

## 人民币汇率连续跌停会历史重演吗？

李光青 ☎: (8610) 8357 1420

✉: liguangqing@chinastock.com.cn

所谓人民币“跌停”，并非交易停止，而是人民币对美元即期汇率跌幅达到当日中间价上下0.5%范围。中间价是由中国外汇交易中心于每日银行间外汇市场开盘前向所有人民币外汇市场做市商询价，并将全部做市商报价作为人民币兑美元汇率中间价的计算样本，“去掉最高和最低报价后，将剩余做市商报价加权平均，得到当日人民币兑美元汇率中间价，权重由中国外汇交易中心根据报价方在银行间外汇市场的交易量及报价情况等指标综合确定”。自2008年12月1日开始人民币汇率出现连续四个跌停引发市场对人民币进入贬值时代的质疑以来，时隔三年，2011年11月29日开始人民币汇率又出现了更持久的连续跌停，市场又出现了类似的质疑，这两次连续跌停有何异同？历史是否会重演呢？笔者就此问题稍加评论。

### 事件回顾

#### （一）2008年人民币对美元连续四个跌停

金融危机席卷全球之后，中美两国第五次战略经济对话前夕，人民币突然开始“大幅贬值”。2008年12月1日，央行授权中国外汇交易中心发布的美元兑人民币汇率中间价，较上一交易日跳高156个基点至6.8505，人民币贬值幅度达0.2%，即期市场询价系统人民币对美元汇率大跌近500个基点，创下自2005年汇改以来最大单日跌幅。2日，美元兑人民币中间价再涨22点报6.8527。3日和4日，早盘询价均触及日波动区间下限，连续四个交易日“跌停”，后随着市场流动性转好，收盘价有所回升，中间价稳定于6.8502，但银行交易员反应交易量急剧萎缩。5日公布的中间价略跌，报6.8482，回到6.85以下。自人民币兑美元历时三年的持续升值在2008年

10月初告一段落，这一汇价一直胶着于6.83附近水平。此番忽以罕见的三位数基点的幅度变动，引发了市场对人民币进入贬值时代的猜想。

## **(二) 2011年人民币对美元连续九个跌停**

2011年12月12日早盘，人民币对美元即期汇率开盘报6.3613，随后继续走低并触及交易区间下限，这是人民币即期汇率连续第九个交易日盘中触及跌停。人民币即期汇价连续九日跌停，与上次2008年四日连续跌停类似，为三年罕见。虽然人民币兑美元的即期汇率出现了连续九个交易日盘中跌停，但汇率中间价在这九天里却还升值了290个基点。央行网站人民币汇率公告：11月29日汇率中间价为1美元对人民币6.3587元，接下来连续九个交易日的银行间汇率中间价分别为1美元对人民币6.3482元、6.3353元、6.3310元、6.3349元、6.3334元、6.3342元、6.3319元、6.3352元、6.3297元，也就是说，最近9个交易日，美元/人民币汇率中间价由11月29日的6.3587元，上升至12月12日的6.3297元，一路升值了290点，按与中间价上下0.5%的波动幅度计算的跌停价也同步上升。市场又出现了类似2008年连续四日跌停时对人民币是否进入贬值时代的诸多讨论。

## **事件原因**

### **(一) 2008年人民币对美元连续四个跌停的可能性原因分析**

#### **1. 国内经济信心下挫及其贬值预期的自我实现**

首先，2008年二季度以后，美元对主要货币大幅升值，人民币名义有效汇率和实际有效汇率升幅分别达到13.4%和13.5%，使其产生回调压力。其次，金融危机爆发致使国内经济下滑比较明显，国外资本对中国经济信心下挫，国际资本回流欧美市场，引起了市场对人民币贬值的预期。再者，在2008年11月17日人民银行发布的《货币政策报告》中，首次没有提及人民币稳定、可控汇率问题，致使市场产生了人民币贬值倾向的猜想。人民币的突然跳水，是对国内经济形势恶化、人民币升值幅度过大的回调和贬值预期的自我实现。

#### **2. 美元表现强势，同期新兴经济体货币汇率大幅贬值，对人民币形成压力**

席卷全球的金融危机一度导致全球资本大逃亡，大量资本回流欧美市场。尽管全球金融危机祸起美国，但美元倚仗世界主要储备货币的历史优势，在外汇市场上的地位未受动摇；且在这场危机中欧盟经济恶化速度甚于美国，使得几年来风生水起的欧元顿失优势，大幅走弱，也就更映衬出美元的强势。八月份以后，新兴经济体货币对美元实际有效汇率贬值很大，有的甚至是巨幅

贬值。在金砖四国中，印度卢比与巴西雷亚尔对美元贬值近 20%左右，俄罗斯卢布贬值幅度超过 8%，此外韩国、阿根廷以及东欧、东南亚等新兴经济体货币均对美元贬值。而人民币是所有新兴经济体中唯一没有贬值货币，在周边国家货币纷纷贬值的情况下，国内贬值的压力加大。

## **(二) 2011 年人民币对美元连续九个跌停的可能性原因分析**

### **1. 国内经济增速下滑加快是人民币即期汇率连续跌停的主要原因**

长期以来，中国经济强劲增长支撑了人民币的强势，但是，经济增速下滑会一定程度上令人民币走势转弱。随着紧缩性货币政策累积效应的不断显现，其对实体经济的负面影响增加，经济增速下滑速度有所加快。从数据上看，11 月 PMI 跌至 50% 的荣枯分水岭之下，预示经济景气从扩张转为收缩，四季度中国经济增速继续下滑已成定局，市场对于中国经济前景担忧预期再起。当前的经济环境与 2008 年末极为相似，这是人民币即期汇率一度出现连续跌停的共同原因。

### **2. 美元表现强势，对人民币形成压力**

欧债危机愈演愈烈，开始向欧元区核心国蔓延，并导致了资金撤离高风险的新兴市场，令避险资金开始青睐美元，出现了美元的流动性紧缺。与此同时，美国经济复苏势头略有回升，与欧元区经济加速下滑相比，美国经济的表现则相对较好，美元资产受到推崇，导致美元汇率持续走高。在此背景下，近期美元指数震荡走高，不断逼近 80 点，美元的强劲上涨部分引发了人民币对美元汇率的下跌。当前的外部环境与 2008 年末也极为相似，也是人民币即期汇率一度连续跌停的共同原因。

### **3. 香港离岸市场异常引发外汇套利**

目前人民币市场有两个，一是境内的在岸市场(CNY)，汇率由内地适当管控，向来比较稳定，二是境外的离岸市场(CNH)，由市场供求而定价，向来比较波动。近来，香港的离岸人民币市场上出现一系列反常现象：离岸市场人民币汇率低于在岸汇率，香港地区的银行人民币额度供过于求，香港的人民币存款规模两年来首次下降等，这些均表明人民币的升值预期已不被看好。由于香港出现了人民币的贬值预期，机构大量抛售离岸市场人民币，导致香港比内地的美元报价高数百点，许多投资者在内地买美元到香港市场卖出。

### **4. 其他可能的原因**

此外，还有一些可能的原因伴随。首先，在严厉的房地产调控政策之下，房地产市场有所下滑，而且中央控制房价的决心是坚决的，因此投机房地产获得暴利的年代难以再现。其次，在目前国内外宏观经济形势下，中国股市一直比较低迷，在人民币升值可能变缓，股市房地产市场

低迷的情况下，短期资本流入中国难以获得更高的收益，短期资本流出可能也是正常现象。再者，10月的外汇占款余额的大幅下降，引发了热钱加速流出中国的猜测，这也一定程度上弱化了人民币升值预期。诸多不利因素集聚导致人民币即期汇率出现连续多个交易日跌停。

## 事件影响

### （一）2008年人民币对美元连续四个跌停的后续处理策略

主要策略：2008年中央经济会议定调“保增长，促发展”，提出了2009年经济工作的五项重点任务，包括保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，进一步改善国际收支状况。汇率方面，会议提出要加强和改善宏观调控，促进货币信贷供应总量合理增长，坚持区别对待、有保有压，引导和改善市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，进一步改善国际收支状况。预计到2010年底约需投资4万亿元来拉动内需，促进经济增长。在此背景下，经济保持强劲增长，避免了人民币的大幅贬值。

中央当局没有采取主动的人民币贬值策略，可能主要基于以下几个方面的原因：首先，当时抑制出口的主要因素是全球经济衰退和外需疲软而不是汇率问题，因此人民币贬值并不能有效地解决出口问题；其次，主动贬值或将带来市场对人民币的贬值预期，导致资金的大量外流，这对当前我国扩大内需不利；再者，人民币贬值很可能引发一场全亚洲货币贬值的连锁反应，而这无疑将导致亚洲金融市场及整体经济动荡的进一步加剧，如果出现这种局面，毫无疑问将造成欧美贸易保护主义的升温，并且将进一步造成中美关系的紧张，反过来进一步抑制中国出口额的增长，那么最终将没有国家能从这场货币贬值战争中获得任何回报。

### （二）2011年人民币对美元连续九个跌停的后续人民币汇率策略预测

2011年中央经济会议2012年政策将更重灵活性和前瞻性以确保经济平稳增长、价格水平稳定。据会后发布的官方通告，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，同时增强宏观经济政策的针对性、灵活性和前瞻性，继续处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者关系。在目前通货膨胀和房价得到有效调控的情况下，继续坚持房地产调控政策不动摇，促进房价合理回归，同时更重消费和经济结构调整。

政府首要关注两个对中国经济可持续发展十分重要的指标一个是经济增长，另一个是维持物价的稳定。从2012年的政策倾向可以看出，当前国内外经济形势决定了“保增长”是当务之急。随着欧债危机蔓延和国际金融危机后遗症逐步显现，世界经济复苏势头明显放缓，不确定性因素

增多。从国内经济形势来看，当前内需增速出现一定程度放缓；无论是居民消费价格还是房价，都出现涨幅环比下行的趋势；存货投资将在通胀下行的预期下开始新一轮调整，房地产投资以及制造业生产等经济动力也出现回落。明年我国外贸面临的局面较严峻，出口月度增速可能会出现负增长。在这样的经济环境下，明年宏观调控需要更加强调灵活性和前瞻性。下调存款准备金率、结构性减税等手段可能频繁使用。与 2008 年底应对国际金融危机时不同，明年“保增长”很可能不再依靠大规模的需求刺激，而是更多通过结构调整和改革手段来推进。从需求结构上看，明年外贸政策可能与今年明显不同。今年以来人民币汇率呈现较明显的升值态势，明年汇率弹性将进一步增强，单边升值的空间有限。基于“保出口、扩进口”的考虑，相关部门可能会适时采取包括允许人民币适度贬值在内的诸多措施促进出口稳定增长。

尽管贬值对出口确实有好处，中国改革开放以后出口行业得以迅速发展，贬值政策是重要原因之一，但是目前我国国际收支结构已经不是过去以经常项目为绝对主导了，资本项目占比已经很大。经济增长速度放慢之后，若人民币形成贬值趋势，就会导致资本大规模迅速流出，对国内经济增长和金融体系不利。加之，目前房地产调控已经初见成效，房价渐呈缓慢回落态势。如果人民币形成贬值趋势，导致之前进入房地产领域的资本大规模快速流出，就有可能导致房价崩溃式下跌，不利于房地产市场的长期平稳发展。若能够稳住资本流动，则有助于调控达到促进房地产市场平稳发展的预期目标。因此人民币不宜形成一个较长时期的持续贬值趋势。

综上所述，考虑到目前中国经济增长速度已经放慢，房地产调控已经初见成效，其他宏观调控力度空间有限等诸多原因，个人认为，目前我国人民币汇率适合短期内适当贬值，长期内维持稳定均衡汇率预期的策略。

**中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站**

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-83571403

传真：010-66568641

中国银河证券网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

中国银河证券博士后科研工作站网址：<http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>