

人民币汇率

广发证券首席经济学家、中国社会科学院教授刘煜辉认为，目前的“贬值+低利率”组合是非稳态，不太可能持续很长时间。原国家外汇管理局资本司副司长、国家行政学院决策咨询部副主任陈炳才则认为，市场对人民币长期升值的预期没有改变，当前人民币尚未升至均衡点，未来央行应采取“低利率+升值”策略对冲热钱并抑制通胀。



IC图片 制图/王力

贬值料不会持续

专家建议央行采取“低利率+升值”策略

□本报记者 任晓

汇率波动“在央行掌控之中”

中国证券报：此次央行扩大人民币汇率波幅有何意义？扩大波幅后人民币出现连续下跌，原因是什么？

刘煜辉：中央银行在这个时候动汇率，一方面是形势所迫。近年来跨境人民币套息交易的负面效应越来越大。从对外投资头寸来看，2011年之后中国对外净资产就开始不增加了，但是资产仍在快速增加，进入靠对外负债快速推动的过程。

从部门来看，截至2013年3季度，中国政府对外净债权3.39万亿美元，私人部门对外净债务1.58万亿美元。相较2008年底，政府对外净债权增加1.584万亿美元，但主要资金来源却来自于私人部门对外净负债的上升，上升1.273万亿美元，私人部门负债大量外币化。这一点与2008年之前的特点完全不一样。

2013年外汇占款和官方储备的新增虽然又恢复到高水平，但总量掩盖了结构：进来的多是短线，它只是一种名义上的收入，实质是对外负债的上升，出去的多是长钱。短钱经过银行中介这个加杠杆的机器又进入到经济的长期资产（地方政府项目和房地产），不断累积脆弱性的隐患。

如果美国货币政策正常化进程导致全球资金成本进一步确定性地抬升，对国内流动性的牵引力量将会越来越强。中国可能不再是“绝缘体”。2010年后中美债收益率的同步联动性显著增强，这说明中国的“外占”正越来越多地受到各种套利资金影响。

短期内套利交易呈现边际加剧态势，1月份代客结售汇顺差730亿美元，远期顺差230亿美元，上升都非常猛。央行此时出手也是形势所迫。

另外，央行在汇率上操作，可能也凸显出经济底线思维下，货币当局的困境。央行可能很清楚地看到套利资金流动，但难有作为。保持合意的利率、不让人民币自由浮动、遏制热钱，三者之间面临着不可调和的冲突，这是教科书中非常典型的“不可能三角”。

经济有底线，利率和汇率必然都被束缚着手脚。与其说高利率和升值驱动着套利交易，不如说是经济底线给套利交易做了担保。

央行最希望看到的结果可能是：逐步退出干预，人民币汇率能稳定在某一价位，并逐步实现双向波动并扩大波幅，从而增加跨境套利的成本。

自2月中旬人民币进入贬值波段以来，前期央行主动干预的痕迹还是比较明显的，比如汇率和利率的背离，中间价和CNY引导CNH，这都显示了，这不是一次人民币内在贬值预期驱动的行情。但3月7日后，市场主导因素开始增强，即当人民币进入大量结构性产品的下档保护价6.15—6.20区间后，震荡开始加剧，一些风险敞口的平仓盘开始出来，也就是说雪球自己可以开始滚动，获得了一些自我实现的贬值的动力，在央行宣布扩大波幅以后，动能有所增强，所以随后几天人民币出现连续下跌。但总体还在央行掌控之中。

陈炳才：央行决定3月17日起扩大波动幅度，一个重要意图就是抑制外汇资金流入，减少人民币汇率升值压力（这里所说汇率是指人民币兑换美元，以下同）。今年1—2月份我国外汇占款总体增长较快。虽然统计数据显示商业银行2月的外汇占款增加只有1400亿人民币不到，但国家外汇管理局2月结售汇顺差达到457亿美元，占款在2700亿—2800亿人民币。这表明，境外资金流入规模加大。同时，市场也在呼吁人民币对美元波动幅度扩大，甚至期望人民币兑换美元汇率有所贬值，减少套利资金进入国内市场投机。

但近期扩大汇率波幅后，人民币出现连续下跌，有多种因素在其中发挥作用。首先是2月经济数据在3月中旬陆续公布，出口形势



刘煜辉



陈炳才

和工业产值增长不理想，消费物价上涨，而工业品价格下跌，对企业利润和发展不利。市场预期汇率贬值应属于正常。其次，从市场表现来看，干预、投机或汇率交易行为异常是导致汇率连续贬值的重要力量。2月经济数据利空，应是一个短期现象，在2月15日之前的汇率波动中应该体现了，但这次人民币兑美元连续贬值接近3%，在操作风格上与2011年出现的连续12个交易日触及涨停和2012年出现的多个交易日连续触及涨停如出一辙，不过是在具体趋向和操作手法、时间上有所变化。如果不是央行的引导和干预，就意味着外汇市场存在影响汇率的强大力量，说明汇率交易机制有问题。

弱美元周期可能逆转

中国证券报：未来人民币走势如何？

陈炳才：在一个合理的汇率机制下，汇率的未来趋势是不确定的，如同股票价格走势一样。但在我国，人民币的汇率趋势或者被预期为升值，或者被预期为贬值，而且相对确定，说明汇率水平不均衡。目前的人民币汇率升值，相对于2005年7月21日之前，并没有均衡。1979年到1994年之间的人民币汇率贬值，一直没有找到均衡点，其标志就是汇率贬值之后，贸易很快出现逆差，而1994年的汇率并轨之后，人民币汇率再也没有贬值，而且没有出现持续的贸易逆差，甚至在亚洲金融危机、美国次贷危机期间，也没有出现大规模贸易逆差，说明1994年的汇率并轨，接近均衡价格。但2005年以来的汇率升值，虽然已经升值了一定幅度，但市场依然预期人民币汇率升值。人民币升值没有找到均衡点的标志就是我国依然存在巨大贸易顺差和外汇资金大量流入问题，而且商业银行的外汇贷款远超过外汇存款。市场对人民币汇率长期升值预期没有改变。

刘煜辉：从理论上讲，流行的巴拉萨—萨缪尔森效应反映出，经济增长越快的国家实际汇率上升得越快。如果该经济体名义汇率升得较慢的话（汇率低估），那么这个经济体就要发生通货膨胀和资产泡沫，实际上是以另一种形式来反应实际汇率的上升的存在，所以人民币实际汇率这十年已经升得很多了。但如果这个国家进入增长中枢下行的状态，而由于非市场的因素使得其国内的资产泡沫和物价又表现出很强的黏性，那么此时该国的名义汇率就可能进入一种高估的状态。新兴市场经济体多会经历这一过程。

人口红利的窗口关闭和制度红利的衰竭，中国经济增长的潜在中枢的下移，投资和储蓄结构或会发生深刻变化，引致过剩储蓄的消失和经常帐顺差被抹平；而美国制造业新经济因素、“服务业可贸易水平”以及非常规能源革命的经济再平衡战略深化，将导致

其经济中可能出现越来越明确的长期回报率回升的预期，1998年以来的经常帐逆差恶化的状况被大幅修正。过去十年的弱美元周期可能逆转。

客观上讲，人民币经历从低估（升值）到高估（贬值），是汇率实现弹性的必然路径。

尽快达到“均衡水平”

中国证券报：扩大波幅对于宏观调控来说是否多了一个稳增长的工具，如何协调利率与汇率政策？

刘煜辉：目前的“贬值+低利率”组合是非稳态，不太可能持续很长时间。

如果人民币走软持续，触发套利交易止损平仓，货币端利率就会回弹。如果诱发大规模资金外流，货币端的流动性冲击又有可能发生。更关键的是，人民币资产价格的下跌。在经常帐盈余衰退后，人民币贬值预期会给中国带来强紧缩效应。如果说2011年之前升值尚属于紧缩工具，政策经常用之来抑制通胀（尽管效果不佳）。但2011年4季度之后贬值便变成了紧缩效应，升值才能带来外汇占款的上升。

如果自我实现的贬值路径形成，资产价格下跌将会成为真正的风险。如果房地产价格出现危险——这是中国金融体系至关重要的抵押品，将意味着全局性紧缩效应释放。一旦贬值进入自我实现状态，这时候央行只有两种选择：

一是开闸放水，释放准备金予以对冲，理论上这会激发“米德冲突”。可能短暂效应后，会加深贬值预期，恶化经常帐，刺激更大规模的资本外流，利率飙升。EM有很多这样的个案。政策失败的根源是因为：放水以阻止泡沫的破裂，结果进一步恶化了投资和储蓄的关系。当然，中国有3.8万亿美元官方外汇储备和20万亿的法定准备金，能反反复抗多次，但趋势变化的机理基本上是一致的。

二是它不想让汇率贬值失控，还可以直接进场稳定汇率，可以通过中间价提升，并配合关键价位入市抛售美元，买入人民币，届时货币市场利率会出现紧缩性上升压力。其实某种程度又会回归之前的状态：高利率+稳定汇率。我不是说这种状态好，但我估计它会“活”得更久一点。

我个人感觉，央行大概率会选择再次稳定人民币汇率。央行最希望看到的结果可能是：人民币汇率能逐步实现双向波动并扩大波幅，从而增加跨境套利的成本。

陈炳才：汇率政策是货币政策的组成部分，而且是价格信号工具，其对宏观调控意义重大，当前最为关键是利率和汇率政策的协调与选择。

就利率政策来说，当前应降低利率。当前企业的融资成本很高，应该降低基准利率或

是在公开市场操作上引导市场利率下行，这样对经济稳定和企业生存、发展有好处。

就汇率政策来说，目前争论比较大，主张升值者认为升值可以抑制通货膨胀，促进企业加快转型升级，主张贬值者认为贬值可以促进出口，保障增长和就业稳定。两种看法都有道理，该如何选择？

假设贬值的思路正确，继续让人民币汇率贬值，乃至贬值幅度达到3%甚至4%，其结果也难以阻止资本流入。因为国内贷款利率达到10%—18%，套利资金即使扣除汇率贬值也稳拿4%以上的收益。但如果汇率贬值3%以上，进口原材料、设备等价格上涨，工业品价格将上涨，并传导到最终消费品，消费品价格就不是目前2.2%的水平，而是汇率贬值和消费物价上涨之和。此外，汇率贬值幅度大，会给予进行贸易融资交易的企业和机构带来汇率和利率上的巨大损失。

更重要的是，贬值不会刺激出口，也不会增加企业利润，国外进口商牢牢控制了我国出口企业的利润率。贬值将导致企业相互杀价竞争。

目前，我国经济已经进入中速度增长阶段，未来7年年均经济速度达到6.76%就可以实现翻番计划，没有必要追求高速度，应该促进企业转型升级，因此，应让货币继续升值，尽快达到均衡水平，这可以降低进口成本和物价，增加国内供给，抑制通货膨胀。另一方面，应该降低利率，降低企业资金成本，支持企业研发投入，也可以缩小境内外利差，有利于抑制资金流入。

加快完善汇率交易机制

中国证券报：汇率改革未来还应该采取哪些举措？

陈炳才：就汇率交易机制而言，2014年应继续完善，一是扩大汇率交易参与主体，允许符合资格和门槛条件的企业尤其是国际化企业在上海外汇交易中心开设外币账户，参与外汇买卖交易，或允许企业委托银行代理开户。这类企业包括从事海外投资的企业、B股上市公司、境外上市企业、境外工程承包企业，一些大的贸易商等，应允许其直接进入银行间外汇市场进行交易。

二是允许境外机构在境内直接开设人民币账户，享受境内人民币账户的国民待遇。这样，境外人民币资金直接进入国内市场，在境外市场的人民币资金就会大大减少，境外市场的人民币汇率交易就不足以影响国内的人民币汇率。国际上的人民币汇率将主要根据上海外汇交易中心的人民币汇率来波动。

三是完善汇率报价机制。应将上海外汇交易中心汇率交易收盘价作为第二天的开盘价，央行应减少干预和指导，让市场汇率有效波动。目前我国外汇储备规模巨大，不需要担心汇率波动后的汇率风险。只有人民币汇率升值超调，汇率才能进入合理波动，资本套利风险增加，市场才能消除升值预期。故应该通过市场自身，尽快使人民币汇率达到均衡。

四是调整汇率波动的结构。应加大对欧元和日元的升值力度。汇改以来人民币升值主要体现为对美元升值，对欧元和日元升值幅度十分有限。人民币兑换美元汇率升值只是满足了美国的升值要求，但没有从美国得到汇率升值的利益，尤其是美国对中国实现高技术进口限制。而如果汇率对欧元、日元大幅度升值，可以大量进口欧元区、日本的大量先进技术和设备，例如欧元区环境保护技术及设备其价格昂贵，国内企业觉得成本高。如果对欧元升值幅度大些，有利于我国扩大与欧洲的贸易，也有利于我国解决环境污染和碳排放问题，这对双方都有利。最后，汇率机制的完善需要利率政策与汇率政策的协调，防止和避免汇率、利率政策反向操作使宏观调控两难。

相对优势缩减

美元上涨底气不足

□本报记者 张勤峰

近期，美元在短暂上涨后重归停滞。如同过去一段时间多次出现的情况一样，美元指数对美国经济复苏及美联储政策变化表现较为麻木。分析人士指出，短期由于欠缺经济数据的配合，加息预期难以支撑美元持续走强；从较长时间来看，在全球经济逐步从衰退走向复苏的大背景下，美元与主要对手货币的基本面差距正在缩窄，导致其很难走出单边上涨行情。

美元反弹昙花一现

沉迷1月有余，美联储的最新利率决议让美元多头一时重新燃起翻盘希望。

上周三，2月份议息会议结束后，美联储表示，将维持基准利率在0—0.25%区间不变，且再度削减100亿美元资产购买计划至550亿美元。在年初经济增长出现反复的背景下，美联储以实际行动回应了外界对削减购债进程可能出现变化的猜测。

不仅如此，美联储主席耶伦会后表态的强硬程度超预期。当媒体问及，削减量化宽松按照当前步伐将在今秋结束，而此后至加息的“相当长”一段时间到底有多长。耶伦对此进行了首次界定，称大概6个月左右，不过一切都要取决于届时的经济状况。这意味着，美联储可能在2015年春季首次加息，比市场此前预期的明年秋季有所提前。

有外汇分析人士指出，如果说削减购债属于既定节奏的动作，耶伦的态度转变则是为美元多头奉上意外“红包”。上周三，在议息决议及会后声明披露后，美元一扫过去一个多月的颓势，面对其他主要货币走势全线走高，美元指数则脱离近五个月的低点，一度收复80整数关口。

然而，与多头殷切期待的“翻盘”相比，美元随后的表现恐怕又让人失望了。美元在上周快速冲高后再度陷入停滞，美元指数近几日则在80一线重新展开拉锯。正如过去多次出现的情况一样，虽然美联储政策退出节奏逐渐明朗，市场看多情绪十分高涨，美元却始终步伐摇摆，犹如扶不起的阿斗。

难得单边升值行情

过去半年多时间，很多人会诧异，美国经济稳定复苏、失业率快速回落、美联储启动QE削减计划，缘何美元指数迟迟未能进入上升通道，反而多次下探79一线？这或许得从美元指数的构成说起。

南华期货高级分析师张静峰表示，美元指数衡量的是美元对一揽子货币的汇率变化程度。这一揽子货币由欧元、日元、英镑、加元、瑞士法郎和瑞典克朗六种货币构成。因此，美元指数走势不仅反映了美国经济及政策形势，同时也会体现美国相对上述货币所代表的经济体在经济或政策层面的差异。

这当中，最典型的莫过于欧系货币。自去年下半年以来，欧元、英镑等欧系货币对美元持续上涨，给美元指数上行造成很大阻力。张静峰称，美国与欧元区的GDP差值在去年二季度后开始收敛，这是欧系货币趋势上行的强劲动力。同时，随着欧洲经济的复苏，市场对美元流动性需求不再如金融危机及欧债危机后那么强劲；相反在美联储货币政策调整的压力下，去年下半年至今新兴经济体央行为防止货币大幅贬值多次干预汇市抛售美元也令美指承受了下行压力。

国内某外汇投资机构报告指出，主要对手货币正缩减与美元的基本面差距，若非有超预期的经济数据或政策变化推动，未来美元指数可能很难走出单边上行行情。