

不宜对人民币汇率形势过于乐观*

农历新年过后，境内外汇市场重新恢复平静。人民币汇率在 6.9 水平上下小幅波动，离岸人民币汇率迅速向在岸收敛，外汇储备出现回升。市场对人民币汇率的预期骤然逆转，从强烈看空人民币转向相对乐观态度。

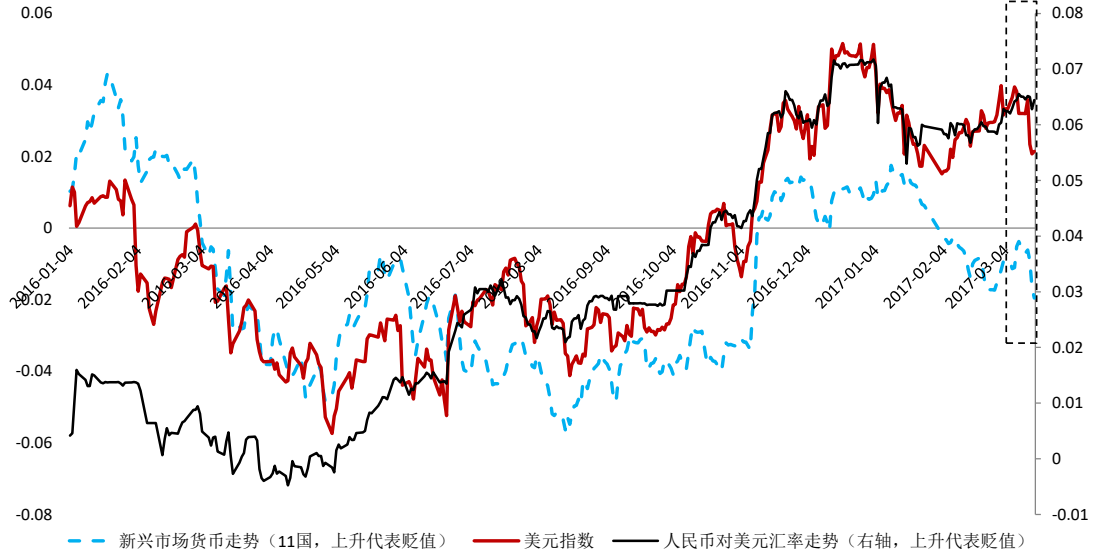
当前外部环境仍然有较大不确定性，汇率形成机制改革还需进一步推进，不宜对人民币汇率形势过于乐观。

回顾近期人民币外汇市场，有三个现象值得关注。

第一，美联储加息后美元指数大贬，人民币汇率却没有乘势升值。2017 年 3 月 14 日-17 日，美联储加息后，美元指数下跌 1.4%，新兴市场货币相对美元平均升值幅度 1.3%，人民币汇率却基本稳定在 6.9，没有乘势升值（见下图）。此次美联储加息对全球金融风险影响有限，海外避险资金没有大规模涌入美国国债市场，反而加速流入新兴经济体，导致美元指数不涨反跌，新兴经济体货币出现升值。然而，人民币汇率对美元指数下跌反应非常迟钝，没有和其他新兴经济体货币一起乘势升值。

* 本文已发表于《财经》

图 1 人民币汇率，新兴市场货币与美元指数



注：采用 11 个主要新兴市场国家货币（浮动汇率制度）相对美元平均加权汇率作为参考标准，以 2016 年 1 月 1 日为基期，对比分析人民币对美元和新兴市场货币走势。

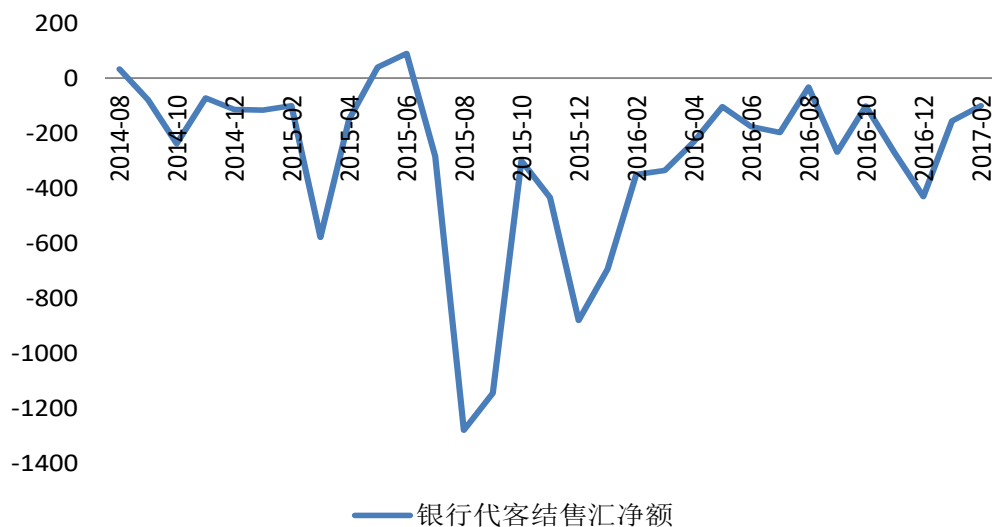
第二，人民币在岸市场收盘价仍然在贬值。最近两个月，尽管人民币汇率相对稳定，但是收盘价与中间价之差的平均值仍然为 0.3%，与 2016 年全年平均值相当。也就是说，美元指数下跌带来的人民币汇率升值动力，与收盘价的下跌压力相互抵消。面对美元指数的下行调整，境内外汇市场供求失衡的格局并没有发生根本扭转，市场仍然存在较大贬值压力。

图 2 在岸市场人民币汇率收盘价与中间价之差



第三，银行代客结售汇仍然是逆差，跨境资本净流出的格局没有发生根本性变化。今年 1-2 月的结售汇逆差分别为 150 和 100 亿美元，与去年年底相比显著收窄，但是仍然接近 2016 年美元指数低迷时 4-5 月规模。其他新兴市场经济体出现资本净流入不同，中国大陆国际收支仍然面临资本净流出格局。

图 3 银行代客结售汇净额

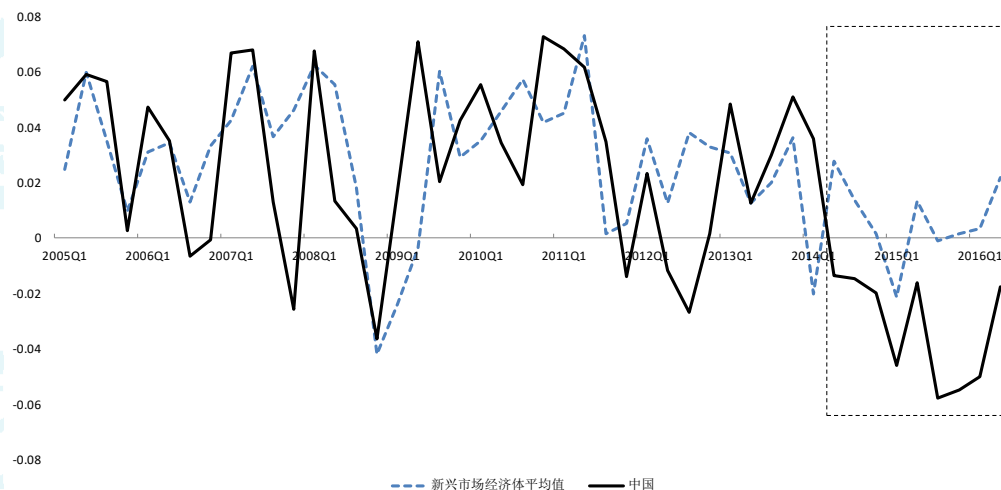


外管局加强资本外流管制是近期汇率稳定的重要原因。2016 年末，四部委（发改委、商务部、人民银行与外汇局）联合出台一系列监管政策，严厉打击依托跨境并购名义的资本外逃活动。同时，针对人民币跨境流出，特别是人民币跨境贷款实施严厉监管，境内非金融企业人民币境外放款不得超过净资产的 30%。政策出台后，2016 年 12 月非金融类对外直接投资增速从 76% 锐减至 -40%。人民币跨境净流出从 335 亿美元降至 9 亿美元。此后，外汇储备下降速度趋缓，人民币汇率逐步趋稳，在 2017 年 1 月甚至略有升值。收紧资本管制政策提高了境内企业资本外逃的成本，在一定程度上缓解了人民币贬值压力。

但是，跨境资本净流出的格局并没有发生根本性变化。自 2014 年第二季度开始，中国跨境资本外流规模迅速上升。究其原因，在于中美经济增

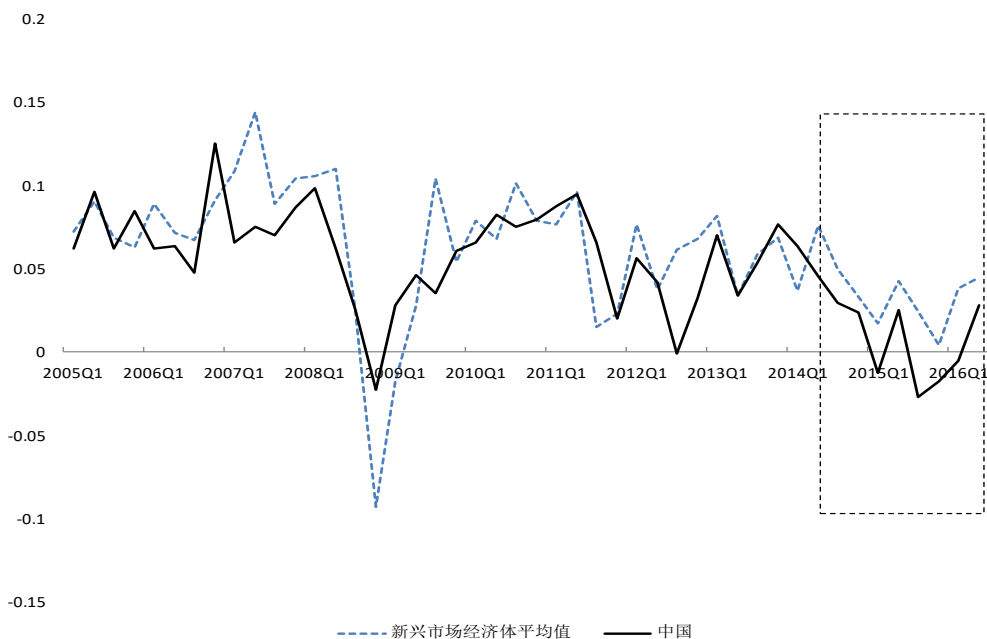
速此消彼长的态势。我们对比分析了中国与其他新兴市场国家的净资本流出，采用国际收支平衡表上净资本流入/当季 GDP 作为度量指标。我们发现在 2014 年 q2 至 2016 年 q2 期间，中国净资本流入/GDP 的平均值等于-3%，其他新兴市场国家为 0.6%。二者波动的方向基本一致，但是中国净资本流入下降的幅度要远远大于其他新兴市场国家的平均值。

图 4 中国与其他新兴市场经济体资本净流出比较



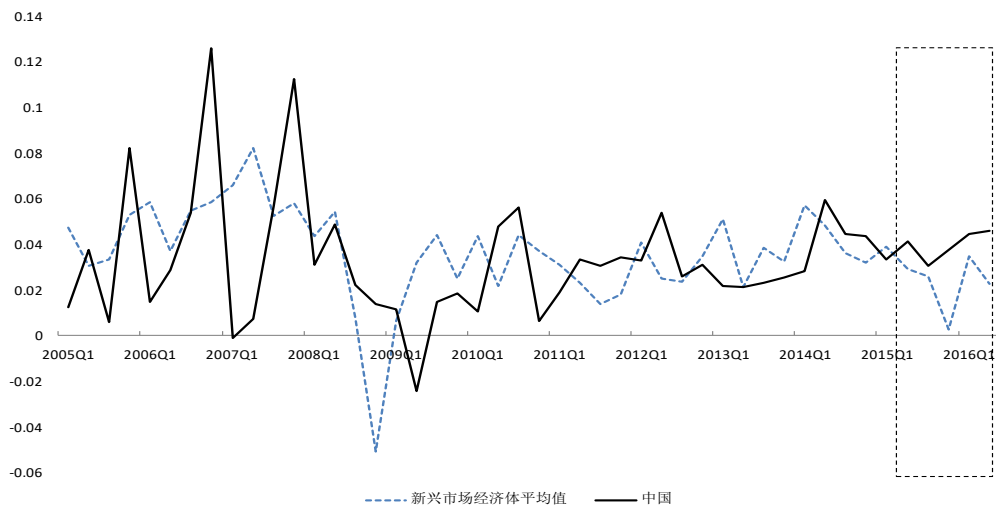
从负债方来看，中国资本总流入的影响因素与新兴市场国家非常接近，只是波动幅度更大。我们对比分析了中国与新兴市场负债方资本流入情况，发现在 2014 年 q2 至 2016 年 q2 期间，中国负债方资本流入/GDP 的平均值等于 0.9%，其他新兴市场国家为 3.6%。从 2016 年二季度开始，中国与其他新兴经济体都开始重新出现海外资本流入。从过去的经验来看，中国与其他新兴经济体主要受全球资本流动的推动作用影响，当海外风险下降时，国外银行对境内企业的跨境信贷会上升，带动资本流入。从负债方来看，2016 年中国资本总流入的驱动因素还是基于国际金融市场风险相对平缓，新兴市场经济体整体吸引力上升。

图 5 中国与其他新兴市场经济体负债方总流入比较



从资产方来看，中国资本外逃的压力远远超过其他新兴市场国家。尽管中国有异常严厉的资本流出管制，但是，在 2014 年 q2 至 2016 年 q2 期间，中国资产方资本流出/GDP 均值达到 4%，其他新兴市场国家仅为 2.7%。与负债方不同，中国资产方的资本总流出与新兴市场国家相关性较弱。一些国内因素特别是人民币汇率的贬值预期引发了境内居民的海外配置需要。

图 6 中国与其他新兴市场经济体资产方总流出比较



对比分析美联储加息对中国和新兴市场经济体冲击，我们会发现那些实施浮动汇率的国家，似乎并没有受美联储加息太大影响。只要美联储没有出现预期外的缩减流动性调整，全球金融市场形势会迅速稳定，跨境资本重新流入新兴经济体。但是，中国的跨境资本流动仍然受汇率贬值预期影响。如果汇率机制没有转向更加富有弹性的汇率机制，汇率贬值预期仍然会推动境内资本外流。

当前人民币汇率形成机制会让贬值预期自我强化。在当前的汇率形成机制下，人民币汇率呈现易贬难升的特征。央行根据“收盘价+篮子货币”机制来制定人民币汇率中间价。收盘价代表市场供需变化，美元指数（篮子货币）代表外部市场形势变化。若上一日收盘价贬值，人民币中间价会有一定幅度贬值。若美元指数升值，人民币中间价也需要贬值来维持篮子货币稳定。

在实施该机制的初始状态下，境内外汇市场就已存在贬值压力，外汇市场供不应求，收盘价持续贬值。此时，若美元指数上升，将会带动第二天的中间价进一步贬值。为了保证中间价不至于大幅贬值，央行只能运用外汇储备入市干预，稳定收盘价，同时实施资本管制，限制境内外汇需求。然而，面对美国经济的强劲反弹，无论是美联储加息还是美元指数上涨，都会对人民币汇率造成极大的压力。

总的来看，人民币汇率潜在的贬值预期并没有完全释放，境内外汇市场仍然处于供求失衡状态。加强资本管制可以在一定程度上缓解外汇市场对美元的需求压力，却不能替代增强人民币汇率弹性的改革。面对强势美国经济以及日益鹰派的美联储加息政策，人民币汇率仍会面临较大贬值压力。

当前相对平静的国际金融市场是进一步推动汇改的良好时机。近期央行扩大 CFETS 篮子货币数量，缩减一篮子货币汇率计算时段，都是积极的汇改措施。

未来可进一步弱化篮子货币的影响，例如，将篮子货币的权重从当前接近 50%调整至 25%，降低美元指数对人民币汇率中间价的影响，让市场供

求真正作为人民币汇率的定价基准。

（研究助理张琛对本文亦有贡献）

（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。