

财经评论 15021: 2015 年 12 月 14 日

肖立晟

xiaols@cass.org.cn

## 2016 年人民币汇率走势展望：波动率是关键词

在今年年初的时候，没有人会想到人民币汇率会成为今年宏观经济的关键词。8 月份之前的人民币汇率的变化很有规律，每年大概保持 2% 的升值幅度，波动率大概维持在 2.5% 左右。我们建了一个预测人民币中间价的小模型，预测精度竟然也还不错。

然而，“8.11”汇改颠覆了这种简单的适应性预期框架。央行显然不再希望市场跟着点位或者贬值幅度走，她更希望能够形成一个波动区间。所以，我们看到了“8.11”之后，央行和投机者在外汇市场上展开了数轮多空搏杀。最后谁胜谁负尚不明了，不过，我们可以先看看双方在汇率问题上的分歧究竟在哪里？然后再做判断。

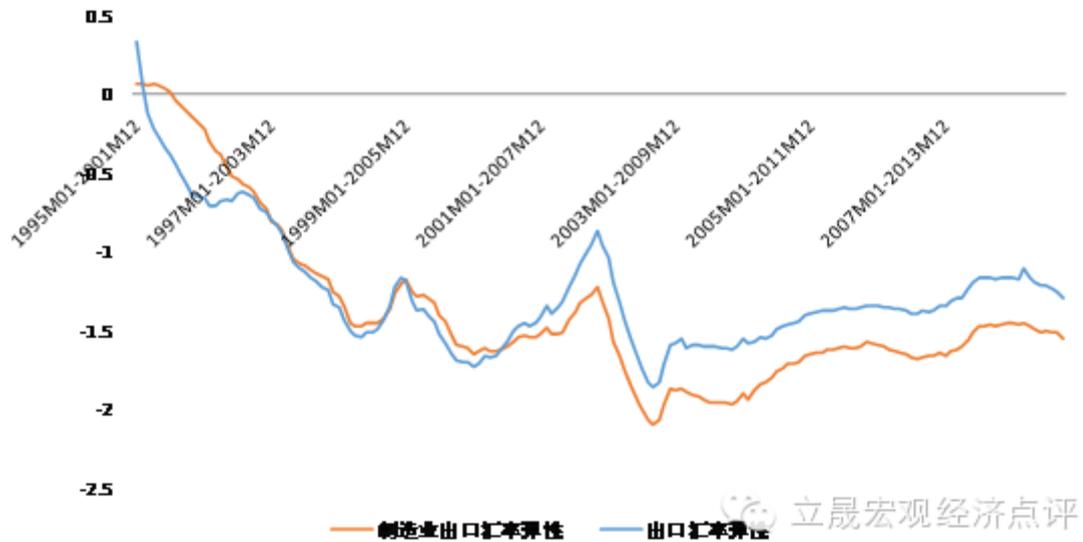
### 争论焦点之一，中国的贸易顺差是否可持续？

从理论上讲，汇率是一个资产价格，是当前经济形势和市场投资者对未来经济预测的信息汇总。如果当前的经济数据比过去的预测要糟糕，汇率就应该贬值。从外贸数据来看，2015 年 1 月至 11 月，我国出口同比下降 3%，进口同比下降 15.1%。7 月份至今，基本上每个月的数据都比预期值要差，所以，市场上对于人民币应该贬值促出口的声音此起彼伏。

首先需要证实，汇率究竟在多大程度上能够促进出口？我和南开大学陈明玮博士最近做的一项研究表明，中国贸易出口的汇率弹性在逐渐下降。我们用中国的贸易出口增速和人民币实际有效汇率变化率做了滚动回归。结果见下图，在

2005 年汇改之后，中国的贸易增速对汇率的敏感度从 2 下降到 1.5 左右，这一结果与世界银行测算结果相似（Ahmed 等，2015），反映汇率对贸易出口的影响在逐渐下降。不过，我国的出口汇率弹性依然显著高于世界 0.6 的平均水平。也就是说，虽然效果在下降，但人民币汇率贬值还是可以有效促进中国贸易出口。

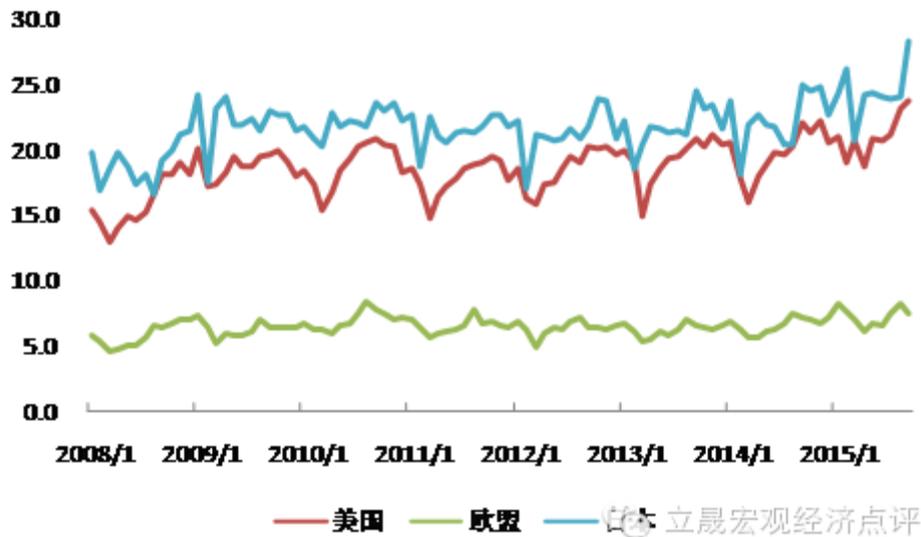
图 1 中国出口对人民币实际有效汇率的弹性



数据来源：wind 数据库

从央行的角度来看，尽管外贸进出口数据比较糟糕，其中依然有亮点可寻。其一，中国外贸出口份额稳中有升，出口企业的竞争力有所提高。我的同事吴海英博士的测算表明，2015 年 1-9 月，美国、欧盟和日本从中国进口占其总进口的比率还在不断上升（见下图）。其中，美国从 20% 升至 23%，日本从 24% 升至 28%。这反映中国出口下降主要原因是海外需求放缓，而非人民币汇率高估。而且，中国占主要国家进口份额的上升，代表其他新兴市场国家占主要国家进口份额的下降，如果进一步让人民币汇率贬值，可能会引发其他新兴市场国家竞争性贬值。

图 2 美欧日从中国进口占其总进口的份额



数据来源：Wind 数据库

其二，“衰退式顺差”增加了境内的美元供给。由于进口增速比出口增速下降更快，在 2015 年 1-11 月，我国贸易顺差依然达到 5300 亿美元。这部分美元流入境内外汇市场可以缓解人民币的贬值压力。进口增速下降主要是缘于大宗商品价格的下降。有人担心，大宗商品价格对中国进口额的持续拉低效应很快会消失。实际上，大宗商品价格下降主要是因为全球经济需求不振。如果未来全球经济复苏在带动了大宗商品价格上升的同时，也拉动我国出口需求，两相抵消，看上去“衰退式顺差”还可以维持一段时间。

总体来看，尽管贬值有利于出口，但是央行并不打算，也没有必要用汇率贬值来促进出口。

争论焦点之二，央行外汇市场干预是否可持续？

对于这个问题，很长一段时间都纠结于央行是否有足够的外汇储备干预。有人认为央行的外汇储备支持不了多久，人民币汇率迟早是要出现大幅贬值。对于央行而言，外汇储备不是唯一的武器，宏观审慎政策和资本管制才是大杀器。“8.11”汇改后，央行推出了远期结售汇准备金宏观审慎政策，以及暂停 RQDII 业务等资本管制政策，这些政策比用外汇储备干预更有效，但是对外汇市场的扭曲也会更严重。

央行对于减少外汇储备并没有太多顾虑。如果外汇储备下降是缘于境内居民

出于增持美元资产的需求，这属于藏汇于民，可以减轻政府管理庞大外汇储备的压力。然而，如果外汇储备下降是缘于央行在离岸市场干预，被境外套利者赚走了，那就属于全体民众的福利损失。所以，我们看到央行在收紧离岸市场人民币流动性，降低外汇市场直接干预的成本。

一言概之，央行干预只是熨平汇率过度波动的工具，从现阶段来看，并不会出现不可持续的问题。但是干预本身会扭曲市场结构，并非长久之计。如果经济基本面和外需一直没有起色，暂时减少干预有利于市场出清。

**争论焦点之三，人民币加入 SDR 后，倒逼式改革是否还会继续推进？**

从最近央行和 IMF 官员的一系列讲话可以看出，人民币加入 SDR 货币篮子在很大程度上促进了境内的金融市场改革。2015 年 11 月 30 日，人民币虽然成功进入 SDR 货币篮子，但是事实上还有很多金融改革有待推进。IMF 在 12 月 2 日发布了人民币加入 SDR 货币篮子的评估报告，其中特别强调了两点，其一是人民币的汇率波动率与其他国际货币相比，依然较低，其二是人民币在岸汇率和离岸汇率存在较大偏离。

要解决这两个问题并非易事。先看人民币汇率的波动率。“8.11”汇改后，在岸人民币汇率（CNY）的隐含波动率从最初的 1.5% 上升至 5% 左右（见下图）。与同期新兴市场和发达国家接近 9% 的波动率相比，还有较大差距。这主要是因为我国境内外汇市场的个人和企业结售汇仍然受到实需原则制约，每日实际交易量只有 300 亿美元左右，央行定好中间价后，CNY 不会有太大的波动。

离岸市场没有这些监管限制，交易量相对较高，CNH 的隐含波动率在 7% 左右。如果不是在岸市场的牵制，离岸市场人民币汇率的波动率可能会达到新兴市场 9% 的波动率水平。

值得注意的是，在 2012-2014 年外汇市场相对平稳期间，人民币汇率的隐含波动率和人民币汇率的升值幅度基本正相关。

在 2016 年，如果央行按照 IMF 的建议继续扩大人民币汇率的波动率，央行对人民币汇率贬值的容忍程度也会相应提高。鉴于过去隐含波动率和年度的升值幅度的密切联系，未来人民币汇率年度的贬值上限，可能要超出过去年度升值的上限。

图 3 人民币汇率的隐含波动率



数据来源：Bloomberg 数据库

人民币在岸汇率和离岸汇率出现的偏离可能还会持续一段时间。“8.11”汇改之后，CNH 和 CNY 的汇差大致保持在 300-600 个基点。这已经远远偏离了在岸和离岸汇率正常的收敛区间。

在正常的市场环境下，离岸市场的汇率定价都是跟着在岸市场走。然而，一旦在岸市场的市场主体都看不清未来市场走势，离岸市场的金融机构将会无法对未来汇率做出准确定价，CNH 的波动就会急剧放大，由于交易量过大，反而会影响到在岸市场的 CNY 的汇率定价。这就是在“8.11”汇改后一段时间出现的现象。

鉴于在岸和离岸之间的交易主体和交易对象都不相同，如果要让在岸和离岸汇率真正收敛，一方面要继续开放资本账户，消除套利空间。另一方面要增加在岸外汇市场交易的深度和广度。

现行的干预政策实际上和改革方向有相互矛盾的地方。为了降低离岸市场卖空的压力，央行已经开始限制人民币外流，不论是人民币国际化还是资本账户开放都已经停滞甚至后退。在央行重启金融开放政策之前，在岸和离岸的汇率还会持续出现较大的偏离。

从整个金融市场改革的方向来看，央行不会把汇率改革和促进出口联系起来，也不会有缺乏干预能力的担忧，更不会死守某一个点位。改革的目的是增强

汇率弹性，新的预期外信息会反映在汇率价格的波动上，央行的干预政策也会动态调整。综合上述分析，在 2016 年，人民币汇率的波动率将是关键词，预计在岸市场的隐含波动率会逐步提高至 6%左右，全年在岸人民币对美元汇率会在 6.4-6.8 之间左右波动。

**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世界经济预测与政策模拟实验室所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。