

□上海证券研究所 胡月晓

今年初的人民币升值态势，加之美元指数走软，使得人民币升值成为市场强烈预期。市场对人民币升值的预期如此强烈，以致市场认为2018年人民币过度升值将成为经济风险点之一。

那么，当前人民币汇率究竟何去何从？实际上，中国对资本项目开放始终保持着审慎、有序的原则，稳中偏升的汇率政策取向会成为综合考量后的合适选择。

一波三折的人民币汇率走势

2015年末至2017年初，市场一度担忧人民币汇率面临贬值或深度贬值的风险。当时市场按贬值速度，将贬值风险比喻为要么以钝刀、要么以利刃割肉中国经济肌体。然而，经过中国政府的持续预期引导和强有力管理，2017年人民币兑美元汇率升值7%，人民币贬值预期自然烟消云散。

在庆幸于贬值担忧终于消退之际，市场对人民币汇率预期的担忧却转向了升值；在市场对人民币过度升值的担忧形成之际，人民币汇率呈现了横盘波动走平的态势，市场对人民币汇率前景分歧重又出现。从走势上看，自2017年人民币兑美元的汇率进入升值通道以来，当前的走平态势使得人民币汇率走势呈现了显著的一波三折态势。

人民币汇率是否存在均衡区

当今世界，汇率早已成为影响甚至决定经济运行的重要基本变量，其重要性甚至不亚于利率、货币数量等政策和金融工具。汇率前景不仅影响贸易，而且对资本流动和资产价格变化有着决定性的影响，其重要性毋庸置疑。

人民币汇率自2005年7月放弃钉住美元的固定汇率制度以来，除了国际金融危机期间（2008年7月-2010年6月）重新钉住美元外，直到2013年底，人民币兑美元汇率持续处于升值状态。2005年前，长达10年钉住美元的汇率为8.28,2013年底最高突破了6.10，达6.06；2016年一度高涨的贬值预期，实际上是2014年初以来人民币汇率转向升值进程后，随着时间延续，市场意识到贬值趋势后自反馈效应累积的结果。

实际上，2012年开始，中国经济就逐渐呈现了动力转换，经济开始转入新常态。此时汇率持续升值对经济增长动力的约束作用，开始超越升值对经济升级等正面作用，市场对汇率持续升值的前景产生动摇，但在惯性作用下，人民币仍然升值了一段时间，直到2014年逆转。

在自反馈作用下，预期通常会自动实现，这也彰显了预期管理的重要性。那么人民币汇率是否存在均衡区间或均衡点呢？存在均衡点是汇率稳定政策有效的前提，否则一切汇率稳定的政策都将注定无效，即使是宽泛的双向波动，在不存在市场均衡点的情况下，也将做不到（暂抛开管理者对市场均衡区间判断错误不论）。

从经济分析的角度，汇率和购买力平价（PPP）之间应该有一定的对应关系。从国际主要货币的汇率和PPP之间关系看，两者之间确实存在较大的关联性，经济结构越相似、联接程度越高，两者之间就越胶着。这说明汇率的市场均衡区是客观存在的，当然市场参与者和管理者，实际中很难找到这个均衡区，更不用说形成共识了。

对于中国来说，人民币汇率的市场均衡点，实际上就是政策合意的汇率水平，这个水平是货币当局基于中国和世界经济发展状况，综合考虑后作出的政策变量。

人民币汇率稳中趋升方向不变

2018年人民币汇率将会如何变化？主流看法之一是将进入双向波动状态，次主流看法是2018年需提防人民币过度升值，贬值预期已是非主流。实际上，市场对汇率预期的这种变化，是由过去“看图”（按汇率走势图趋势外推）转为“听音”（重视政策声音）的结果。2016-2017年的人民币汇率走势，使市场明白，中国政府对人民币汇率的引导是有效的，中国对资本项目开放始终保持着审慎、有序的原则。

2014年之前持续的升值进程，之所以没能影响中国外贸的增长，是因为中国经济正处于融入世界的过程中，加之配套的微观升值“对冲”政策，故升值不仅对中国经济增长没什么影响，反而因吸引了国际资本的吸引力而对中国经济发展有增益。但危机后国际经济进入重构进程、中国经济融入世界经济进程进入新阶段，平稳币值、双向波动就成为中国对人民币汇率的合适选择。适应此形势变化，旨在增加汇率波动和稳定性的政策措施就应运而生，如2014年初扩大汇率波动幅度至2%，2015年8月更加市场化的中间价形成机制改革等。

汇率管理自然要为国家经济发展战略服务，货币国际化是任何大国经济发展壮大后的自然追求，国际经济和金融秩序中，经济地位和货币地位是相称的，货币竞争是更高层次的经济竞争。人民币国际化是中国经济发展的长期战略，需要中国持之以恒的努力才能实现。一个贬值预期强烈的货币自然是无法完成国际化的，但持续的升值、过快的升值又会对短期经济增长造成制约，稳中偏升的汇率政策取向就成了综合考量后的合适选择。

本文源自中国证券报

更多精彩资讯，请来金融界网站(www.jrj.com.cn)