



贬值预期下如何守住钱袋子

汇率变动首先表现为国家之间利益再分配，其次也会通过各种机制影响国内各方面利益分配。在做资产配置时，汇率影响成为人们的重点考虑因素。

文 | 杨帆 杨柳

811 汇改以来，人民币双向波动幅度加大，人民币对美元中间价出现连续贬值。数据显示，美元兑人民币中间价已经从汇改前的不到 6.4，升至 2016 年 12 月 1 日的 6.8949，逼近 7 的关口。

中国长期以来实行有管制的浮动汇率，人民币汇率形成机制尚处在与市场接轨阶段，通过金融市场调节汇率至均衡状态，尚无法实现。此轮人民币大幅贬值，人们的直观感受是钱不值钱了，口袋里的财富大幅缩水。但汇率波动首先影响的是国家之间利益分配格局，其次才是通过各种渠道在一国内部通过各种渠道进行利益再分配，进而影响到我们的钱袋子。

回顾前两次的人民币大幅调整，会使这一路径更加清晰。

两次价值重估

从 1978 年至 2013 年的 36 年间，人民币经历了 17 年的贬值和 19 年的升值，也重构着中国的经济利益格局。

第一次价值重估发生于 1978~1994 年，美元兑人民币从 1.7 升至 8.7，人民币贬值近 80%。这是一个以国际市场价格为标准，消除国内计划价格体系低估，同时消除人民币汇率高估的过程，是中国国民经济价值纠正汇率价

格体系扭曲，把计划经济积累的财富变现为市场价值的过程。

至 1994 年，国内可贸易品价格体系与国际市场基本接轨。贬值表面上看是国内财富向国外转移，但由于进口效益高，综合来看是国内廉价劳动力和土地与国际先进设备技术交流，中国通过这次贬值实现了出口创汇。

这一时期，以人民币计算的中国经济年增长率 8% 以上，工业 10% 以上，出口 15% 以上。人民币第一次价值重估，真正形成了国民价值。但中国与国际经济尚无大规模交换，此时中国的财富积累还没有变成国际价值。

第二次价值重估发生于 1994~2013 年，人民币 19 年升值 40%。对亚洲金融危机的成功抵御，使得人民币为国际社会所关注。2000 年，日本首相和美国总统公开发表言论，称人民币应该升值，引起国际资本大举进入中国。这一过程使国际财富直接向国内转移，促使以人民币标价的国内财富爆发，变现为股市和房地产价格上升。

人民币贬值 17 年的基本面依据是价格体制改革，升值 19 年的基本面依据是实际汇率升值。实际汇率升值是可贸易品价格比非贸易品价格降速更快，决定汇率的主要因素是可贸易品价格。出口价格迅速降低是由于生产率的提高大大快于工资提高，使出口长期大幅度增长，保持巨额贸易顺差，这就是人民币升值的经济基础。

两大部门利益分配

国内经济分为可贸易品部门和非贸易品部门。前者指可以移动并参加国际贸易的部门，后者主要指房地产和旅游，第三产业因不可移动，不属于国际贸易，其国际间的交易，要通过人员和货币的跨国流动进行。

贬值可以促进出口，人民币贬值使可贸易品部门特别是出口部门受益，促使国内资源从

非贸易品部门转向可贸易品部门，称为价格效应。升值效果相反。依靠贬值和其他政策支持的出口导向战略，在中国 20 世纪 80~90 年代，取得了巨大成功。

这只是理论分析，进一步还要考虑到中国的经济特色。人民币汇率变动对出口和贸易差额的影响，没有理论上那么大。实际情况是，1994~2013 年，人民币尽管升值了 40%，出口和贸易顺差仍持续上升，这是中国特殊贸易结构造成。

出口分两个部分：一般贸易与加工贸易。一般贸易指百分之百从国内采购产品，出口国外；加工贸易指百分之百原材料进口，加工再出口。加工贸易适合于改革开放初期中国没有贸易渠道，又有丰富劳动力的情况，占出口总额的 55%。出人意料的是，随着出口从土特产品、纺织品升级到造船、机械产品、家用电器，又升级到电子通讯等高科技产品，加工贸易在出口中的比重不仅没有下降，反而上升到 70%。这说明中国出口产品使用了大量的进口设备原材料，技术水平和生产率大大提高，其速度远远超过了人民币升值的不利影响。而教科书所说的，升值打击出口，是假设没有技术进步的情况。未来中国出口的拳头产品是重型设备、汽车、航空航天、计算机等，技术进步会成为支持出口的最主要因素。

在开放条件下，即便是一般贸易，也采用了大约 30% 的进口设备和原材料，因此把一般贸易和加工贸易平均起来，中国每出口 1 美元产品，就要带动进口 0.7 美元的原材料和设备，出口和进口不是此消彼长，而是共同增减。如出口由于国际市场需求不好或汇率升值而下降，贸易并不一定出现逆差，因为进口也随之下降了。

人民币升值，进口中间产品价格降低，促进加工贸易环节向国内转移。贬值对加工贸易不利，可促进一般贸易出口，即促使更多的国

汇率波动首先影响的是国家之间利益分配格局，其次才是通过各种渠道在一国内部通过各种渠道进行利益再分配，进而影响到我们的钱袋子。

出口价格迅速降低是由于生产率的提高大大快于工资提高，使出口长期大幅度增长，保持巨额贸易顺差，这就是人民币升值的经济基础。

内资源如矿藏、土特产品、粮食等出口，也促进那些生产率难以再提高的加工产品出口。

人民币贬值，以石油为代表的各类能源，以及先进设备和技术，因是企业的刚性需求，进口价格的推高可在一定程度上倒逼设备和原材料的国产化。

总体来看，人民币贬值会提高进口商品价格水平，进而推高国内价格总水平，CPI 上升的幅度会加大。这不是需求拉动，而是成本推动，国内各个阶层都会付出一定代价，这就是为什么说人民币贬值会使我们的财富缩水。但也应该看到，人民币贬值会使可贸易品部门受益，同时倒逼一些设备原材料的国产化。

应对贬值预期

美元兑人民币从 2013 年的 1:6.04 到目前的 1:6.88，人民币三年贬值 14%，这是人民币第三次价值重估。在下一轮新科技革命大大提高生产率以前，在经济的基本面全面改善以前，均衡汇率和实际汇率都存在持续贬值的可能。美元的走强更是加大了这种可能性。

要意识到，贬值期风险比升值期大得多。中国整体经济实力，将因人民币贬值，以美元作为国际标准衡量有所收缩，表现为经济增长率下滑，资产价格下降，资本外流。这次人民币贬值带来的利益再分配也要引起我们足够的重视。

名义汇率长期偏离均衡汇率和实际汇率，被称为“汇率错位”，汇率错位会产生预期。升值预期刺激外资进入，刺激国内投资，使股票及房地产等国内资产升值，甚至产生严重经济泡沫；贬值预期刺激资本外流，促使泡沫破灭。

在当前人民币贬值预期下，国内要警惕两种金融风险。

一是资本外流。中国国家外汇储备已经从 2015 年的 4.2 万亿美元下降到当下的 3.1 万亿

美元，外汇储备的国际警戒线是 2.5 万亿美元。在这样的形势下，中国实行浮动汇率、放开资本管制更要注意节奏。

二是资产泡沫有破灭的可能。2015 年股市在高位出现异常波动，现在中国最大的问题是房地产价格居高不下。在 19 年的人民币升值期中，房地产获得空前发展，是中国经济发展最大的收益者，但同时也形成了极大的泡沫。房地产盈利空间如此诱人，即使货币没有超发，资金也会从其他行业流向房地产。因此不能单纯用货币超发为高房价辩护，根本问题是人民币升值与房地产行业垄断以及地方以土地换财政的利益牵连。如不能打破房地产利益集团的垄断，就会出现房价、房租等成本上升的恶性循环。房地产泡沫一旦破灭，杀伤力将是巨大的。因此，当下人民币贬值利空房地产，在做资产配置时，要慎选房地产。

国际风险也在加大。美国自 2008 年金融危机以来，经济复苏之势已经显现，美元加息和强势美元的阴影一直笼罩世界，美元还会走强一个时期，继续对各国货币产生贬值压力。英国脱欧以来，民粹主义思潮在西方世界传染，影响了美国大选，现又转回欧洲。法国大选以及随后的德国大选都可能是下一个黑天鹅，而欧盟和北约也问题不少。以西方为主导的全球化自二战以来已有 70 年，中国也在其中获益。现在全球化的今天，没有一个国家可以独善其身。发达国家贸易保护主义抬头，人民币确有重估的必要。

从国际与国内来看，这一轮人民币持续贬值的可能性较大，持续时间会较长。要守住钱袋子，可适当配置走势坚挺的美元。一般而言，美元升值时，以美元计价的黄金会下跌，但黑天鹅事件频发，世界经济风险加大，近期黄金已出现上涨之势，也说明其避险功能在短期内不会减弱。□

（作者分别系中国政法大学经济学教授、博士）