

密切跟踪三指标 警惕人民币短期过快升值风险

中山证券首席经济学家 李湛 中国社科院教授 何德旭

本轮人民币汇率升值主要是因为美元流动性泛滥导致非美资产配置需求增加、中国防疫成效显著，经济率先复苏以及中美利差较高。根据历史经验看，汇率不断走强会通过降低出口创汇能力等途径埋下危机种子。但是，在新冠肺炎疫情和外围环境不确定的大背景下，考虑到中国出口韧性强劲、金融监管水平不断提升以及未来国际货币体系可能长期处于没有锚的局面，保持人民币汇率在合理区间内的坚挺是必要的，但依然要对人民币短时间内过快升值和高估风险保持谨慎。

人民币升值有三大因素

今年5月底以来，人民币汇率呈现大幅升值走势。市场对本轮人民币汇率升值的原因基本上形成了共识，但对人民币升值的影响和走势还存在较多争议和讨论。笔者认为，本轮人民币升值主要有以下三方面原因：

首先，美元流动性泛滥是本轮人民币升值的重要原因之一。年初美国疫情暴发和全球资本市场暴跌，美联储采取了零利率和无底线宽松政策为市场紧急提供流动性，平息市场恐慌情绪。4月美国疫情趋于稳定、全球资产价格逐渐修复以后，美元流动性泛滥的影响开始逐渐显现。美国M2增速由2月的6.81%增至9月历史高位的24.11%；美元指数由5月中旬的100左右降至8月底的约92，贬值了约8%，9月小幅反弹至94.5左右后，10月震荡下跌至93附近。

美元流动性泛滥导致美国通胀率上行使美债的实际收益率为负，美股快速反弹至历史高位与其基本面背离、有一定高估风险，以及美元信用受损，都促使国际投资者对非美资产配置的需求增加。一是美债实际收益率为负，促使资金流向其他收益更高的资产。二是美股已经处于高位，有较大的回调风险。三是美国财政赤字激增和美元流动性泛滥有损美元信用。根据美国财政部10月16日发布的报告显示，美国在2020年财年（截至今年9月30日），财政赤字已经高达3.13万亿美元，是2019年财年9844亿美元的三倍多。预计2021年美国联邦政府的债务水平将会超过美国的GDP。

但也应注意到，本轮人民币升值与美元贬值的趋势有两个显著的差异性：一是人民币升值的幅度不及美元贬值的幅度，二是在5月中旬至8月底，本轮人民币升值的时间区间明显滞后于美元贬值。这可能是因为投资者对不确定性因素持较为谨慎的态度。此外，人民币资本项目不能自由兑换，也在一定程度上影响了国际资本流入中国。

其次，中国在全球范围内率先控制住疫情，经济率先复苏，宏观基本面较为强劲支撑人民币走强。全球知名机构对2020年全球主要经济体的经济增速预期的趋势较为一致，基本上认为中国将会成为2020年全球GDP增速唯一正增长的主要经济体。中国相较于全球其他国家更强的基本面以及较为节制的货币政策，令人民币资产的吸引力增强。

最后，中美利差保持在较高水平和人民币汇率升值的双重收益，使得中国债券对外资的吸引力增强，有利于外资流入。

另外，中国政府正在加大推进中国债券市场对外开放的力度。一是促进中国政府债券被纳入国际债券指数。9月25日，富时罗素宣布中国国债将被纳入富时世界国债指数（WGFI），预计2021年10月开始纳入。至此，全球三大主要债券指数彭博、摩根大通和富时均将中国债券市场纳入。

二是进一步推动债券市场的自由化和便利化。9月21日，中国人民银行和国家外汇管理局发

布关于《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定（征求意见稿）》公开征求意见的通知，对汇出入币种匹配管理进行了优化。还有其他一系列举措等都有利于促进资金“引进来”，为中国资本市场引入长钱。

三是放开境外评级机构进入中国市场的限制，有利于促进债券信用评级机构的规范发展。外资的进入可以通过“鲶鱼效应”促进本土评级机构的发展，更好、更及时地识别、评估和预警信用市场的风险，促进中国债券评级机构的规范发展。

推动人民币国际化迎较好时机

中国吸取了亚洲金融危机等教训，汇率制度更加有弹性、资本账户并未完全放开、不断降低短期外债占比。考虑到在新冠肺炎疫情和外围环境不确定的大背景下，本轮人民币汇率升值对出口创汇能力和热钱流入的影响在一定程度上是可控的。

首先，人民币汇率的升值并未影响中国的出口增速，疫情冲击下，海外的供需缺口主要由中国填补。

其次，货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架以及金融科技的应用，不断提升政府的监管水平和政策调控的精准性。十九大报告提出“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”。货币政策的调控目标更加多元化，要维持稳增长、调结构、控总量和防风险之间的平衡，货币政策的调控方式也更加偏向于使用结构性工具。同时，大数据、云计算等金融科技正在不断被应用在金融监管领域，提升金融监管的水平，及时发现异常交易和可能形成金融风险的隐患，并及时做出响应和制定应对预案。

再次，美元流动性泛滥可能会导致未来国际货币体系出现没有锚的混乱局面，目前是推动中国资本市场和人民币国际化较好的战略时机，人民币汇率在一定范围内保持坚挺是必要的。

综上，笔者认为，人民币汇率在一定区间内的升值是合理的，这正反映了中国在全球范围内较为强劲的基本面，同时也可以促进中国资本市场的国际化和人民币国际化。但依然要注意人民币短时间内过快升值和高估的风险，可以密切跟踪三个指标：一是进出口增速的变化，当经常账户连续三个月以上处于逆差时，需要引起重视；二是外汇储备和资本流动的变化，当外汇储备快速减少和资本大量流出同时发生时，需要引起重视；三是外债占比结构的变化，当外债占外汇储备的比例升高、短期外债占外债总额的比例升高时，需要引起重视。