

张明

中国社科院世经政  
所国际投资室主任

## 人民币对美元升值有限

当前人民币兑美元汇率升值空间非常有限，未来将会呈现出显著的双向波动，甚至不排除人民币对美元显著贬值的可能性。

11月10日，人民币兑美元汇率中间价报6.1377，比前一个交易日大幅上涨225个基点。究其原因，很可能与上周末中国政府确认沪港通将于11月17日正式启动有关。有评论认为，沪港通的启动将会有力助推人民币国际化，从而推动人民币汇率呈现出新一波升值。对这一观点，笔者并不认同。笔者认为，当前人民币兑美元汇率升值空间非常有限，未来将会呈现出显著的双向波动，甚至不排除人民币兑美元汇率显著贬值的可能性。

根据国际清算银行的数据，人民币名义与实际有效汇率双双在2014年1月触及115.6与121.2的历史性峰值。之后，由于人民币对美元在春节前后至6月间显著贬值，与2014年1月相比，2014年6月的人民币名义与实际有效汇率分别下跌了5.9%与4.0%。然而，随着第三季度人民币兑美元汇率的重新走强，再加上美联储退出量宽导致美元对其他主要货币显著升值，导致人民币有效汇率在第三季度显著回升。截至9月底，人民币名义有效汇率已经创出116.0的历史新高，实际有效汇率

也达到119.8的高位。

近来，受国内经济增速低迷的影响，日本央行与欧洲央行相继表态要进一步扩大量化宽松政策的执行力度。这加剧了日本、欧洲货币政策与美国货币政策的分化，从而进一步推动了日元与欧元对美元的贬值。由于人民币兑美元汇率保持着稳中有升的态势，发达国家货币汇率的上述变化无疑会进一步加大人民币有效汇率的升值压力。笔者认为，人民币有效汇率如果继续快速升值，将对中国出口增速造成显著的负面冲击。

相关研究表明，人民币有效汇率升值与中国出口增速的负相关性，要显著高于人民币兑美元汇率升值与中国出口增速的负相关性。更重要的是，我们近期的一项研究表明，自全球金融危机爆发以来，中国的出口价格弹性明显上升，表明人民币有效汇率升值对中国出口增速的负面影响在危机后变得更加突出。

2014年第三季度，中国GDP同比增速能够达到7.3%，来自净出口的贡献功不可没。而2014年第三季度的

这一出口反弹，除与美国需求回暖、套利性资金流入有关外，与2014年上半年人民币有效汇率的贬值也密切相关。由此不难判断，要在消费增速平稳、投资增速下行的背景下实现保增长的目标，中国央行可能需要努力避免人民币有效汇率的快速升值。

除保增长需要维持人民币有效汇率稳定之外，还有两个因素也会限制人民币兑美元汇率的升值空间。第一，近期中国仍在经历短期资本流出。2014年第三季度，中国资本与金融账户出现816亿美元的逆差，与同期内815亿美元的经常账户顺差刚好抵消。考虑到同期中国还有439亿美元的直接投资净流入，这意味着该季度中国的短期资本外流高达1255亿美元。即使考虑到经常账户中有套利资本的流入，也仍不能改变短期资本净流出趋势。而这无疑会抑制人民币对美元升值。第二，近期宏观经济保增长压力凸显，市场对全面降息或降准的预期显著增强。而在美联储退出量化宽松政策的背景下，一旦中国央行全面降息或降准，内外利差有望进一步收窄，也会抑制人民币兑美元汇率的提升。

从更重要的基本面来看，过去三年，中国经常账户顺差占GDP的比率已经持续低于3%。如果剔除掉套利资金流入，2014年经常账户顺差占GDP的比率很可能仅为1%~2%。这意味着，当前的人民币有效汇率水平已经相当接近均衡汇率水平。而如果要维持有效汇率稳定，在美元强劲升值的背景下，人民币对美元应该适当贬值。因此，笔者认为，未来一段时间是中国央行进一步增强人民币汇率形成机制弹性的时间窗口。一旦市场供求导致人民币兑美元汇率下行，央行应该顺势推舟，而不是逆市干预。