

# 从升值到贬值：人民币汇率的调整逻辑与政策挑战

王宏淼

**内容提要** 本文围绕近期的人民币汇率走势,分析了人民币从十年来的强势周期转向贬值的轨迹、经济逻辑与政策挑战。近两年全球经济环境的巨大转向、国内经济的下行困境以及前期单边升值甚至高估的风险累积、人民币国际化等因素,引发了人民币汇率的趋势性贬值及相应的汇市维稳,并促成了2015年8月的“新汇改”和一系列干预手段或改革举措。在资本外流、离岸市场套利与投机力量冲击下,人民币汇率贬值的压力依然存在,给中国的货币政策与宏观管理带来了极大的困难。加快推进改革,让人民币更加适应市场化发展的需要,才能更好地发挥其资源配置调节的功能。

**关键词** 汇率 政策 周期 人民币国际化

理解“经济调整”对经济增长和生活标准的影响机制,已成为发展中世界的经济学家和政策制定者不可回避的一个关键问题(Agenor,2004)。在其中,汇率的调整居于关键地位。汇率作为国际相对价格,是一个重大结构调整政策变量。名义或实际汇率的变动,会引导资本、劳动力等生产要素在不同经济部门甚至跨国展开优化配置,进而对经济增长、宏观经济内外均衡和全球再平衡等发挥重要作用。从1994年初名义汇率的一次性大幅贬值,到2005年之后的缓步升值,再到2015年8月的币值下调,中国几乎每十年调整一次人民币官方名义汇率,对中国乃至世界经济产生了

重大而深远的影响。在本文中,围绕近期的人民币汇率趋势,主要回答了四个问题:十年来人民币汇率变动的背景及趋势是怎样的?由升值转向贬值背后的逻辑基础是什么?人民币汇率形成和干预如何受到市场的挑战?人民币未来走势如何以及需要如何应对?

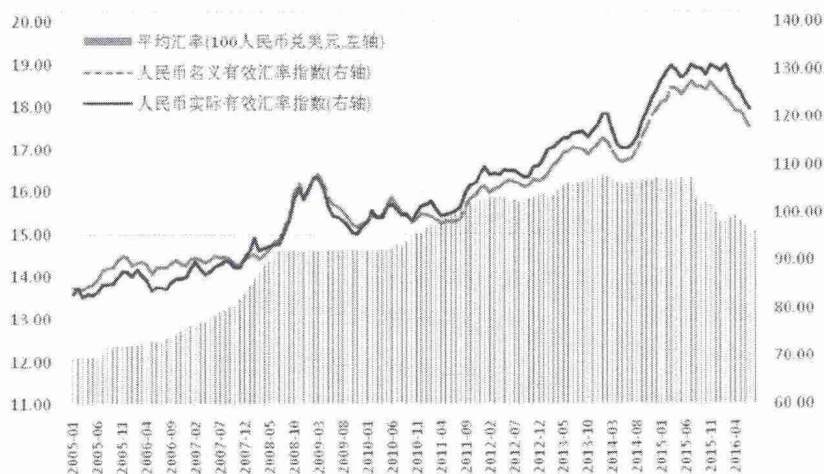
## 一、十年强势人民币周期的终结

新世纪以来,中国经济走出通缩转向了持续的高速增长,经常项目和资本项目“双顺差”不断扩大,同时外汇储备激增。在中国存在持续双顺差而全球经济陷入低谷的背景下,人民币币值低估

及中国汇率政策,成为发达国家纠正以美国经常账户巨额逆差为表征的全球经济失衡的藉口(余永定,2010;李扬、张晓晶,2013),在主要经济体量化宽松的货币政策影响下,人民币升值面临政治和经济双重压力。当然就其时中国自身来说,无论是从生产率增长、国际收支差额,还是外币流入量以及通货膨胀等指标来考量,名义汇率确实低估了,存在着通过压低汇率水平(或汇率补贴)等手段来扩张出口的某种新重商主义倾向(王宏淼,2008,2012),因而促使汇率回归至均衡水平也十分必要。

2005年7月,中国开启了对美元升值的强势人民币周期。当

图 1:2005 年 1 月至 2016 年 8 月人民币汇率趋势



数据来源: BIS, WIND。

年 7 月 19 日,官方宣布将人民币对美元交易价格调整为 1 美元兑 8.11 元,即人民币对美元升值 2%。此后三年,人民币对美元保持了逐步升值态势(但此期间大部分时间人民币对欧元却相对贬值),至 2008 年末人民币兑美元累计升值 17.3%,人民币实际有效汇率上涨 22%,名义有效汇率涨 20%。2009 年受国际金融危机影响,中国出口锐减,经济增长下滑,人民币停止了对美元升值走势,人民币名义及实际有效汇率均出现较大幅度回调。在政府强力干预下,中国经济在危机中较快实现复苏,为增强人民币汇率弹性,2010 年 6 月 19 日央行重启人民币汇率形成机制改革,人民币恢复对美元升值态势。2011-2013 年期间,人民币汇率虽然有小幅波动,但上升趋势不减。

进入 2014 年 1 月,人民币一改升值常态,其市场汇率水平首次出现了对美元的快速贬值,从年初的 6.04,一度跌破 6.20 大

关,累计贬值幅度超过 3%。2 月 28 日,人民币开盘后快速走跌,连续跌破 1 美元兑 6.13-6.18 元的多个整数关口,最低触及 6.1808,最后收报 6.1451,较前一交易日贬值 166 个基点,创出八个月来的新低。人民币持续下跌,居然引发了全球千亿资金大对赌,无论是人民币现货还是相关衍生工具,成交量都大幅增加。早前十分看好人民币升值的主流投资机构,突然转向认为未来两三年人民币可能贬值,市场预期出现逆转。不过进入 7 月后,在其他金砖国家货币对美元持续贬值的情况下,或许还有中国央行的干预因素,人民币又有出现了较大的反弹和持续升值。

市场的看空预演在一年后变成了现实。2015 年 8 月 11 日,中国央行突然宣布完善人民币兑美元汇率中间价报价,做市商需参考上日银行间外汇市场收盘汇率,向中国外汇交易中心提供中间价报价,因而调低人民币汇率中间价 1.8%,由 6.1162 下调

1136 个基点至 6.2298,创 21 年来最大单日跌幅。这一突如其来的新汇改“闪电战”引起了市场巨大波动,而后的 3 天内,人民币兑美元汇率暴跌近 3000 点,累积贬值了 4%,迅速进入 6.4 时代。6 月中旬股灾后中国股市本已有所企稳,但在汇率贬值因素影响下,市场犹如惊弓之鸟,上海综指在十天时间内从约 4000 点急跌 1000 点,跌去 25%,在 8 月 24 日沪指更是创史上最大跌幅,重挫 8.49%。全球对此也一片哗然,短短两周内国际金融市场急剧震荡,反应之激烈前所未有。新兴市场普遍陷入货币贬值潮,原油价格在第一周先是暴跌 15%,但第二周随即反弹近 10%;恐慌风险指数 VIX 最高飙升至 2010 年欧债危机以来的新高,但随后又从高位回落一半。美欧股市也出现大跌,甚至触发熔断,但不到一周后却迎来 V 型强劲反弹。

中国汇率变动的不确定性,加剧了国内和境外金融市场、货币汇率和经济的风险溢价,短时间内“中国因素”似乎成为全球资产定价的关键——这是中国从未经历过的新环境和新挑战。这一事件,显示出中国确实已经蜕变为大国经济,尽管人民币尚未成为全球的主要储备货币,但在很多方面已不只是国际市场价格的被动接受者,其币值的变动对于全球经济和金融市场的影响力开始显现。

图 1 清晰地显示了 2005 年以来人民币对美元市场平均汇率、名义有效汇率、实际有效汇率的运行轨迹。中国汇率由升值转

向贬值的预期转折始于 2014 年初,并在 2015 年 8 月“新汇改”得到确认,已持续 10 年的强势人民币周期终结。自 2015 年 8 月贬值启动至 2016 年 9 月初,一年来人民币实际有效汇率指数从 130.38 跌至 121.69,约贬 7%,与美元汇率从 6.3056 跌至 6.6474,贬值 5.4%。人民币兑美元汇率 6.7 的整数关,成为当前中国央行的短期防线。

## 二、人民币贬值的逻辑

### (一)全球经济环境的巨大转向

2014 年中以来,四大事实正在改变国际资本预期:一是新兴市场高增长的黄金时代已经过去,金砖国家和灵猫国家风光不再。特别是中国经济潜在增长率中枢的实质性下移,使得全球需求大为缩减。二是随着工业原材料需求改变,加上对此的金融投机,国际大宗商品出现一轮价值重估,这进一步加剧了全球通缩。三是与中国贸易关系密切的主要经济体中,美国经济一枝独秀,日本、欧洲都不景气,增长差异带来政策分化,日本央行和欧洲央行近年一直在加大宽松刺激力度导致货币贬值。综合其影响,人民币实际有效汇率上升很快。四是从 2014 年 9 月开始的美联储加息预期引发“蝴蝶效应”,国际资本流动波动加大。

在这四大事实和逻辑推动下,出现了全球资本抛售新兴市场资产、抛售大宗商品(本质上亦是新兴市场关联资产)的狂潮,新兴市场货币承受巨大压力,俄罗

斯、马来西亚、巴西、南非、土耳其、智利、哥伦比亚货币均出现剧烈波动。如中国官方在 2015 年 8 月新汇改答记者问之表述,“近期新兴市场经济体货币对美元普遍有所贬值,而人民币保持坚挺,这给我国出口带来了一定压力”,中国之前的外汇管理政策已经难以适应变化多端的国际汇市,因此一定程度上放开汇率,反而有利于进行国际外汇风险管理和促进出口。

(二)更重要的是,国内经济的下行困境已无法再支撑本币单向升值

一国的币值,归根到底是由其经济基础或基本面决定的。十年前的汇率升值,中国正处于高速增长阶段,经济预期向好。近两年的贬值,则与经济下行、风险上升如影随行。2008 年危机之后,2009 年中国经济增长成功“保 8”,2010 年复苏至 10.6%,都是在政府的强力干预下才得以实现的。2011 年经济高速增长(9.5%),但已“破 10”,而且逐季递减。2012 年减速预期形成,增速下滑“破 8”,仅达到 7.8%。“十二五”期间的 2011-2015 年,除 2012 年下半年基建回升、2013 年中地产政策松绑的“局部性、间歇性”反弹,经济整体放缓大趋势一直未变,这其中既有债务危机冲击、需求冲击和去泡沫化等原因,更与中长期的产业结构、就业结构调整和制度变革因素相关。

进入 2015 年,经济依然下行,呈现趋势性下滑与周期性回落并行的格局。生产部门衰退严重,PPI 已连续四十多月负增长。

国家综合负债率高企,尤其是企业和地方财政的负债过大,企业综合成本过高的问题有增无减,房地产长周期触顶,2015 年爆发大股灾,财富快速蒸发缩水,债务问题凸显,市场信心缺失。与前期相比,三个事实明显强化:

首先,GDP 平减指数由正转为负,标志着中国总供给与总需求失衡较为严重,总需求收缩十分明显,甚至触及底线。一是投资下滑。2015 年以来的投资很多都是滞后项目。民间投资下滑问题尤其严重。二是外需低迷。2008 年以来受国际需求变动和成本上升等因素影响,中国出口一直压力不小,近两年随着日元、欧元主要国家货币大幅贬值及美元升值,传统的成本竞争优势几乎消失殆尽。虽然国际大宗商品价格下跌,但受国内需求低迷影响,进口也极为不振。三是消费不稳。除了典型如汽车销量下滑严重,2015 年中国城市快速消费品的消费数量也同比下滑 0.9%,首次出现大逆转。

其次,在总体偏弱的格局中,出现了深度分化。转型成功省市的景气与转型停滞省份的低迷,生产领域的萧条与资产市场的泡沫,传统制造业的萧条与服务业扩张、新经济的崛起同时并存。2015 年国企利润总额、营收同比下降 6.7%、5.4%,2016 年上半年继续下滑。2015 年全国一般公共预算收入 152217 亿元,同口径增长 5.8%,比上年回落 2.8 个百分点,未及年初预算目标,财政收入增长呈中速偏低态势。部分省市经济出现断崖式下落,典型的如



东北,被称为“沦陷”,很多基层政府陷入了财政困境之中。

第三,在债务—通缩机制影响下,随着房地产、杠杆股市泡沫被挤压,债务压力更为突出。从2013年“城投债”违约、2014年“超日债”违约到2015年“天威债”违约,标志着中国债务风险已经开始蔓延,传统的“借新还旧模式”处于崩溃边缘。2015年6月大股灾后,债务危机更加严重。国际清算银行 BIS 在2015年9月13日发布的季度报告中警告,一项衡量私人部门信贷偏离长期趋势程度的指标——信贷/GDP比率显示,中国已高达25.4%,是全球主要经济体中最高的。中国经济风险全面释放的窗口期已经到来。

(三)人民币持续高估的危害开始显现

一是人民币汇率升势与次贷危机后全球量化宽松下的主要货币注水形成了反差。不难发现,2005年7月至2015年7月十年汇改,人民币实际有效汇率累积攀升了57%,实际有效名义汇率升值48%;人民币对美元市场汇率升值26%,对欧元升值33%,对日元升值34%,对大部分新兴经济体的升值幅度更惊人(如2007年以来人民币对南非的货币升值高达123%)。在2015年8月新汇改前的过去1年半时间内,BIS统计的人民币实际有效汇率升值达17%。

二是人民币持续升值对产业结构带来了非对称影响。根据国际经济学理论,实际汇率升值一般会给可贸易工业部门带来通缩

效应。首先出口产品因汇率升值而变得更贵,减少了外国需求;其次汇率升值带来了收入效应,使得国内消费、对外投资或者加大进口更为有利,从而对本国产品起到替代效应。这种非对称影响,使得本国贸易品的供需关系发生失衡,产能过剩问题更为突出,要素向非贸易品部门转移,非贸易品部门出现扩张。中国近年来服务业增长较快,而工业部门萎缩,与此机制有很大关系。

三是人民币持续升值,助推国内资产价格泡沫,并最终使得其破灭的风险越来越大。热钱流入和汇率升值之间存在自我强化机制,热钱流入导致外汇储备大量增加和贸易顺差虚高,会强化汇率升值预期。同时,强烈的升值预期,又会导致热钱进一步加速流入。逐利热钱的初期流入高涨、继而东道国资产膨胀、最后泡沫破灭、资本流动骤停(Sudden Stop)甚至流动性枯竭引发新兴市场危机的故事,在国际间屡见不鲜(王宏淼,2005)。在人民币升值过程中,通过在离岸市场筹集低成本的外币资金,向中国境内转移和投放,从事套利交易,几乎可以无风险套取利差汇差,而且还可进入房地产、股市等领域进行投机,这进一步推高了资产泡沫。套利交易的一大风险便是新兴市场货币剧烈贬值从而使得利差收益被均等化,所以当人民币带动新兴市场货币集体贬值,汇率预期发生转变时,这些套利交易资金会快速抽身从新兴市场撤出,形成大规模的资本外流,给资产部门、货

币政策等都带来极大的负面冲击。近年中国的跨境资本流动,已经显示出类似的危害。

(四)中国的汇率政策主动调整,当然还有国际战略的考虑

人民币的国际化关乎中国经济的未来,是金融领域的一项国策,尤其是成为国际储备货币可提升中国的国际地位。IMF每隔5年对特别提款权(SDR)的货币篮子进行重估,2010年评估中国未通过,2015年8月IMF再次对人民币能否加入SDR进行评估。初评报告显示,人民币在SDR“可自由使用”(free usable)方面较五年前有长足进步。入选SDR货币标准中的“可自由使用”含义包括“广泛使用”和“广泛交易”两个要求,具体体现为国际收支失衡国可以随时得到资金融通,IMF的债权债务可以不受限制地进行清算,外汇风险可以套期保值等,尽管报告没有提到资本账户开放这个词,但是言下之意,上述三点要求人民币还做不到,另外还存在一些技术问题,因此还不合格。中国央行于2015年8月11日启动“新汇改”,一方面顺应了市场的贬值要求,另一方面亦是对IMF关于人民币纳入SDR技术问题的一个回应,以便为之后再次与IMF洽谈打下基础。这一努力看来是有效的。北京时间2015年12月1日凌晨1点,IMF正式宣布,人民币2016年10月1日加入SDR,SDR篮子权重调整为美元41.73%,欧元30.93%,人民币10.92%,日元8.33%,英镑8.09%。人民币在国际化的道路上迈出了历史性的一步。

### 三、维持干预汇率之难

人民币汇率问题的关键不在汇率水平,而在于定价权和主导权。人民币汇率改革的核心,不是升值或贬值,而是汇率形成机制改革。尽管20年前央行就将中国的汇率制度命名为“有管理的浮动汇率制”,但直至今日仍基本是“有管理而无浮动”的准固定汇率制。不过,人民币在岸市场汇率的波动幅度已经有所扩大。2005年汇改时,银行间即期外汇市场人民币对美元日交易价波幅限定为3‰,2007年5月调升至0.5%,2012年4月扩大至1%,2014年3月17日调至2%。为增强人民币兑美元汇率中间价的市场化程度和基准性,2015年8月11日央行又决定进一步完善人民币汇率中间价报价(做市商报价)——如果做市商是独立决策的,那么这确是汇率市场化的重要进展,中国向掌握货币定价权、推进人民币“再平衡”发展又主动前行了一步。

不过,谈到主动性,我们就会发现当前人民币汇率的形成,事实上并不那么主动,随着人民币走向国际化,全球市场的联动效应将更加突出。2010年以来,中国通过各种项目推进人民币国际化,包括人民币跨境贸易结算、离岸人民币中心、沪港通、RQFII配额扩大等。2014年,中国超过20%的进出口货物用人民币结算,而2009年时几乎为零。据2016年9月1日最新的国际清算银行3年一度的全球外汇市场调查报告,2016年4月人民币日

均外汇交易量为2020亿美元,较2013年增长69%,全球占比升至4%,市场份额几乎翻了一番,货币排名从第9位升至第8位。离岸人民币市场的发展,在大幅提升了人民币使用率的同时,也带来了更大的约束和风险。

目前的人民币汇率表现为“一种货币,两个市场,四种价格”。两个市场是指人民币在岸市场(CNY)、离岸市场(以香港为代表,CNH),四种价格是指在岸的即期汇率、远期汇率,离岸的即期汇率、远期汇率。当前在岸市场的人民币对美元汇率中间价的形成方式,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银行间外汇市场做市商询价,并将全部做市商报价作为人民币对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,得到当日人民币对美元汇率中间价,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。而离岸市场的汇率价格则是由市场自主决定。

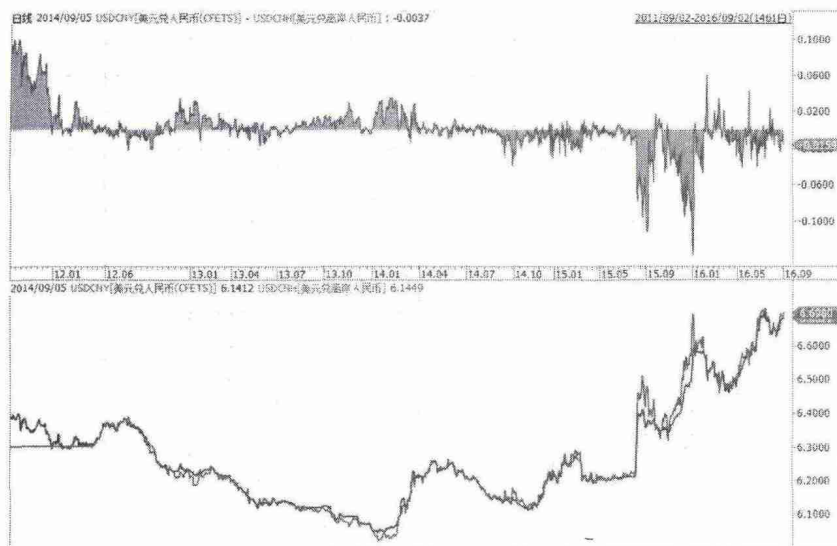
由于人民币现在还不是完全自由兑换货币,境内和境外市场仍处于分割状态,这样两种汇率形成机制的差异,必然导致更多的风险溢价和套利机会。以香港这个最大的人民币离岸市场为例,虽然CNH汇率在理论上是不受中国央行干预而自由浮动的,但香港CNH汇率还是一直紧跟着大陆CNY汇率的变动,同时在很多时候CNH又反过来成为CNY中间价形成的依据。

由于国际投资者对于中国经济有自己的判断,从而导致CNH和CNY之间存在一定汇差。如果(CNY-CN)汇差为负且扩大,就意味着人民币的市场贬值预期更强了(见图2中的下影线部分),而随着投机加剧,市场的超调会使得CNH汇率离CNY汇率更远。在这种情况下,中国央行要么任由两地汇率自发调节趋同,要么引导预期,反向操作,挤压市场的投机行为。2015年8月新汇改之后,CNY和CNH汇差逐渐收窄,人民币贬值压力得到缓解,在很大程度上就是中国央行干预的结果。

一年来,人民币经历了国际投机资本的三轮大规模的“沽空潮”。第一轮是2015年8月汇改后的三天内,国际资本揣测中国政府有意默许人民币贬值而大举做空人民币,使得人民币兑美元汇率一度暴跌约3000个基点,直接跌入6.4区间。第二轮是2015年底2016年初,在中国央行放松托底人民币汇率后,离岸人民币做空浪潮再度掀起,人民币兑美元汇率中间价下跌逾900个基点,跌幅超1%。第三轮是从2016年4月起,借美联储加息预期升温与英国脱欧等一系列金融市场黑天鹅事件发酵,国际投机资本对人民币发动新一轮沽空潮,截至6月底人民币兑美元汇率下跌幅度超过2400个基点,一度跌破6.7整数关口。

对于外汇市场的惯常干预手段,是调控人民币的即期汇率。但中国央行却通过对即期、掉期和远期市场进行一定的干预,这实

图 2:2011 年 9 月 2 日至 2016 年 9 月 2 日 CHY、CNH 汇差及汇率走势



数据来源:WIND。

际上削弱了市场的功能,在汇率危机面前,市场得让路了。自 8 月 11 日中国实行外汇改革以来,人民币即期汇率每天都接近中间价——但这是干预下的稳定,并不具有指导性,表面上似乎汇市维稳成功了,但其实代价高昂。为了平息这三波人民币沽空潮,中国央行消耗了逾数千亿美元外汇储备。巴克莱银行曾经估计,中国央行 2015 年 7 月的抛售额是 500 亿美元,8 月加大外汇干预,抛售了约 1220 亿美元的美国国债。尤其是 2016 年初中国央行除了动用数百亿美元外汇储备干预汇市,还不惜抽走香港离岸市场人民币流动性,以此抬高人民币杠杆融资沽空成本。当然中国央行也很快意识到这种外汇消耗战是难以持续的,因此从 2016 年 2 月起开始转变汇率管理策略,一方面降低动用外汇储备干预市场的力度,另一方面采取资本管制措施遏制资本外流,确保外汇储

备总额基本稳定,以此反制国际投机资本。在 2016 年 6 月底人民币汇率一度跌破 6.7 后,中国央行重新采取措施引导人民币汇率企稳反弹。这些汇市维稳举措在迫使国际投机资本知难而退的同时,也付出了高昂的经济代价,干扰了正常交易。

在悲观预期引发的资本外逃,近两年美元升值后非美元储备的账面缩水,以及中国央行汇率干预消耗外汇储备等因素的综合影响下,近两年中国外汇储备急剧下降,给中国货币政策带来了严重挑战。2014 年 9 月,中国外汇储备从 3.89 万亿美元开始持续下降,2015 年 4 月曾小幅回调至 3.75 万亿美元,此后又逐月减少。实施新汇改的 2015 年 8 月,外汇储备 3.5574 万亿美元(比上月下降 939 亿美元),到 2016 年 2 月已降至 3.2 万亿美元,17 个月以来月均减少 411 亿美元,考虑经常项一直为顺差流

入,所以近两年资本项下外流引发的月储备减少更为严重。在中国货币发行紧盯国际收支的制度结构下,资本外流带来国际收支和外汇储备的收缩,意味着中国货币扩张机制的根本性转变。外汇占款导致货币供应量的减少,会加剧国内通货紧缩。为缓解这一局面,2015 年以来,中国央行已经四次降准来增加流动性,通过降息提振投资和消费,试图给中国疲软的经济注入活力。但事实是不论银行利息被降至多低,央行自 2015 年 8 月 11 日以来采取的外汇市场干预措施(抛美元买人民币),都会对此前降准降息等增加的流动性起反向抵消作用。这意味着,央行每开展一轮外汇干预,都必须有一轮降低存款准备金率等货币量宽工具相伴,以免因调控人民币汇率而使得降息提振经济的努力完全白费,甚至造成恶果(干预本意是稳定经济,却反而成了紧缩政策)。显然,只要离岸市场对人民币贬值的预期没有消除,境内外的汇差就会扩大,央行为维持汇率就不得不进行干预,而稳定了汇率,却可能紧缩了经济。越是干预外汇市场,外汇储备就会消耗得越多,就越得通过下调存款准备金率、逆回购或者运用常备借贷便利等工具来进行对冲,直到美元资产和通过降息来调控经济的能力最终丧失殆尽。单凭不计成本的入市干预,就算暂时见效,其后遗症不可不谓大矣。这是政府与市场两股力量的无形博弈。所以我们也看到,近两年中国政府除了通过各种讲话来引导市



市场预期外,采取了不少行政和法律手段,例如,央行出台规定对远期售汇收取保证金(其实质是一种“托宾税”),以限制资本外流,诸如此类。这些扭曲性政策确能奏一时之效,但却很难使得“市场出清”。因此更重要的是加快推进汇改,让人民币更市场化,更具有弹性,才能更好地发挥其资源配置调节的功能。

#### 四、人民币趋势展望

汇率的决定因素十分复杂。理论研究中,关于汇率有“贸易决定论”、“货币决定论”、“生产率决定论”、“购买力决定论”等诸多理论,国内研究者关于均衡汇率也有不计其数的推演与测算(张斌、何帆,2005;赵志君,2006;卢锋、韩晓亚,2006等)。不同的理论依据、假设、方法和参数得出汇率估值结果大相径庭,而且对于一个正经历快速结构转变的经济体来说,经济变量之间的内在关系是十分不稳定的。汇率的“均衡水平”本身会随着时间而变化。国际清算银行 BIS 的数据显示,2009-2015 年人民币实际有效汇率确实上升了 30%左右,不过人民币汇率的“均衡水平”可能也有所上升。大多数机构,如 IMF、彼得森国际经济研究所、瑞银都认为 2014 年人民币汇率已接近合理水平,有的甚至认为可能存在小幅高估,鉴于中国的基本面弱态,从多个方法和角度来看人民币汇率有可能高估了 10%。

汇率的决定其实是大道至简。在当代全球化背景下,仅仅从贸易差额、货币流量、生产率差

异、购买力或通货膨胀等单一角度,已经难以说明各国汇率波动的本质。金融流动已经取代贸易行为而成为国际收支和汇率波动的决定力量。无论从短期还是从长期来看,决定汇率的远非“均衡水平”,而是资本流动因素。从微观角度考虑,如果把国际间的每一个经济体看作一份资产,微观投资者的逐利本质决定了他的权衡基础在于经风险调整的净收益率差——即持有某一种风险货币资产,能给自己带来多大收益。就此指标而言,中国与美国的真实资本回报率差异,驱动了人民币兑美元的波动过程。2012 年中国的投资回报率和美国、欧洲大致是平等的,但 2013 年以来差异显著扩大。根据中美两国上市公司数据,美国标普 500 整体净资产收益率(ROE)在 12%左右,而 A 股 2015 年整体 ROE 只有 6.8%。ROE 的差异,在很大程度上可以解释中国近年的资本外流和人民币贬值。

综合考虑中国资本回报率仍未好转,美元升值、资本管制放松和汇率预期推动资本外流规模增加、中国资产风险溢价上升,当前人民币在短期仍面临着一定的贬值压力。如果通过贬值保持了比较优势,能够反过来维持当前的汇率水平,而如果人民币币值继续高估,出口部门竞争力下降,就会实质影响中国潜在的经济增长率水平,这将从更长的周期中导致人民币贬值。从投资者角度看,如果人民币降息,能够保证中国当前经济的增长率,那么相对净回报率的维持,将使得资本流入

中国最终会回补短期的贬值效应。如果维持人民币不降息,相对净回报率的下降,将使得资本流出进一步加剧,进而在实质上架空当前的高估汇率水平。因此,在稳增长、稳资产和稳汇率之间,三者相互联系,但前者可能相对更重要,毕竟金融的稳定还有赖于经济基本面。

人民币单边升值或单边贬值并无好处。“十三五”期间一个大的方向是利率市场化、资本账户开放程度越来越高,必然要求人民币汇率灵活性增加,否则货币政策的独立性受到侵蚀,不能服务于国内经济平衡目标。当前国内经济结构调整举步维艰,现有经济结构已无法化解十年来人民币大幅升值的压力。中国贸易顺差占 GDP 的比例维持在 2.6%附近,挤掉套汇套利的虚假贸易泡沫,并无大量贸易顺差推高人民币汇率,而且贸易顺差又有很大一部分来自于外资企业的加工贸易。建立在单边升值基础上的人民币国际化过程并不可靠。据一些资料显示,在日元升值过程中,1984-1989 年的五年中日本银行以日元计价的跨境资产和负债总额年均增速超过 60%。这其中,欧洲日元离岸市场成为日本境内银行获取短缺资金的新渠道,增速甚至超过央行的本国货币发行,特别是日元长期保持低利率使得日元沦为全球的套利和融资货币,积累了大量资产泡沫,而非真正意义上的国际货币。而人民币单边贬值,中国也未必有利。长期大幅贬值,很容易引发贸易伙伴的对抗,更严重的是一旦投

投资者信心缺失,大量资金外流,国内资产价格直线“跳水”,会引爆严重的债务危机,导致人民币作为储备与投资品种的功能丧失,所谓人民币国际化也就会成为泡影。

中国政府高层喊话及官方多渠道干预,有助于短期的汇率稳定。从中期来看,经过结构转变阵痛而获新生的更健康的中国经济,会对人民币汇率的稳定形成支撑。但政府不是万能的,入市干预也是高成本的。市场是决定人民币汇率的最主要因素,从长期看人民币汇率市场化是大方向,这会使得中国的货币政策获得一个新的工具,而富于弹性的汇率是稳定和调整经济的重要工具。在全球从失衡到新一轮再平衡的过程中,在后WTO时代的全球贸易体系和区域合作中,中国一方面要以我为主,锐意变革,另一方面也要融入各类自贸规则和投资协议,去适应各种游戏规则,学会共赢思维,互利互惠。如果中国隔绝于全球贸易与金融体系外,固步自封,因噎废食,人民币的自我升值或贬值将毫无意义。

(作者单位:中国社会科学院经济研究所)

#### 主要参考文献:

Agenor, Pierre-Richard, 2004: *The Economics of Adjustment and Growth*, 2ed, Harvard University Press.

李扬、张晓晶:《失衡与再平衡:塑造全球治理新框架》,中国社会科学出版社,2013年。

卢锋、韩晓亚:长期经济增长与实际汇率演变,《经济研究》,2006年第4

期。

王宏森:《国际游资易变性研究》,中国人民大学博士学位论文,2005年。

王宏森:中国的新重商主义及其改进思路:对外开放模式的一个审视,《经济与管理研究》,2008年第4期。

王宏森:《全球失衡下的中国双顺差之谜:基于FDI—贸易—金融关联的一种经济学描述》,中国社会科学出版社,2012年。

余永定:《见证失衡:双顺差、人民

币汇率和美元陷阱》,三联书店,2010年。

赵志君、金森俊树:人民币汇率重估:实证分析与政策含义,《数量经济技术经济研究》,2006年第10期。

赵志君、陈增敬:大国模型与人民币对美元汇率的评估,《经济研究》,2009年第3期。

张斌、何帆:货币升值的后果:基于中国经济特征事实的理论框架,《经济研究》,2006年第5期。

## 2016年中国引资与投资最新统计

本刊讯 中国商务部的统计数据显示,2016年1-8月全国新设立外商投资企业18538家,同比增长10.2%;实际使用外资金额5488.3亿元人民币(约合858.8亿美元),同比增长4.5%(未含银行、证券、保险领域数据)。8月当月全国新设立外商投资企业2736家,同比增长13.2%;实际使用外资金额573.2亿元人民币(约合87.6亿美元),同比增长5.7%。

服务业吸收外资保持增长,高技术服务业等服务领域增幅显著。1-8月,服务业实际使用外资3878亿元人民币,同比增长10%,在全国总量中的占比为70.7%。其中,交通运输、仓储和邮政业,信息传输、计算机服务和软件业,租赁和商业服务业实际使用外资分别为272.6亿元、398.9亿元和648亿元人民币,增幅分别为105.5%、198%和73.4%。高技术服务业实际使用外资671亿人民币,同比增长98.2%。

主要国家/地区对华投资保持增长势头。1-8月,排名前十位的国家/地区(以实际投入外资金额计)实际投入外资总额5201.2亿元人民币,占全国实际使用外资总额的94.8%,同比增长5.9%。其中,美国、德国、英国和瑞典的增幅分别为79.7%、79.2%、96.6%和48.1%,增长较快的主要为信息传输、计算机服务和软件业,批发和零售业,科学研究、技术服务和地质勘查业,租赁和商务服务业,金融业及制造业等行业。同期,东盟对华实际投入外资295.3亿元人民币,同比增长8.1%,欧盟28国对华实际投入外资425.6亿元人民币,同比增长34.9%。“一带一路”沿线国家对华实际投入外资307.4亿元人民币,同比增长1.8%。

今年1-7月,中国非金融类对外直接投资1027.5亿美元,同比增长61.8%。从行业分布情况来看,流向制造业的对外直接投资194亿美元,增长230.7%,占对外直接投资总额的18.9%;流向装备制造业130.3亿美元,同比增长447.5%,占制造业对外投资的67.2%。

1-7月,中国企业对“一带一路”相关的51个国家非金融类直接投资78.7亿美元,同比减少8.4%,占同期总额的7.7%,主要投向新加坡、印尼、印度、马来西亚等国家和地区。(肖前)