

勿对人民币汇率形势过于乐观

人民币汇率潜在的贬值预期并没有完全释放，外汇市场仍然处于供求失衡状态

文 / 肖立晟



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。资本外流的汹涌态势也得到有效抑制，无论是外汇储备，还是结售汇差额数据，相对去年末均有较大改善。

外管局加强资本外流管制是近期汇率形势变化的重要原因。2016年末，四部委（发改委、商务部、人民银行与外管局）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，外储下降速度趋缓，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。那么，人民币汇率是否就此迎来拐点？资本外流形势也就此扭转了呢？

笔者认为需要谨慎看待当前人民币汇率暂时趋稳的局面，不宜过早乐观。

人民币汇率出现贬值预期的逻辑没有发生根本变化。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。

这种机制存在一个贬值自我强化过程。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。

境内外汇市场供求失衡的格局在短期内难以发生根本扭转，收盘价仍然会有较强的贬值压力。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。

与其他新兴市场货币相比，人民币汇率受美元指数的影响更加显著。从下图可以发现，新兴市场货币与美元指数有

一定的相关性，但是并不是完全对称关系。因为跨境资本从新兴市场流出，并非一定会流向美国。例如，面对英国脱欧冲击，跨境资本会从英国和欧洲流向美国，导致美元指数上升。但是也降低了美联储9月加息概率，跨境资本重新流入新兴市场国家，导致新兴市场货币升值。

人民币作为新兴市场货币，在外部宏观环境层面，应该主要由国际金融市场风险和境内外利差决定，而不是简单取决于美元指数。然而，在当前的汇率形成机制下，美元指数对人民币汇率的影响却出现了显著的非对称特征。由于人民币收盘价持续贬值，在美元指数下降时，人民币中间价的升值幅度相对有限，造成人民币易贬难升的困境。2017年1月1日至2月23日，新兴市场货币相对美元平均升值幅度为2.5%，人民币汇率却仅升值1%。

跨境资本净流出的格局没有发生根本性变化。自2014年二季度开始，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。

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。

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%。而且与负债方不同，中国资产方的资本总流出与新兴市场国家相关性较弱。这反映主要是国内因素，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。

总的来看，近期人民币汇率走势平稳的原因一方面是外管局加强了资本流出管制，另一方面是海外金融风险下降，跨境资本重新流入中国大陆市场。但是，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给进一步汇改提供了较好的市场环境。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。■

(作者为社科院世经政所国际金融室副主任，研究助理张琛对此文亦有贡献)

◎ 评之评

辨析“人无贬基”？

文 / 张明

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”似乎已是业内共识。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年后迅速拉大，利差最高时超过6个百分点。在此背景下，跨境套利交易大行其道，即在境外借入美元贷款，通过各种渠道流入中国，换为人民币后进行各种投资。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，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，过去十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。

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，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。

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，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前，人民币兑美元贬值压力难以得到根本性扭转。■
(作者为中国社科院世经政所研究员)