

下半年人民币汇率还会贬值吗？

2015 年上半年人民币汇率走势分为三个阶段

2015 年截至 7 月中旬，人民币对美元汇率中间价整体略有升值，即期汇率在中间价引导下震荡走强。上半年走势分为三个阶段。

第一个阶段是年初至 3 月上旬，人民币即期汇率呈现明显的贬值趋势。1 月 14 日至 2 月 2 日 13 个交易日，人民币即期汇率以日均 13 个基点的速度连续下跌，相对中间价的偏离幅度由 745 个基点拉升至 1200 个基点。市场贬值预期逐渐发酵。

第二个阶段是 3 月中旬至 4 月下旬，人民币震荡升值。3 月 16 日-20 日，人民币对美元中间价大幅上调，即期汇率跟随升值，市场贬值预期随之淡化。即期汇率价格在 6.12 至 6.18 之间反复震荡。

第三个阶段是 4 月下旬至 7 月中旬，人民币汇率波动趋于稳定。中间价和即期汇率分别围绕 6.12 和 6.20 附近窄幅波动。

境外 CNH 价格走势和境内价格基本一致，总体呈贬值趋势。2 月份 CNH 价格低于境内即期汇率最多接近 200 点，3 月份人民币中间价上调后，境内外价差趋于缩窄，6 月份已经基本持平，7 月份受希腊债务危机的影响略有抬升。

四大因素决定上半年人民币汇率走势。美元加息预期、欧元区量化宽松政策、中

国经济下行走势、希腊债务危机共同决定了上半年人民币汇率的走势。

美联储加息预期改变了跨境资本流动的方向。上半年，市场对于美联储加息的预期一直摇摆不定。3月份之前，市场认为美联储将于年内加息，美元保持坚挺；然而3月非农就业数据表现糟糕，仅仅增加了12.6万人，远低于预期，对美国经济的担忧重新抬头，美元气势如虹的涨势开始回落调整。直到6月份非农就业人数增长至22.3万，美联储主席耶伦表态今年将会加息后，市场对9月份加息的期望重新抬升。相对应，我国跨境资本流动的方向也随美元加息预期而变化。1月-3月，我国市场主体结汇意愿下降，购汇动机增强，银行代客结汇占银行涉外总收入的比重从0.52下降至0.46，银行代客售汇占银行涉外总支出的比重从0.52上升到0.62，反映企业获得美元后愿意留存或者购买美元，持有美元意愿上升。4月至5月，上述两个指标均逐渐趋近至0.52，反映在第二季度，企业获得美元后持有美元的意愿逐渐下降，外汇市场上美元供过于求，人民币中间价的压力也随之下降，在4-6月基本保持稳定。

欧元区推出量化宽松政策推动欧元持续走低。人民币汇率中间价的制定规则是“以市场供求为基础，参考篮子货币汇率变动，……保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。”欧元作为我国最大贸易伙伴经济体的货币，在篮子汇率中至少占了20%的权重，欧元的波动也会对中间价产生影响。从过去的经验来看，前一交易日欧元贬值1%，中间价将会贬值0.3%，而且篮子汇率的作用越来越显著。欧元大幅走低也是第一季度人民币中间价贬值的主要原因。

上半年我国经济仍然保持较高的贸易顺差，有助于汇率稳定。上半年我国进出口总值11.53万亿元人民币，比去年同期下降6.9%。其中，出口6.57万亿元，增长0.9%；进口4.96万亿元，下降15.5%；贸易顺差1.61万亿元，扩大1.5倍。贸易顺差扩大增加了外汇市场美元供给，降低了人民币贬值压力。同时，也需要注意，上半年贸易顺差的增加主要是源于进口增速放缓，这一方面是能源大宗商品价格下降导致进口成本下降，另一方面也与中国经济增速放缓导致内需下降有关。换言之，近期的贸易顺差上升其实是一种“衰退型顺差”，对人民币汇率支撑程度有限。

希腊债务危机冲击离岸人民币汇率。7月5日，希腊“全民公投”，结果显示希腊民众不接受国际债权人提出的救助协议草案。7月7日，离岸人民币现汇价格一度跌至6.2240，创下4月27日以来的市场低点，CNH即期与在岸即期价差扩大至100个基点。希腊债务危机对CNH的冲击主要通过两个渠道。第一，境外投资者直接抛售

人民币资产，减持人民币存款和点心债。第二，由于人民币点心债二级市场缺乏流动性，投资者更多是采用货币掉期（CNH SWAP），或人民币利率汇率互换协议（Cross Currency Swap, CCS），进行对冲。上述两个渠道一方面降低了离岸人民币现汇价格，另一方面提高了离岸人民币隐含利率水平，导致 CNH 远期汇率承压。另一方面，由于在岸债券市场资金量远大于离岸市场，且银行间市场并没有改变对 CNY 的定价，希腊债务危机对在岸 CNY 的影响相对有限。

展望下半年，人民币汇率会保持宽幅震荡，略有贬值。

下半年人民币兑美元汇率有一定下跌空间，但不必担忧人民币兑美元汇率大幅贬值的风险。

其一，美元加息渐行渐近，人民币汇率继续承压。根据美联储主席耶伦最近的国会证词，美联储很可能在 9 月进入加息通道。下半年美元走强的势头进一步加强，风险资产价格将会重新调整，跨境资本流动会出现一定规模流出，人民币汇率的贬值压力会进一步加大。

其二，希腊退欧风波可能再度冲击外汇市场。尽管希腊政府已经和欧盟就纾困条件达成初步协议，但是究竟如何处理希腊的巨额债务问题仍然悬而未决。而且此次希腊公投事件增加了希腊离开欧元区区的概率，新的援助方案本身也还有许多细节问题，能否顺利实施还是一个大疑问。下半年很可能因为希腊问题再度导致欧元汇率波动，引发人民币贬值预期。

其三，下半年中国外贸形势将会有所改善，支撑人民币汇率。随着美国经济走强，全球经济环境将会有所改善，预计中国下半年出口形势将会有所好转，限制人民币下跌幅度。

其四，监管机构会致力于维护人民币汇率稳定。近期大陆股票市场出现了剧烈波动，扰乱了金融市场正常的交易秩序，提高了监管当局对金融风险的警惕性。预计下半年在跨境资本流动和金融开放问题上，监管当局会更加谨慎，降低外部因素对人民币汇率的冲击。此外，考虑到下半年 IMF 将会决定是否将人民币纳入 SDR 篮子，监管当局也会避免人民币汇率出现剧烈波动。

（笔者为中国社科院世经政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。

