



畏惧贬值的理由

与其反复声明“人民币不存在贬值基础”，或许为巨额民间财富寻找更好的安放场所，才更为可行。

文 | 别发文

美国大选结束至今已经超过1个月，但特朗普当选后的“黑天鹅”效应仍在发酵。其中之一即表现在汇率上——美元势如破竹，人民币节节败退。有人预计，如果不加强人民币汇率预期管理，年内中美双边汇率有望“破7”。

其实，这轮贬值已经是继2015年8月、2016年1月、2016年5~8月之后，近期人民币对美元的第四次快速贬值。

第一次贬值出现在2015年8月11日，央行决定完善人民币兑美元汇率中间价报价，人民币对美元中间价当天应声下跌1136个基点，创下有数据以来的单日最大降幅。第二次贬值发生在1月4日，人民币离岸汇率大幅下跌600个基点，拖累在岸汇率从6.49跌至6.52，加上当时国内股市接连下挫，央行不得不祭出了收紧离岸人民币流动性这一利器。第三次贬

值则是因为6月24日的英国意外脱欧，避险需求导致美元被动升值。第四次贬值开始于2016年10月，加息预期导致美元不断走强被视作贬值的原因。

而在四轮人民币贬值的过程中，国内资金也夺路而出、纷纷借助各种渠道向境外转移。截至2016年10月底，外汇占款减少了近1.5万亿元。外汇占款巨额减少，资金加速外流，国内正弥漫着一股的悲观预期。但这种悲观为何超过以往？

出口部门效果渐微

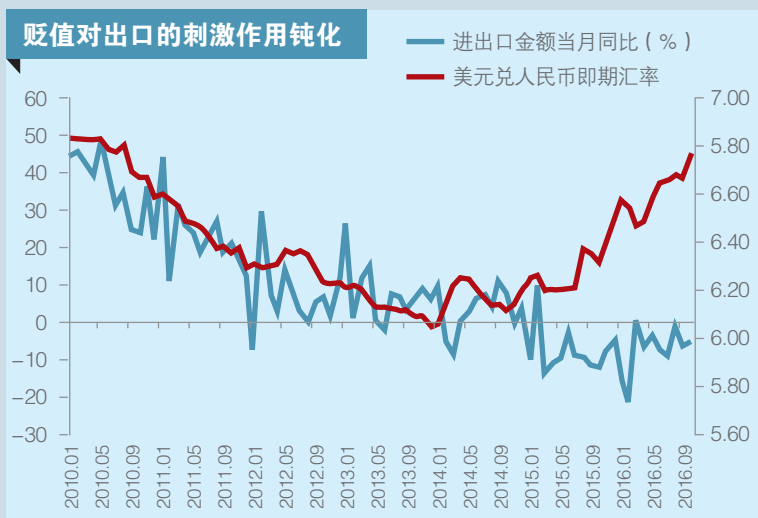
在人们通常的概念中，贬值对于出口的影响较大。

在凯恩斯学派的理论中，本币对外贬值，能使本国商品在国际市场上相对更加便宜，带来出口量的激增，且由于本币计价指数不变，因此本币计价的出口额能明显得到提升。反之，如果本币升值，将有损本国的出口。这套理论被国际贸易政策制定者奉为圭臬，在经济低迷时，出口导向型国家一般都会采取主动贬值策略来提振经济。

站在当下的出口部门立场上看，这套贬值促出口的传统理论现在是否还能适用？

2010~2013年，人民币处于升值阶段时，出口增速不断回落，似乎还符合货币升值有损出口的传统理论；然而，2015年8月汇改以来，人民币进入贬值阶段时，中国出口增速不但没有回升，反而还由正转负，该理论在此时并没有奏效。

之所以出现这样的情况，是因为目前面临的问题是全球需求下滑。在全球商品贸易量持续下滑的背景下，贬值并不会带来贸易额的增长。由于全球贸易需求萎缩，出口企业只能通过“大减价”的方式来促销，以本币计的出口价格指数也出现下滑，出口贸易量减少加之本



数据来源: wind

币计价的出口价格下降，出口金额自然会出现回落。

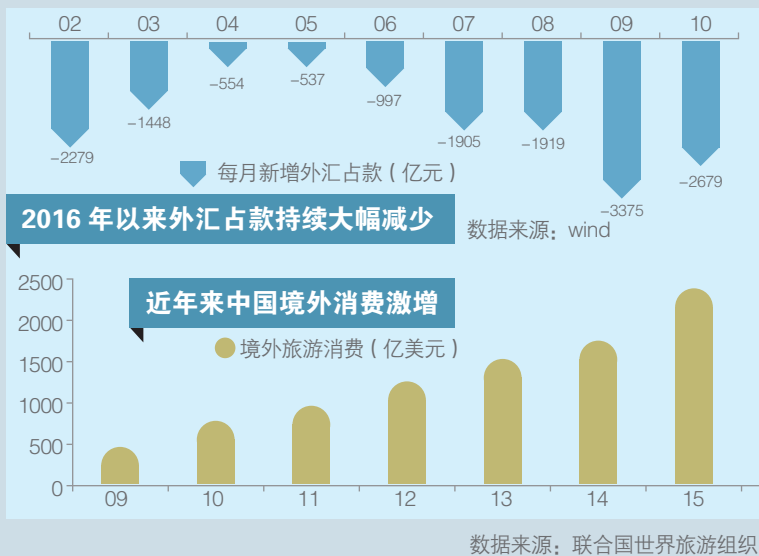
担忧源自居民部门

站在出口部门的立场上看贬值问题，虽然贬值没能带来什么好处，但尚且没有带来坏处。那么民众对贬值的恐惧来自于哪里呢？答案是居民部门。

过去，谈到改革或者经济刺激，权衡的是“政府多管一点还是让市场更自由一点”，或者“国进民退还是民进国退”，着眼点总是放在政府部门或企业部门之上。现在，居民部门已经成长为“大腿”，当谈到经济刺激，提得最多的词汇已经变成“扩大内需”，这是要从居民部门做文章；说到改革，政府则提倡“企业去杠杆，居民加杠杆”，即是号召居民部门为国献力。

居民部门的崛起还体现在居民消费也越来

站在出口部门的立场上看贬值问题，虽然贬值没能带来什么好处，但尚且没有带来坏处。那么民众对贬值的恐惧来自于哪里呢？答案是居民部门。



当前资本市场距离真正胜任“蓄水池”并非一步之遥，而是任重道远。

越国际化。国人出境旅游、出国留学和境外消费的需求正在井喷。以境外消费为例，不少国家已经相继体验过来自中国的强大购买力。以联合国世界旅游组织的数据来看，2012年起中国境外消费额已经跃居全球第一，2015年更是攀升到2150亿美元。商务部部长高虎城的数据则更加详实，“2015年我国出境游人数达到1.2亿人，境外消费（购物加住宿旅费）1.5万亿元，其中有7000亿~8000亿元用于购物，有相当大部分是中高收入阶层的购物需求”。

到这里，答案已经昭然若揭。民众现在更加担忧人民币贬值，正是因为居民部门的崛起。

从前，消费局限于国内，百姓更关注国内物价所以忽视汇率的变动，因为一百块钱只能对应一定数量的萝卜、白菜和大米，这与美元并无太大关系。现在，中国百姓的“菜篮子”全球化，汇率变动与居民的生活息息相关。100万元人民币可以被等价为一定数量的黄金、香奈儿、爱马仕，而这些商品均是以美元定价

的，人民币一旦贬值就意味着买等质等量的国外商品时需要支付更多人民币。

因此，热衷于全球消费的人，不得不提前储备与那些商品的等值外币以保证未来消费水平不降低。这种动机下，人民币及人民币资产被大量置换成美元及美元资产。

民众对人民币贬值更加敏感，正是时代在发生深刻变迁。贬值对出口部门的红利逐渐消失，而对居民部门的负面影响正在加深。

市场与“蓄水池”仍有距离

而如何加强人民币汇率预期管理，以缓解民间对人民币贬值的恐惧？相对于反复声明“人民币不存在贬值基础”，也许为巨额民间财富寻找更好的安放场所，才更为可行。

寻找民间财富的安放之所，即构建一个民间财富平稳增长的“蓄水池”。在过去相当长的一段时间里，房地产市场承担了“蓄水池”的作用，没有什么投资比买房更能稳定增值了。但是2016年5月9日，“权威人士”发声“房子是给人住的，这个定位不能偏离”，这意味着房地产未来将回归到居住作用的正确功能定位上来，这同时也意味着未来居民财富必将从实物资产向金融资产转移。

然而，当前资本市场距离真正胜任“蓄水池”并非一步之遥，而是任重道远。从金融监管上看，两方面的措施需要跟进。

第一，采取严格措施，正本清源，肃清资本市场上的不良产品。及早发现和清理一批“泛亚”和“e租宝”，让公众敢于运用金融工具来管理财富。

第二，采取更稳定的政策预期，避免类似“疯牛”“股灾”“熔断”等问题的出现，否则，纵然再使劲吆喝“老乡别跑”，资本市场也难以留住巨额的民间财富。■

（作者供职于英大证券有限责任公司固定收益部）