\*中国社科院世经政所国际金融研究中心（RCIF）讨论稿，2014年6月25日

（本文已发表于“FT中文网”）

近期人民币汇率贬值现象的回顾与展望

张明

人民币兑美元汇率中间价在2014年1月中旬突破6.10关口后，随即掉头向下。几个月的持续贬值，使得人民币兑美元汇率中间价在2014年6月初跌破6.17，而汇率收盘价在上半年的跌幅更是接近3%。近期不仅人民币兑美元汇率出现贬值，就连人民币有效汇率也是如此。国际清算银行（BIS）发布的有效汇率指数显示，人民币实际有效汇率已经由2014年1月的121.2跌至2014年4月的115.16。

如何看待近期人民币汇率贬值现象的成因呢？笔者认为这一轮贬值是央行启动、市场跟进与离岸衍生品平仓三股力量相互叠加的结果。

首先，2014年2月以来的人民币兑美元汇率贬值，很可能是由央行的市场干预启动的，而央行这样做的结果是打击跨境套利行为。过去几年内，由于中国国内利率水平显著高于国外利率水平，同时存在持续的人民币升值预期，造成大量市场主体在境外借入美元，通过贸易渠道流入中国套利，如此可以同时获得利差与人民币升值收益。通过在市场上持续买入美元，造成美元对人民币升值，这将会造成套利者的获利下降甚至出现亏损，从而实现抑制跨境套利的目标。央行通过市场干预压低人民币汇率的证据，表现为2014年2月至4月，外汇占款月度增量均超过1000亿元，这尽管低于2014年1月超过4000亿元的外汇占款增量。但在人民币兑美元汇率已经出现贬值的前提下，央行仍在买入美元，这说明了央行的确在压低人民币汇率。

其次，随着2014年3月17日央行将每日人民币兑美元汇率波幅由正负1%扩大至正负2%，央行压低人民币汇率的行为可能已经结束。此后的人民币兑美元汇率贬值，则是市场力量开始转为买入美元、卖出人民币的结果。最近几个月以来，中国政府发布的宏观经济数据，令市场开始担忧中国经济加速下滑的风险。例如，2014年4月的消费品零售增速为2011年3月以来新低，2014年4月的固定资产投资增速为2002年1月以来新低，2014年2、3月出口同比增速连续两个月出现负增长的局面则是2009年12月以来所未见的。宏观经济指标的下行恶化了投资者关于中国经济增长的预期，这导致了私人部门开始在外汇市场上买入美元，从而进一步压低了人民币兑美元汇率。

再次，过去几年来，由于持续的人民币升值预期的出现，导致在香港、台湾等离岸人民币市场上，出现了大规模的对赌人民币汇率升值的衍生品——“目标可赎回远期合约”（Targeted-Redemption Forwards，TRF）。这种衍生品的到期日一般为一年至两年，杠杆率为两倍至五倍左右。如果在购入衍生品之后人民币兑美元升值，则衍生品买入方获利，否则衍生品卖出方获利。根据摩根士丹利的估计，2013年以来，国际投行大概出售了3500亿美元TRF，而目前的未清偿余额约为1500亿美元。市场上大多数TRF的多头防守线在6.15至6.20区间。随着人民币兑美元汇率跌破6.20，市场上的TRF多头会被银行勒令补充保证金或者平仓，这造成大量多头通过买入美元来平仓，从而加大了离岸市场上人民币兑美元的贬值。

综上所述，2014年2月以来人民币兑美元汇率的持续贬值，是央行启动、市场跟进、离岸衍生品平仓三者综合作用的结果。随之而来的问题是，近期的人民币贬值，究竟是人民币长期升值过程的短暂回调，还是意味着人民币贬值漫漫长路的开始？

笔者认为，从短期来看，在2014年下半年，人民币兑美元汇率可能转而出现小幅升值。从中期来看，2014年将是人民币单边升值过程结束之年，未来将会出现人民币兑美元汇率的真正双向波动，不排除在特定情景下，人民币兑美元汇率显著贬值的风险。

为什么2014年下半年人民币兑美元汇率有望重新小幅升值呢？第一，2014年下半年中国出口增速有望继续改善。2014年1季度中国出口增速低迷，很大程度上是由于2013年1季度基期增速较高所致，而2013年1季度出口增长背后有很大的跨境套利泡沫。因此，2014年1季度中国出口数字没有表面上看来那么糟，且下半年可能由于外需改善而继续好转；第二，近期中国政府宏观政策组合可能从“微刺激”转为“中刺激”，这将导致GDP季度增速在下半年的反弹，从而增强市场信心；第三，目前中国央行已经没有继续压低人民币兑美元汇率的激励；第四，美国政府开始向人民币汇率施压。从历史上来看，外部压力的加大的确可能造成人民币兑美元汇率的适当升值。

然而，从中期来看，人民币兑美元汇率的单边升值周期有望在2014年结束，从而进入真正的双向波动时期。从外部平衡视角来看，过去三年内，中国经常账户顺差占GDP比率都低于3%，这意味着当前人民币汇率已经相当接近均衡水平。从内部平衡视角来看，目前人民币兑美元市场汇率，距离由购买力平价决定的均衡汇率水平也越来越近。考虑到未来几年中美利差可能缩小、中国通胀率可能持续高于美国、中国劳动生产率增速可能持续下降而美国劳动生产率增速可能持续上升，这意味着人民币兑美元汇率的持续升值压力有望消解。

最后需要指出的是，未来几年随着美国退出量化宽松，美国金融市场对资金的吸引力将会加强。随着中国金融体系内隐性风险的显性化（例如商业银行出现大量坏账），中国居民对本国金融体系的信心可能显著下降。如果中国政府加快资本账户开放，则很有可能出现较大规模的国内资本外流。一旦这一情景发生，则人民币兑美元汇率可能出现较大规模的贬值。对此风险，中国居民与企业应该有所警惕与防范。

【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。】

本文由中国社会科学院世界经济与政治研究所（www.iwep.org.cn）提供]