



肖立晟

nkxls@126.com

张潇

cloverclara@126.com

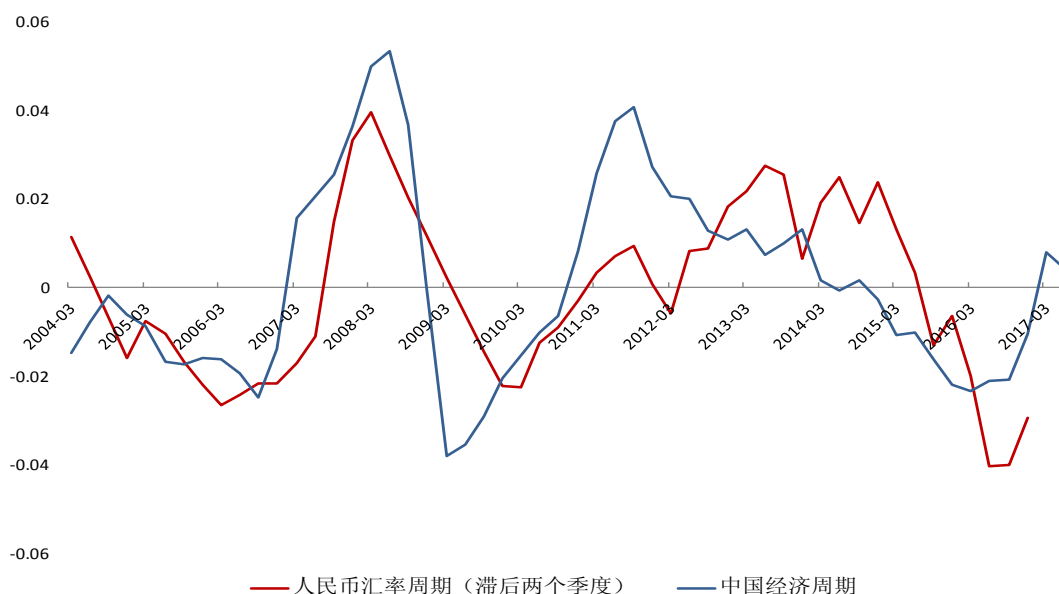
人民币汇率能否反映经济基本面？¹

人民币汇率究竟能否反映中国经济基本面，是判断人民币汇率市场化程度的重要依据。理论上，一个新兴市场国家，如果采用浮动汇率制度，汇率将会作为宏观经济的稳定器。经济繁荣时汇率会升值，抑制出口，降低经济增速。经济衰退时汇率会贬值，促进出口，缓解经济衰退。

人民币汇率一直是有管理的浮动。为了刻画人民币汇率与经济基本面之间的关系，我们提取了人民币对美元双边汇率（间接标价法，上升代表升值）和 GDP 季度增长率（也可以选择中美 PMI 之差，并不影响分析结果）的周期性成分。首先，获得季度 GDP 总量和人民币汇率的时间序列数据。然后，对其取对数、做季节调整（仅对 GDP 数据）、并剔除 HP 滤波的趋势项。最后，获得中国经济周期和人民币汇率周期变量。二者关系见图 1。

¹本文首发于《FT 中文网》。

图 1 人民币汇率周期与中国经济周期



数据来源：Wind 数据库和作者计算结果，下同。

自 2006 年至今，我们可以将中国经济周期划分为两轮经济波动。第一轮经济周期是 2006 年 9 月至 2009 年 3 月，这一轮波动完全是基于全球金融危机的外生冲击（当然，如果把时间拉得更长，经济周期的起点可以追溯至 2000 年），相对应人民币汇率周期也有相似波动。第二轮经济周期是从 2009 年第二季度至 2016 年第一季度，此时，人民币汇率周期与经济周期的波长虽然基本一致，波峰出现的时间却有较大差异。人民币汇率周期在 2013 年底才达到波峰。

人民币汇率周期与中国经济周期相比有两大特征。

第一，人民币汇率周期调整速度滞后于中国经济周期约两个季度。在图 1 中，笔者已经将人民币汇率数据调整为滞后两个季度的数据，此时人民币汇率周期与中国经济周期的数据才基本匹配。这表明，人民币汇率存在较强的交易惯性，即使经济周期已经出现拐点，但是人民币汇率依然延续此前的交易路径。这在一定程度上表明我国外汇市场效率较低，不能及时响应经济基本面的变化。

第二，面对经济周期变化，外汇市场的压力可以累积很长时间。中国经济周期在 2012 年初就已经开始掉头向下了，然而，人民币汇率却在 2012 年底启动了一轮逆市升值。即使中国经济在 2014 年出现大规模资本外流，人民币汇率依然在高位盘整。这表明，我国外汇市场可以逆周期运行较长时间。但是，外汇市

场失衡只是被压制，并没有消失。根据外汇占款数据，在 2012 年下半年，央行已经逐步淡出了常态式外汇市场干预，当时外汇市场供求趋于平衡。但是，此后相反的中美经济周期走势导致外汇市场压力迅速累积，最终在“811 汇改”期间引爆单边贬值预期。

那么，一国经济周期的变化究竟如何影响汇率周期呢？

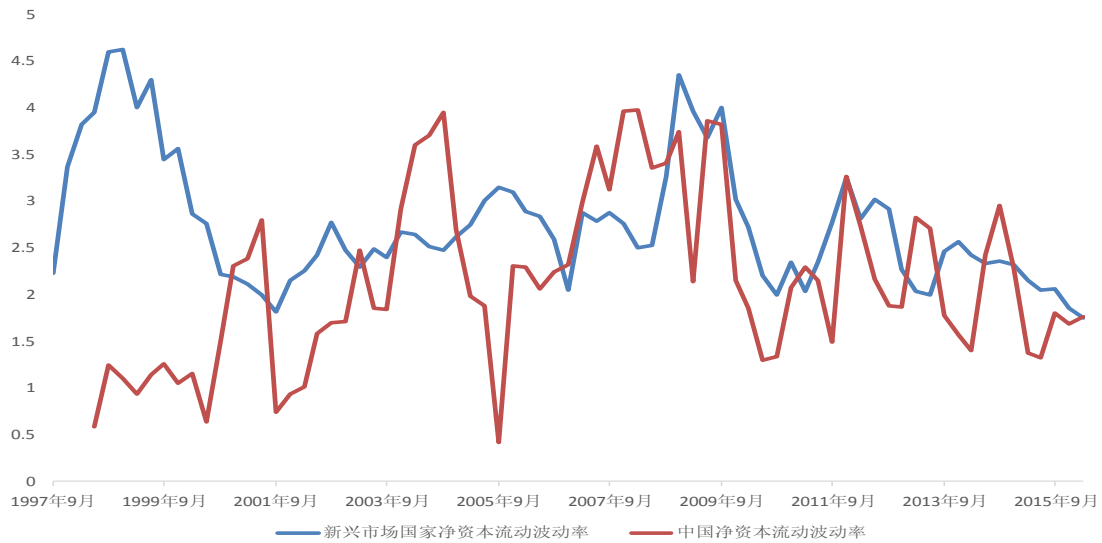
理论上，对出口依赖程度较大的国家汇率对经济周期反应较灵敏。当出口商品的需求和价格更高时，商品出口国的增长更快，导致汇率升值，汇率周期与经济周期基本同步。

除了商品出口外，汇率周期也和跨境资本流动的顺周期性密切相关。新兴市场国家资本流动表现出很强的顺周期性——经济周期上行时，国际资本涌入，新兴市场国家汇率升值。经济周期下行时，资本流出，新兴市场国家汇率贬值。

商品出口和跨境资本流动对汇率的影响，最终都会体现在国际收支平衡表上的净资本流动。一国净资本流动是对国内货币供应量的外生冲击。当美元净流入一国货币市场时，要么本币汇率升值、要么利率下调、要么央行进行冲销式干预，稳定货币供应。在过去，我国央行一直希望通过冲销式干预维持央行货币政策独立性，避免利率遭受过度干扰。但是，从过去的经验来看，资本流动的冲击似乎并没有被外汇市场干预政策充分吸收。

我国净资本流动的波动率与其他新兴市场国家均值基本相同。图 2 表明，自从 2000 年中国加入世贸组织以来，中国的净资本流动波动率开始向其他新兴市场国家靠拢。1997 年，亚洲金融危机期间，新兴市场国家的净资本流动波动率为 4.6，同期中国净资本流动波动率尚不到 1.5。然而，2007 年全球金融危机期间，中国的净资本流动波动率却已经超过了其他新兴市场国家，达到 4.3 的历史高点。这表明，尽管中国资本项目尚未完全开放，但是外部冲击对中国经济的影响并不会弱于其他国家。

图 2 中国与其他新兴市场国家净资本流动波动率比较



注：新兴市场国家包括印度尼西亚、印度、墨西哥、马来西亚、菲律宾、俄罗斯，下同。

面对净资本流动冲击，我国利率波动幅度较高，新兴市场国家汇率波动幅度较高。对比中国与其他新兴市场国家的汇率和短期利率（3个月银行同业拆借利率）可以发现，人民币汇率的波动率大致等于新兴市场三分之一的水平，中国3个月银行间同业拆借利率波动率却约等于新兴市场的3到5倍。

图 3 人民币汇率与其他新兴市场国家货币汇率波动率比较

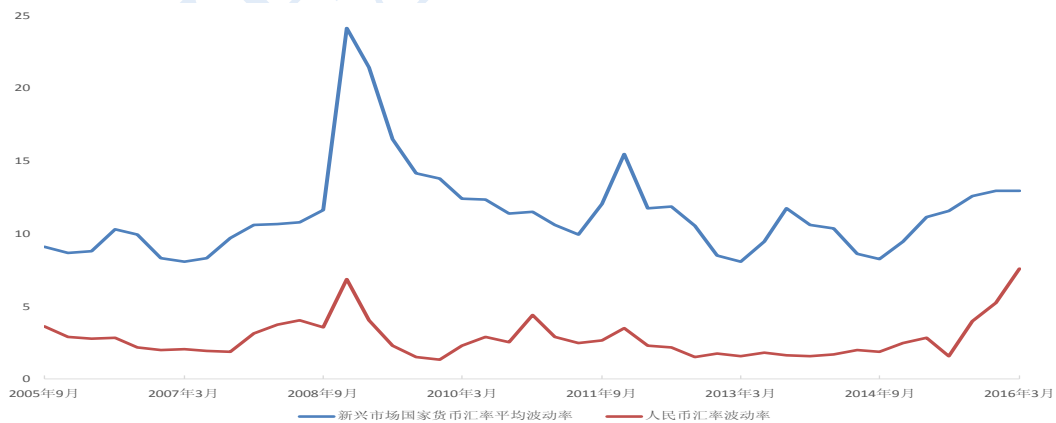
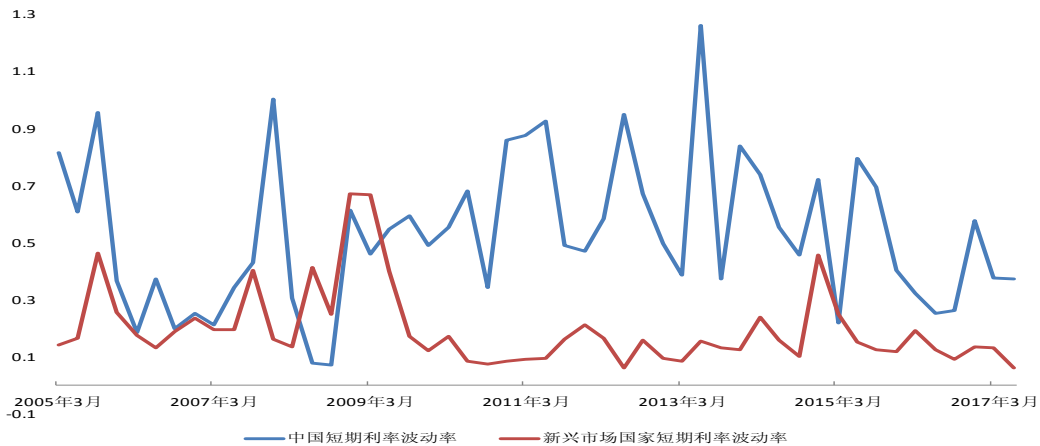


图 4 中国与其他新兴市场国家 3 个月同业拆借利率波动率比较



短期利率是一国货币当局实施货币政策的操作目标，越稳定越有助于传导货币政策信号。我国在实施利率市场化改革之前，货币政策目标以货币数量 M2 为主导，外汇占款对 M2 有重大冲击，央行只能通过央票等政策工具尽量稳定货币供应，对于短期利率已自顾不暇。2012 年实施利率市场化改革之后，央行启动 SLF 和 MSL 等中长期流动性投放工具，短期利率依然有较大波动率。面对相同的净资本流动冲击，新兴市场国家可以让汇率波动，避免冲击传导至境内利率。中国的情况则相反，汇率的波动相对有限，净资本流动的冲击大部分由央行对冲及境内利率波动吸收。

上述分析表明，人民币汇率与经济基本面的关系并不稳定。从中长期来看，人民币汇率与宏观经济的走势基本一致。短期来看，由于存在持续的外汇市场干预，外汇市场能够在逆周期状态下运行较长时间，与经济基本面暂时脱钩。但是，外汇市场的压力一直在内部持续累积，一旦闸口出现松动，就可能出现溃坝风险。

净资本流动是汇率波动最重要的冲击来源之一，其运行规律有一定的周期性。2015 年“811 汇改”后，人民币汇率制度的弹性显著提升，但是与新兴市场货币相比，人民币汇率波动率仍然仅仅相当于其 50% 波动幅度。人民币汇率并非波动过度，反而是波动不足。未来应选择净资本流动冲击相对较弱的时期，进一步增强汇率弹性，同时推动利率市场化改革，缓解外汇市场压力，让人民币汇率波动与经济基本面保持一致。

（作者单位：中国社会科学院世界经济与政治研究所、南开大学金融学院）

IWEP MACRO 简介:“世经政所宏观研究”是中国社会科学院世界经济与政治研究所的宏观研究小组的研究成果，主要关注的研究领域为中国宏观经济和国际宏观经济。成员包括姚枝仲、张斌、张明、东艳、徐奇渊、肖立晟、郑联盛、苏庆义、杨盼盼、王碧珺、贾中正、常殊昱、张弛、崔晓敏、崔秀梅。主要的研究产品分为财经评论和工作论文。

声明:本报告仅供内部讨论，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。报告内容仅代表作者个人学术观点。

IWEP MACRO