

张明

zhangming@cass.org.cn

真的人无贬基么？

张明

在 2016 年，“人无贬基”成为一个热门词汇。究其含义，是为“人民币在长期内没有持续大幅贬值的基础”。“人无贬基”似乎已经成为业内共识。但这个定义其实是比较模糊的。例如，什么是长期？什么是持续？什么是大幅？

笔者常用一个三维度的分析框架来分析两国之间货币的汇率，也即短期看两国利率，中期看两国通胀率，长期看两国竞争力。在其他条件不变的前提下，利率提高的货币、通胀率下降的货币、竞争力改善的货币通常会升值，反之则反是。

从利差来看，中美可比市场利率之差在 2009 年之后迅速拉大，利差最高时超过 6 个百分点。在这一背景下，跨境套利交易大行其道，也即在境外借入美元贷款，通过各种渠道流入中国国内，换为人民币之后进行各种投资。这种套利交易必然会造成人民币兑美元升值压力。然而，中美高利差从 2014 年起开始显著收窄，初期是因为中国央行降准降息，后期则是因为美联储开始加息。利差收窄无疑会导致套利资金撤出中国，而这会加剧人民币兑美元贬值压力。展望未来，由于中美处于经济周期的不同阶段，中美利差继续收窄依然是大概率事件。

从通胀来看，过去 10 年内的绝大多数时期，中国的通胀率都持续高于美国。这意味着人民币在中国国内的购买力缩水速度，要快于美元在美国国内的购买力缩水速度。从购买力平价角度而言，人民币兑美元会面临贬值压力。展望未来，中国通胀率高于美国依然是大概率事件（考虑到中国 M2/GDP 超过 200%，而美国该比率仅为 90%）。

从竞争力来看，我们可以用投资回报率或劳动生产率增速来刻画竞争力的变化。过去二十年以来，中国的劳动生产率增速持续高于美国。不过，中美劳动生产率增速的差距，却已经由 2008 年的高位（超过 12 个百分点），回落至目前的 6 个百分点左右。这意味着中美竞争力的差距正在收窄。事实上，当前中国上市公司的整体 ROE，已经多年以来首次低于美国。而造成中国劳动生产率增速下降与投资回报率下降的主要原因之一，则是人口老龄化加剧与劳动力供求关系逆转后的劳动力成本快速上升。事实上，关于“人无贬基”争论的关键，就在于未来中美竞争力是继续缩小，还是重新拉大。如果中国政府能够在未来顺利推动结构性改革，那么中美竞争力差距有望重新拉大，“人无贬基”将变为事实。否则，人民币兑美元的贬值压力就可能持续存在。

除上述框架之外，我们还可以从另一个维度来看待人民币兑美元汇率之所以面临贬值压力的原因。在过去，中国政府维持了金融抑制的环境，限制了中国居民与企业部门全球化配置资产的能力与渠道。而随着金融抑制环境的放开，中国私人部门会有很强的动力到海外配置资产。例如，目前海外证券投资仅占到中国海外总资产的 5%，而该指标在美国与日本都超过了 40%！此外，随着中国经济增速的放缓，中国的金融风险正处于快速显性化的阶段，而这可能降低国内居民与企业对本国金融资产的信心，加大他们配置海外的需求。总之，在金融抑制环境被打破、金融风险显性化背景下，中国可能面临持续大规模的短期资本外流。

简言之，在笔者看来，长期竞争力下滑与金融风险上升，是人民币兑美元汇率面临贬值压力的基本面因素。在它们得到根本性改变之前，人民币兑美元贬值压力难以得到根本性扭转。

（笔者为平安证券首席经济学家、中国社科院世界经济与政治研究所研究员）

IIS 简介：国际投资研究系列（International Investment Studies）是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧珺，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、高蓓、陈博、刘洁、黄瑞云与赵奇锋。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

责任条款：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投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。