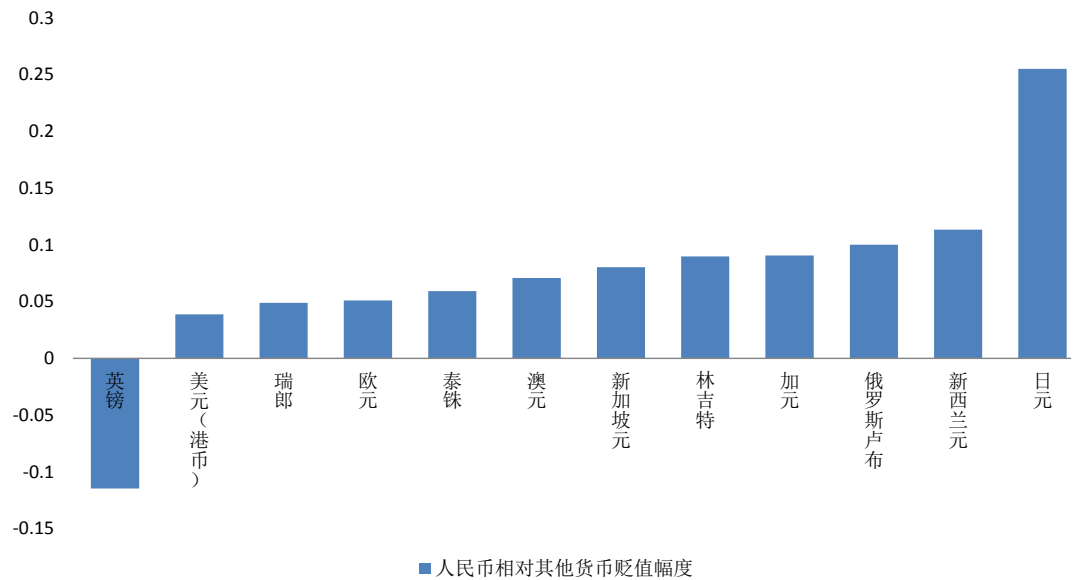


人民币篮子货币的是与非

人民币在对谁贬值？

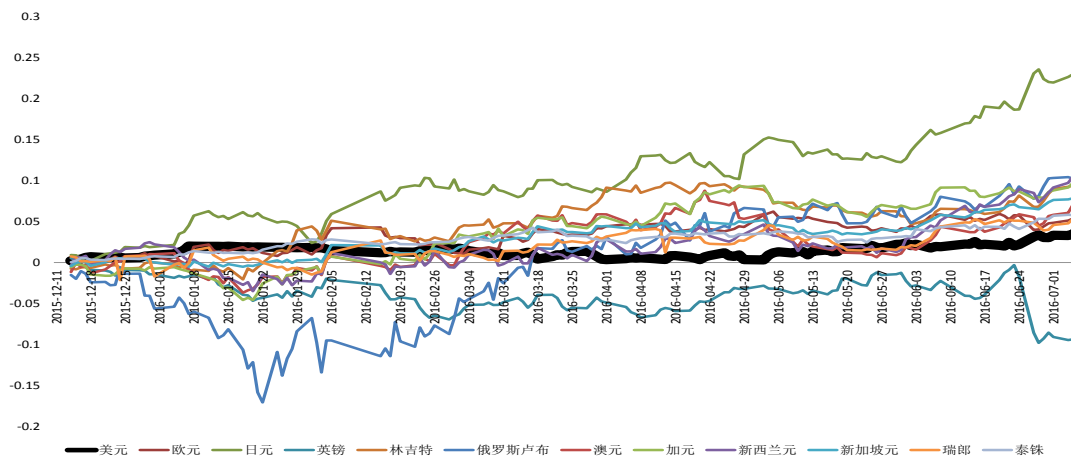
2015年12月11日至2016年7月8日，在CFETS篮子货币中，人民币仅仅相对英镑升值12%，对其他货币均有不同程度贬值。在所有货币中，人民币对美元（港币）的贬值幅度最小，仅下降3.8%，对日元的贬值幅度最高，达到25%。

期间，美元指数下跌1.3%，人民币对美元贬值3.8%，人民币对美元指数中的货币贬值水平应该在5.1%左右，但是13种货币中，人民币对8种货币贬值幅度超过5.1%。



这种变化并不是很好解释。在“收盘价+篮子货币”的中间价形成机制中，原本应该是通过调整人民币对美元的汇率来稳定篮子货币。现在看来，似乎是通过篮子货币来稳定人民币对美元的双边汇率。

下面这幅图可以更清晰反映稳定人民币对美元双边汇率的意图。中间最宽的黑色实线是人民币对美元双边汇率。显然，无论其他货币如何波动，人民币对美元汇率一直保持稳定的渐进贬值态势。人民币对其他货币贬值幅度则大得多。



这种现象被很多朋友称为“人民币在偷偷的贬值”。人民币通过对其他货币大幅贬值，提前释放贬值压力，为将来强势美元积累缓冲空间。

虽然逻辑合情合理，但是，这种机制有一些取巧的成分，而且有难以持续的风险。

“篮子货币”不是一个合适的锚

“8.11”汇改后，外汇市场动荡的主要原因是市场找不到人民币汇率的锚定物。央行抛出的篮子货币相当于给市场吃了一颗定心丸，大家都知道第二天央行会把价格定在那个区间内。应该说，**篮子货币扮演了一个短期锚的作用，成功稳定了市场预期，缓解了资本外流压力。**

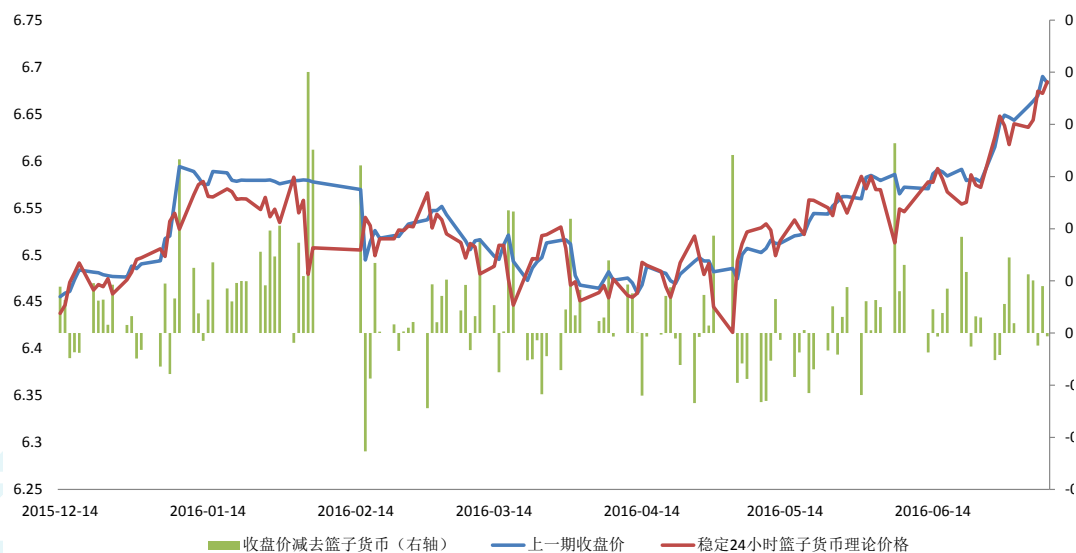
但是这个锚并非长久之计。理论上，“收盘价+篮子货币”是两种汇率形成机制。一种是参考收盘价的浮动汇率，人民币汇率与资本流动的方向一致，有很强的顺周期性。另一种是参考篮子货币汇率制度，人民币汇率由其他货币相对价格决定，主要目标是稳定贸易余额。

单独来看，两种机制都有其合理性，但是合在一起就会出现一些问题。比如说，浮动汇率下，人民币对美元汇率走势由经济基本面决定，经济指标好转会带动人民币汇率走强。而篮子货币则是由其他货币的相对走势决定，汇率波动与贸易差额相关性更强。货币当局需要通过调整贸易权重来稳定贸易差额。

也就是说，人民币对美元双边汇率与资本流动密切相关，篮子货币是跟贸易余额相关。二者的反应速度天差地别。所以，**我们会发现，篮子货币经常被收盘价牵引着往下走。**

在此前的评论文章《为什么人民币货币篮子会陷入持续贬值的困境？》，我们曾经指出，由于外汇市场美元供需没有出清，篮子货币陷入易贬难升的困境。篮子货币自身的调节机制时滞过长（需要调整权重或者斜率来稳定篮子货币，一般需要1年以上的時間），所以在“收盘价+篮子货币”的机制下，主要还是收盘价占主导地位。

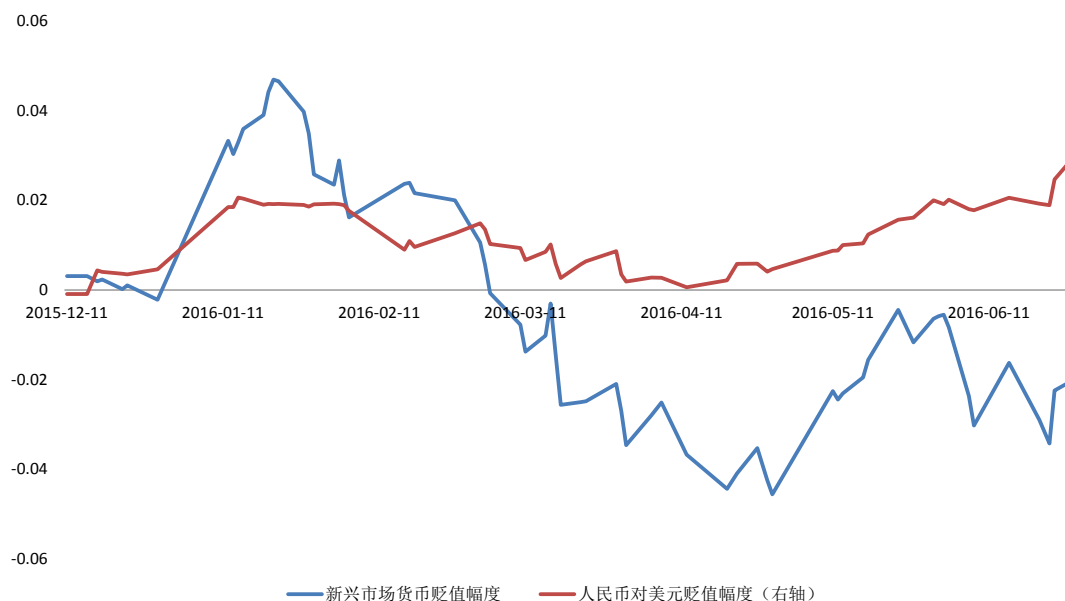
下图是笔者计算的稳定24小时篮子货币中人民币对美元理论价格，以及上一期收盘价。从中可以发现，在大多数时候，上一期收盘价均高于稳定篮子货币理论价格（上一期收盘价贬值幅度较高），平均价差为86个基点。**当美元指数上升时，二者加权平均形成的中间价开盘价会缓解篮子货币上升压力。当美元指数下跌时，二者加权平均形成的中间价开盘价会加剧篮子货币下行压力。**



所以，我们就看到了文章前面的一幕，人民币对美元逐步贬值，对其他货币却加速贬值。

这实际上让人民币陷入比较尴尬的境地。原本人民币作为新兴市场货币，应该同时反映自身经济基本面和海外风险。现在却被几个主要国家货币的相对价格牵着鼻子走，在中长期变成了一个无锚的货币。

下图比较了主要新兴市场货币与人民币相对美元贬值幅度。从中可以发现三个特点：第一，人民币对美元波动较小。第二，新兴市场货币整体有涨有跌，人民币汇率在单向贬值。第三，面对英国脱欧冲击时，人民币与其他新兴市场货币走势相反，新兴市场货币相对美元升值，人民币却大幅贬值。



注：新兴市场货币包括马来西亚林吉特，韩元，印尼卢比，泰铢，菲律宾比索，印度卢比，俄罗斯卢布，土耳其里拉，南非兰特，墨西哥比索，巴西雷亚尔。新兴市场货币贬值幅度是指 11 个主要新兴市场国家货币相对美元加权平均贬值幅度。

上述现象表明，当前的人民币汇率形成机制虽然解决了短期锚定问题，但是在中长期却丢失了锚。市场已经陆续出现运用篮子货币做空人民币的衍生品工具。如果仍然抑制美元需求，那么篮子货币还会继续下降。人民币对美元双边汇率与篮子货币将会相互交织贬值。当前人民币汇率之所以相对稳定，最重要的原因还是缘于美元指数处于相对低迷的状态。人民币对美元仍然有一次性调整的可能性，汇改宜早不宜迟。一旦美联储进入加息轨道，人民币贬值预期会再度卷土重来。

（作者为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融室副主任）

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。