

张明

zhangmingcass@vip.126.com

人民币汇率：非对称性贬值新模式？

今年3月下旬以来，人民币汇率走势呈现出一种新的趋势，也即人民币兑美元汇率基本稳定，但人民币兑CFETS篮子汇率逐渐贬值。例如，2016年3月25日至4月29日，人民币兑美元汇率中间价从6.5223微升至6.4589，而人民币兑CFETS篮子汇率指数则从98.2一路贬值至97.1。

这种新趋势初看上去令人费解。因为自去年年底央行推出CFETS篮子汇率，并表态未来会在更大程度上参考该篮子汇率之后，市场认为人民币兑CFETS篮子汇率会大致保持稳定。最近人民币兑美元汇率微升但对CFETS篮子汇率显著贬值的态势，明显违背了市场之前的预期。

为什么会发生这一现象呢？其实，如果我们关注到，从3月份至今，美元兑全球主要货币的有效汇率指数一直走贬，就不能理解上述趋势了。道理很简单，在美元兑其他主要货币显著贬值的情况下，如果坚持盯住CFETS篮子，人民币兑美元汇率就会显著升值，而这一点是当前央行不愿意看到的。

央行不愿意人民币兑美元汇率显著升值的原因，一是当前中国出口增速并不乐观，尽管3月份中国出口同比增速由上月的-25.4%猛增至11.5%，但这一上升主要应归功于季节性因素，出口内生动力依然不足；二是当前中国依然面临较大规模的短期资本外流，而短期资本外流的主要驱动力之一，就是人民币兑美元汇率的贬值预期。

归根结底，央行当前之所以不愿意人民币兑美元汇率显著升值，原因是当前人民币兑美元汇率不但没有低估，反而可能有一定程度的高估。如果人民币兑美元汇率显著升值，这非但不能纠正人民币兑美元汇率的扭曲，反而可能放大扭曲。再换言之，在美元指数走弱的背景下盯住CFETS篮子，束缚了央行汇率市场化的手脚。

既然如此，央行为何会在去年年底推出CFETS指数呢？笔者认为，央行之所以推出这一指数，是预期在未来几年内，央行判断美元指数走强仍是大概率事件。而在美元走强背景下，人民币盯住CFETS篮子汇率，就意味着人民币将会兑美元显著贬值。这一贬值，有助于纠正过去人民币兑美元汇率存在的高估。

而且，通过盯住CFETS汇率来实现人民币兑美元汇率的贬值，还有两个额外好处。第一个好处是能够更好地稳定市场预期，而避免出现去年811汇改后市场过度动荡的局面；第二个好处是包括IMF与美国在内的境外主体也更容易接受。这就难怪在今年两会期间，央行方面表示，未来每日人民币兑美元汇率开盘价的制定会参考两个目标，一是前一日汇率收盘价，二是CFETS汇率篮子。

然而，央行可能没有想到，由于美联储今年一季度没有加息，导致美元兑全球主要货币不升反降。而在美元指数走软背景下，盯住篮子就意味着人民币兑美元汇率显著升值。

笔者判断，在短期内，央行可能继续采用这种“非对称贬值”新模式。这种模式具有两个特征：第一，当美元指数走强时，人民币会选择盯住CFETS篮子，而让人民币兑美元汇率贬值；第二，当美元指数走弱时，人民币会选择基本盯住美元（或对美元微升），而让人民币兑CFETS篮子贬值。

这种模式应该说是符合当前中国经济基本面的。因为随着中国经济增速放缓、金融风险浮出水面，短期资本持续外流，人民币兑美元汇率并不具备显著走强的条件。通过这种非对称贬值新模式，央行可以渐进地释放人民币兑美元的贬值压力，而不至于引起较大的震荡。

不过，这种非对称性贬值新模式能否持续下去，在较大程度上取决于中国以外的各种反应。例如，美国财政部最近将人民币汇率列入关注名单，是否意味着美国政府

认为这种模式依然属于央行操纵市场？又如，IMF 在进行年度汇率评估时，会对这种非对称性干预模式如何反应？

此外，这种非对称性贬值新模式能否持续下去，也取决于未来美元指数的后续走势。如果未来美元指数继续走软，那么人民币兑 CFETS 篮子继续贬值，就可能引发外界的反弹。而如果未来美元指数触底反弹并持续走强，那么央行就可以比较舒服地盯住 CFETS 篮子了。

最后值得指出的是，这种非对称性贬值策略只是短期权宜之计，并不能替代人民币汇率形成机制的后续改革。正如笔者在近期撰文中反复指出的是，最近美元指数走软，为央行深化人民币汇率形成机制改革提供了难得的时间窗口。作为一个大国经济体，中国并不适合长期实施盯住一篮子货币（后者是小型开放经济体的较好选择），逐步走向自由浮动才是人民币汇率形成机制改革的正确方向。

（笔者为中国社科院世经政所国际投资室主任）

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。