

短期内,中国经济有可能是U型或者W型的复苏;此外,各界对投资信贷过快增长、房地产价格重新升温也颇多非议,担心改革被延误、发展难持续。二是如果美联储加息重启、美元重新走强,人民币汇率有可能面临下调压力。同时,在宽流动性、低利率环境下,世界经济复苏持续低迷,国际金融市场逐步进入风险暴露期,也将对我国外汇市场的稳定带来挑战。三是人民币汇率参考一篮子货币调节才刚刚推出,市场有一个学习和认知的过程;同时,这种汇率调控方式还需要经过市场的检验,方能真正取信于市场。

鉴此,笔者以为,与其去猜测未来跨境资本是流入还是流出,人民币汇率是升还是跌,还不如各司其职、各取所需,做好应对准备。

第一,前期实践证明,市场预期总是多变的,不可能是一好就永远好下去,一坏就永远坏下去的单边、线性的情况。各方应尽快调整 and 适应跨境资本流动和人民币汇率双向波动的新常态。

第二,对政府来说,应继续加强跨境资本流动监测,完善应对预案,做到有备无患。同时,加强市场沟通和预期引导,理顺政策传导机制。

第三,对企业来讲,与其去赌市场方向,不如踏踏实实做好主业,加快转型升级,控制好货币敞口,管理好汇率风险,不要用市场判断去替代市场操作。

第四,归根结底,经济稳、货币稳。做好自己的事情,是人民币汇率稳定的基础,外部冲击只有通过内因才会起作用。

作者系中国金融四十人论坛高级研究员

## 人民币汇率的短期风险和 中长期走势

人民币短期汇率走势取决于美联储加息频率。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。

文/肖立晟 编辑/孙艳芳

从“8·11”汇改后,市场对人民币汇率短期风险和长期走势出现了明显分歧。特别在央行实施“收盘价+篮子货币”中间价定价规则之后,市场预期再度出现一定程度的分化。

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?这实际上是在从不同的角度解释汇率走势。汇率是一个非常复杂的变量,它一方面是由经济基本面决定的商品相对价格,另一方面又是受资本流动影响的资产价格。

### 外汇市场的微观结构

在解释汇率走势之前,先了解一下中国外汇市场的微观结构。

中国外汇市场有两个重要特征:第一,中国外汇市场受实际需求限制,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,我国资本项目还没有完全开放,资本项目的市场供求并不能完全反映到外汇市场。

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,外汇市场也一直供过于求,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。

中国外汇市场的这一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。由于市场完全是实际需求交易,缺乏风险偏好较高的投机者,导致外汇市场很容易出现单边市场格局。

### 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。接下来,我们从中国的贸易渠道来考察人民币在中长期是否有升值空间。

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。到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。

在上世纪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。中国出口现在占据全球最大市场份额（见图1），没有理由通过贬值进一步抢占其他新兴市场国家份额。这表明人民币仍有一定的升值空间。

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（见图2）。这主要缘于中国出口正在向高附加值转型。来料加工、进料加工等依赖进口且创汇能力较低的低端贸易，正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（见图3）。

进口增速下降一方面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。来料加工和进料加工占出口的比重从55%下降至35%，表明对国外进口依赖降低，出口创汇能力增强。

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。

因此，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。

### 如何看待短期汇率波动

问题到这里就出现了分歧。如何看待短期人民币汇率波动？一般而言，有趋势就应该有短期波动。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，对境内的人民币汇率影响有限。

在中国，短期资本流动的主体是贸易商和国有企业。BIS的研究以及我

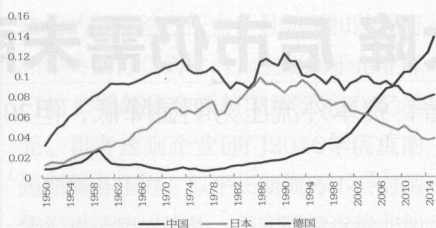


图1 中、日、德三国出口占全球贸易比重

数据来源: Wind

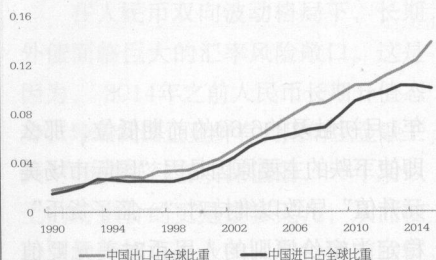


图2 中国进出口占全球比重

数据来源: Wind

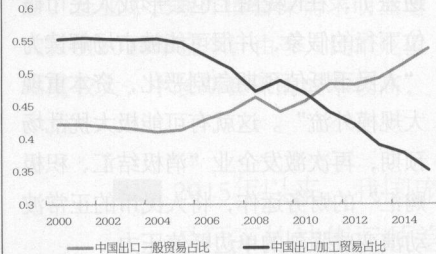


图3 中国出口贸易结构变化

数据来源: Wind

们过去一系列的研究报告均表明，进出口商持汇、国有企业偿还外债、个人购汇是近期我国资本流出的主要渠道。

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。考虑到很大一部分居民换汇的资本流出被记录在服务贸易中，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，2015年资本流出共计达到7738亿美元。

资本流出的主要原因是突发性贬值引发的“羊群效应”。这部分资本流动与基本面没有太多相关性，主要源自美元杠杆过高的企业，以及一部分希望保值增值的投资者和投机者。

目前，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。

但是，境内储蓄对海外资产的配置需求仍然没有释放。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。

能否抑制这部分投资者的资产配置需求是稳定短期汇率的关键。一劳永逸的办法是实施浮动汇率，逐步放开一部分资本流出，但容易导致汇率超调，决策当局很难接受；退而求其次的办法是加大资本流出的真实性审核，稳定人民币汇率，缓解人民币贬值预期，降低境内投资者的跨境资产配置需求。

### 未来汇率走势展望

目前人民币汇率已经基本恢复稳定。短期汇率走势取决于美联储加息频率。如果今年美联储不加息，贸易份额会占据主导地位，人民币对美元略有升值；如果美联储加息一次，资产配置需求和贸易份额的影响会基本相当，人民币对美元会有较大波动，但不会有大幅贬值；如果美联储加息两次，人民币对美元可能会承受较大的贬值压力。

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，要迎来这个长期的升值空间，应该逐渐放宽实需原则，增加风险偏好较高的市场主体；同时扩大汇率弹性，增强现有主体决策的异质性。只有增强中国外汇市场的深度和广度，才能够消化资本流动引发的外汇市场冲击。

作者单位: 中国社科院世界经济与政治研究所