

分报告七

强行做空人民币不会取得成功

王晋斌 李 昭

摘要:强行做空一个货币就是强行做空一个国家。长期中一国货币的币值将取决于其经济发展速度和经济实力。正是从这个方面来看,人民币没有持续贬值的基础,会有更多的国家和地区使用人民币。未来人民币汇率问题重点更多是短期问题。从经济周期角度看,长期持续坚挺的币值,也会带来短期调整的压力。核心问题是要避免汇率短期的“超调”,甚至“失调”。不论是长期还是短期,国际市场强行做空人民币的客观条件都不存在,其策略也难以实现。因此,只要采取针对性的措施减消国际市场做空人民币的预期,坚持稳增长条件下的调结构增长模式、坚持防御性的人民币汇率管理策略,国际市场上强行做空人民币的投机行为不会取得成功。

一、人民币为什么最近被做空？

2015 年 11 月到 2016 年年初,大约 2 个月时间,人民币对美元中间价大约贬值了 3.5%。至此,从 2015 年 8 月 11 号汇改以来人民币对美元中间价大约贬值了 8%。同时,在岸和离岸市场人民币汇率日波动幅度出现了异常,离岸市场做空人民币的动力不衰。2016 年 1 月 23 日,新华社发表了“恶意做空人民币或将面临法律严惩”的评论,人民币汇率保卫战正式开始。

人民币被高估了吗?在金融市场上只有高估的货币才会带来卖空的压力。问题是判断一国货币是否高估是极度困难的,尤其依据从绝对角度出发的均衡汇率来判断一国货币是否高估存在很大的不确定性;这是因为测度均衡汇率的模型众多,得出的结论差异很大,单一的测算结果难以作为政策制定的参考。在现实中更多的可能性是从历史视角来做一些相对判断。归纳起来,最近做空人民币的原因大概有以下几个方面。

1、次贷危机以来人民币成为世界上币值最坚挺的货币,这本身就存在被做空的风险

2007 年 8 月次贷危机全面爆发。实际上从 2005 年第 2 季度开始,美国房价市场开始大幅度降温。随着危机的来临,美元指数开始逐步下降。一直到 2013 年底这段时间美元指数经过了一个贬值阶段。与此同时,世界上主要的货币都存在贬值趋势。惟有人民币出现了逆货币贬值潮的态势,人民币的名义货币指数和实际汇率指数均出现了大幅度的上涨。

表 1 主要货币广义加权指数的变化率(%) :2005—07 至 2013—12。

	美元	人民币	欧元	英镑	日元	韩元	加元	卢布	雷亚尔	墨比索	印卢比
名义汇率指数	-9.1%	29.9%	6.5%	-15.8%	0.0%	-13.3%	10.2%	-21.8%	2.6%	-22.4%	-36.7%
实际汇率指数	-13.7%	39.1%	-2.4%	-12.7%	-23.9%	-11.8%	3.5%	27.6%	18.3%	-9.8%	-6.1%

资料来源:作者依据 BIS(Broad indices comprising 61 economies)提供的数据计算(2010=100)。

表 1 的数据显示,2005 年 7 月到 2013 年底,无论是从名义汇率指数还是从实际汇率指数来看,人民币无疑是世界上最强势的货币。相比 2005 年 7 月,2013 年底人民币名义汇率指数和实际汇率指数分别上升了 29.9%和 39.1%。这一期间,美元名义和实际汇率指数分别下降了 9.1%和 13.7%,大多数其他货币的汇率指数都呈现了下降的态势。

2014 年开始,随着美国经济的复苏和加息预期的来临,美元开始走强。表 2 显示,2014 年 1 月到 2015 年年底,美元名义汇率指数和实际汇率指数分别上升了 18.9%和 15.9%,英镑和印度卢比也因为经济复苏相对强劲,走出了与美元同步的趋势,名义汇率和实际汇率指数都有较大幅度的上升。韩元汇率指数相对稳定,略有上升。人民币在中国经济下行压力趋势下,名义和实际汇率再次双升,而且有较大上升幅度,这个期间名义和实际汇率分别上升了 8.9%和 8.2%。其他货币均出现了较大幅度的贬值。

表 2 主要货币广义加权指数的变化率(%) :2014—01 至 2015—12。

	美元	人民币	欧元	英镑	日元	韩元	加元	卢布	雷亚尔	墨比索	印卢比
名义汇率指数	18.9%	8.9%	-6.9%	8.1%	-4.3%	3.5%	-14.9%	-43.0%	-27.2%	-16.3%	6.2%
实际汇率指数	15.9%	8.2%	-8.8%	7.1%	-4.0%	2.1%	-14.3%	-30.2%	-20.0%	-13.8%	14.6%

资料来源:作者依据 BIS(Broad indices comprising 61 economies)提供的数据计算(2010=100)。

上述美元两个阶段走势的划分与对照,可以清楚地看出:弱美元时,人民币大幅度升值;强美元时,人民币较大幅度升值。

从中美双边汇率的长期趋势来看,反映通胀之差和汇率变动的相对购买力平价(图 1)显示,1994 年人民币大幅度贬值可以理解为中国的通胀率远远大于美国的通胀率。之后一直到 2005 年人民币和美元汇率基本维持不变,但中美通胀率之差急剧下降。从 2005 年到 2011 年中期,人民币对美元汇率和中美通胀率之差是不吻合的:中国经济通胀率高于美国通胀率,但人民币一直在升值。但在 2011 年之后中美通胀率和人民币对美元汇率趋势基本保持一致。因此,从反映长期趋势的相对购买力平价来看,至少在 2011 年之后人民币对美元的双边汇率应该是在正常水平上运行的。

从短期的利率—汇率平价来看,次贷危机之后,美国基本是零利率政策,并且由于经济中的通胀率水平一直为正,美联储实际上实施的是负利率政策。中国经济短期的利率水平基本处于正值状态,而且由于人民币对美元一直是升值态势。因此,尽管资本账户非完全开放,人民币一直有一定的短期贬值预期的压力。

综合上述,我们大体可以这么认为:当美元指数贬值,其他主要货币汇率指数都出现贬值潮时,人民币汇率指数反而升值;美元升值时,其他主要货币贬值时,人民币汇率指数继续升值。尽管从反映长期趋势的相对购买力来看,近几年人民币对美元汇率在正常轨道上运行,但在经济下行压力 and 美联储多次加息预期的压力下,短期贬值的压力得以累积,在 2015 年 8 月 11 日央行主动贬值人民币后,市场上人民币短期贬值的压力得以释放,从而逐步产生了市场卖空人民币的惯性和压力。

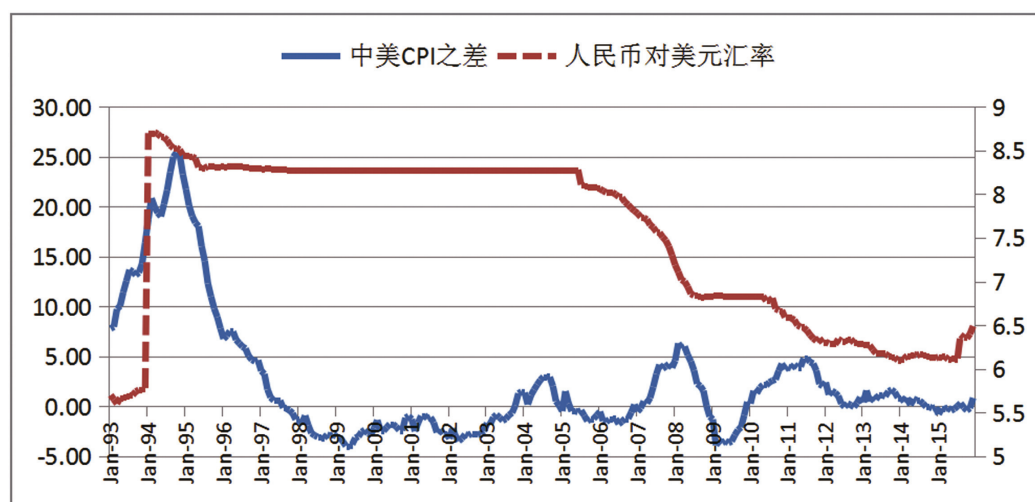


图1 中美通货膨胀率之差(CPI,同比月度数据)和人民币对美元名义汇率(月度数据)
原始数据来源:中国的CPI来自中经网统计数据库;美国的CPI来自 St. Louis Fed Economic Data;人民币对美元汇率来自 IMF 的 IFS 统计数据库。
左轴是中美通货膨胀(以CPI表示)之差;右轴是人民币对美元名义汇率。

2、汇率一揽子方案公布后人民币与美元关联性减弱,加剧了市场对人民币贬值的预期

2015 年 12 月 11 日,中国外汇交易中心首次发布 CFETS 人民币汇率指数,主

要用来综合计算人民币对一篮子 13 种外国货币加权平均汇率的变动,以便更全面地反映人民币价值的变化。比重最大的 4 种货币分别为美元、欧元、日元和港币,权重分别为 26.4%、21.39%、14.68%、6.55%。其他篮子货币包括澳元、林吉特、卢布、英镑、新加坡元、泰株、加元、瑞士法郎和新西兰元(样本货币取价是当日人民币外汇汇率中间价和交易参考价,指数基期为 2014 年 12 月 31 日,基期指数为 100 点)。

CFETS 人民币汇率指数的发布恰逢美元进入加息预期周期。美元的权重只有 1/4 略强,这意味着人民币汇率与美元较大程度的脱钩,也意味着即使多次加息带来的美元走强预期也不代表人民币一定要随之升值。事实上,在目前经济下行压力不减的背景下,人民币确实已经失去盯住强势美元的资本,但这并不意味着 CFETS 人民币汇率指数会贬值,因为还要取决于一篮子货币中其他货币对美元的汇率变动情况。

即使如此,由于过去人民币对美元基本是升值态势。只是在 2015 年 8 月 11 日汇率改革,央行授权中国外汇交易中心公布的美元对人民币中间价为 6.2298 元,较前一日下调 1136 个基点,贬值 1.86%。11 日到 13 日,四个交易日人民币对美元中间价累计贬值约 2.93%。这种体现市场化改革和央行意图“双重目标”的中间价机制引发了市场对人民币贬值的预期和压力。再加上在进入 2016 年美元多次加息的预期的背景下,推出人民币一篮子货币指数,这也推动了市场对人民币贬值的预期。

3、人民币正式纳入 SDR 存在空挡期,也是一个汇率波动的敏感期

人民币在内的 SDR 新货币篮子将于 2016 年 10 月 1 日生效,人民币从纳入 SDR 到正式实施尚有 10 个月的时间。在这个空挡期间,人民币还不能正式作为 IMF 创造的“纸黄金”来使用。SDR 由于美元占据了 41.9% 的权重,如果美元走强,那么加入 SDR 的货币至少会降低贬值的压力。因此,加入 SDR 将有助于减缓人民币贬值的压力。

从 2015 年 11 月 30 日 IMF 投票批准人民币纳入 SDR 到 12 月 11 日中国外汇交易中心首次发布 CFETS 人民币汇率指数,如此密集的两个人民币与美元关系的重大举措,说明了什么? 一个是对人民币国际化有象征意义的 SDR,有助于稳定人民币币值;一个是人民币汇率与美元较大脱钩的人民币一揽子汇率指数,降低人民币盯住币值有走强趋势的美元。这说明在全球货币贬值潮期间人民币为了冲刺 SDR 而采取了稳定币值,甚至升值的策略;同时在被 IMF 正式纳入 SDR 后,快速

采取了与美元较大程度的脱钩的策略,希望通过一定的贬值来填补前期币值过于坚挺带来的贬值空间。

从历史上看,1973 年当 SDR 变为一篮子货币后,加入 SDR 的四种货币在接下来的几年中,其一篮子货币的币值(名义汇率指数)大多出现了升值。其中马克、法郎和日元出现了升值,而英镑有较大幅度的贬值。英镑的贬值尤其历史必然性,从 BIS 提供的、可查的 1964 年以来的名义汇率指数来看,英镑基本上一直是贬值趋势。作为一个世纪之前的国际货币,英镑是逐渐衰落的。而整个 70 年代,恰逢德、日的经济高速增长时期,在这一背景下,其货币走强也在情理之中,但加入具有“纸黄金”声誉的 SDR 也应对其币值的走强有一定的作用。

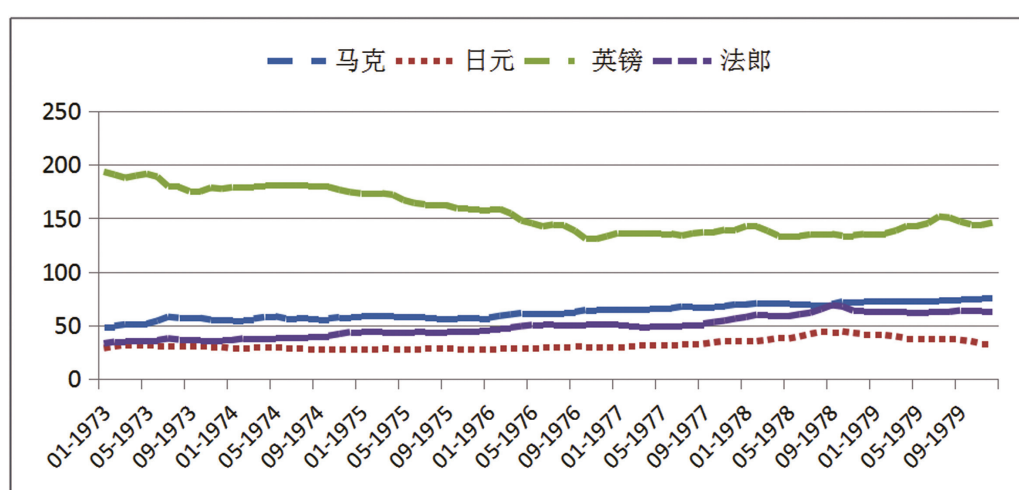


图 2 SDR 篮子货币名义汇率指数的变化(2010=100)

4、货币发行过多与经济下行压力并存加大了货币对内贬值的压力

表 3 给出了 2007 年以来中国经济增长率、M2 增长率和 CPI 的数据,数据显示:反危机刺激计划带来 M2 增长率高达 28.5%,2010 年 M2 增长率也高达 19.7%。尽管随后的 4 年时间广义货币增长率基本维持在 13%左右,但前期天量货币的投放带来货币存量的增长必然造成货币对内贬值的压力,到 2015 年中国经济中 M2 存量高达近 140 万亿元。一方面我们看到 CPI 虽然不高,另一方面我们看到经济中资产价格,尤其是房地产价格出现了泡沫。而且从 M2—GDP—CPI 的数值来看,2015 年这一差额比 2014 年放大一倍,达到 5 个百分点,尽管当年 CPI 只有 1.4%,依然会引发货币对内贬值的预期。货币长期对内贬值也会产生对外贬值的压力。

表 3 中国经济中 GDP 增长率、货币量与 CPI(%)

	GDP 增长率	M2 增长率	CPI	M2—GDP—CPI
2007	13.6	16.7	4.8	-1.7
2008	10.1	17.8	5.9	1.8
2009	8.4	28.5	-0.7	20.8
续表				
	GDP 增长率(%)	M2 增长率(%)	CPI(%)	M2—GDP—CPI
2010	10.3	19.7	3.3	6.1
2011	8.9	13.6	5.4	-0.7
2012	8.5	13.8	2.6	2.7
2013	7.1	13.6	2.6	3.9
2014	7.8	12.2	2	2.4
2015	6.9	13.3	1.4	5

原始资料来源：中经网统计数据库。

二、国际市场做空人民币的策略和条件

从市场投机者做空人民币的策略和条件来看，做空者采取的策略一般都是舆论先导、放大贬值预期，然后离岸做空尝试，再进行观察。如果市场跟随，随即搜集更多人民币筹码，加大卖空力度来完成套利。

1、利用舆论制造的贬值预期

2015 年中国经济统计数据的公布，国际上“看空中国”甚至宣称“做空中国”的声音开始变大。一些国际投机者声称，“中国经济硬着陆几乎是不可避免的”。事实上有关“做空中国”的言论在最近几年从未断过。这种言论从未客观地看待中国经济的实情，但往往经媒体反复炒作，甚至能起到跟风做空的风险。从前几年的汇率之争来看，国际市场认为人民币应该升值，以降低中国的贸易盈余。几年的时间，国际市场投机者对人民币的看法是截然相反的。随着中国经济总量的不断攀升，对全球经济的影响越来越大，人民币汇率已经是国际上关注的焦点问题。国际

上这几年出现的人民币“你升值不对、贬值你也不对”的奇谈怪论,已经成为人民币成长过程中的烦恼,未来这一状况还会继续。

2、利用市场对美元加息带来的美元走强预期的过度反应

美元加息预期以及经济需求疲软带来的大宗商品价格重挫无疑是带来一些其他货币贬值的重要原因。但此轮美元加息的预期时间长达2年,从2014年开始,美联储就开始谈及加息预期,在全球经济下行压力不减的背景下,导致其他的货币异常疲惫。所以美元在没有加息的背景下,从2014年就开始升值,期望有更多的资本回流美国去支持其高企的资产价格(尤其是股市)和实体经济。事实上,仅仅加息并不能使货币走出一个强势周期,只有在经济增长强劲的周期中,货币才会表现出强势周期。

图3显示了自1963年以来美元在历史上的6次加息周期,我们看到加息和美元走强之间没有必然的联系。在1967—69年的加息周期中,美元名义指数大体保持平稳;1972—74年、1976—78年、1986—88年、1993—95年以及2004—07年的五次加息周期中美元指数都是走弱的。这说明一点,当前市场关于美元加息必将导致美元走强的预期可能过度反应了。更多的可能是,由于一些其他货币过于疲软,存在导致美元被动走强的成分。

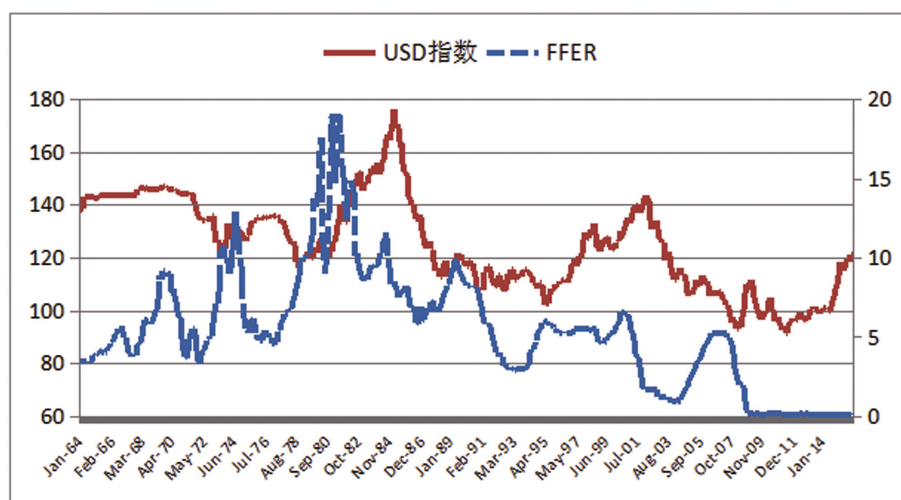


图3 历史上美元的6次加息与美元指数之间的关系(1964—01至2015—12)

资料说明:USD指数:美元名义指数,2010=100;资料来源:BIS。

FFER:联邦基金实际利率(右轴,%)。所有数据均为月度数据。

随着 2015 年年底美国经济数据的公布,我们看到美元指数出现了下跌,市场开启了对强势美元预期的自我修正机制,由其他货币相对疲软导致的对强势美元的过度预期开始回调,这无疑会降低市场对美元走强的过度反应。

3、利用全球货币贬值“乱象”带来传染效应进一步放大贬值预期

从 2014 年开始,随着美元加息预期、大宗商品价格重挫以及其区域或国内经济增长乏力,一部分发达经济体和新兴经济体的货币都出现了大幅度贬值。欧元、英镑和日元以及新型经济体中的卢布、雷亚尔、比索等都出现了大幅度贬值。在美元走强的背景下,一些美元外债高企的国家(如俄罗斯)以及一些外部账户赤字的国家(比较大的经济体如巴西、土耳其)其货币承受贬值的压力更大。尤其是 2016 年 1 月 29 日日本央行宣布实施负利率,日元的走弱也会带来竞争性贬值的压力。货币贬值“乱象”带来的传染效应无疑也会给人民币带来贬值的冲击。

4、利用在岸市场和离岸市场人民币汇差来加大贬值预期

一般而言,离岸市场更加市场化,其人民币汇率对超预期的经济数据反应更加强烈;离岸和在岸流动性差异也会影响两地人民币汇率差。国际金融市场的冲击,尤其是海外投资者风险偏好的变化,对离岸市场的人民币汇率影响更大。离岸与在岸人民币汇率差的增大一方面导致了跨境套利,另一方面加大了在岸人民币贬值的预期。2016 年 1 月中旬,离岸和在岸人民币汇率差曾一度高达 1600 个基点。这种大幅度的汇差会进一步影响在岸市场的汇率贬值。因此,过大的汇差无疑会增加在岸市场人民币的贬值预期。

5、利用境外机构和个人以及离岸市场上的人民币头寸来卖空

随着人民币国际化的不断推进,流通在外的人民币不断增加,人民币离岸市场规模也不断扩大。人民币在岸市场已经是一个非完全定价中心(王晋斌、倪颖,2015)^①,而流通在外的人民币真实头寸的数量是卖空的重要条件之一。那么流通在外的人民币规模到底有多大?要准确估计是相当困难的。由于目前人民币尚未真实加入 SDR,在非借贷国内人民币条件下,我们可以从总体的离岸人民币存款规模和外资机构及个人持有人民币资产的数量来大致判断外部力量自身可以动用的人民币规模。

^① 王晋斌、倪颖,2015,“在岸人民币市场已经是一个非完全定价中心”,《经济理论与经济管理》,第 2 期。

表 4 境外机构和个人持有的人民币资产数量(亿元)

资产类别	2013	2014	2015.01	2015.06	2015.12
股票	3448.43	5555.41	6086.33	7844	5986.72
债券	3989.81	6715.80	7057.62	7640.82	7517.06
贷款	5309.80	8190.46	8628.7	9242.1	8515.55
存款	16049.10	23721.80	22087.28	21203.45	15380.65
总计	28797.14	44183.47	43859.93	45930.37	37399.98

资料来源:中国人民银行网站。

表 4 显示境外机构和个人持有的人民币存款在 2014 年底达到峰值,随后不断下降,到 2015 年年底这一存款数额约为 1.54 万亿元。境外机构和个人持有的人民币资产总额约为 3.74 万亿元。

表 5 香港离岸人民币存款数量的变化

年份	2013	2014	2015.01	2015.06	2015.11
规模(百万元)	860472	1003557.3	981438.3	992924	864162.6

资料来源:香港金融管理局网站。

从表 5 香港离岸人民币存款来看,也呈现出相同的趋势,在 2014 年达到峰值约 1 万亿元,到 2015 年 11 月,这一数值下降到约 0.864 万亿元。另外,按照央行《人民币国际化报告 2015》提供的数据,2014 年年末主要离岸市场人民币存款约 1.99 万亿元。这就是说按照 2014 年底的数据,香港离岸市场人民币存款大约占有所有离岸市场人民币存款的一半。如果取最近几年的人民币存款峰值(2014 年末),我们可以看出,境外机构和个人持有的境内人民币存款加上离岸的人民币存款,这一规模大约在 4.3 万亿左右。考虑到人民币资产峰值,这一数额大约为 6.4 万亿元左右。考虑到 2015 年年底的数据,合理的推测一下,境外机构和个人持有的境内人民币存款加上离岸的人民币存款,这一规模大约在 3.3 万亿左右;资产数额大约在 5.4 万亿元左右。这大体上是所有境外机构和个人能够随时动用人民币的理论上的最大值。除此之外,卖空者就需要从境内和境外机构借入人民币在市场上卖出。如果大幅度增加做空者人民币借贷的成本,甚至限制其人民币借贷,做空者手中并没有足够多的人民币筹码,卖空人民币是不可能完成套利的。其次,金融市场的多空之间是快速转换的,不可能同时出现坚决的卖空。从这个意义上说,卖空人

人民币的筹码也不会有那么多。

三、防止人民币大幅波动的策略

1、当前结构性调整也必须以稳增长为前提

中国货币币值一直有靠低劳工成本、环境破坏来维持的嫌疑。这种增长模式会在结构性的改革进程中逐步发生改变。长期中一国币值的走强要靠劳动生产率的提高来支持,换言之,经济增长速度是支持币值走势的基本面。中国目前在经济下行压力下坚持结构性的改革,在短期中难以通过结构性的改变找到推动经济向好的因素。因此,稳定投资仍然是维持经济增速的基本手段。稳定住经济增长速度,就降低、甚至消除了货币贬值的长期压力,国际市场做空人民币的舆论自然会消散。

2、通过干预外汇市场降低在岸市场和离岸市场的汇率差

在岸和离岸市场过大的汇差会导致在岸和离岸的直接套利活动,带来更大的货币投资行为。离岸市场随着交易规模的扩大,离岸市场的汇率波动会对在岸市场产生明显的冲击。2016年1月份在岸和离岸市场汇率差曾经一度达到1000多个基点,这加大了在岸和离岸之间的套利活动,不利于汇率的稳定。因此,离岸市场也需要择机、适度干预。

3、继续、坚定实施防御性人民币汇率管理策略

过去很长时间,人民币汇率管理策略一直实施的是防御性的汇率管理策略,未来还将继续实施这一管理策略。防御性汇率管理策略的含义包括几个基本方面:(1)强化资本流动分类管制,不急于全面开放资本账户;(2)依托大量的外汇储备干预外汇市场,避免人民币币值出现单向剧烈的波动;(3)人民币对美元可以采取盯弱不盯强的策略,对于一个出口导向的经济体来说,人民币没有盯住强势美元的资本;(4)避免全球汇率之争演变为中美之间的汇率之争。