

张明

zhangming@cass.org.cn

人民币汇率贬值压力并未发生实质性改变

在新近出炉的《2017年政府工作报告》中，“汇率”出现了两次。第一次出现在2016年的工作总结中，“人民币汇率形成机制进一步完善，保持了在合理均衡水平上的基本稳定，维护了国家经济金融安全”；第二次出现在2017年的工作安排中，“坚持汇率市场化改革方向，保持人民币在全球货币体系中的稳定地位”。

如何解读上述报告中关于人民币汇率有关措辞的变化呢？在笔者看来，第一，这说明中国政府对当前的人民币汇率形成机制较为满意，认为现行机制既反映了市场化改革方向，又维持了汇率稳定；第二，这说明中国政府试图让人民币汇率问题在2017年逐渐淡出公众焦点，这意味着2017年人民币汇改不会有新的大动作；第三，这说明中国政府不会在2017年让人民币兑美元汇率一次性大幅下跌，因为这样可能损害“人民币在全球货币体系中的稳定地位”。

事实上，之所以政府工作报告在关于人民币汇率的问题上很有底气，这很可能是由于2016年下半年以来人民币汇率面临的一些重要变化。第一，与2016年上半年人民币兑三大货币篮（CFETS、BIS与SDR）汇率不断下跌相比，从2016年下半年至今，人民币兑三大货币篮指数一直在94-96的狭窄区间内波动，这说明人民币有效汇率似乎已经企稳；第二，自2017年年初以来至今，人民币兑美元汇率总体上呈现升值态势，由年初的6.95左右上升至3月上旬的6.87-6.90左右。

正是由于出现了上述积极变化，当前市场上甚至出现了一些非常乐观的观点，例如2017年人民币兑美元汇率不会破7，2017年人民币兑美元汇率将会迎来拐点等。这种观点是否靠谱呢？在做出回答之前，我们还是要仔细审视一下2016年年初至今的有关数据。

笔者曾经在之前的文章中反复强调，2016 年的人民币汇率走势在上下半年截然不同，呈现出一种“非对称性贬值”的格局。在 2016 年上半年，人民币兑美元汇率大致稳定，但对三大货币篮汇率持续贬值。在 2016 年下半年，人民币兑美元汇率显著贬值，但对三大货币篮汇率大致稳定。

这种“非对称性贬值”的格局，其实与美元汇率自身强弱密切相关。事实上，2016 年上半年，美元指数在波动中不断走弱。而在 2016 年下半年，美元指数则在波动中显著走强。尤其是在特朗普上台之后一段时间，美元指数上升速度明显加快。

这就意味着，在 2016 年，当美元自身走弱时，人民币选择大致盯住美元，而就势对货币篮贬值。反之，当美元自身走强时，人民币选择大致盯住货币篮，而对美元显著贬值。

之所以出现这种“非对称性贬值”的格局，笔者认为，一种可能性是，中国央行认为，人民币兑 CFETS 货币篮的基数 100，可能定得太高，明显偏离了人民币的“合理均衡水平”，因此在利用美元自身走弱的时间窗口来消除人民币兑篮子货币汇率的高估。也许，目前 94-96 的汇率指数，被央行认为是更加合理均衡的水平。

如果这种猜测是合理的，那么检验这种猜测的一个事件窗口则是，当美元指数再度走弱时，人民币兑货币篮汇率是会维持稳定呢，还是会再度贬值。如果是前者，这就表明央行有强烈的意愿维持人民币兑篮子汇率在当前水平的稳定。如果是后者，这就表明央行其实依然觉得人民币兑篮子汇率可能存在高估。

现在让我们来考察 2017 年 1 月以来的汇率走势。人民币兑美元汇率中间价在 2017 年的走势大致为一个倒 V 型，也即人民币兑美元汇率在 1 月初至 1 月 24 日期间大致处于升值状态（由 6.94 上升至 6.83），而在 1 月 24 日至 3 月 7 日期间大致处于波动贬值状态（图 1）。人民币兑 CFETS 货币篮汇率指数也大致分为两个阶段，1 月 6 日这一周至 2 月 3 日这一周，人民币兑 CFETS 指数明显贬值（由 95.25 下降至 94.03），而在 2 月 3 日这一周至 3 月 3 日这一周，人民币兑 CFETS 指数基本上处于原地盘整状态（图 2）。最后我们来看美元指数走势。2017 年年初至 1 月 31 日，美元指数波动中显著走弱，由 103.2 降至 99.5。而从 1 月 31 日至 3 月 6 日，美元指数波动中显著走强，由 99.5 上升至 101.6（图 3）。

从数据中不难看出，2017 年 1 月初至 3 月初的人民币汇率走势，恰好再现了 2016 年全年的人民币汇率走势。2017 年 1 月，当美元指数走弱时，人民币兑美元汇率有所走强（2016 年上半年是先升后贬），人民币兑篮子汇率走弱；2017 年 2 月初至今，当美元指数再度走强时，人民币兑美元汇率显著走强，人民币兑篮子汇率基本稳定。人民币汇率运动依然没有摆脱“非对称性贬值”的刻画。

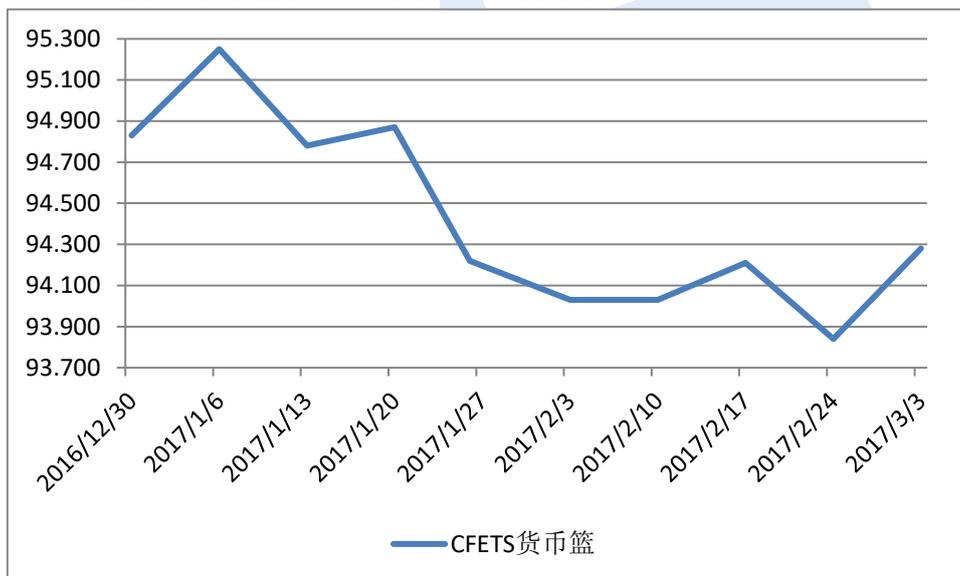
这说明了什么呢？第一，2017 年至今人民币兑美元的双边汇率走势，依然在很大程度上取决于美元指数的走势。如果 2017 年美元指数继续走强，人民币兑美元汇率继续贬值恐怕依然是大势所趋。从目前来看，美联储在今年 3 月份加息似乎已成定局。至少在 2017 年上半年，美联储加息提速恐怕还将是市场上的主导型预期。在这种格局下，人民币在 2017 年破 7 恐怕依然是大概率事件；第二，在“非对称性贬值”格局下，卖出人民币买入美元的策略依然是赢面较大的策略，因此，尽管央行已经显著收紧了对资本流动的控制，但短期资本外流的局面恐怕在 2017 年依然难以扭转。

图 1 人民币兑美元中间价走势（2017 年年初至今）



数据来源：CEIC。

图2 人民币兑CFETS货币篮汇率走势（2017年年初至今）



数据来源：CEIC。

图3 美元指数走势（2017年年初至今）



数据来源：CEIC。

(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、韩冰与王碧璐，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。