

## 中国：人民币与即将到来的中美年度对话

- 在即将举行的中美年度战略对话会议上，人民币汇率很可能会成为会议关注的焦点，这是因为我们对以往会议的分析显示，市场对人民币汇率中间价，以及人民币在岸和离岸交易存在不同的反应。
- 虽然人民币在短期内将继续呈疲软态势，但我们仍然看好人民币，特别是在人民币国际化进程加快的背景下。
- 对于 2014 年，尽管我们预期人民币汇率会从目前的水平有所复苏，但人民币仍然会出现自 2009 年以来的首次年度下跌，然而我们预期在 2015 年底，人民币对美元汇率将在 6 左右徘徊。

### 聚焦人民币

由于一年一度的中美战略与经济对话将于本周（2014 年 7 月 9 日-10 日）在北京举行，人民币将再次成为市场瞩目的焦点。

美国国务卿约翰·克里和财政部部长杰克·卢将率领美国代表团参加此次第六届年度会议，中国国务委员杨洁篪和副总理汪洋将参加会议。

此次对话是在两个大国存在大量分歧的背景下举行的，议题涉及知识产权、海事领土主张、中国本币即人民币的估值，以及网络安全等。

其中一个反复出现的议题就是人民币汇率。在此次会议前夕，美国财政部部长杰克·卢于上周二（7 月 1 日）表示，人民币汇率对美国来说是一个“非常大的问题”，并且人民币需要更多的升值。因此，毫无疑问，在此次对话中，人民币汇率问题将成为一个关键话题，特别是在人民币经历了 2014 年上半年约 2.4% 的贬值之后，而相比之下，在 2005 至 2013 年期间，人民币则经历了几乎不间断的升值走势。

### 在年度对话进行前后，人民币的表现

在此，我们对此前历届中美战略与经济对话对美元/人民币汇率、人民币的在岸和离岸价值的影响进行了归纳，我们主要分析了年度对话举行的前后五天的情况。

如下页表所示，我们的分析表明，过去的中美战略与经济对话对人民币汇率变动存在较为明显的影响，特别是对人民币的每日汇率，在近几年中美战略与经济对话召开前后，人民币对美元的汇率通常会表现出向弱趋势。



**在中美战略与经济对话\*会议背景下人民币/美元汇率变化情况**

人民币对美元汇率收益 (+) 或损失 (-) 百分比	汇率		在岸现汇交易 (人民币)		离岸现汇交易 (离岸人民)	
	对话召开前 变化率(%)	对话召开后 变化率(%)	对话召开前 变化率(%)	对话召开后 变化率(%)	对话召开前 变化率(%)	对话召开后 变化率(%)
第一次会议: 2006年12月14日至15日 (北京)	0.14	-0.05	0.12	0.12	-	-
第二次会议: 2007年5月22日至23日 (华盛顿特区)	0.33	0.03	0.26	-0.01	-	-
第三次会议: 2007年12月12日至13日 (北京)	0.49	-0.17	0.30	-0.06	-	-
第四次会议: 2008年6月17日至18日 (美国马里兰州安纳波利斯)	0.25	0.12	0.26	0.13	-	-
第五次会议: 2008年12月4日至5日 (北京)	-0.10	0.01	-0.06	0.01	-	-
第一次战略与经济对话会议: 2009年7月27日至28日 (华盛顿特)	-0.00	-0.01	-0.00	-0.01	-	-
第二次战略与经济对话: 2010年5月24日至25日 (北京)	-0.00	-0.00	-0.01	0.02	-	-
第三次战略与经济对话: 2011年5月9日至10日 (华盛顿特区)	0.03	-0.13	-0.01	-0.14	-0.17	-0.18
第四次战略与经济对话: 2012年5月3日至4日 (北京)	0.23	-0.26	-0.16	-0.26	-0.03	-0.09
第五次战略与经济对话: 2013年7月10日至11日 (华盛顿特区)	0.20	-0.12	-0.06	-0.08	-0.03	-0.05
*注: 中美战略经济对话于2006年9月20日, 由当时的美国总统乔治·沃克·布什和中国国家主席胡锦涛创建, 称为“战略经济对话”, 每半年举行一次。后来, 会议于2009年4月1日由美国总统巴拉克·奥巴马和中国国家主席胡锦涛更名为“战略与经济对话”, 每年举行一次。						
** 在对话召开的前一天前5日内人民币的平均价值, 和在对话结束后5日内人民币的平均价值。						
资料来源: 彭博资讯; 美国财政部; 大华银行经济财政研究部预测						

例如: 2013年, 在中美战略与经济对话召开前5日, 每日汇率平均平均上涨了0.2%, 但在经济对话结束后的5日, 则平均又下跌了0.12%。然而, 对于在岸和离岸现汇交易, 这一影响表现为在经济对话召开前后, 人民币明显走弱, 尤其是在2011年以后。

在早些年的对话中, 在年度对话之前的短期内, 人民币对美元汇率和在岸人民币价值一般是走强的。而这一效果在近些年似乎减弱了, 而这可能要归因于中国认为人民币汇率已经基本达到了“公允价值”。

然而, 考虑到最近的两次中美战略与经济对话(2012年和2013年)和更早的会议, 我们分析在接下来于7月9日至10日召开的会议前后, 人民币汇率将表现出先坚挺、后疲软的走势。

### 2013年召开的中美战略与经济对话对汇率问题的看法

作一个简短的回顾, 在2013年召开的战略与经济对话中, 就对人民币汇率问题进行了深入的讨论, 在美国财政部公布的总长度为1,540字的会后情况说明文件中, 标题为“汇率自由化”的概括内容长达146字, 长度仅次于文件首段147字的关于发展双边投资条约的讨论说明。而在此份情况说明中的第三大段落是关于美国金融服务供应商在中国不断扩大的机遇问题, 共136个字。这表明, 汇率仍然是美方关注的重大问题, 同时, 美国财政部最近的评论表明, 人民币汇率这一话题可能会再度占据此次对话的头条。

自2013年的中美战略与经济对话以来, 人民币汇率经历了一些变化。首先, 人民币的升值趋势已基本被打破, 导致在2014年上半年累计贬值2.4%, 成为亚洲货币中对美元表现最差的币种。第二, 每日交易波幅在2014年3月从1%增至2%, 扩大了一倍。第三, 不同机构的预测均倾向于货币的双向波动。同时, 人民币国际化进程也显著加快。

## 人民币今后的走势

短期内，我们认为上半年人民币的疲软已经基本上结束，这可能是由于中国人民银行出台相关政策而产生的结果，从而摆脱对货币单向升值预期的赌注——自 2005 年开始人们就对这种单向升值押注。除了近期的疲软，我们在中长期继续对人民币保持积极态度，主要考虑到以下积极推动因素：

- 尽管存在对影子银行、房地产市场、以及有关经济硬着陆的持续担忧，但中国的基本面是好的，因为可以通过合理配置财政和货币政策工具，潜在地对不良后果进行控制。央行近期的选择性/针对性的放松措施表明当局很可能是意识到了严重衰退的风险。
- 随着中国的不断发展，中国需要一个强势货币，从而使战略物品和物资的进口成本保持在合理水平。
- 外部的政治压力，如即将召开的中美战略与经济对话和美国财政部的“半年度国际经济和汇率政策报告”将对关键货币，特别是人民币保持高度关注。
- 人民币持续的国际化对于在较长时期内保持货币的价值来说，是一个非常关键的因素。要想使人民币在境外获得保值认可，很重要的一点是在没有出现升值的情况下，至少维持其货币价值。而人民币国际化的进程也正在被加速推进。自 2010 年在香港首次开始使用离岸人民币，在今年上半年的一连串公布表明，习近平领导的中国政府对金融体系的自由化确实很重视。

上周五（7 月 4 日），中国人民银行宣布，交通银行被指定为驻首尔的人民币清算行。这是在三个星期内在第三个城市指定出借人来做为离岸人民币交易进行结算，也是在东北亚地区的首例。6 月 18 日，中国建设银行被选为驻伦敦的人民币清算行，而随后的第二天中国银行被选为驻法兰克福的人民币清算银行。目前，中国的离岸人民币中心布局已横跨欧洲、扩至东亚，拓宽了人民币在国际贸易和投资方面的范围和吸引力。

此外，韩国也被授予人民币合格境外机构投资者计划（RQFII）下 800 亿元人民币的配额，这是继此前累计授予香港、新加坡、伦敦和巴黎共 4,800 亿人民币配额之后的又一次配额配给。

从另一个角度看，2014 年上半年的经验表明，当市场在汇率决定中扮演更重要的角色的情况下，人民币还会表现出周期性疲软。这在市场对中国国内的重大问题做出反应时表现得尤为明显，如中国的影子银行、地方政府债务等等。

美元/人民币在三月初交易波幅的扩大（每日汇率从 1%增至 2%，增加一倍）意味着人民币仍然会面临更多的波动性和双向波动。

对于今年年初的人民币疲软，虽然中国央行被认为是其中的关键因素，但在 2014 年第一季度的总体 GDP 同比增长率降至 7.4%的情况下，人民币的疲软也要归因于经济的疲软，这是中国经济自 2012 年第三季度后的最低点，而 PMI 值也处于自 2013 年 7 月以来的最低点。

### 人民币：短期波动，但在中长期内仍然看好

考虑到上述因素，我们在中期至长期内仍然看好人民币。虽然人民币最严重的贬值应该结束了，但是随着近期经济数据显示出回稳的迹象，以及经济和金融市场的结构调整和持续改革的信号，人民币可能仍然要面对一些下行压力，以及在短期内较大的波动。

我们再次强调我们预测 2014 年年底的美元/人民币汇率为 6.15（我们已经对 2014 年 6 月 25 日发布的“季度全球经济展望中”美元/人民币汇率 6.05 的估值进行了下调），因为我们预计随着更广泛的国内环境的改善和政策制定者应对经济急剧恶化风险能力的提高，美元/人民币汇率会从目前的 6.20 水平有所恢复。尽管如此，相较于 2013 年年底的 6.05，人民币汇率仍然下跌了 1.5%，这标志着在全球金融危机的余波中，人民币自 2009 年以来出现了首次年度贬值。除此之外，我们预计在未来几年，人民币将以更加稳健的步伐逐步升值，预计为每年平均 1-3%，而相比之下在 2005-2013 年期间，人民币的年化升值速度为 3.8%。

外汇	14年7月7日	14年第三季度	14年第四季度	2015年	2016年
美元/人民币	6.20	6.1	6.1	6.0	5.8

资料来源：彭博资讯；大华银行经济财政研究部预测

#### 要闻速览：战略与经济对话（S&ED）和战略经济对话（SED）

美国总统奥巴马和中国国家主席胡锦涛于2009年4月建立了中美战略与经济对话（S&ED），作为中美两国之间的双边论坛，每年召开一次，旨在通过一系列联合项目和举措，推动建立中美积极合作和全面的关系，以及为解决诸如伊朗、朝鲜、苏丹-南苏丹和气候变化等共同的区域性和全球性挑战扩宽渠道。首届中美战略与经济对话会议于2009年7月27日至28日在美国华盛顿特区召开。

中美战略与经济对话实际上是由以前每半年一次的战略经济对话（SED）发展而来的，战略经济对话是由美国总统乔治·沃克·布什和中国国家主席胡锦涛于2006年9月建立的，旨在审查双边的长期战略问题，并通过专业的、持续的对话提供双边协调。首次战略经济对话（SED）会议于2006年12月在中国召开。

免责声明：本文分析的资料均来自公开的信息。尽管本文所含信息被认为是可靠的，但大华银行集团对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。同时，本文包含的意见和预测仅反映我们在本文分析发布时的意见，如有变更，恕不另行通知。大华银行集团可能持有本文提及的货币和金融产品的头寸，并有可能影响其中的交易。在达成任何推荐的交易之前，读者应不依赖大华银行集团或其关联公司而独立确定交易的经济风险和价值以及法律、税务、会计特征和后果，并且读者须能够承担这些风险。本文及其内容是大华银行集团的专有信息及产品，不得复制或用于其他用途。本文以英文书写，中文版本为大华银行内部翻译版本且仅供参考。中、英文版本若有任何歧义，均以英文版本为准。

另，本文内容由新加坡大华银行提供，大华银行（中国）有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。