

担忧贸易战冲击人民币为时尚早



韩会师 资深外汇观察员

http://www.guancha.cn/HanHuiShi/2018_04_09_453068.shtml

2018-04-09 10:10:32 来源：会师话市

近期中美贸易战无疑是绝对热点，笔者听闻不少朋友担忧人民币会遭遇较大的贬值压力。其忧虑主要基于三点考虑：

一是一旦中美双方在贸易上冲突加剧，中国的出口很可能受到影响，而货物贸易顺差是我国经常项目顺差的主要组成部分，一旦货物贸易顺差萎缩，人民币贬值压力自然增大。

二是2017年以来，人民币升值幅度已经不小，有过度嫌疑，存在一定的回调需求，而贸易争端则提供了一个外部机会。

三是一旦中美贸易冲突加剧，人民币贬值有利于提高中国出口商品的竞争力，缓解关税增加的负面影响，所以监管当局可能也乐见人民币有所贬值。

上述考虑不无道理，但笔者认为，贸易冲突对人民币汇率方向上的影响其实是高度不确定的，人民币是否升值过度也十分值得商榷，我们更不能以个体投资者的心态来揣摩监管当局的立场，所以企业在做结售汇决策时需十分慎重。

我们先看中美贸易冲突。

首先，4月3日，美国贸易代表办公室针对中国公布的500亿征税清单只是“拟加征关税”清单，在6月正式名单出来之前一切都是未知数。

目前中美双方处于正式“出手”之前的相互试探阶段，最终结果如何很难说。特朗普5日要求美国贸易代表办公室依据“301调查”，额外对1000亿美元中国进口商品加征关税的报道目前也不能过于当真。在一切沟通手段用尽之前，其主要目的仍是对中国进行恐吓，争取更好的谈判地位。

因为无论是特朗普还是其白宫幕僚，不可能不清楚即使限制了从中国的进口，也很难降低美国的逆差，顶多是转移一下进口来源地而已，这是经济结构差异以及双方在全球价值链上的位置不同等因素导致的结果，国内外学术界和实务界对此问题并无太大分歧。美国人打贸易战，其核心诉求一般都在贸易之外。



其次，即使“拟征税清单”最终变成“征税清单”，也不一定直接转变为对人民币的贬值压力。

美国对中国商品加税导致中国出口竞争力下降这个逻辑是对的，但出口难度增大却并不必然导致中国贸易顺差大幅度下滑。一方面在对美出口难度增大的时候，中国可能在非美国国家拓展市场，实际的出口下降规模很难说；另一方面，作为世界工厂，中国庞大出口的背后是从全世界采购原材料和半成品，包括从美国，这就导致中国的出口前景直接影响其进口潜力，在出口受阻的同时，中国的进口也必然萎缩，这在2009年和2016年都有过生动的例证。所以贸易冲突对中国外贸顺差的影响其实是非常不确定的。如果外贸顺差的影响不确定，那么对贸易项下结售汇的影响自然也是不确定的，而结售汇格局才是真正对人民币直接施加影响的。

再来看人民币是否存在升值过度的嫌疑。

笔者在此前的文章中多次讲过，监管当局和普通投资者看待汇率的角度完全不同：个人和企业更关注自身的汇兑损益，因此对双边汇率变化极为关注；监管当局则更关心汇率对实体经济的影响，因此更关注人民币对一篮子货币的波动。

虽然2017年以来，人民币对美元升值幅度较大，大约10%，但CFETS人民币汇率指数总体上是比较稳定的，2016年底是94.83，2017年底是94.85，2018年3月底是96.73，15个月的累计升值幅度只有2%。

如果我们把眼光放得更长一些，当前人民币对美元的双边汇率水平与于2015年8.11汇改时大体相当，但根据BIS公布的人民币有效汇率指数（8.11汇改时还没有CFETS指数，所以用BIS数据代替），当前人民币对一篮子货币的名义和实际有效汇率水平比2015年8月分别贬值了2%和4%。所以站在监管当局的角度上，无论从最近1年的视角，还是从最近3年的视角看，人民币的汇率水平都不存在过度升值的问题。



此外，虽然2017年以来，人民币对美元升值较大，但我国出口2017年同比增长约8%，2018年1-2月同比增长约24%。所以也很难找到人民币升值冲击实体经济的证据，所以对于监管当局来说，并不存在借贸易冲突的机会顺势让人民币贬值的前提。

可能有朋友会问：就算人民币不存在升值过度的问题，但万一美国对我国出口商品大规模加征关税，也不能排除监管当局通过人民币贬值缓解出口压力的可能吧？

的确不能完全排除上述可能，但笔者认为可能性很小。原因主要有二：

一是在厚重的贸易壁垒面前，贬值对出口的刺激作用微乎其微，这个道理有点外贸常识的朋友都会懂，在此不再赘述。

二是主动贬值对人民币市场信誉的负面影响必须警惕。2014-2016年，人民币的快速贬值不但未能有效刺激出口，反而动摇了国内外投资者对人民币基本稳定的信心。2017年以来，监管当局耗费了巨大的成本才令“参考一篮子货币”这一定价规则得到市场认可，这才逐渐击退了单边贬值预期，也基本消除了资本恐慌性外逃的风险，这个成果来之不易。所以，在贸易战对中国的外贸顺差和结售汇格局未显示出持续、严重的负面影响之前，很难想象监管当局会自乱阵脚。

当然，在现行“参考一篮子货币”定价规则之下，如果美元指数能够大幅度反弹，人民币对美元也是可以明显贬值的，但这种贬值是遵循规则的自然调整，有助于投资者加深对人民币定价规则的理解与信任，可以在中长期提高人民币定价的透明度与市场信誉，与面对外部冲击时的人为干预完全不同。

总体而言，贸易战虽然目前被炒得火热，但究竟会如何发展是很大的未知数，其对中国外贸和结售汇市场的短期影响和长期影响也都是未知数，投资者不必急于选边站队。人民币当前既不存在升值过度的风险，监管当局还必须确保人民币好不容易竖立起来的国内外信誉不被动摇，所以在局势不甚明朗的情况下，也就基本不存在主动引导人民币贬值的可能。企业目前根据实际需求进行结售汇操作即可，不要下大本钱去“赌”人民币那高度不确定的行情。

本文首发于公众号“会师话市”，观察者网经作者授权转载。