

人民币汇率新特征以及如何扭转贬值预期

钱军辉

作者按：2016年人民币汇率中间价定价和走势出现两个新特征：一、参考一篮子货币；二、非对称贬值。新机制在释放贬值压力的同时避免了引发市场和公众恐慌，但并不能从根本上扭转人民币贬值预期。笔者认为突破人民币弱势怪圈不能等待经济基本面自身改善，而应依赖减税、国企改革等政策基本面上的强心针。

参考一篮子货币

2005年“7.21汇改”宣布实行以市场供求为基础、参考一篮子货币、有管理的浮动汇率制度。从2006年引入做市商制度和询价交易机制开始，人民币中间价真正开始参考一篮子货币汇率波动，并逐步扩大日内波动范围。这一机制在2015年“8.11汇改”后发生变化。

笔者在实证研究中发现，人民币对美元中间价与美元指数联动关系在2015年“8.11”和2016年春节前后发生结构变化。“8.11”之前，隔夜美元指数变化对中间价变化有较强的预测效力（拟合度有40%左右）。这种预测效力在“8.11”之后和2016年春节之前这段时间消失了（拟合度接近零）。2016年春节之后，隔夜美元指数变化又重新可以比较准确地预测中间价（拟合度达60%左右）。实际上，如果同时考虑隔夜市场其他变化，一些市场机构可以做到预测误差在10bp以内¹。

因为美元指数篮子不包含人民币，所以如果美元指数隔夜变化对人民币中间价毫无预测作用，那么我们可以推测除美元外的一篮子货币汇率变化对人民币中间价的形成几乎没有影响。笔者的实证分析表明，“8.11汇改”中断了参考一篮子货币的中间价形成机制，引入了约6个月的类浮动机制，直到2016年春节后重新强调参考一篮子货币。

数据中表现出的结构变化，背后一定是政策和机制的变化。“8.11汇改”引起的结构变化已众所周知，不必赘述。2016年春节前后的结构变化可以跟两个事件联系起来：首先，2015年12月11日，中国外汇交易中心正式发布人民币汇率指数（CFETS）；其次，2016年1月11日，央行研究局首席经济学家马骏接受人民日报、新华社和金融时报的采访，宣布中间价报价机制将会加大参考一篮子货币的力度，并保持一篮子汇率的基本稳定²。事实表明，新的中间价形成机制比“8.11”之前的机制更加强化了一篮子货币的影响。

非对称贬值

参考一篮子货币，并没有改变人民币的贬值趋势，无论是相对美元，还是相对一篮子货币。图一是2016年初至2016年10月31日的人民币对美元汇率中间价（单

¹ 见《人民币中间价透明的代价》，谢栋铭，2016年7月4日，发于“人民币交易与研究”公众号。

² 马骏：人民币汇率形成机制将更多地参考一篮子货币，2016-01-11，央行网站新闻。

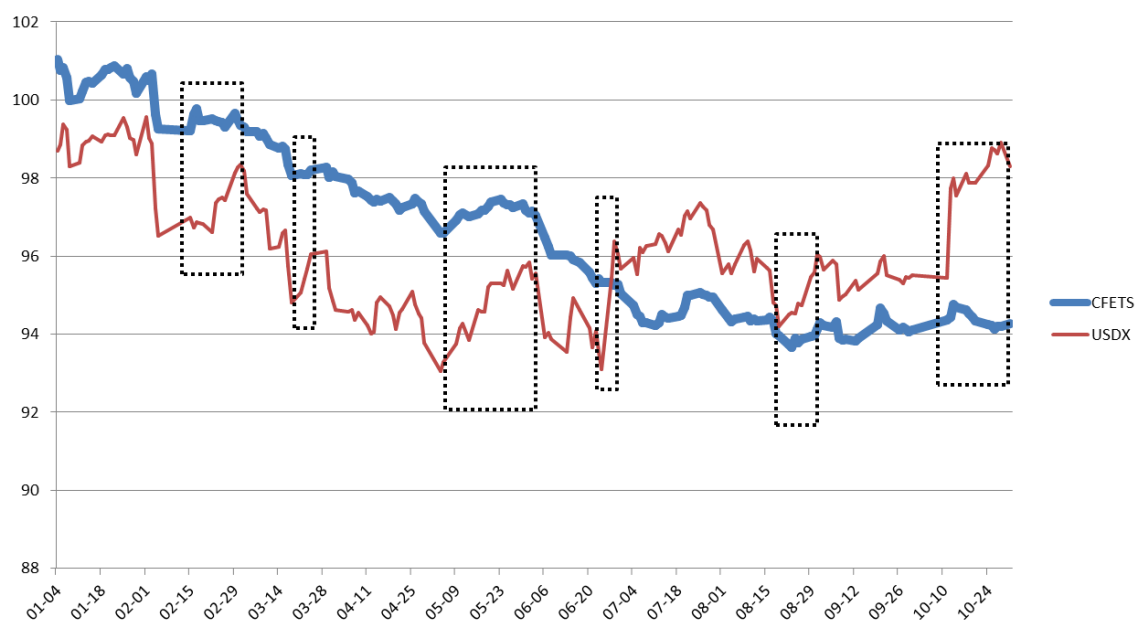
位：一美元兑换多少元人民币)，图二是用外汇交易中心公布的 CFETS 一篮子权重计算的日间人民币汇率指数。从这两张图我们可以看到两个有趣的特征。首先，人民币汇率指数的下跌幅度超过人民币对美元的贬值幅度。实际上，从 2016 年初至 10 月 31 日，人民币对美元贬值 4.2%，而人民币指数（相对于一篮子货币）贬值了 6.6%。从图上可以看到，人民币对美元汇率曾出现较为持久的升值（例如，从 1 月 7 日到 4 月 1 日人民币对美元升值约 1.6%），但人民币汇率指数几乎没有像样的反弹。

第二，在美元指数的上升期和下跌期，人民币相对一篮子货币的贬值呈现明显的不对称性。图二（a）中的方框对应美元指数上升的时段，图二（b）中的方框对应美元指数下跌的时段，我们可以看到美元指数上升时，人民币指数保持稳定或者略有上升。这一特征在 10 月份之后表现尤为明显：美元指数大幅上升，然而人民币汇率指数稳中有升。而当美元趋弱时，人民币汇率指数则大幅下跌。

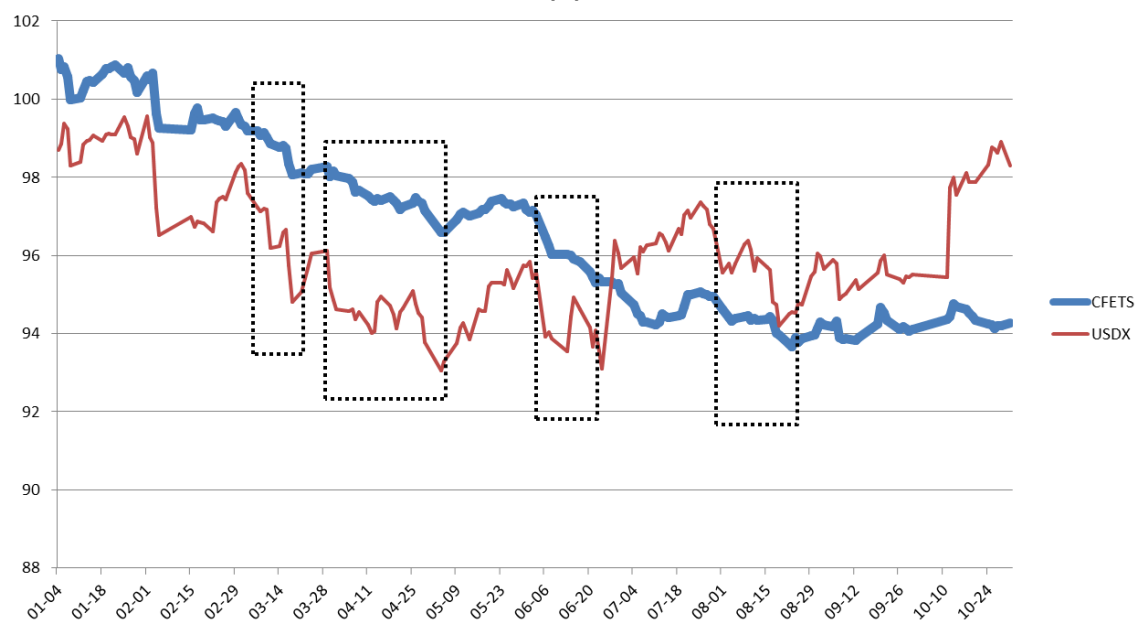
图一：人民币对美元汇率（CNY/USD 中间价，2016.1.4 至 2016.10.31）



图二：人民币汇率指数（CFETS）v.s. 美元指数（USDX）
(a)



(b)



如何解释这种非对称贬值现象？笔者的看法是，因为公众所关心的汇率仍然是人民币对美元的双边汇率，所以央行在美元强弱期有不对称的定价（中间价）和干预行为，目的是避免汇率贬值引发社会恐慌。美元强势时，根据相对一篮子货币稳定原则，人民币应相对美元贬值，但这时央行加大干预力度，使人民币对美元汇率的贬值幅度符合甚至低于预期，于是人民币指数在美元强势期间稳中有升。而美元弱势时，人民币应相对美元升值，此时央行将中间价调向偏弱方向并减少干预，在一定程度上释放贬值压力，使人民币对美元汇率的升值幅度低于稳定一篮子货币汇率的要求。尽管人民币指数在美元弱势期间显著下跌，人民币对美元仍有小幅升值，不至于引发公众恐慌。

如果笔者的看法是对的，那么央行的策略可以说取得了良好的效果。从 2016 年初至 10 月 31 日，人民币相对美元贬值 4.2%，相对一篮子货币贬值 6.6%，但国

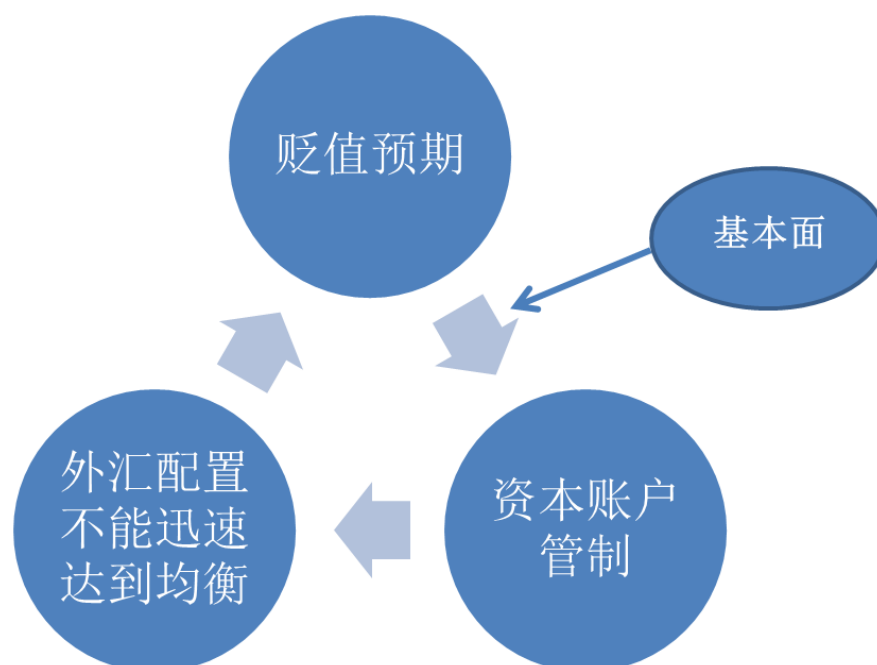
内和国际市场并没有重演 2015 年 8 月的恐慌。既然这套做法（参考一篮子货币+非对称干预）没有出现大问题，大概率还会沿用，直到不可持续。笔者认为，那一天的到来不会很遥远。一方面市场很快就会跑在央行之前，从央行的干预中获利，增加央行的干预成本。另一方面这套做法无法扭转人民币弱势，人民币对美元还是会继续震荡贬值。公众的恐慌或许可以避免，但是趋势会让人们纷纷成为央行的对手盘，这是央行不可承受之重。

人民币弱势怪圈

2016 年中国宏观经济不乏亮点，然而无论相对美元还是一篮子货币，人民币仍然跌跌不休。这种与基本面的“背离”充分说明人民币贬值预期之强。

实际上，人民币汇率已经形成一个难以突破的弱势怪圈（见图三）。首先，贬值预期客观存在。从 2015 年到 2014 年初，人民币对美元汇率爬行升值近十年。长期的爬行升值让国内居民、企业以及金融机构的外汇资产配置都过低（对众多企业来说，是外汇负债过多）。换句话说，爬行升值造成了人民币配置的泡沫，而当前的贬值预期正是泡沫破灭的后果。2014 年人民币对美元开始出现双向波动，但是市场上并没有出现明显的贬值预期，直到 2015 年“8.11 汇改”后两根大阴线突然“改变信仰”，套息交易者、外汇负债方、以及普通居民皆如梦方醒³。第二，正因为贬值预期的客观存在，而且均衡汇率水平存在很大不确定性，因此汇率干预和资本账户管制显得必要。第三，这些干预和管制又导致外汇配置不能迅速达到均衡，因此让贬值预期持续，甚至加强。

图三：人民币弱势怪圈



³从这个角度讲，笔者认为“8.11 汇改”操之过急。如果在原有制度下引导汇率走出更多双向波动，给外汇交易各方更多时间调整预期和头寸，今天不至于有这么大的贬值预期。

在这个怪圈中（图三），我们可以想象经济基本面因素能起到十分关键的作用。如果中国经济基本面恶化，会使贬值预期更加强烈，如果基本面好转，贬值预期能得到缓解。能不能扭转人民币弱势，关键就在基本面，资本账户管制和汇率市场干预都只能是短期措施。人民币走势的新特征很快就会被市场和公众理解，后者的理性反应会让干预成本越来越高。干预和管制最多只能为基本面的改善争取时间，改善基本面才是扭转贬值预期的根本出路。

如何扭转贬值预期？

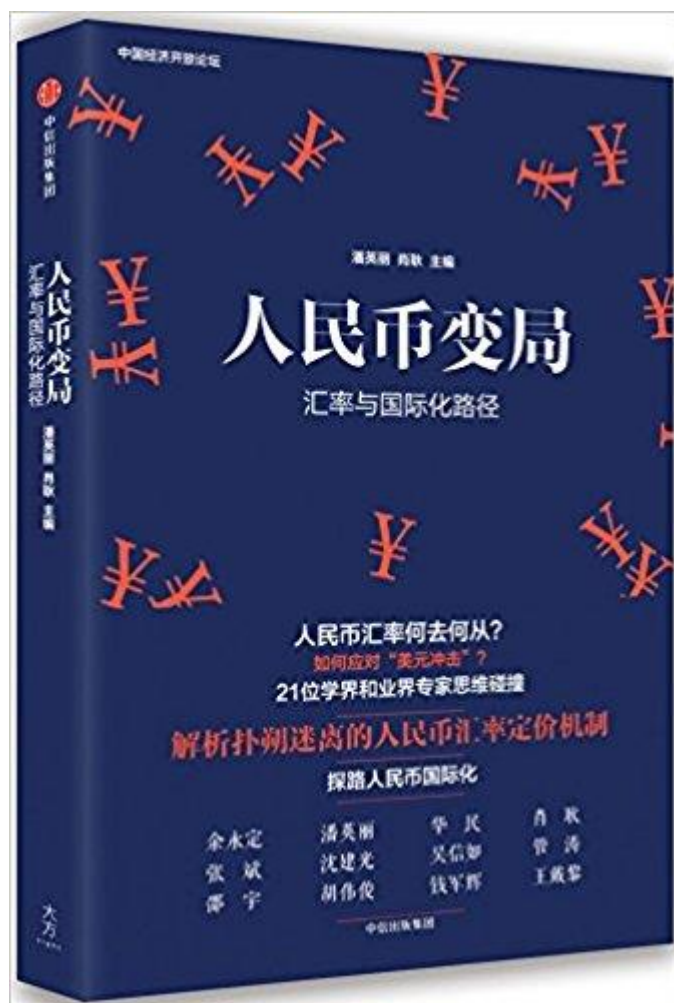
基本面可以分为两个方面，一是经济基本面本身，二是可以逐渐改变经济基本面的政策基本面。笔者认为，如果改革停滞，经济基本面本身很难出现内生的大幅改善。首先，正因为贬值预期的存在，货币政策很难放松。已成为政治问题的一线城市房价，更让逆周期货币政策受到掣肘。其次，中国外贸已趋于平衡，而且全球经济疲软，同时明显的出现逆全球化趋势，因此即便人民币持续贬值，中国经济也很难依赖外需实现复苏。

而政策基本面，则大有空间！政策基本面的改善不仅会逐渐改善经济基本面，而且会通过市场预期对资本流动产生立竿见影的影响。首先，我们应当减税降费。美国新当选总统川普已经宣布将企业所得税的最高税率从 39% 降至 15%，同时简化和降低个人所得税。中国应当在川普新政出台前率先减税和降低社保费用，为所有企业和家庭减负，留住企业和人才。减税之后，财政收入缺口可以通过发行国债补充。目前中国国债发行不是过多，而是过少。中国应当克服国债恐惧，国债一方面是中央政府的债务，另一方面是吸引理财资金和外资流入的安全资产。降低社保费用之后，社保缺口可以通过国有股划转补充。

其次，中国应当调整国企改革方向。国企改革只能有一个目标：提高效率。提高效率，才能持续提高分红，才能提高股东回报，国企才能支持财政，而不是拖累财政。那么如何提高效率？笔者认为必须做到两点：第一，鼓励民资战略性入股，这样可以更好地监督国企管理层；第二，推广国企管理层的市场化招聘和激励，让管理层与股东利益趋于一致。

当然，政策基本面的改善空间远远不止上述两条，但是如果上述任何一条得以实行，必然振奋人心，立刻改变市场对中国经济过度的悲观情绪。长期来看，笔者相信目前的人民币汇率仍然是低估的。在短期，需要有政策基本面的改善为汇率制度进一步的市场化改革提供条件，需要有一根政策基本面的“大阳线”推动人民币突破弱势怪圈！

（本文发表于《人民币变局》，主编：潘英丽 肖耿，中信出版集团）



中国经济出版社

人民币变局

汇率与国际化路径

潘英丽 肖耿 主编

大方

潘英丽 肖耿 主编

人民币变局

汇率与国际化路径

人民币汇率何去何从?

如何应对“美元冲击”?

21位学界和业界专家思维碰撞

解析扑朔迷离的人民币汇率定价机制

探路人民币国际化

余永定
张斌
邵宇

潘英丽
沈建光
胡伟俊

华民
吴信如
钱军辉

肖耿
曹涛
王敏黎

中国经济出版社