



管涛：做好“三稳”工作是 明年人民币汇率反转的关键



意见领袖 | 管涛

要点

明年人民币的涨跌不取决于美元强弱和中美利差，而是取决于中国经济基本面。

今年3月初以来，人民币汇率（以下如非特指，均指对美元双边汇率）冲高回落，到10月底11月初，从6.30跌至7.30比1附近，最多较年内高点回撤近14%。虽然11月初新低之后，人民币汇率震荡走高，到12月初升回7.0以内，但年内跌幅仍有8%以上。年底，对于明年人民币汇率走势，多空观点分歧较大。其中，有人提出，明年人民币汇率反转没有悬念，依据是现在人民币汇率低估特别是相对于中长期均衡水平明显低估。事情果真如此简单吗？



何为人民币的均衡汇率

何为均衡汇率，在讨论人民币汇率低估还是高估问题之前，首先要弄清楚这个基本概念。

均衡汇率是指与一国宏观经济同时达到中长期内外均衡状态相一致的真实汇率水平。其中，对内均衡是指经济增长达到潜在产出水平，同时就业充分、物价稳定；对外均衡是指国际收支尤其是经常项目收支基本平衡，经常项目顺逆差与 GDP 之比在合理范围以内（国际认可的合理区间为 $\pm 4\%$ ）。此处的内外均衡，不是指一年以内的短期经济运行状态，而是至少两三年甚至更长时间的中长期。

日常，人们关心的是人民币对美元汇率的合理水平，但这与理论上的

均衡汇率相去甚远。理论上，均衡汇率是指多边汇率，即汇率指数，包括名义有效汇率（NEER）和实际有效汇率（REER）。这是因为一国对外经贸关系日益多元化，国际货币体系也日趋多极化，多边汇率才能更好反映一国货币汇率的合理状况。基于对对外经济平衡的偏好，国际货币基金组织（IMF）出于国际竞争力的考量，测算各国货币的均衡汇率通常是指 REER。

现实中，同一个双边汇率水平，有可能对应不同的多边汇率。如今年 10 月底，人民币汇率中间价收在 7.20 附近，这与 2020 年 5 月底和 2008 年 1 月底的水平相近。但是，今年 10 月份，国际清算银行（BIS）编制的人民币 NEER 和 REER 指数分别为 127.11 和 124.06；2020 年 5 月底，分别为 116.62 和 123.61；2018 年 1 月底，分别为 90.98 和 91.98。

用双边汇率研判均衡汇率容易产生货币幻觉，用多边汇率有助于做出更为精准的判断。在前述 3 个时间点双边汇率水平相近的情况下，如果与两年多前相比，从 REER 看，很难说现在人民币汇率低估特别是明显低估了，从 NEER 看则还有一定程度的高估；如果与 15 年前相比，则现在 NEER 和 REER 都是处于显著高估状态。

当然，上述结论下得有些鲁莽，因为市场汇率升/贬值不等于高/低估的汇率失调（exchange rate misalignment）。均衡汇率并非固定不变的，如经济高速增长伴随着技术进步，全要素生产率提高，就可能推动均衡汇率升值。而当均衡汇率升值快于市场汇率时，市场汇率升值就不必然造成汇率高估。这就是著名的“巴拉萨-萨缪尔森效应”，也是“强势的经济、

强势的货币”说法的由来。

与经济潜在产出的研究类似，均衡汇率也是“可意会不可言传”。但是，我们可以从均衡汇率的定义出发，结合经济内外均衡状况，来判断汇率是否均衡合理。如 2005 年“7·21”汇改以来到 2013 年底，人民币汇率累计升值 36%，人民币 NEER 和 REER 分别升值 32%和 42%。同期，中国经济是“高增长+低通胀”的黄金组合（年均经济增长 10.3%、年均 CPI 通胀 3.0%），经常项目顺差与名义 GDP 之比由 10%的高点逐步降至 4%以下的国际合理区间。这表明，人民币升值对中国经济内外均衡来讲都是无害的，因此，也就不存在汇率高估。专业人士则更多从同期中国制造业占比上升，劳动生产率提高较快，来解释这段人民币升值不代表汇率高估的历史。

事实上，IMF 于 2012 年改变了对人民币汇率的评价，从之前的“显著低估”改为“温和低估”。2016 年起，IMF 更是一直评价人民币汇率既没有高估也没有低估，中国对外经济平衡与中期基本面和合意政策隐含的水平基本一致。这为中国驳斥美国财政部于 2019 年 8 月强加的“货币操纵国”的指责，提供了有力的国际法理支持。

所处立场或角度决定了对当前人民币汇率水平的看法

从国际收支角度看，今年人民币汇率下跌较多，主要由资本流动特别是短期资本流动主导。这意味着人民币汇率越来越具有资产价格属性。一方面，表现为市场汇率经常性地偏离经济基本面，出现过度升贬值的汇率

超调 (exchange rate overshooting); 另一方面, 表现为在给定基本面条件下, 受市场情绪驱使, 市场汇率处于既可能涨也可能跌的多重均衡 (multiple equilibrium)。如前所述, 市场汇率涨跌不等于汇率高/低估, 因此, 汇率超调不同于汇率失调。

人民币汇率是否低估, 取决于我们是从对内还是对外部门, 从短期还是中长期来看。

从对外部门看, 今年中国货物贸易顺差扩大, 前 11 个月累计顺差 8020 亿美元, 同比增长 39%, 年度顺差再创新高大局已定。人民币汇率下跌与此背道而驰, 故而感觉上显得有些低估。这正是 11 月初创 14 年新低以来, 在强预期、弱现实的背景下, 人民币汇率于 12 月初升回 7.0 以内的重要原因。

但是, 贸易大顺差并不意味着人民币汇率必然升值。一方面, 今年前三季度, 中国经常项目顺差与名义 GDP 之比为 2.4%, 尽管同比上升了 0.8 个百分点, 却依然保持在 $\pm 4\%$ 的合理区间以内, 显示人民币汇率处于均衡合理水平。另一方面, 根据 1998 年亚洲金融危机和 2008 年全球金融危机

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_50067

