

近期人民币汇率贬值的分析与展望

2014年11月至2015年1月这三个月内，人民币兑美元汇率出现了显著贬值。日度汇率收盘价由2014年11月初的6.10左右，下跌至2015年1月底的6.26附近，跌幅达到2.6%。尤其是2015年1月下半月，人民币兑美元汇率跌幅陡然加大，跌幅超过1.1%。那么，究竟是什么原因导致人民币兑美元汇率贬值？2015年人民币兑美元汇率是否会大幅贬值，甚至重蹈卢布的覆辙呢？

近期人民币汇率贬值的原因之一，是实体经济基本面承受不了过快的人民币有效汇率升值。2014年下半年，美联储退出量化宽松以及未来加息预期，造成美元汇率强劲升值。由于人民币对美元汇率保持大致稳定，导致人民币兑一揽子货币的有效汇率狂飙突进。人民币名义有效汇率由2014年6月的110.99升至2014年12月的121.53，半年时间内升值了9.5%。如此之快的有效汇率升值，势必对中国出口增速乃至制造业企业盈利产生负面影响。中国出口同比增速已经由2014年第3季度的13%左右降至第4季度的9%左右，未来还可能进一步下降。中国工业增加值同比增速到2014年第4季度已经降低7.6%左右，仅为全球金融危机前平均水平的一半。中国官方制造业PMI指数在2014年第4季度已经降至50-51的区间，其中新出口订单指数在2014年第4季度更是连续3个月低于50。因此，人民币兑美元汇率适度贬值，有助于缓解人民币有效汇率的升值速度，从而稳定出口与企业盈利增长。

近期人民币汇率贬值的原因之二，是短期资本持续外流、居民与企业结汇意愿下

降导致外汇市场上美元供不应求。2014年第2、3季度，中国国际收支表的金融账户均出现了资本净流出，而且主要体现为其他资本（债权债务类资本）的净流出。2014年12月，中国银行结售汇逆差达到571亿元人民币，其中代客结售汇逆差达到699亿元人民币。2014年12月，外汇占款增量下滑至-1184亿元，这是仅仅高于2007年12月的历史第二低外汇占款月度增量。无论是国际资本净流出，还是私人部门结汇意愿下降，都会导致外汇市场上美元供不应求，从而使得人民币兑美元汇率面临下跌压力。而导致资本流出与私人部门结汇意愿下降的深层次原因，一是美联储货币政策正常化导致美国对资金吸引力增强，二是中国经济潜在增速下行与金融风险显性化导致居民与非居民对中国经济的信心下降。

近期人民币汇率贬值的原因之三，是全球其他货币近期对美元汇率纷纷显著贬值，“全球汇率战”的战火已经开始弥漫。例如，受新近推出的量化宽松政策以及瑞士法郎脱钩事件影响，欧元兑美元汇率近期大幅贬值。又如，受全球大宗商品价格（尤其是原油价格）持续下跌影响，无论是作为新兴市场的俄罗斯与巴西，还是作为发达国家的澳大利亚与加拿大，这些大宗商品出口国的货币对美元无不大幅贬值。其中俄罗斯卢布对美元汇率在2014年更是出现接近100%的暴跌。在全球货币汇率普遍下跌背景下，继续维持人民币兑美元汇率稳定，对中国政府而言成本越来越高。

近期人民币汇率贬值的原因之四，是中国央行顺应市场供需压力变动，相应降低了对外汇市场的干预。在2014年下半年，尽管从私人部门的供需来看，人民币兑美元汇率已经面临贬值压力，但中国央行对此实现了持续的反向干预。相关证据是，尽管每日人民币兑美元交易价格已经逼近每日汇率浮动区间的下限，但每日人民币兑美元汇率中间价却还在不断升值。央行行为的拐点大致发生在2014年12月上旬与中旬之交。从12月中旬起，每日人民币兑美元中间价开始由升转跌，这一跌幅在2015年1月下半月进一步加剧。上述证据说明，由于意识到维持人民币汇率强势的收益越来越低、成本越来越高，中国央行转变了汇率政策的态度，开始降低干预规模，让汇率更多地由市场供求决定。

展望2015年，笔者预计，人民币兑美元汇率仍有温和贬值的空间，人民币兑一篮子货币的有效汇率将会维持大致稳定或微弱升值，但人民币兑美元汇率不会出现卢布式的暴跌。

首先，2015年，中国政府仍将面临保增长的压力，对出口增长的依赖较大，这意

意味着需要避免过强的人民币汇率水平。预计 2015 年中国政府的 GDP 增速目标将会设定在 7% 上下。目前，经济增速向下导致居民收入增速趋缓，短期内消费增速显著上行可能性很小。在固定资产投资中，制造业投资增速受到产能过剩掣肘，基建投资增速受到地方政府债务高企影响，房地产投资增速受到目前市场调整压力的束缚。因此，三大投资很可能只有政府主导的基建投资能够明显乏力。这就意味着，与 2014 年下半年相似，中国经济保增长需要出口部门的贡献。目前全球需求中除美国外，依然处于比较低迷的状态。要实现一定的出口增速目标，中国政府就要避免人民币有效汇率的过快升值。而要保持有效汇率的相对稳定，就需要人民币兑美元汇率适度贬值。

其次，2015 年短期资本可能继续流出中国，私人部门持有美元的动机可能进一步强化，这将维持外汇市场上美元供不应求的态势。如果央行试图让汇率水平更多地由市场供求来决定的话，这意味着人民币兑美元汇率也将继续面临贬值压力。

再次，尽管面临贬值压力，但 2015 年人民币兑美元汇率很难出现超过 10% 的贬值，更不要说重蹈卢布的覆辙。这是因为，其一，中国经济依然能够保持较快增长，7% 的增速在全球范围内依然罕见；其二，中国仍将维持经常账户顺差，虽然经常账户顺差占 GDP 比率仍将保持在 3% 以内。这意味着当前的人民币兑美元汇率距离均衡汇率水平不远，基本面因素并不支持人民币大幅贬值；其三，中国政府依然保持着资本账户的适当管制。这意味着如果短期资本持续大规模流出，中国政府可以通过加强资本流动管制来加以应对；其四，来自美国的要求人民币升值的压力将会卷土重来。由于美元升值过快，美国经济增长可能面临贸易逆差扩大的冲击。有鉴于此，来自美国方面的人民币升值压力与贸易保护主义压力可能死灰复燃，这一点也会制约人民币兑美元汇率的贬值空间。

综上所述，笔者认为，人民币兑美元汇率在 2015 年可能在 6.2-6.4 的区间窄幅波动，人民币名义有效汇率指数可能在 110-130 的区间内盘整。

（笔者为中国社科院世经政所国际投资室主任）

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。

