

张明

zhangming@cass.org.cn

近期人民币为何强劲升值？

2013 年第 1 季度，人民币对美元汇率仅升值 0.26%。但在 2013 年 4 月与 5 月，人民币对美元汇率却分别升值了 0.77% 与 0.66%，升值幅度显著放大，仅这两个月的升值幅度就超过了 2012 年全年。进入 2013 年以来，人民币有效汇率也呈现出明显的升值态势。2013 年 1 至 4 月，人民币名义有效汇率与实际有效汇率分别升值了 4.30% 与 4.63%。

从外汇市场角度来看，人民币汇率升值的原因在于外汇市场上人民币供不应求。该供求缺口直接表现为外汇占款增量的上升，因为外汇占款是指中国央行与商业银行在外汇市场上购入美元、卖出人民币的规模。2013 年 1 至 4 月，中国外汇占款的月度增量分别为 6837、2954、2363 与 2944 亿元人民币，仅 1 月份的外汇占款增量就超过了去年全年。

外汇占款增量的上升实际上是中国私人部门将外币转化为人民币规模的上升，这一方面源自国际资本的大规模流入，另一方面源自境内居民与企业人民币升值预期下将美元资产转换为人民币资产的行为，而后者不涉及跨境资本流动。2013 年第一季度，中国国际收支再现双顺差格局，经常账户顺差达到 552 亿美元，而资本与金融账户顺差达到 1018 亿美元，结果造成中国外汇储备增加 1571 亿美元。

2013 年 1 至 4 月的贸易数据，尤其是出口数据，引发了广泛的怀疑。有大量证据表明，2013 年 1 至 4 月月均 18% 的出口增速背后，有很大一部分源自通过转移定价与虚假贸易渠

道的短期资本流入。例如，尽管 2013 年第 1 季度中国的贸易顺差高达 386 亿美元，但根据瑞银的估计，同期的真实贸易顺差仅为 24 亿美元。这意味着 2013 年第 1 季度的外汇储备累积主要源自资本流入。

综上所述，从外汇市场角度来看，2013 年以来的人民币升值主要源自跨境资本流入导致的人民币供不应求压力，以及人民币升值预期之下境内私人部门的币种转换行为。

导致跨境资本流入的主要原因又包括：第一，中国国内各项利率水平显著高于国外同类利率水平，持续为正的利差导致各类套利资金涌入，而人民币贬值预期逆转为升值预期进一步放大了利差的吸引力；第二，对十八大政府换届相关的不确定性以及对中国经济硬着陆的担忧逐渐消失，降低了中国市场的风险溢价；第三，全球投资者对欧债危机以及美国财政不确定性的担忧有所下降，风险偏好相应上升；第四，发达国家新一轮量化宽松政策加剧了全球流动性过剩，导致流入新兴市场经济体的短期资本规模显著上升。

然而，在过去也曾经发生过跨境资本大举流入，但人民币对美元汇率却大致稳定的现象，因此当前的人民币快速升值，也与中国央行降低了对外汇市场的干预密切相关。目前央行主要通过调控人民币汇率中间价的方式来调控汇率。人民币对美元中间价从去年年底至今年一季度处于较为平缓的升值过程中，但从今年 4 月起却开始加速升值。

央行近来降低对人民币汇率干预的原因大致如下：第一，配合扩大人民币对美元日均波幅的政策。央行副行长易纲今年在参加 IMF 春季年会时表示，央行可能在近期继续扩大人民币对美元日均波幅。在扩大波幅之前让人民币对美元汇率快速升值，可能有助于降低人民币持续升值的预期，从而在波幅扩大之后尽快实现人民币汇率的双向波动；第二，近期中美战略经济对话即将举行，而习近平主席与奥巴马总统也将进行会面。在此之前让人民币对美元较快升值，这有助于降低双方会谈时美国用人民币汇率作为谈判砝码的可能性及力度；第三，在其他货币集体疲软的背景下，维持人民币强势有助于继续推进人民币的国际化。

如何看待市场力量与央行行为在这一波人民币快速升值中发挥作用的相对大小呢？笔者认为，跨境资本大规模流入仍然是本轮人民币升值的最重要因素，而央行则在市场形势转变下顺水推舟。从历史经验来看，央行通常不会制造趋势，而仅仅是在趋势形成之后顺势而为或逆市操作。这次应当也不例外。

人民币如此强劲的升值趋势能否持续？笔者认为概率极小，更可能的情形是，在 2013 年下半年，人民币对美元升值幅度将会明显减缓，预计年底可能达到 6.10-6.15。主要原因包括：第一，在外需依然低迷的情况下，人民币对美元汇率，尤其是人民币有效汇率的快速升值，将会对中国出口增长造成显著冲击。今年 1 至 4 月的真实出口数据，事实上要比名义

数据低迷得多。从微观层面来看，目前中国出口企业的状况并不乐观。一旦国内投资增速下滑，那么出口增速对于短期经济增长的重要性将会凸显，出口部门不景气造成的就业压力也不容乐观；第二，近期内中国央行让人民币中间价快速上升的努力固然值得赞赏，但时机选择值得考虑。事实上，在去年人民币汇率面临贬值压力期间，中国央行能够让人民币中间价顺应市场趋势显著贬值的话，这会为今年的人民币中间价升值创造更大空间。由于目前经常账户占 GDP 比率已经处于合理范围内，人民币汇率波动更大程度上受到资本流动的驱动，在此时放宽人民币汇率波动区间以及降低对中间价的干预，可能导致人民币汇率超调。因此，中国央行可能缓行放宽人民币汇率波动区间的政策，同时增强对中间价的引导；第三，近期中国政府已经加强了对短期资本流动、尤其是通过贸易渠道的短期资本流入的监测与管理，预计未来一段时间中国面临的短期资本流入可能有所减缓。

总言之，迄今为止，人民币汇率形成机制改革已经取得很大进展。未来中国政府应该在两个领域继续努力：第一，进一步推进人民币利率形成机制改革，尤其是实现人民币基准存款利率的市场化。近期的经验显示，如果利率水平依然存在显著管制，这也会对汇率市场化形成掣肘，例如跨境套利活动会加剧人民币汇率的波动；第二，在人民币利率、汇率充分市场化，以及中国金融市场发展到一定水平之前，中国政府仍应维持适当的资本账户管制。在资本账户管制的前提下，人民币汇率运动主要受经常账户余额主导，波动性较小；而一旦放开资本账户，在短期资本的大进大出下，人民币汇率很可能发生超调，从而对中国经济增长与金融稳定造成不利冲击。

IIS 简介：国际投资研究系列（International Investment Studies）是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、张金杰、王永中、李众敏、李国学、潘圆圆与韩冰，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、王碧珺、林念、王宇哲、高蓓、陈博、刘洁与徐以升。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

责任条款：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投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。