

张明

zhangmingcass@vip.126.com

## 人民币兑美元汇率已经到拐点了吗？

自 2014 年 2 月中旬以来，人民币对美元开始持续走弱。人民币兑美元汇率的每日收盘价由 1 月 14 日的 6.0409 跌至 4 月 30 日的 6.2590，跌幅达到 3.6%。目前市场上对人民币汇率的看法似乎已经由乐观转为悲观，不少人认为人民币兑美元汇率将会从此踏上漫漫贬值之路。人民币兑美元汇率真的已经达到拐点了吗？

笔者认为，从短期来看，人民币兑美元汇率尚未达到观点，从 2014 年第二季度后半期起，特别是在 2014 年下半年，人民币兑美元汇率可能仍有一定升值空间。但从中期来看，人民币兑美元汇率的确即将达到拐点，1 比 6 可能成为中期内的顶部。

要判断人民币兑美元汇率是否已经达到拐点，首先要看 2014 年 2 月至今的人民币对美元贬值，究竟是由央行干预造成的，还是由私人部门的外汇供求决定的。

2014 年 1 至 3 月，外汇占款月度增量分别为 4374、1283 与 1892 亿元人民币，这说明尽管人民币兑美元汇率显著贬值，但总体上中国央行仍在通过购买美元来释放人民币。在人民币兑美元面临贬值压力背景下，央行不但不净提供美元，反而在净吸收美元，这说明央行的确在通过干预外汇市场压低人民币兑美元汇率。

2014 年第一季度，中国的经常账户顺差为 72 亿美元，资本与金融账户顺差为 1183 亿美元。预计 2014 年第二季度中国仍然会面临国际收支双顺差。国际收支的双顺差

格局，说明人民币依然有兑美元升值的市场动力。

将上述两方面分析结合起来，就可以得到初步结论，即本轮人民币贬值趋势似乎的确是央行干预造成的。为何央行会在 2014 年 1 季度出手干预人民币汇率呢？目前来看，最重要的原因，是央行试图通过制造人民币汇率贬值局面，来抑制通过在境外借入美元，通过虚假贸易渠道流入境内的跨境套利行为。事实上，这种套利行为，自 2009 年中国政府推动人民币跨境贸易结算以来，就一直存在，且在近年来有不断扩大之势。

此外，央行干预汇率，也是在为放开人民币对美元的日均汇率波幅做准备。从 2014 年 3 月 17 日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价日均波幅由 1%扩大至 2%。事实上，在过去几次央行放宽人民币兑美元汇率日均波幅之前，央行也曾通过市场干预来压低人民币汇率。

然而，尽管本轮贬值是由央行干预造成的，但随着人民币对美元贬值的持续，市场主体的预期与情绪也发生了转变，开始通过主动购买美元、出售人民币来进一步推动了人民币汇率的贬值。

首先，由于过去市场上存在人民币对美元单边升值预期，导致在离岸人民币市场上出现了较大规模的对赌人民币升值的金融衍生产品。根据德意志银行的数据，2013 年以来离岸市场上发行的目标可赎回远期 (Target Redemption Forward, TRF) 规模就达到 3500 亿美元，而目前仍有 1500 亿美元的 TRF 尚未到期。企业与个人投资者大量买入这种衍生品，只要人民币对美元升值，投资者就能赚钱。而一旦趋势逆转，投资者就会面临巨额亏损。据说，之前发行的 TRF 的防守线约在 6.20-6.25 之间，这就意味着，一旦人民币兑美元汇率跌破 6.20，市场上就会出现大量的平仓压力，不但会使得投资者遭遇严重亏损，而且会进一步压低人民币汇率。

其次，近期内不断发布的宏观数据表明中国经济正在面临增长减速与通货紧缩的挑战，则进一步削弱了市场主体对人民币汇率保持强势的信心。其一，2014 年第 1 季度，社会消费品零售增速、固定资产投资增速与出口增速三者同时走低，尤其是固定资产投资同比增速更是创下多年来的新低；其二，工业增加值增速、工业企业利润增速与制造业采购经理指数目前都处于较低水平，表明制造业企业处于困境；其三，CPI 同比增速在波动中走低（4 月份仅为 1.8%），PPI 同比增速更是出现连续 26 个月的负增长，这意味着中国经济面临通货紧缩的风险。

预计在 2014 年下半年，人民币兑美元汇率将会转跌为升，重新步入波动中小幅升值的局面，这是因为：第一，央行通过干预市场打消人民币单边升值预期的目的已经实现，继续压低人民币汇率的动机显著削弱；第二，随着财政微刺激方案的推出，以及货币政策的配合（笔者预计未来 3 个月内降准的可能性很大），中国宏观经济下滑趋势有望得以缓解；第三，随着离岸市场上 TRF 等衍生产品逐渐到期，强迫平仓的压力及其对市场的冲击将会逐渐缓和。

然而，考虑到中国经常账户顺差与 GDP 比率已经连续 3 年低于 3%，这意味着人民币兑美元汇率已经相当接近均衡汇率水平。再考虑到美联储未来几年将会步入加息周期、中国金融市场风险未来几年将会逐渐显现、未来美国可能爆发新一轮技术革命等因素，笔者认为人民币兑美元汇率已经迫近中期拐点，而 1 比 6 可能成为中期内重要顶部。

这就意味着，对中国居民与企业而言，过去我们享受了相当长时间的人民币升值收益。“资产人民币化、负债美元化”的操作策略曾经受到市场追捧。或许从目前开始，中国居民与企业应该考虑逐渐在资产组合中增持美元资产，并适度控制美元负债。

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。