

## 人民币汇率“势在必贬”

自从2005年7月21日，央行宣布人民币汇率不再盯住美元，从而开启以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度以来，人民币汇率一路上行最高至2014年1月的6.09元/美元，之后见顶，汇率趋势出现逆转，至2015年1月，人民币汇率为6.25元/美元，一年内跌去2.6%，之后在区间内小幅波动。一年半来，虽然央行通过调控中间价、市场操作等方式在努力维护人民币汇率的稳定，但从人民币即期价格和离岸价格的波动情况来看，人民币汇率总体上呈现震荡下行的趋势。

鉴于我国目前的投资、外贸以及宏观经济增长的放缓趋势，以及劳动力成本的持续上升，加上各主要经济体货币政策的分化情形，笔者认为，人民币贬值势在必行。主要依据有以下五个方面：

第一，美元长期走牛的条件已经形成。从长期来看，一国货币汇率走强的主要因素有三个：相对较快的经济增长、紧缩的货币政策以及相对较高的社会投资风险偏好。目前美国这三个条件基本都具备。从经济增长数字来看，2011年以来美国经济稳健复苏，其增幅持续上升，目前GDP增速已超2.5%，预期2015年之后将进入3%以上的增长时期；从货币政策走势来看，量化宽松政策退出之后，美元进入长期加息周期；2014年初以来不断上升的信贷数据足以佐证市场资金风险偏好在不断上升。

第二，人民币升值的长期基础正在发生改变。宏观经济数据表明，经济增速持续放缓，资本回报率下降，企业中长期信贷数据表明，增长预期所主导的风险偏好在下降，企业长期投资的动力减弱，且贸易收支和资本流动的顺差在不断收窄。因此，无论从内部供求和国际收支角度来看，人民币长期升值的基础都已经不在。

第三，人民币贬值是扭转外贸出口一路下行趋势的唯一利器。2015年5月份，我国出口增长再度创出新低，同比增幅只有1.6%，比去年同期下滑5个百分点。在投资失速、消费平稳的宏观大环境下，出口大幅下滑对于国内经济的增长而言无疑雪上加霜。从货币汇率和贸易的结构数据来看，在美元指数强劲升值的背景下，最近三年人民币汇率对日元和欧元分别被动升值50%和20%以上，这是我国对日本、欧元区出口增速大幅下滑的重要原因之一。目前，劳动力成本优势的基础——人口红利消失，贸易升级所依赖的产业工人教育素质提升也尚待时日，唯一能够扭转出口贸易颓势的速效药就是汇率贬值。

第四，流行性过剩对人民币贬值的压力。2008年以来我国货币供应规模不断扩张，M2总量从2008年的47万亿元增至目前的130万亿元，M2/GDP的倍率从1.5倍升至1.93倍，货币供应量持续高于GDP增长的现实之后必然是：当房地产和股市的财富效应弱化，大量资本外流、寻求新的盈利增长点。

与此同时，人民币利率去年三季度见顶之后一路下行，人民币和美元的息差收窄成为资本外流的另一种潜在动力。从目前稳增长的需求来看，货币宽松和信贷宽松将是下一阶段的政策主旋律，在这样的旋律下，资本外流倾向将自我强化，人民币汇率也将因此承压。

最后，从人民币汇率走势的演变过程来看，有两个不确定因素可能影响人民币汇率的贬值幅度和贬值节奏。一是中国央行的国内经济稳增长和人民币国际化之间的利害权衡；二是美联储加息进程的节奏和力度。从人民币汇率的形成机制、波动区间弹性和资本项目开放程度来看，我国政府仍然掌握有控制人民币汇率走势的能力，但问题在于，无论政策做什么样的选择，都存在利弊两端：一方面，稳增长需要外贸助力，而目前能够促进外贸增长的唯一利器是汇率贬值；另一方面，我国推动人民币国际化的政策选择使得人民币汇率稳定变得至关重要，一旦步入贬值周期，人民币国际化的进程将会不同程度减速。在这政策两难中，央行如何取舍，对于人民币汇率的走向至关重要。