



美国加息不断，人民币能否独善其身



美国加息是否会让人民币贬值，引发中国资本外逃，并令经济增长进一步放缓，让中国股市雪上加霜？鉴于美联储大肆渲染货币紧缩政策，恐惧再度加剧。其实，无须担心。美联储加息，人民币未必下跌。即便人民币下跌，历史表明仅此一项并不会使资本撤离中国市场，且令股市一蹶不振。容我解释一番。

2021 年 3 月，我在专栏文章中指出，担忧人民币升值冲击中国经济是无稽之谈。事实胜于雄辩。人民币兑美元汇率于 2020 年升值 6.5% 之后，2021 年又升值 2.6%。而许多人担忧的出口滑坡始终未出现。恰恰相反，出口量猛增 29.9%，推动 GDP 上涨 8.1%。没错，2021 年 GDP 同比增长趋缓，但并不是受货币影响。这种放缓更多是数学意义上的：2020 年下半年经济的大幅反弹意味着同比增长的起点要高得多。此外，国内管控楼市信贷和疫情防控亦是阻碍因素，但影响相对较小。熊市呢？也不是货币的错。对于房地产债务问题和监管改革反应过度的焦躁情绪引发股市大跌。

如今一改对于人民币走强的担忧，许多人预测美联储加息会推动美元兑人民币汇率走高，从而迫使外国投资者撤离中国，同时抬高中国企业以美元计价的偿债成本。他们认为，紧随中国央行近期下调贷款利率，2022 年美联储加息将导致双重危险。他们表示，如此背道而驰会加剧人民币贬值。这种观点有一定的道理。如果其他条件相同，货币会追逐更高的收益率，因此在美国加息和中国降息的背景下，资本会流向美国。所以，中国政府时刻在关注资本动向。

但是，经常被忽视的一点是其他条件均不相同。每当美联储开始大肆渲染加息时，许多分析师眼前又会浮现以往的问题，例如：1997-1998 年的亚洲金融危机。当时，美国加息引发了中国周边几个国家的货币危机。泰国等国对于经济学家所谓的“三元悖论”有了深刻认识。该理论认为，在固定汇率、资本的自由流动性和独立的货币政策这三项目标里，一国最多只能满足三项中的两项，但不可能三项皆占，至少不是以极端的方式存在。发生危机时，泰国等国的美元挂钩政策承压，并最终崩溃，引发全球各地接连发生的区域性崩溃。

这可能会让您担忧当下的中国。勿须担心。过去 15 年，中国政府逐步进行货币改革，类似于 1997-1998 年的金融危机不太可能发生。没错，中国正在追求“三元悖论”中的每项元素，但并不采用极端的方式。2015 年金融改革允许人民币在更大范围内浮动，并且多次调整一篮子货币，从而减少对美元的依赖。中国也管理着资本流动，意味着大规模资本外流不会发生。

此外，历史数据表明，仅仅加息并不会导致汇率变动。自中国人民银行于 2005 年放松人民币与美元挂钩，仅发生过一次完整的美联储加息周期（始于 2015 年 12 月 16 日）。翌年，人民币兑美元汇率下跌了 6.9%；而中国股市在投机泡沫破灭后已经开始下跌，在加息后的两个月里持续下跌。但汇率和股市在不久都止跌。美国加息一年之后，MSCI 中国指数上涨了 8.7%。尽管涨幅不大，但依然见涨。加息两年之后，中国股市飙升

55.1%，人民币兑美元汇率回归加息前 2%上下的水平。

纵观其他货币也表明美联储加息的影响有限。根据自 1973 年起美元兑全球一篮子货币的有效数据，共有九次美联储加息周期。周期首次加息后的 12 个月内，美元汇率平均下跌 0.4%。九次加息，五次上涨，四次下跌。24 个月之后，美元汇率平均上涨 0.002%，真是微不足道！美元汇率下跌次数是上涨次数的两倍。

为何加息未能促使美元汇率上涨？因为如所有的有效市场，货币市场也对央行行动预先定价。正如当前情形。美联储尚未加息，但分析人士数月前早已预测 2022 年会加息。投资者已将这一因素同时纳入针对有足够流动性市场（包括股票、债券、货币等）的每个决策。

市场从来不是由单一变量决定的。中国依然是全球经济关键的增长引擎，尤其是科技行业的企业异军突起。疫情凸显中国在全球供应链的关键作用。如果人民币兑美元汇率稍有下跌，投资者是否会显著减少这方面的投资？非也！

即使加息减小了美元兑全球一篮子货币的汇率，但美元兑人民币的汇率仍会保持相对稳定。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37830

