

张明

zhangming@cass.org.cn

郑知理

## 人民币汇率单边升值周期行将结束

### ——2013 年人民币汇率走势回顾与展望

截止 2013 年 12 月 13 日，在 2013 年内，人民币对美元汇率升值了 2.8%，人民币对欧元汇率贬值了 1.1%，人民币对日元汇率升值了 19.3%。尽管人民币对美元汇率升值幅度看似有限，但考虑到受美联储退出量化宽松预期影响，2013 年美元对全球主要货币汇率保持强劲，这造成人民币有效汇率在 2013 年出现强劲升值。截止 2013 年 10 月，人民币实际有效汇率与名义有效汇率的同比升值幅度分别达到 7.7% 与 6.1%。

从人民币对美元汇率的季度升值幅度来看，2013 年第 1 至第 4 季度分别为 0.3%、1.4%、0.5% 与 0.5%。这说明 2013 年人民币对美元升值幅度最快的时期是第 2 季度（图 1）。正如笔者于 2013 年 6 月 26 日在 FT 中文网撰文（“人民币不宜强行升值”）指出的那样，2013 年第 2 季度人民币对美元的快速升值，从基本面来看是令人费解的。

从国际收支的经常账户来看，受外管局出台政策抑制跨境套利行为影响，出口同比增速在 2013 年 5、6 月大幅下降。从国际收支的金融账户来看，受美联储退出量化宽松的预期影

响，中国金融账户余额由第 1 季度的 885 亿美元下降至第 2 季度 277 亿美元。国际收支表错误与遗漏项更是由第 1 季度 193 亿美元的流入转为第 2 季度 329 亿美元的流出。在出口增速剧烈下降、资本流动出现逆转的情况下，人民币对美元汇率的快速升值，只能解释为中国央行希望该时期内人民币对美元汇率保持强劲。

在人民币汇率保持强劲的背景下，人民币国际化取得了显著进展。2013 年前三个季度，人民币跨境贸易结算规模均突破了 1 万亿美元。截止 2013 年第三季度，人民币跨境贸易结算占中国跨境贸易结算的比重约为 17%。截止 2013 年 8 月，人民币已经成长为全球第八大交易货币以及全球第十二大结算货币。2013 年下半年，香港人民币存款规模终于突破了 7000 亿元大关（早在 2011 年下半年就突破了 6000 亿元）。2013 年中国央行与巴西央行、英格兰银行以及欧洲中央银行签署了总额达到 7400 亿人民币的双边本币互换。而伦敦、新加坡与台湾的离岸人民币市场在 2013 年内也取得了长足进展。

然而，在人民币国际化进程如火如荼的背后，实则隐藏着大量的跨境套利与套汇行为。关于跨境套汇行为的证据包括：第一，当人民币具有升值预期时，人民币跨境贸易结算主要发生在内地的进口端，而当人民币具有贬值预期时，人民币跨境结算主要发生在内地的出口端；第二，香港人民币存款增量的大小，与人民币升值预期的强弱呈现出强烈的正相关。而关于跨境套利行为的证据包括：第二，自人民币国际化以来，香港银行对内地银行的债务没有显著变动，而香港银行对内地银行的债权显著上升，这意味着内地企业一直在从香港银行借入利率较低的贷款，并通过人民币跨境贸易结算的渠道输送回国使用。

如果上述判断是成立的，那么迄今为止的人民币国际化进展就无疑有很大水分。一旦人民币单边升值预期消失，一旦中外利差缩小，那么人民币跨境贸易结算是否还能够快速发展，香港人民币存款规模是否还能继续扩张，就存在较大的疑问。

笔者认为，若干证据表明，经过 2005 年 7 月汇改至今，人民币对美元汇率以及人民币有效汇率超过 30% 的升值，目前人民币汇率对美元汇率可能已经接近均衡水平，而人民币有效汇率甚至可能已经略有高估。具体理由包括：

第一，中国经常账户余额占 GDP 比率，在 2011 年与 2012 年连续两年低于 3%，今年将会再次低于 3%。鉴于国际经济学界主要利用经常账户失衡来衡量本币高估或低估程度，则从这一角度来看，人民币汇率已经相当接近均衡水平。更进一步，随着 2013 年人民币升值效应的逐步显现，以及中国国内要素价格市场化的推进，中国的货物贸易顺差可能继续收缩。而受上海自贸区以及中美 BIT 影响，中国的服务业将会加快开放。而在开放初期，中国的服务贸易逆差可能进一步放大。这意味着未来中国的经常账户余额将会继续缩小，甚至不排

除由正转负的可能。

第二，从资本与金融账户来看，一方面，中国的外商直接投资流入可能稳定在目前的水准上，而中国的对外直接投资将会显著增长；另一方面，随着美联储逐步退出量化宽松，国外利率水平将会逐渐上升。考虑到中国的利率市场化只能逐步推进，因此短期内国内基准利率水平上升有限。这意味着中外利差可能显著收窄。因此，未来一段时间内，中国很可能会面临短期资本流动频繁波动，甚至可能出现持续的短期资本流出（如果中国政府加快开放资本账户，尤其是推动中国居民的海外投资的话）。这意味着资本与金融账户的顺差将会缩小甚至逆转。

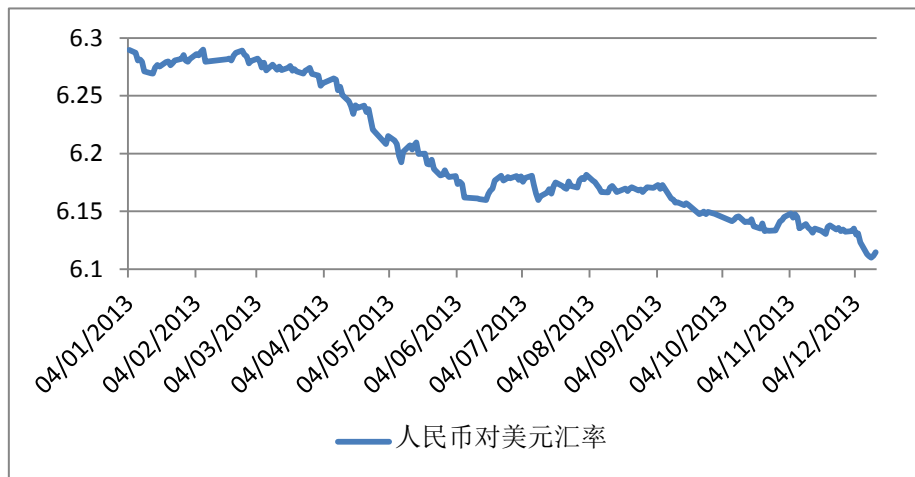
第三，从中长期来看，两国货币之间汇率的强弱，取决于两国劳动生产率的高低。未来一段时间内，美国可能再度爆发以生命科学、新能源或 IT 为代表的技术革命，劳动生产率有望如 1990 年代互联网革命那样快速上升。中国经济则会经历一次重要但充满不确定性的调整，不但要解决经济增长模式的转换问题，而且要应对金融体系内系统性风险的上升，因此未来中国劳动生产率的走势存在较大的不确定性。这意味着从中长期来看，人民币对美元汇率走势也依然能扑朔迷离。

综上所述，笔者认为，从短期甚至中期来看，人民币对美元汇率的均衡水平可能在 1 比 6 左右。如果按照目前的升值速度，人民币对美元汇率可能在 2014 年中期达到 6。之后受升值惯性影响，人民币对美元汇率可能在 2014 年下半年甚至 2015 年上半年继续升值，即出现超调。但一旦美联储开始步入新的加息周期，人民币对美元汇率将会面临重大考验。

2014 年中国政府有望继续推进人民币汇率形成机制改革。预计在 2014 年上半年，中国人民银行将会宣布将人民币对美元汇率的日均波幅由正负 1% 提高至正负 2% 甚至更高。但更重要的是央行是否会降低对每日人民币汇率中间价的干预。事实上，2013 年人民币对美元汇率的弹性，与之前相比有着显著下降，这意味着央行加强了对汇率中间价的干预。只要尽快放松央行对人民币汇率中间价的干预，才能使得人民币汇率波动真正反映市场供求的变化，才能避免 2013 年第 2 季度人民币逆势升值现象的重演。

至于未来几年内人民币国际化的进展，笔者认为将会面临一个证明过去的人民币国际化究竟是基本面推动为主还是套利推动为主的“自然试验”。随着人民币单边升值预期的逐渐消失，随着中外利差的逐渐下降，如果人民币国际化依然能够保持过去几年的速度，这或许能够说明迄今为止的人民币国际化进程是真实需求推动的，否则，我们就不能否认跨境套利行为的重要性。总之，一切须由时间来检验，且让上帝的归上帝，让凯撒的归凯撒。

图1 2013年人民币对美元汇率走势一览



资料来源：CEIC。

**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、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧珺，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、肖立晟、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。