

中国经济率先复苏，人民币汇率浮动暗藏玄机

Original 张斌 财经杂志 1 week ago

财经
CAIJING

独立 独家 独到

随着海外疫情预期好转，中国经济率先复苏，资金需求相对旺盛，企业海外举债和外资进入中国的动力提高，这会带动资本流动和人民币升值



文 | 张斌

资本流动和人民币汇率是很容易让人产生想象力的话题。市场派经常讲的故事是中国富人如何把钱转移到国外，货币超发和房价泡沫给人民币埋下巨大贬值空间，汇率背后的国际政治博弈等等。

这些说法反映了一些事实，好比是盲人摸象故事里面摸到了大象尾巴和鼻子。学术派经常讲的故事是均衡汇率、中美利差和风险偏好变化如何影响人民币，这种做法好比是看到别人家里有只大型动物，然后根据别人家的大型动物给自己家的大象画像，这些做法虽能反映一些事实，但难免张冠李戴。

汇率问题很复杂，大家都是盲人摸象。其他地方别人都摸过了，我们就不再摸了，我们要摸也争取摸到一些重要的地方。什么是重要的地方呢？了解任何一个市场，基本功课是了解这个市场上谁是主要玩家，这些玩家背后的行为动机如何，外汇市场也是这样。这是第一部分内容。然后我们再结合新冠疫情，讨论一下疫情对外汇市场的冲击，资本流动和人民币汇率会如何变化。

外汇市场的主要参与者和行为动机

货币当局的角色正在发生很大变化，从过去的定价者转向规则制定者。货币当局曾经是外汇市场上的庄家，绝对控制人民币汇率价格水平。为了维护价格水平，外汇供大于求的时候货币当局买入所有的超额外汇供给，外汇储备积累到4万亿美元主要就是这么来的。外汇供不应求的时候货币当局卖出外汇保证价格稳定，外汇储备从4万亿美元下降到3万亿美元，少了1万亿美元也是这么来的。央行做庄家的地位非常牢固，明白货币当局的意图才能理解人民币汇率变化，市场派或者学术派的解释都要让位于央行的意图。最近两年货币当局很少干预外汇市场了，不再动用外汇储备干预外汇市场，外汇储备水平在3万亿美元上变化很小，取而代之的是人民币汇率波动幅度增加。

货币当局虽然不再直接干预外汇市场，也不是撒手不管，他仍然是人民币汇率价格的规则制定者，具体说就是人民币中间价公式。人民币中间价公式包含了三个部分，外汇市场前一日供求、逆周期因子和篮子货币。为什么是这三个部分呢？自2005年7月21日人民币汇率形成机制改革以来一直强调三个目标，以市场供求为基础，参考篮子货币，保持人民币汇率和在合理均衡水平上的基本稳定。这三个部分分别对应着三个目标，上一日的市场供求对应着市场供求为基础，篮子货币对应着参考篮子货币，逆周期因子对应着保持人民币稳定。

举个例子，上一交易日人民币/美元中间价6.5，收盘价6.4，升值1毛钱；上个交易日美元兑其他货币升值了，为了保持人民币对篮子汇率稳定需要人民币贬值5分钱。两个加在一起，第二天的人民币/美元中间价从6.5升值到6.45。逆周期因子是什么意思呢？上一日收盘价和中间价差了1毛钱，央行认为差的太多了，就用逆周期调整系数把它减少一些，比如采用0.5的调整系数，那就只有5分钱反映到第二天的中间价上。这样第二天的中间价就不是6.45而是6.5。

再捉摸一下，这个中间价公式暗藏玄机，人民币汇率搞的其实是花式浮动。市场供求决定的人民币汇率是与外汇市场供求平衡相对应的那个汇率价格水平。篮子货币则不然，美元兑篮子货币里面的其他货币升值了，人民币对美元贬值才能保持对篮子货币稳定，这与国内外汇市场供求无关。逆周期因子是把外汇市场供求对价格的影响给压下去一部分。这三个东西放在一起，究竟谁主导呢？

只要央行不直接在外汇市场上买卖外汇，最终决定人民币汇率的是外汇市场供求，篮子货币和逆周期因子只是在短期内放大或者平抑汇率价格变化。举个例子，外汇市场第一个交易日供大于求要求人民币对美元升值5%，美元兑篮子货币升值要求人民币对美元贬值10%才能保持篮子货币稳定，两个力量合并第二个交易日人民币对美元中间价贬值5%。

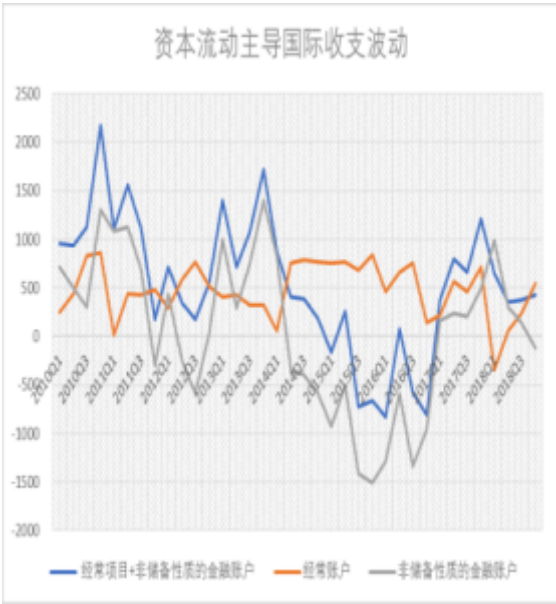
其他条件不变，上一日外汇市场供大于求压力没有释放出来，人民币没有升值反而贬值，第二个交易日在市场供求作用下人民币对美元的收盘价会较中间价升值10%，第二个交易日收盘价和开盘价的价差会反映到第三个交易日的中间价，人民币还是升值，市场供求压力还是会释放出来。如果美元兑篮子货币汇率变化大，人民币汇率波动看起来会紧跟美元汇率，这只是短期波动。

拉长时间看，如果稳定篮子汇率要求的人民币汇率变化与外汇市场供求变化方向不一致，外汇市场供求压力要求的汇率变化会持续表现出来，市场供求才是人民币汇率主导力量。使用逆周期因子会造成中间价偏离市场供求，市场供求压力持续积累会让市场开盘以后的价格显著偏离中间价，中间价与市场汇率价格偏移，这样操作时间长了中间价如果和市场汇率持续大幅偏离，中间价对市场的影响力会下降，市场价格毕竟是成交价格而不是中间价。

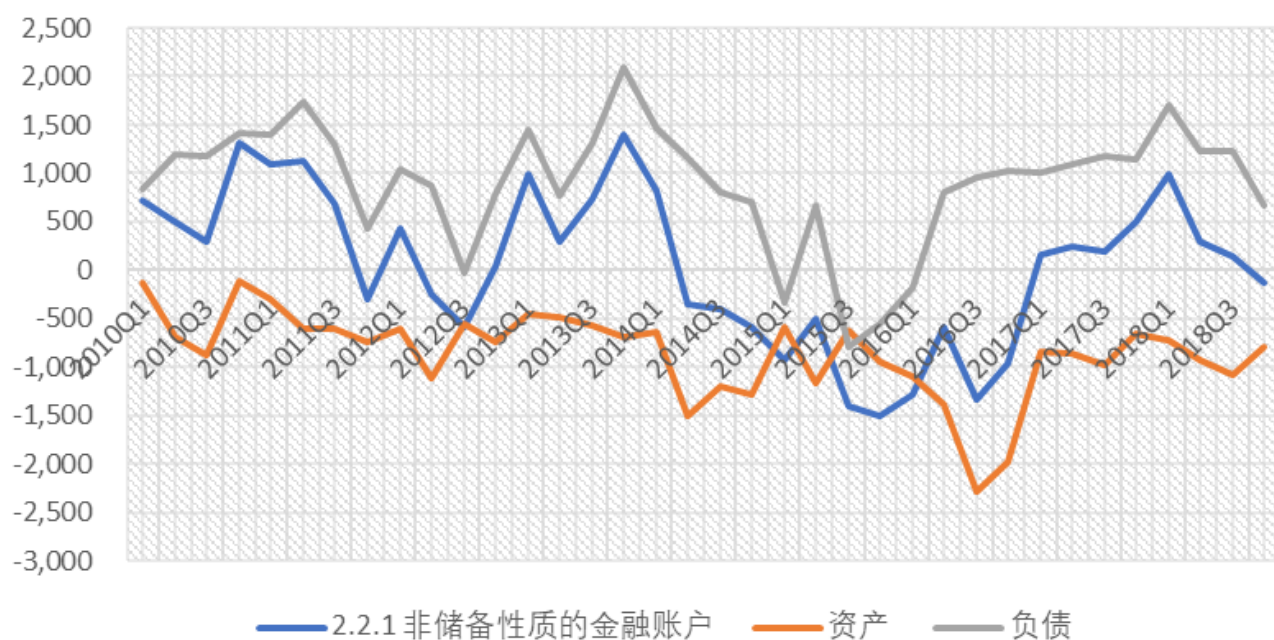
花式浮动也是浮动，是不是真正的浮动关键看央行会不会直接干预外汇市场。从央行的表态和中美贸易协议第一阶段关于汇率的内容来看，央行退出直接干预外汇市场还是可信的。理念上，央行多次强调弹性汇率对宏观经济的“自动稳定器”作用。央行行长易纲表示，要坚持市场供求为基础的汇率形成机制，中央银行已经基本退出了对汇率市场的日常干预。中美贸易协议第一阶段协议中汇率部分中关于“汇率政策”、“透明度”、“执行机制”等一系列内容,也是对央行退出外汇市场直接干预的强有力的外部约束。

市场供求主导人民币汇率，换种说法就是企业和居民行为主导人民币汇率。接下来的问题是哪些企业和居民在发挥重要作用，他们的行为动机是什么。通过观察国际收支平衡表、国际投资头寸表和相关的宏观经济指标，可以让我们有个大致的认识。

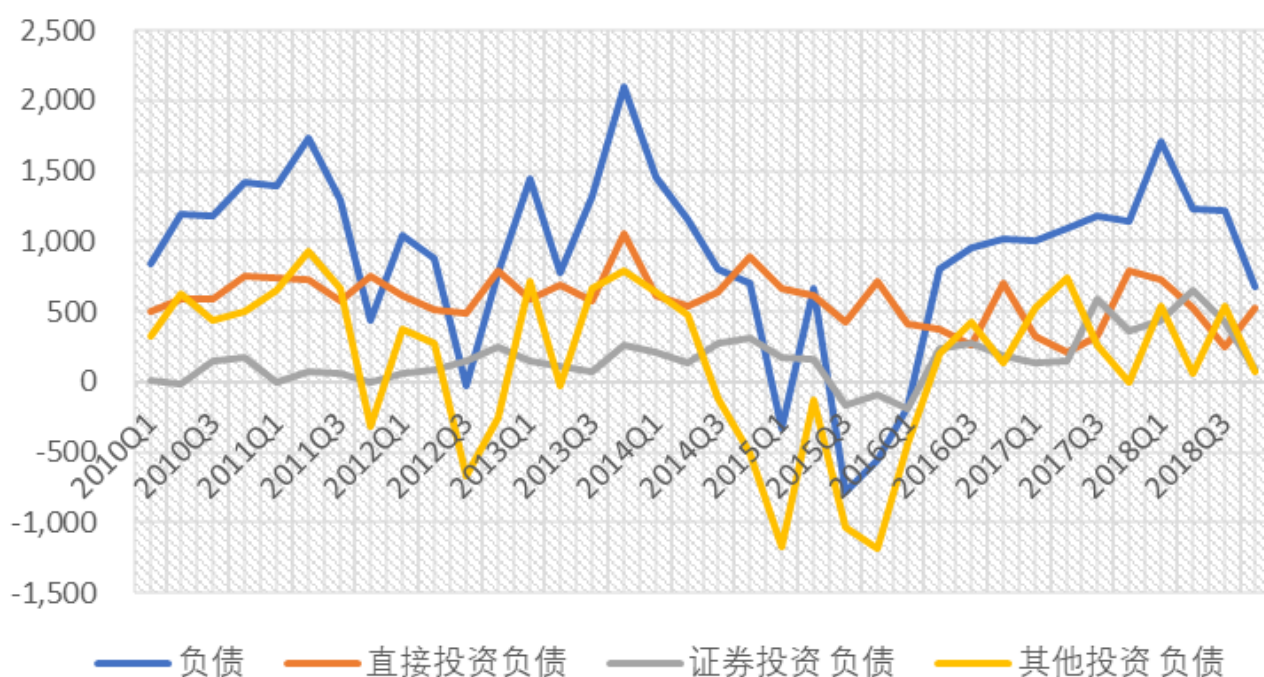
国际收支平衡表反映了对外经贸活动的流量变化，主要记录了两类活动，一是货物和服务贸易主导的经常项目下面的活动；二是资本流动主导的金融项目下面的活动；此外还记录了误差与遗漏。观察国际收支表各个项目的变化可以总结出来一下几个特征：1、货物和服务贸易进出口规模很大，但是边际变化相对稳定，短期内主导外汇市场供求的是资本流动。2、资本流动变化分别来自于金融项目下的资产方（增持或者减少海外资产）和负债方（增持或者减少海外负债）变化，负债方变化主导资本流动。3、金融项目下的负债方变化包括直接投资、证券投资和其他投资项目下的负债方变化，其他投资负债主导整个负债方变化。



资本流动起伏主要来自负债方



负债方资本流动起伏主要来自其他投资负债



数据来源：国家外汇管理局

其他投资负债变化反映了什么呢？其他投资主要包括1、“负债方中的货币和存款”：记录非居民持有的人民币及开在我国居民处的存款变动。2、“负债方中的贷款”：记录我国居民对非居民的贷款债务变动。3、“负债方中的贸易信贷”：记录我国居民与非居民之间因贸易等发生的应付款或预收。

再看一下国际投资头寸表，这张表反映了各种对外经贸活动带来的流量资金变化的累积，是个存量数据。截至2019年3季度，中国资产方接近5.5万亿美元，其中3万亿美元是官方外汇储备资产；企业和居民持有不到2.5万亿美元外汇资产，其中还包括了1.4万亿美元流动性较差的直接投资，接下来的1万多亿是流动性较高的证券投资和其他投资。中国负债方一共3.9万亿美元，其中流动性较差的直接投资2万亿美元，证券投资负债和其他投资负载各自9000多亿美元。这些数据放在一起说明中国是个净债权国，但债权主要在政府手里，企业和居民整体上对海外的负债远大于资产，企业和居民持有的流动性较强的海外资产1万亿美元远少于其接近2万亿美元的海外负债。

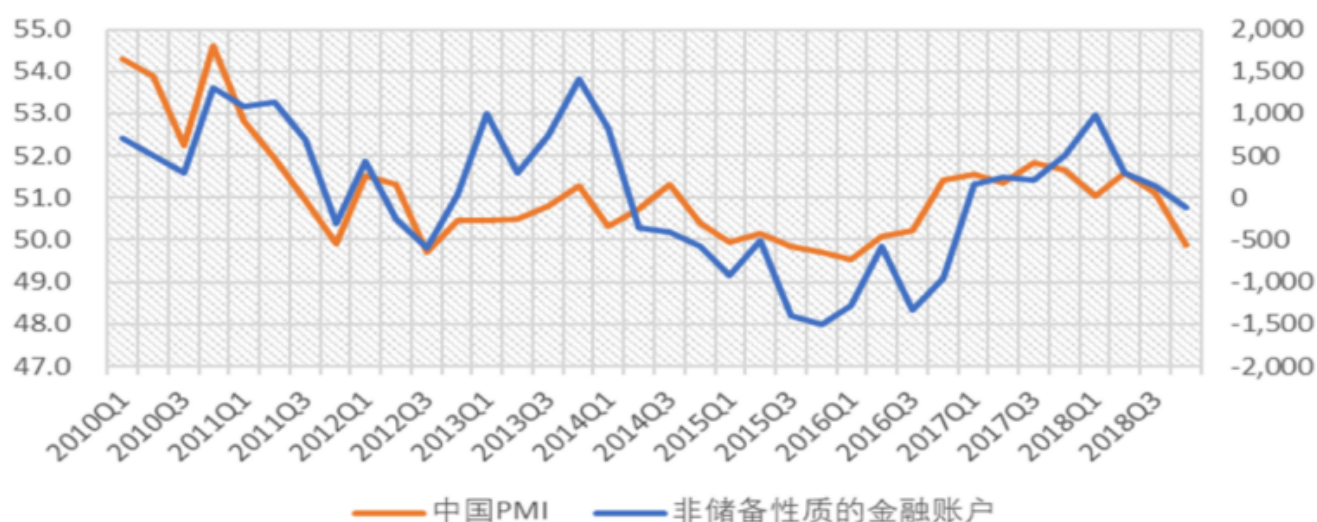
根据国际收支表和国际投资头寸表的这些信息，我们把外汇市场变化特征总结为“贸易投资主导型的资本流动”。外汇市场上活跃的主力动员是有实体经济背景的企业，包括进出口企业、对外投资企业、从海外大量举债的企业以及在中国投资的外资企业，只有这些企业才会广泛参与到其他投资项目中的负债活动，金融机构和居民因为没有实体经济活动背景难以涉及这些项目。

金融投资机构在外汇市场上主要是中介角色，自身外汇头寸有限，这一点可以从其他投资带来的资本流动远大于证券投资看出端倪。以家庭部门身份持有的外汇资产规模较小，没有负债手段，从其变化轨迹来看也是跟风，最后这一点可以从误差与遗漏项目变化（其中藏匿了家庭部门的不合规资本外流）跟着其他项目变化看出端倪。

相比中国的“贸易投资主导型的资本流动”，发达国家的资本流动有着显著差异，可以称之为“金融投资主导型的资本流动”。发达国家也是资本流动主导中短期外汇市场供求变化，但是资本流动背后的主体不同。发达国家普遍是藏汇于民，政府持有的外汇资产和负债较少，企业和居民通过以各种投资基金为代表的金融机构在外汇市场上发挥主导作用，他们持有大量海外资产和负债，主导着中短期的外汇市场供求变化。

中国“贸易投资主导型的资本流动”的行为主体明确了，行为特征如何呢？企业而非家庭部门和金融机构主导资本流动，企业的行为特征决定了资本流动特征。目前能看到的是中国经济景气的时候（PMI高），企业资金需求高，企业增加负债（贷款、贸易信贷，其他形式负债），非居民增加人民币计价的存款和其他资产，资本流入主导；经济不景气的时候（PMI低），国内资金需求低，企业减少负债，非居民持有人民币资产的意愿下降，资本流出主导。

资本流动与中国经济景气程度高度相关



数据来源：国家外汇管理局、WIND

新冠疫情下的资本流动和人民币汇率

可以把新冠疫情的影响分为三个阶段。第一阶段是国内疫情暴发期，从1月下旬到3月上旬。这个阶段出口下降大于进口下降，货物贸易顺差下降；与此同时，春节期间的海外旅行大幅下降，服务贸易逆差减少。更重要的是，这个时期海外金融市场稳定，企业各种形式的海外举债活动正常，资本流动相对稳定。人民币汇率随着疫情预期变化，先是小幅贬值然后小幅升值。

第二阶段是海外疫情暴发期，3月上旬至今。海外疫情全面暴发引爆股市、债市、大宗商品剧烈调整，并有向商业票据市场蔓延迹象，金融市场风险偏好大幅下降。这同时还带来了美元流动性短缺，美元相对其他货币升值，从3月9日94.6持续上升到3月19日的103，累计升值9%。这从多个方面带来了人民币贬值压力。

其一，根据现在的人民币汇率中间价规则，为保持人民币对篮子货币稳定，美元升值要求人民币贬值，这与市场供求无关，纯粹规则制定使然。

其二，离岸市场人民币贬值，冲击在岸市场价格。海外美元流动性短缺和风险偏好下降会带来人民币资产卖盘，离岸人民币价格贬值压力增加，离岸与在岸人民币价差增加，对在岸人民币价格也带来压力。3月9日在岸和离岸人民币价格还都是6.95附近，3月19日离岸人民币达到7.15，在岸价格7.09。

其三，海外金融市场剧烈波动环境下，中国企业多种形式的海外举债难度上升，资本净流入下降。

第三阶段，海外疫情预期好转，金融市场恢复平静。推动人民币贬值的力量是海外市场的美元流动性短缺和风险偏好上升，随着国际金融市场恢复到常态，风险偏好和市场流动性恢复会带来人民币升值。也是上面谈到的三个机制，只不过方向都反了过来。除此以外，中国经济率先复苏，资金需求相对旺盛，企业海外举债和外资进入中国的动力提高，这会带动资本流动和人民币升值。

作者为中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员；编辑王延春



责编 | 阮璐阳 luyangruan@caijing.com.cn

本文为《财经》杂志原创文章，未经授权不得转载或建立镜像。如需转载，请在文末留言申请并获取授权。