

# 人民币何去何从？

2018. 6. 26

近半个月来，人民币是四天大幅贬值，这两天连续大幅贬值，从 6.4 到 6.6，引发了国内外的关注。

一、美国不断加息，而我国开始不断降准，中美利差缩小，人民币贬值

(1) 欧美收紧货币，特别美国持续加息

今年 6 月份美国加息 25 个基点，将利率区间上调至 1.75%-2%，已经是第七次加息；英国在 2017 年 11 月首次加息，加拿大两次加息，日本央行 QE 实际购买规模下降，欧央行决定 QE 减量，全球主要发达市场都在收紧货币。

(2) 今年我国开始三次降准，特别最新一次降准，标志着货币政策开始转向

过去两年我国收紧货币，同时去杠杆。2016 年开始，我国开始收紧货币，央行通过拉长资金期限的方式，调控市场上利率水平，从 2016 年 8 月起，SHIBOR 隔夜利率从 2% 攀升至年底 2.3%，10 年期国债到期收益率水平也由 2.6% 一路攀升到 2016 年底 3.4%。2017 年开始，我国开始全面去杠杆，包括“一行三会”的去杠杆。

但是今年货币政策有所变动，2018 年 2 月至今已施行三次降准，第一次在春节前后，主要满足于春节前的临时流动性需求，第二次于 4 月 17 日宣布定向降准置换 MLF，支持小微企业融资，6 月份降准成为年内第三次降准，降 0.5 个百分点，释放 7000 亿资金，力度超过上一次，象征货币政策有所转向。面对美联储 6 月份的加息，中国央行不仅没跟随，而且还在降准，转向意图明显。

2017 年底以来，中美利差由 160bp 降至 60-70bp 区间，当前我国存款准备金率高达 15.5%，未来降准空间很大，在美联储加息背景下，中美利差收窄，美元升值，人民币存在贬值压力，处于贬值中。当然，利好债市。

二、对冲美国贸易战对于我国出口的负面影响，官方也有意让人民币贬值

6 月 15 日，美国对进口中国的总额 500 亿美元商品征收 25% 关税，第一组将于 7 月 6 日开征。美国还警告：如果中方采取报复性措施，美方计划对额外 2000 亿美元的中国商品加征 10% 的关税。美国打贸易战，不是美国总统川普拍脑袋、一屁股热拍出来的，而是美国国家智库酝酿很久的国策，很难改，川普只是实施而已，中美贸易战是无法避免的。

美国对中国征收 25% 的进口关税后，中国商品在美国的销售价格会大涨，让中国商品的竞争力大幅下降，出口也会显著降低，对国内经济产生负面的影响，为了抵消美国贸易战的影响，主动让人民币贬值，也是一个应对的手段，人民币贬值后，出口美国商品的价格会下跌，增加出口量。目前来看，想对冲掉这种影响，人民币的贬值幅度会较大。

三、我国杠杆率世界第四，上升速度第一，资金外逃压力大，货币贬值潜力大

这两日，人才财经委员黄奇帆表示：去年，包括政府的债务，居民的债务和非金融企业的债务加在一起差不多是 GDP 的 250%，在世界上处在较高的位置，非金融企业的债务，这个债务占 GDP 的 160%左右，这个量是非常大的。

这是政府的官方数字，全球第四，都已经很高了，再考虑到各层政府的隐瞒数据，以及地方债务的黑洞、民间大量的借贷（个人和小民企除了购房，很难从银行获得贷款，通过高利贷、P2P、民间借贷），实际中，我国的杠杆率会显著高于官方的数据，风险大。

过去两年我国虽然一直着手去杠杆，通过供给侧改革、去地产库存等手段，但杠杆率不仅没降，反而一直上升，而且我国杠杆率的上升速度全球第一，远超过第二名，这才是决定金融危机的关键因素。

“5-30 规则”指的是在 5 年的时间内，杠杆率上升幅度超过 30 个百分点，该国就会迎来一轮金融危机，无论是 1989 年破灭的日本，80 年代的拉美，98 年的泰国、马来西亚，还是 08 年的美国，都满足。而我国 2012 年杠杆率就为 155%，再到 2017 年的 250%，5 年间我国的杠杆率上升了 95%，远远大于“5-30 规则”的 30%。

由于杠杆率的快速上升，大量资金流入到股市，推动了房价的泡沫，我国的住宅不仅租金房价比是最低的（房价与房租的比值 PE 是世界上最高的），就连房价的绝对值，也依然位于世界前列，全世界房价最贵的十大城市，除了香港外，深圳、上海和北京都位于前十，其中深圳房价位于世界第三。

由于我国房价的过快上涨，也使我国的居民背上了沉重的房债，我国居民的债务/可支配收入是 90%多，和美国类似，相当于可支配收入 100，还债就需要 90 多，还债压力很大，都是房奴。（还没考虑民间借贷、亲戚借钱等）。

在国内资产泡沫大、债务问题大的背景下，资金外流的压力大，811 汇改之后，2016 年外储规模下降了 1 万亿美元，剩余 3 万亿，人民币大幅贬值，惊动了高层，于是我国采取历史上最严格的外汇管制，限制人民币的兑换，资金流不出去。如果不是我国实施了史上最严格的外汇管制，导致资金无法外流，身边周围都能感受到换外汇的艰难程度，我国的人民币估计 2017 年就会继续贬值了，人民币贬值内在的动力较大。

四、2018 年我国违约事件上升，债务压力大，可能选择适度印货币，以降杠杆

截止到今年 5 月底，至少 19 只债券、13 只信托违约，违约事件总额达到 216 亿元，较 2017 年同期增长 26%，这还不包括钱宝网、雅堂金融、唐小僧、联璧金融、善林金融等 P2P 的“全军覆没”。

纵观过去 100 年，各西方主要国家去杠杆要有三种方法：

- 1、过度紧缩型的去杠杆。去杠杆当然会带来金融紧缩，但措施不当，金融过度紧缩，造成了极其严重的经济萧条、企业倒闭、金融坏账、经济崩盘等局面。
- 2、是严重通胀型去杠杆。通货膨胀也能去杠杆，通过加货币去杠杆，坏账通过发货币稀释掉了，这种通货膨胀把坏账转嫁给居民，如果过于严重，会带来剧烈的经济危机、社会振荡。

3、是良性的去杠杆。虽然经济受到了一定的抑制，但是还是健康地向上，产业结构、企业结构调整趋好，既降低了宏观经济的高杠杆，又避免了经济萧条，保持了经济平稳发展。

过去两年，我国采取了各种措施，例如供给侧改革、去地产库存，以及“一行三会”的强行去杠杆，不惜关闭中小企业，推升资源的价格以解决国有企业的债务问题，但是杠杆率不仅未降，还上升。

在当前经济内忧外患的背景下，利润无法偿还债务，还债的压力越来越大，违约风险也越来越大，如果债务链条出现问题，那将会引爆金融危机。所以我国杠杆率降不下来，最后很可能会采用通胀性的去杠杆，印刷货币来还债，以降低杠杆率，解决国有企业和地方政府的债务问题，引发通货膨胀，相当于将债务转嫁给居民，这也会引发人民币的贬值压力。

五、欧美已经收紧货币，导致部分新兴国家已爆发了经济危机，货币大幅贬值60%左右

历史上看，每一段美元大幅升值，都导致新兴国家的资金外逃、货币贬值、经济危机等问题。例如上个世纪80年代的拉美债务危机，因为美国开始不断加息，导致美元大幅升值，拉美还债以美元计算，则债务迅速滚大，无法偿还；1997年-1998年的东南亚危机，也是美元不断升值，资金外逃，直接刺破了资产泡沫大的东南亚。

2015年美国收紧货币，美元步入牛市，导致了巴西、俄罗斯、阿根廷和委内瑞拉等部分发展中国家，在2015年发生了经济危机。2015年，巴西货币大幅贬值，巴西陷入自20世纪30年代以来最长衰退，阿根廷也陷入衰退；委内瑞拉陷入恶性通胀，经济已经崩溃；俄罗斯的货币也大幅贬值，深陷危机之中。这些发展中国家，本身各有各的经济问题，大部分国家都是资产泡沫过大，房价炒的过高，经济过虚，外围加息刺破了这些泡沫，导致危机爆发。

今年伴随美元反弹，危机继续蔓延，香港金管局不断入市救汇，买了将近630亿元才算把港币的盘险托牢；5月初，阿根廷率先崩盘，汇率、股市和债市全线暴跌；5月中旬，土耳其接棒，股债汇三杀，5月累计跌幅达到了17%；委内瑞拉通胀率达到13379%。

六、无论经济客观，还是政府的主观，人民币都会贬值，只是会控制贬值幅度

如果此前，我国政府是没有让人民币贬值的主观意图，一直维护人民币的稳定，但是美国贸易战打响以来，为了抵消美国贸易战的影响，政府不得不选择让人民币贬值，以减缓出口的下滑。

综上所述，无论我国经济的客观问题，还是为应付美国贸易战导致的政府主观，都有让人民币贬值的内在动力和意图，所以人民币会出现贬值。

但我国仍有3万亿美元的外汇储备，尚不用担心外围环境引发的货币大幅贬值、金融危机等，如果剩余1.5万亿美元的外汇储备，则容易被外围的货币收紧而刺破泡沫，带来危机，当前担心的是我国内部杠杆率过高、债务问题过大、经济困境而由内部引发的危机，无论哪个危机爆发，我国的货币都会大幅贬值。在

政府能控制的范围内，会控制人民币的贬值幅度，例如不能超过 7.5，但一旦出现危机，则会保经济和保楼市，不得不允许人民币大幅贬值。

## 八、如何配置资产

1、国家很可能学了俄罗斯，保楼市、弃汇率；但经济危机扛不住，房价也会下跌

因为全国居民的 70% 财富都是房地产，而且银行的大部分贷款也是房地产，一旦房价大跌，不仅全国居民的财富大幅缩水，会大幅削减消费开支，同时那么多的国有银行也会出现破产、困境，进而引爆大的经济危机。所以站在政府的角度上，为了保护银行和国有财产，会选择保楼市，弃汇率，大量印刷钱，让人民币大幅贬值，实现以本币计算的房价平稳，当然此时，会带来大的通货膨胀，相当于将通胀转嫁给民众。俄罗斯是保楼市不保汇率，货币贬值 60% 以上，2015 年-2016 年房价小幅上涨，但通货膨胀 CPI 超过 10%，2017 年俄罗斯经济扛不住，房价出现了小幅下跌。

2、配置海外资产，包括海外房产

配置海外资产是最好的，无论国家是保汇率弃楼市，还是保楼市弃汇率，海外资产不受影响，例如购买发达国家的地产，因为人民币贬值的潜力大，而且正在贬值，如果爆发经济危机，汇率能贬值 50% 以上，巴西和俄罗斯货币都贬值在 60% 以上，则购买海外资产，能起到很好的对冲效果。

3、持有美元欧元

美国和欧洲都已经开始收紧货币政策，而且这是历史性的转变，并非短期，而是长期的，加上欧美经济的健康性和稳定性。

4、持有现金，部分以黄金形式分散

因为如果国家为了解决债务问题，或者保楼市弃汇率，都会印钱，通胀会大幅攀升，人民币无论对外，还是对内，货币都会大幅贬值，此时黄金能够保值。

之所以以黄金的形式，不能都买资产，是因为黄金能及时地换回现金，相当于现金，必须留有部分这种现金，是因为一旦出现金融危机，失业潮、倒闭潮来临，资产价格也会暴跌，你会面临生活的巨大压力，你需要要渡过几年的困难时期。