

当前是增加人民币汇率弹性的时间窗口

2016年1月至今，人民币兑美元汇率中间价总体上是震荡升值。1月7日，人民币兑美元汇率中间价一度达到6.5646。3月18日，该价格一度上升至6.4628。截止作者写稿时的3月25日，该价格回落至6.5223。

市场对人民币兑美元汇率在今年1月至3月这波反弹解释为，随着美联储加息预期的淡化，以及中国经济逐渐企稳，中国的资本外流趋势正在放缓。例如，与2015年12月以及2016年1月中国外汇储备规模分别下降了1079与995亿美元相比，2016年2月外储仅下降了286亿美元。

美联储在3月议息会议上并未宣布继续加息，这使得金融市场情绪迅速好转，导致作为典型避险资产的美元指数回落。美元指数在2015年11月底、12月初曾经触及100点，在2016年1月29日依然高达99.6点，但到3月17日已经回落至94.8点。对美国经济自身的一些忧虑，例如劳动生产率增速与劳动参与率依然偏低、美元汇率过强可能损害出口增速等，制约了美联储加息节奏，这是导致美元指数回落的重要原因。

2016年前两月，中国固定资产投资累计增速由去年12月的10.0%反弹至10.2%，特别是房地产投资累计增速由去年12月的2.5%反弹至3.0%，这让市场人士感到相当振奋。2016年1月中国M2同比增速攀升至14%，人民币贷款与社会融资总额增量分别达到2.5万亿与3.5万亿人民币。这种货币信贷放松的趋势可能也提振了市场信心。信心回暖也可能是稳定资本外流的部分原因。

解释资本外流放缓的另一个理由是，过去在人民币汇率持续升值期间，有大量跨境资本流入中国套利。而随着升值预期的逆转，这些外部套利资金已经纷纷回撤。由于套利资本外流是一次性的，随着它们逐渐撤出，资本外流压力自然会减轻。而国内居民换汇又取决于汇率运动预期，只要汇率预期短期内能够稳住，居民换汇压力自然会减轻。

此外，也有观点认为，近期央行开始在更大程度上参考一篮子货币。既然美元指数在下降，那么参考篮子货币必然会导致人民币兑美元汇率升值。然而，如果按照中国央行公布的货币篮子，今年1月至今，人民币兑篮子货币汇率是在持续贬值，CFETS指数已经由2016年1月8日的100.0下降至3月18日的98.1，降速甚至比BIS的人民币实际汇率指数更大。

那么，如何看待近期人民币汇率的上述变化呢？

首先，对中国这样的大国经济而言，从长远来看，其汇率最好由本国外汇市场上的供求来决定。盯住篮子汇率这种汇率制度，更加适合于外贸依存度很高的小型开放经济体，例如新加坡。因此，在一定程度上参考篮子汇率，只是央行在短期内稳定汇率预期的过渡性制度，而非长期制度方向。

其次，近期央行增加对篮子汇率的参考程度，固然值得赞赏。但篮子汇率同样存在高估或低估的问题。如果在转为盯住篮子汇率之初，人民币兑篮子汇率存在一定的高估，那么即使转为盯住篮子汇率，人民币在外汇市场上将依然面临贬值压力，这就意味着央行依然需要通过出售外汇储备来稳定篮子汇率。我想，这大概正是当前人民币汇率的现状。

再次，当然，要判断中期内人民币升值压力，关键仍是对美国经济复苏程度、美联储加息节奏以及美元指数强弱程度的判断。我的相关判断是，尽管复苏速度有反复，但美国经济复苏的趋势已经确定，美国经济很难持续低迷，更谈不上重新衰退。美联储加息预期会时常困扰市场，市场既可能高估加息节奏，也可能低估加息节奏。

2016年美联储在上下半年各加息一次，可能是大概率事件。由于本轮美联储加息进程会拖得比较长，因此很可能本轮美元指数上升周期会经过几次反复，但总体上升趋势可能会延续更长时间。基于这些判断，我认为，2016年下半年，美元指数可能会再度由弱转强，人民币贬值压力也可能再度加剧。

第四，让我们来设想这样一种状况。假如2016年下半年，美元兑几种主要货币（例如欧元、日元、英镑）再度走强。那么无论中国央行是参考前一日收盘价，还是参考篮子汇率，人民币兑美元中间价都将承受压力。而由于之前人民币兑篮子货币汇率的高估还没有释放，那么市场上的贬值预期可能变得更强，这可能会驱动更大规模的短期资本外流，而央行可能被迫花更大规模的外汇储备进行干预。而如果中国外汇储备规模跌至3.0甚至2.5万亿美元之下，市场贬值预期可能进一步恶化。

第五，因此，在近期美元指数总体较弱、人民币市场贬值压力并不太大的情况下，通过进一步增强人民币汇率形成机制弹性，尽快解决人民币兑篮子货币汇率的低估（我的估计是在10%上下），使得未来人民币能够更好地针对篮子货币实行双向浮动，实在是中国央行的明智选择。我们切不可对当前暂时乐观的市场形势麻痹了头脑。换言之，如果没有当前积极主动的小幅贬值，未来就可能有被动的更大幅度的贬值。换言之，近期央行在美元指数走弱背景下，通过人民币兑篮子货币的渐进贬值来释放过去积累的贬值压力，在方向上是值得肯定的，但力度依然不够。

最后需要指出的是，有不少学者总拿最近中国依然存在较大规模的经常账户顺差，来作为人民币汇率不存在低估的理由。对此我的回应是，第一，目前中国经常账户顺差的唯一来源是货物贸易顺差，我们在服务贸易、收入与单边转移等项目上全是逆差；第二，中国目前的高额货物贸易顺差并非是出口表现好所导致的，而是进出口表现都很差，且进口表现尤其差的结果。换言之，这是一种衰退型的顺差；第三，这种衰退型大规模顺差未必能够长期持续。一旦全球大宗商品市场回暖或者国内需求反弹，进口同比增速可能会显著上升，这会导致贸易顺差迅速收窄。今年2月，出口同比增速由1月的-11.2%下降至-25.4%，进口同比增速由1月的-18.8%反弹至-13.8%，导致贸易顺差由1月的633亿美元下降至326亿美元。这些数据或许表明，一些变化正在发生。

（笔者为中国社科院世经政所研究员）

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。