的人民币汇率，无疑让套利资金、尤其是“裸套利”者学会了饱含血和泪的一课：人民币不仅会贬值，更会出其不意地贬值。

“这次贬值有可能是中国特色的‘托宾税’。”广发银行外汇交易主管黄毅认为，这符合外管局官员口中“托宾税”的特性：逆周期调控、市场化价格机制。

“托宾税”本由诺贝尔经济学奖得主詹姆斯·托宾（James Tobin）提出，意指对现货外汇交易课征全球统一的交易税，以提高短期资金流动成本、限制资本大规模流动、避免市场剧烈波动，但目前各国意见并不统一。

外管局局长易纲年初撰文称中国正在研究托宾税，其后国际收支司司长管涛给出注脚：托宾税主要是基于价格，依靠市场传导进行逆周期的调节；但不一定是税，更多是一种理念，是基于价格机制、基于用市场方式传导的调整。

外管局 2 月 25 日发布 2013 年中国跨境资金流动监测报告，指出 2014 年续跨境资金较大净流入的内外因素依然存在，同时重申要为防范国际资本流动冲击风险完善调控工具。

套利资金卷土重来并非空穴来风，从中国近期公布的数据即可看出端倪。

中国 1 月出口同比增长 25%，进口同比增 28.8%，当月贸易顺差则扩大至 291.5 亿美元，均超市场预期；1 月银行代客净结汇环比增长约 1.3 倍至约合 763 亿美元，创一年来新高。这都显示资金通过外贸渠道流入的规模再次剧增。

招商银行高级分析师刘东亮最近所做草根调查显示，从去年四季度开始，跨境套利资金已经出现加速膨胀的势头，形式以内保外贷投资境内理财产品或信托、滚动操作放大杠杆为主。投行摩根大通最新研究报告也推测，人民币近期大走贬的原因，在于中国央行意欲“冲刷”累积的投机性人民币多头，汇率应该不会因此持续大幅走贬。

这在外管局首次发布的银行代客远期结售汇累计未到期数据中也获得印证。截至 1 月末，远期累计未到期结汇 10,002 亿元，未到期售汇 6,396 亿元，未到期净结汇 3,607 亿元。结合 1 月代客远期净结汇为 1,548 亿元人民币，意味着年初市场仍在累积远期结汇头寸。

此外摩根大通报告还写道，去年资金大量流入、外汇储备水涨船高，可能促使央行以实际行动重申汇率双向波动风险。同时，中国改革途中的去杠杆过程对经济增长形成压力，人民币有效汇率不断走升会使外贸企业财务困境加深，通过汇率贬值也可以达到缓解外贸压力的效果。

当前市场对汇率形势大多仍保持信心。中国财政部长楼继伟在周末 G20（20 国集团）财长及央行行长会议上说，不能仅仅因为较小的波动，就说人民币开始了贬值之路。但市场有必要对接下来的走势倍加谨慎。

黄毅认为，截至目前，从大环境来看这波贬值出现的时机还算安全，有利于把汇率预期引向中性，但还不至于引发大的贬值预期。此外，市场上如果贬值预期很强，离岸市场会比境内反应更强烈，但目前还没看到这一情况。

但风险正在累积。如果央行目的是挤出套利泡沫，且跨境套利自去年四季度再次升温的判断为真，那么单从目前的汇率跌幅已经基本达到打击目标。不过事情可能没有这么简单。

“很难评估，央行可能也不清楚套利成本在哪儿、利润多大，不清楚有没有触发套利资金出逃。”刘东亮推测，央行接下来也需要观察结售汇等指标动向，才能做出决断，“如果套利还在、甚至还往里进，那不排除汇率还会继续下跌。”

摩根大通报告认为，离岸人民币市场中，CNH 远期曲线目前尚未陡峭化，这是因为即期主要受央行中间价引导，而非企业对冲操作影响。但如果央行的做法令预期分化，远期曲线

长端有可能开始上扬。报告续称，期权市场偏多头也带来较大的非线性风险。其中最大的风险来自于规模约在 1,000 亿美元的目标可赎回远期合约（TARNs，一种带有非线性风险的结构期权产品）。

若即期或远期汇率向 6.20 元逼近，这些头寸的风险参数 γ 将开始变为负值。这意味着一般持有头寸者会选择抛售，市场将可能迎来天量美元买盘。

“空美元、长人民币是过去几年亚洲最拥挤的交易，累积了大量的美元空头。一旦预期翻转，过于集中的平盘需求，会导致市场流动性的短暂缺失甚至枯竭。”一外资行外汇交易员说。

虽然人民币的跳水走势是否是托宾税还无从考证，但足以让那些“裸套利”者叫苦不迭。“很多企业押注人民币单向升值，（通过境外融资）在结汇成人民币后，并不锁定远期汇率，而是保留敞口，在博取利差的同时还可以享有汇差。”刘东亮在调查报告中写道。

他分析认为，央行有意令人民币贬值，敲打套利资金，尤其是没有锁定远期汇率的这部分资金。这意味着未来购汇成本的大幅上升，汇率风险的不确定性，将促使套利资金观望甚至离场，从而达到挤水分的目的。

如今这些铤而走险的套利者正在痛苦割肉。刘东亮对路透说，这部分客户已经报告亏损，“做套利的客户都比较恐慌……现在的注意力都放在怎么处理已有的头寸上了。”

以境内一年远期汇率计算，25 日时一度跳水跌至 6.1525 元。这意味着自去年四季度起企业所做的一年远汇已进入亏损状态。如果未做锁定而又坚定看涨人民币，企业仍可以选择展期。

综合市场人士分析，目前通过外汇衍生品对真实贸易活动做套期保值的企业并未受到人民币贬值的影响。随着外需复苏，适度贬值的汇率也有利于出口，这些企业仍会对外贸业形成支撑。

人民币汇率被高估了？

英国伦巴德街研究所（Lombard Street Research）宏观经济研究负责人戴安娜·乔伊列娃（Diana Choyleva）在《华尔街日报》博客中撰文表示，人民币对美元大幅贬值，引发了投资者对人民币未来的新猜测。很多经济学家仍预计中国政府将延续几年来的人民币升值政策，虽然决策者似乎希望给人民币汇率的日常波动略微增加一些不可预测性。但看涨人民币的人士可能会大吃一惊，因为中国政府最终将意识到人民币的进一步升值只会损害经济，加快金融危机的爆发。

无论是把人民币升值作为一种解决问题的办法，还是作为一种单纯的预测，认为人民币将继续升值的理由都在于，随着中国国内利率的上升，金融市场的放开将推动资本的流入。这将给人民币带来上行压力，进而鼓励中国 14 亿人口更多地消费，因为随着人民币升值，中国人手中持有的现金会增值。

但当心事与愿违。在人民币升值的早期阶段，即中国经济的结构性失衡还没有现在这样严重之前及人民币仍处于被低估的水平时，人民币升值可能确实推动了中国朝着消费拉动型经济的结构性调整过程，这一阶段的情况符合传统观点的看法。但如今世界已今非昔比。目前，人民币对中国贸易伙伴的一篮子货币来说可能已被高估，中国经济中的总债务规模已出现了迅速膨胀，在这种情况下，如果人民币进一步升值，可能带来灾难性的后果。

在人民币从被低估到被高估的期间，为遏制经济危机的蔓延，美联储和中国政府都向各自的经济中注入了巨额现金。西方的货币政策放宽引发了投机性资本如潮水般涌入新兴市场，而对此中国的资本管制只是一道作用有限的防波堤。

与此同时，中国政府推出的货币刺激措施极大地促进了经济领域的投资，同时推高了以人民币计算的中国劳动力成本。在这种情况下，再加上伴随投资热潮而来的债务膨胀，人们

不禁对中国政府仍在延续其人民币升值的政策感到奇怪，但北京确实这样做了。而对于在廉价美元的市场上追逐回报的投资者，他们当然乐意推波助澜。

结果就造成，从劳动力成本和中国的贸易模式来看，人民币目前几乎肯定是被高估了。显示人民币被低估的大部分模型以各经济体的相对消费价格作为一个重要的衡量标准。举例来说，国际货币基金组织（IMF）用消费价格的一个估计值为基础，计算得出人民币仍被低估了 5%-10%。但这种方法只反映了一个不完整的画面，因为这种计算方法既反映了贸易品的价格趋势，也反映了非贸易品的价格趋势，而真正的问题在于，贸易品的人民币价格是否与一定汇率水平的外币价格相当。

一个更好的衡量标准或许是考虑每单位产出的劳动力成本。从这个标准来看，过去三年人民币更有可能是被高估了，目前被高估了近 10%-15%。换句话说，由于以人民币计算的工资迅速上升，加上人民币升值，以美元计算的中国劳动力成本的升幅远远高于中国生产率的提升幅度。

中国过去几年的经济产出情况也支持人民币被高估的结论。中国 2012 和 2013 年的工业利润是自 1997 年亚洲金融危机以来表现最差的。中国出口市场份额的提升速度自 2010 年以来大幅放缓，到去年可能已停止上升。过去两年，尽管全球贸易回暖，但中国出口企业却降低了以人民币计算的出口价格。如果人民币依然是被低估的，这些企业就没有必要进一步降低出口商品的价格。

人民币被高估对未来意义深远。人民币若进一步升值，更有可能的结果是让近几年积累了过多债务的中国经济受到拖累，而不是提振消费者在进口产品上的支出。另外，出口行业以及服务于出口行业的其他行业将难以取得足够的利润，来偿还在人民币升值的情况下将变得更加沉重的债务。

一个解决办法是让国内价格水平适应当前的汇率水平。但这意味着国内将出现明显的通货紧缩（包括裁员和减薪，而这些都会加剧消费者的担忧，并减少家庭支出），从而可能引发北京所担忧的政治后果。还有另一个办法。在完全放开资本流动的情况下允许人民币贬值，若能这样，则从投资向消费转变的增长再平衡将变得容易得多。人民币贬值将支撑出口收入，同时家庭财富分散投向海外资产以及国内利率上升将增加家庭财富和收入，从而可能降低家庭的储蓄率。

这种办法对国内消费的刺激作用肯定比人民币升值更加有效，因为中国消费者购买的进口产品并不多，因此人民币升值对消费者购买力的提振作用并没有想像的那么大。此外，中国的消费者将大部分资产存在银行，而且借债水平并不高。

作者最后说到：正如在全球金融危机之前让人民币升值能够反映出决策者真实的改革意愿，允许人民币贬值也将向外界表明，北京是否真的已做出了开放金融系统的重大承诺。

人民币走低可能导致中国企业巨亏？

英国《金融时报》保罗·J·戴维斯和乔希·诺布尔 2 月 27 日的报道指出，分析师和投资者警告称，如果人民币继续走弱，中国企业将在复杂的对冲产品上遭受数十亿美元亏损。

中国内地企业和全球投资者购买了价值数千亿美元的结构性产品，此类产品在过去一年受益于人民币升值，但在人民币跌至去年 7 月以来的最低位之后面临越来越大的压力。摩根士丹利分析师指出，银行对冲这些产品的方式意味着，若跌破某个关口水平，可能引发人民币汇率的更剧烈下滑。此类产品均追踪离岸人民币（CNH）。CNH 可自由买卖，是国际投资者的关注焦点。

过去一周，在岸和离岸市场的人民币均大幅走软，令人担忧投资者通过结构性产品和套利交易建立的敞口。近日人民币兑美元汇率出现 2005 年以来的最大单周跌幅。过去 9 个交易日的累计跌幅达到 1.5%。

自去年初开始，银行出售了大约 3500 亿美元的复杂衍生品——“目标可赎回远期合约”（Target Redemption Forward，简称 TRF）。据摩根士丹利分析师介绍，其中约 1500 亿美元的合约尚未了结。此类产品多数是被中国企业买下的。一位投资者表示，这个市场的真实规模甚至更大，并已在过去一周对人民币汇率走势产生了“实质性影响”。

TRF 让买家得益于人民币的走强，过去几年里，这一直是一个受欢迎的押注。很多人押注人民币相对于美元只会越来越坚挺。外汇分析师警告称，如果人民币兑美元汇率跌破 1 美元兑 6.20 元人民币的水平（26 日的汇率在 1 美元兑 6.11 元人民币附近），对冲策略可能会迫使银行收回抵押品，从而加快人民币的跌势。上述分析师写道，“TRF 持有者的潜在亏损是，CNH 在关键水平上方每变动 0.1，亏损就为大约每月 2 亿美元”。鉴于 TRF 合约期为 24 个月，如果人民币持续低于关键的 1 美元兑 6.20 元人民币水平，总亏损将达到大约 50 亿美元。“即使在突破关键水平之前，银行也有可能要求高达 30 亿美元的抵押品，以覆盖潜在的损失，从而打击中国本已紧张的企业部门。”

巴克莱（Barclays）外汇策略师哈米什·佩珀（Hamish Pepper）表示，这些产品大部分在 1 美元兑 6.20 至 6.30 元人民币的区间售出，这意味着在出现任何问题之前，人民币还需要进一步下跌至少 1.5%。“此类产品会感受的很多痛苦，将取决于人民币汇率相对目前水平如何变动。”

中国企业已严重暴露于人民币汇率走低，因为近年来境外借款（这是套利交易的另一种形式）总额飙升。美国普林斯顿大学教授申铨松（Hyun Song Shin）在分析国际清算银行（BIS）的数据后得出结论：中国企业发行的国际债务（大多以美元计价），总额已从 2010 年底的大约 500 亿美元飙升至去年年中的大约 2200 亿美元。

另外，据《华尔街日报》消息，摩根士丹利（Morgan Stanley）也估计，如果美元兑人民币升值人民币 6.15 元，名义价值约 3500 亿美元的杠杆押注产品的损失将开始扩大。当人民币升值时，持有这些杠杆押注产品的投资者将获利，反之，当人民币跌破一定价位时，这些投资者将遭受损失。

摩根士丹利亚洲外汇和利率策略部门负责人肯德里克（Geoff Kendrick）表示，为了弥补潜在损失，银行可能会要求至多 30 亿美元的担保金，这将损害中国本已资金吃紧的企业部门。如果人民币波动幅度加大，公司可能招致损失，这些结构性产品正是这样设立的。由于损失资金的可能性正缓慢加大，银行开始要求企业向其支付担保金。肯德里克说，这种程序已经启动了。

自 2005 年汇改以来，人民币已经累计升至于 30% 以上。最近几年人民币的稳步升值也从短线海外投资者手中吸引了数万亿热钱。这些投资者希望从人民币似乎永不间断的升值中分一杯羹。不过，这为中国经济注入了大量现金，也令中国央行抑制信贷增长的努力更加复杂。

官方数据显示 1 月份中国继续出现强劲的资金流入。国家外汇管理局公布的数据显示，1 月份银行代客结售汇顺差为 763 亿美元，创一年新高。

（完）

地 址：北京阜外月坛北小街 2 号
中国社会科学院经济研究所
邮 编：100836
电 话：(010) 68034160

E-mail: tsg-jjs@cass.org.cn
kingwyf@cass.org.cn

传 真：(010) 68032473