

## 2017 年人民币汇率与美元指数走势分析\*

要预测 2017 年人民币汇率走势，美元指数是绕不开的话题。与传统盯住篮子汇率制度不同，当前人民币汇率形成机制同时参考了收盘价和篮子货币，不仅要化解美元指数上涨的冲击，还要承担境内外汇市场供求失衡的压力。这导致人民币汇率与美元指数之间的关系存在一定的非对称性，并不是简单的此消彼长关系。

2016 年 2 月，央行正式公布“收盘价+篮子货币”汇率形成机制。出台该政策的初衷是希望运用篮子货币，稳定人民币汇率，让人民币汇率的贬值幅度与美元指数升值幅度大致相等。然而，事与愿违，2016 年，美元指数仅仅升值 4%，人民币汇率贬值幅度却达到 7%。

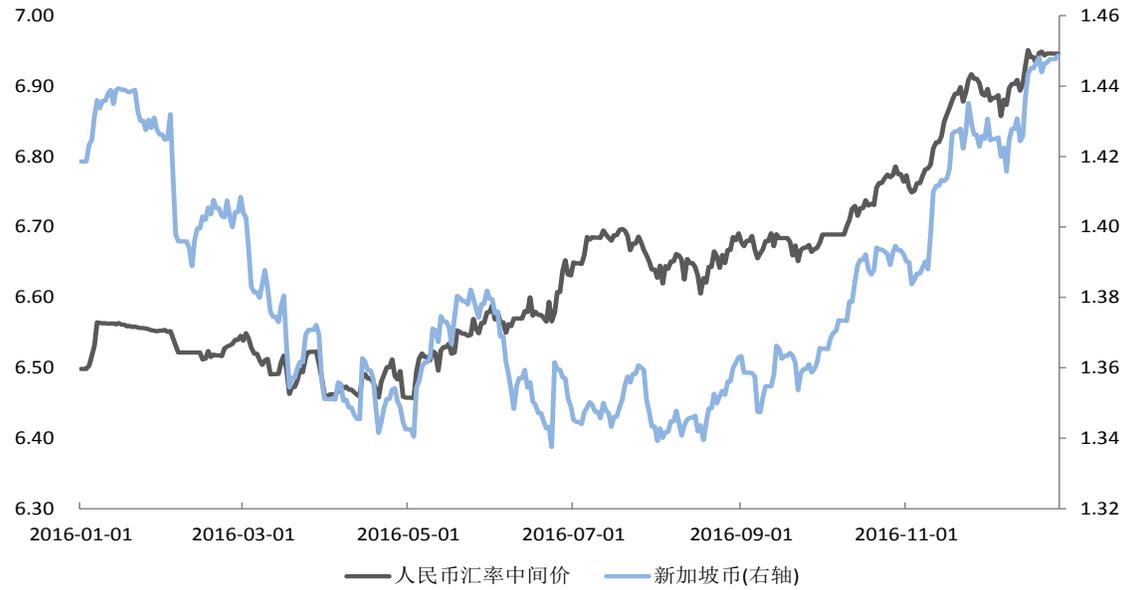
理论上，篮子货币与收盘价分别对应篮子汇率制度和浮动汇率制度。我们可以在国际上找到对应的货币与人民币做对比分析。

首先对比人民币与新加坡币的走势。新加坡货币当局实施的是严格盯住一篮子货币的汇率制度。由于 2016 年美元指数前低后高，新加坡币也呈现前高后低的特征。人民币汇率则一直在承担收盘价带来的贬值压力，无法出现新加坡币的双向波动。

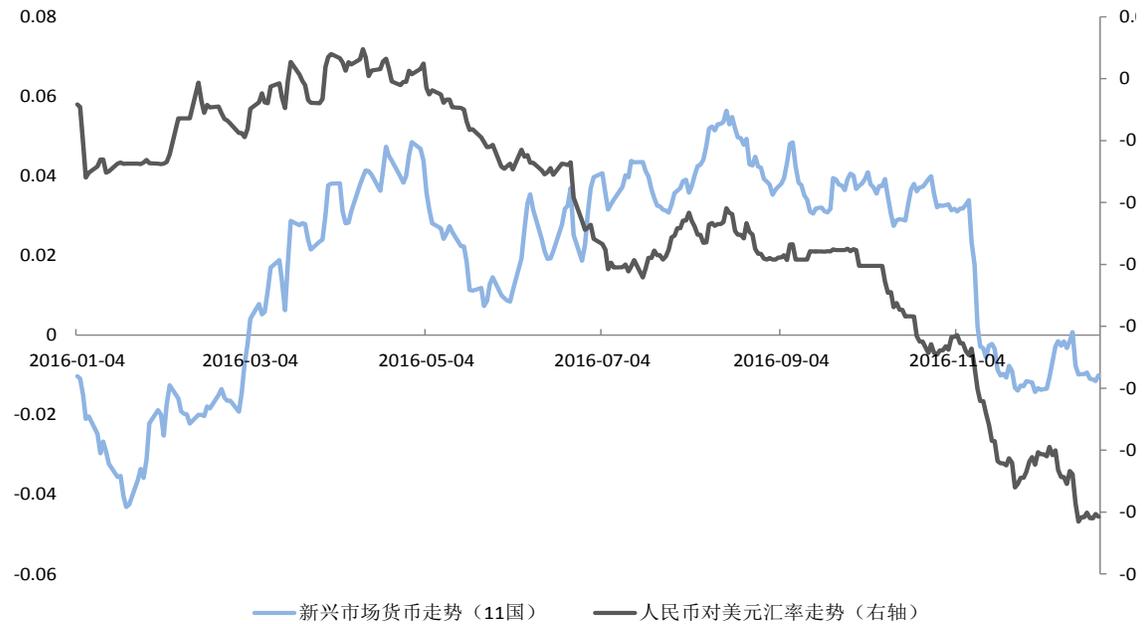
---

\* 本文已发表于《澎湃》。

最终，2016 年全年，新加坡币仅仅对美元贬值 2%，人民币却对美元贬值 7%。另一方面，新加坡的篮子基本稳定，人民币的 CFETS 货币篮子却贬值了 5%。



接下来对比人民币汇率与实施浮动汇率的新兴市场国家货币走势。我们采用 11 个主要新兴市场国家货币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。新兴市场货币走出了一条正弦曲线，全年波动率上下 10%，但是贬值幅度仅为 1%。人民币汇率则呈现持续下探的态势，即使新兴市场货币在 3 月至 11 月震荡波动时，人民币汇率依然持续贬值。



显然，人民币汇率既没有像新加坡币稳定货币篮子，也没有像新兴市场货币一样双向浮动。究其原因，在于中国经济相对疲弱的基本面和汇率形成机制中内嵌的贬值预期。在这种情况下，中国外汇市场难以出清，美元指数下跌时，人民币难以对美元升值。在美元指数上升时，人民币却加速对美元贬值。对于汇率机制的缺陷，我们团队在此前的文章中做了非常详细的说明。感兴趣的朋友可以参考余永定、张斌、张明和我发表的人民币汇率系列文章。

在当前的汇率形成机制下，人民币汇率贬值并非完全基于美元指数绝对值变动，仅仅通过美元指数的上下波动，就可以让人民币汇率逐步贬值。举个例子，在今年1月至4月，美元指数下跌了5%，人民币对美元升值了0.5%。10月至11月，美元指数升值5%，人民币对美元贬值2.5%。美元指数一下一上基本持平，人民币汇率贬值幅度却达到2%。

根据2016年的经验，美元指数从年初的99到年末的103，虽然水平值只上涨了4%，但一年内美元指数有5次小波动。每一次美元指数下行1%时，人民币汇率只有对应0.1%的升值，但是美元指数上行1%时，人民币汇率却有对应0.5%的贬值。经过这5次反复，最终人民币的贬值幅度远远超出了美元指数一年内升值幅度。

因此，不能简单的用美元指数年初至年末的水平值变动来预测2017年人民币汇率。很可能2017年美元指数只有5%的升值，但是人民币汇率会有接近7%-10%的贬值。在2017年，意大利公投、德法大选可能会引发欧元动荡，造成美元指数波动。届时，即使美元指数全年保持稳定，人民币汇率也会因为美元指数的波动而产生较大幅度贬值。如果美联储加息速度超出预期，美元指数年底可能会升值7%至110，届时人民币汇率将会面临非常大的压力。面对这种超出预期的贬值速度，央行将会需要消耗大量的外汇储备稳定汇率，而货币政策基本没有进一步宽松的空间。

最后值得一提的是，美元指数反过来已经成为美联储加息的制约因素。目前，美国经济已经接近充分就业，但是通胀率一直低于美联储2%的目标，所以美联储对加息依然迟疑不决。而美元指数在通胀率的决定因素中扮演了很重要的角色。美元指数上升，大宗商品价格随之下降，美国生产和消费的能源成本也相应降低，一定程度上抵消了经济增长对通胀的推动作用。美联储主席耶伦和副主席费希尔都曾公开表示美元走强对通胀的限制作用(Yellen: past dollar appreciation have been significant factors keeping inflation below our goal)。

一旦美联储加息，美元指数上升会打压大宗商品价格，抑制通胀，降低加息预期。所以，在全球需求不振的前提下，美联储加息的进程注定会相对缓慢，起伏不定。

然而，这对于人民币汇率并不是一个好消息。美国经济已经开始复苏，美元将会重新成为强势货币，只是由于全球其他经济体的拖累，美联储无法持续加息。因此，美元不会持续上涨，而是阶段性的一波一波上涨。在这种情况下，贸易商和投机者都会在美元低点卖出人民币，持有至美元高点再卖出。对于实施浮动汇率的国家，会在即期市场迅速消化美元冲击，但是人民币汇率形成机制反应速度太慢，即期市场根本不足以及时消化美元冲击，人民币汇率的压力都被堆积到远期市场，形成贬值预期。贬值预期又进一步强化美元加息的冲击，最终形成恶性循环。

事实上，面对美元指数上涨，人民币汇率贬值和外汇储备消耗是真正的此消彼长的关系。假如央行希望2017年人民币不要超过2016年7%的贬值幅度，那么超出的部分就需要应用外汇储备来干预外汇市场。如果真的遇到难以承受的外部风险，人民币汇率还有可能重新盯住美元。所以，人民币汇率的波动存在一定的主观性。从稳定市场的角度来看，2017年人民币汇率的底部应该在7.4-7.5之间。

中国外汇市场压力依然存在。当前的汇率形成机制和管制措施并没有从根本上消

除化解外汇市场风险，而仅仅是把风险后移。2017 年对于汇市而言，仍是多事之秋。

（作者单位为中国社科院世经政所）

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。