

人民币汇率的中长期走势和短期风险

从“8.11”汇改至今，大家一起讨论汇率问题的时候，对人民币汇率短期风险和长期走势经常存在很大分歧。

例如：为什么官方的声音总是在强调人民币没有贬值基础，而投资者却一直在寻找投机人民币贬值的机会呢？

这实际上是从不同的角度来解释汇率走势。汇率是一个比较复杂的问题。它既是由经济基本面决定的商品相对价格，又是受资本流动影响的资产价格。究竟哪种力量占主导地位，一方面取决于经济形势，另一方面也取决于外汇市场规则和结构。

在大多数时候，大家的注意力都被人民币汇率中间价吸引住，而忽略了中国外汇市场的微观结构。实际上，外汇市场的微观结构及其交易规则才是央行实施中间价策略最重要的基础。观察外汇市场微观结构，可以更清楚的判断中长期汇率走势和短期汇率波动。

我国外汇市场微观结构容易形成单边汇率走势

中国外汇市场有两个重要特征：第一，中国外汇市场受**实需原则**限制，外汇交易必须具备相应的**真实贸易业务背景**。第二，**交易主体有限**。中国当前的外汇市场是一个**封闭的、以银行间市场为中心，进行结售汇头寸平补**的市场。市场主体主要是**银行等金融机构**。

在这种特殊的外汇市场结构下，**人民币汇率的形成机制非常依赖贸易顺差**，因为只有跟贸易相关的市场主体才能够进入外汇市场交易。而且，我国对**资本项目**一直保持**宽进严出**的管制，资本项目的市场供求并不能完全反映在外汇市场中。

因此，在 2005-2013 年大多数年份中，中国经济保持了持续的贸易顺差，外汇市场一直供过于求，造成**人民币汇率持续升值、外汇占款居高不下、外汇储备不断刷新纪录**。

中国外汇市场的微观结构在规避金融风险的同时，也**抑制了外汇市场的价格发现功能**。由于缺乏**风险偏好较高的投机者**，外汇市场很容易出现**单边市场格局**。

另一方面，**离岸人民币外汇市场没有“实需”限制，交易主体也更加多元化**。离岸外汇市场的交易行为主要侧重对冲和投机，交易主体多为境外银行和对冲基金，遇到外生冲击时的反应与在岸市场并不完全相同。如果是进出口的正常波动，在岸和离岸的反应基本一致。从中长期来看，CNY 和 CNH 都是有经济基本面决定。但是，如果是金融市场的冲击，离岸市场的反应速度就远远高于在岸市场。

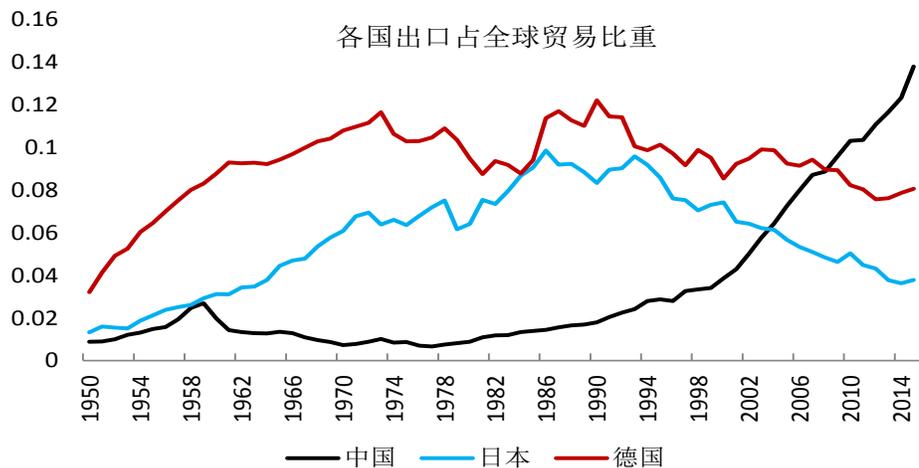
从外汇市场结构来看，在岸市场重视**实需**，容易形成**单边价格**，离岸市场重视**金融风险**，**汇率波动性更大**。在岸和离岸外汇市场结构的差异，引发了在岸市场**人民币汇率的短期波动**。

从国际经验和中国的贸易结构来看，人民币在中长期依然有**升值基础**

贸易是影响汇率最重要的基本面。跨境贸易是居民储蓄的跨期优化的结果，可以决定一国汇率的长期变动趋势。从中国外贸出口的竞争力来看，人民币在中长期仍然有**升值空间**。

其一，**中国外贸出口份额持续上升，出口竞争力不断提高**。从 2000 年开始，中国外贸出口占全球贸易比重，以每年 1 个百分点的速度递增。**2015 年底，中国外贸出口份额已经达到 13%，超过日本和德国市场份额之和**。这一方面反映近期中国出口下降主要原因是**海外需求放缓**，而非人民币**汇率高估**。另一方面也反映国内出口企业的竞争力在不断提高。

在 70-90 年代，日本和德国出口市场份额不断上升时，日元和德国马克一直在持续升值。中国现在占据全球最大市场份额，没有理由通过贬值进一步抢占其他新兴市场国家份额。

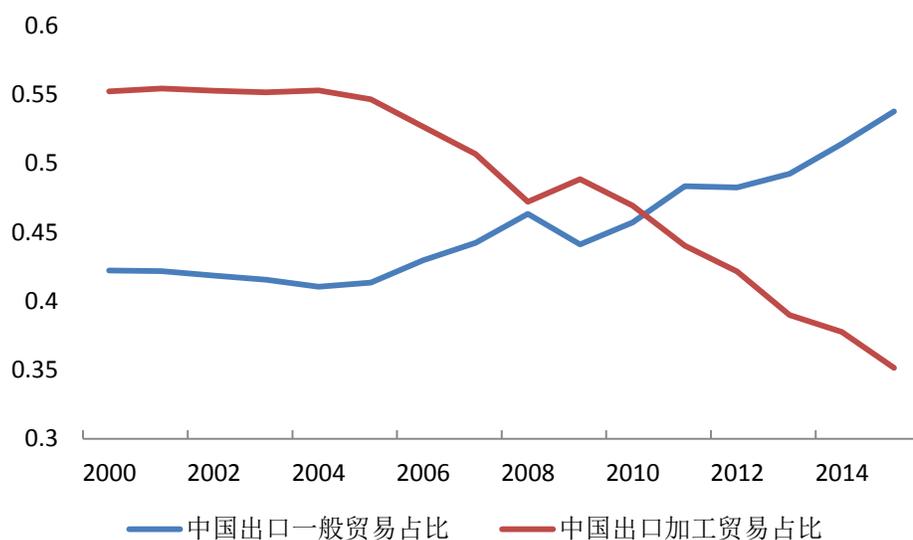
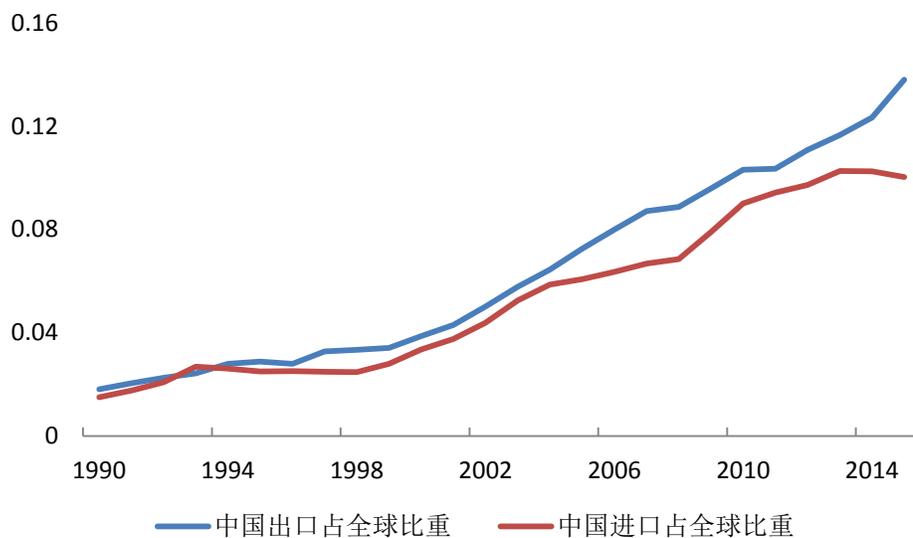


数据来源：Wind，下同。

其二，高附加值贸易超过加工贸易比重，境内美元供给增加。

从 2010 年开始，中国出口占全球比重增长速度，显著高于进口占全球比重增长速度。中国出口正在转向高附加值型。来料加工、进料加工等低端贸易，逐渐从中国转移至其他新兴市场国家。在 2010 年，中国出口贸易中一般贸易的比重首次超过了加工贸易。

随着贸易结构优化，企业出口创汇的能力也会逐渐上升。相同规模的出口量可以获取更多的外汇流入。进口增速下降一方面是缘于大宗商品价格的下降，但同时也反映中国出口的供给链条更多在国内完成，出口创汇能力增强。



无论是从贸易份额的国际经验，还是贸易结构优化的角度来看，我国出口部门都有较强的竞争力，表明人民币在中长期仍然有一定的升值空间。

如何看待短期人民币汇率波动？

问题到这里出现了分歧。如何看待短期人民币汇率波动？一般而言，有趋势就应有短期波动。遗憾的是，由于缺乏足够的交易主体，人民币汇率的波动一直较低。居民和投资者的资产配置需求无法进入外汇市场，并不能在境内人民币汇率价格上得到反映。

美元去杠杆的刚需已经释放殆尽

“8.11”汇改后，中国出现了一波短期资本流出。从 2015 年全年数据来看，金

融账户逆差达到 4856 亿美元，错误与遗漏账户流出 1882 亿美元。此外，粗略估计约有 1000 亿美元的服务贸易可以归入资本流动范畴。资本流出共计达到 7738 亿美元。尽管我国贸易顺差接近 5700 亿美元，我国央行仍然消耗了 3500 亿美元外汇储备用于维持汇率稳定。

虽然资本流出的规模惊人，但是，由于我国外汇市场的特殊结构，普通的投资者很难进入，短期资本流动的主体依然是贸易商和国有企业。

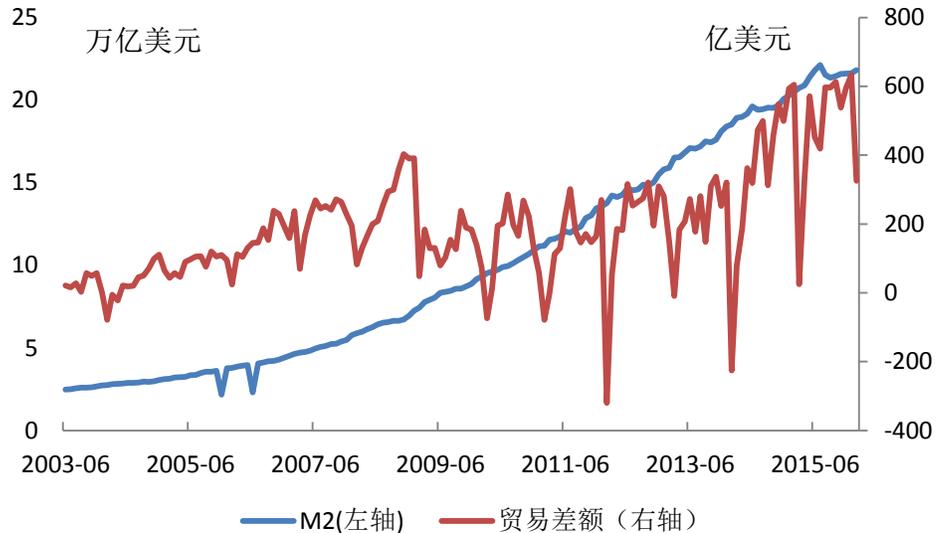
BIS 的研究，以及我们过去一系列的研究报告都表明，进出口商持汇、国有企业偿还外债、个人购汇是近期资本流出的主要渠道。

时至今日，企业的美元去杠杆过程已经基本完成，进口部分的美元债务也偿还殆尽，对美元的刚性需求在上一轮贬值中基本消化完毕。

境内储蓄对海外资产的配置需求存在不确定性

资产配置主要由利差和汇率预期决定。在美联储加息，境内金融资产风险上升的情况下，境内投资者对美元资产的需求会越来越旺盛。

下面这张图显示的是贸易顺差和境内 M2 存量的变动。尽管每个季度有 1200 亿美元外贸顺差，但是同期 M2 增量达到 3000 亿美元，而且 M2 存量已经高达 21 万亿美元。看上去，如果这部分资产有非常迫切的海外资产配置需求，汇率就会存在超调风险。



对这个问题需要从两个方面来分析。

第一，在正常情况下，M2 对汇率没有传导渠道。M2 代表的是居民的存量财富，在正常情况下，这部分财富对汇率的影响非常小。因为根据外汇市场的“实需规

则”，央行释放的流动性形成 M2 的过程中，只要通胀平稳，没有改变实际汇率，那么这部分流动性不会影响外汇市场。

第二，有一定贬值预期时，M2 对汇率存在较大压力。M2 同时也反映了境内金融市场的深度。由于中国货币市场的深度远远超过外汇市场，一旦汇率出现贬值预期，不仅贸易商和企业会降低结汇，有一部分资金也会伪装成“实需”进入外汇市场套利。境内金融市场的流动性越多，对外汇市场的压力就越大。从去年三、四季度错误和遗漏账户的 1000 亿美元可窥一斑。

也就是说，只要存在贬值预期，就会有资金从货币市场流向外汇市场，区别只是规模大小而已。

如何管理预期是人民币汇率短期波动的关键。用“篮子货币”在一定程度上降低了人民币贬值预期，但是并没有完全解决问题。

“收盘价+篮子货币”策略让“实需”重新占据主导地位

央行最近公布了“收盘价+篮子货币”中间价定价方法。根据 1 月份以来的数据分析，中间价与收盘价关系密切程度远远高于篮子货币。这实际反映央行对中间价改革的态度，仍然是以收盘价为重，同时以“篮子货币”的名义，降低了汇率的波动性。

这种操作模式虽然和过去相比更加透明，但外汇市场仍然是以中间价作为指导价格，市场参与者唯央行马首是瞻，汇率依然缺乏连续性。这跟过去的人民币中间价机制没有本质的区别。

在这种机制下，实需还是占据主导地位。从中长期来看，中国贸易份额和顺差持续上升，人民币汇率还是有升值动力。从短期来看，贬值压力仍然有卷土重来的态势。

人民币在短期会有波动，中长期会重新升值

从短期来看，如果美联储加息导致资产配置需求上升，引发人民币收盘价贬值，新兴市场货币贬值导致篮子货币走低。此时，人民币汇率可能会加速贬值。如果央行进一步干预，可能会引发贬值预期，恶化资本外流。

如果将视野拉长至 3-10 年，人民币对美元仍然有较大的升值空间。但是，要迎来健康而有深度的外汇市场，仍然需要释放市场主体的资产配置需求。

除了中间价定价规则之外，中国当前的外汇市场的“实需规则”和交易主体有限，是人民币汇率出现单边行情，波动率较低的重要原因。未来应该放宽实需原则，增加风险偏好较高的市场主体；同时扩大汇率弹性，增加现有主体决策的异质性。

（笔者为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融室副主任）

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。

