

贺力平：人民币为何升值？还会继续升值吗？

各位经济学家圈的朋友们，大家好，非常高兴今天来和大家就人民币汇率走势展望这个话题进行交流。

我准备了三个方面的话题。第一是近期人民币升值的主要原因，第二是展望人民币会不会破6（这里的破6是指升值的方向），第三个是未来汇率波动的风险如何防范？

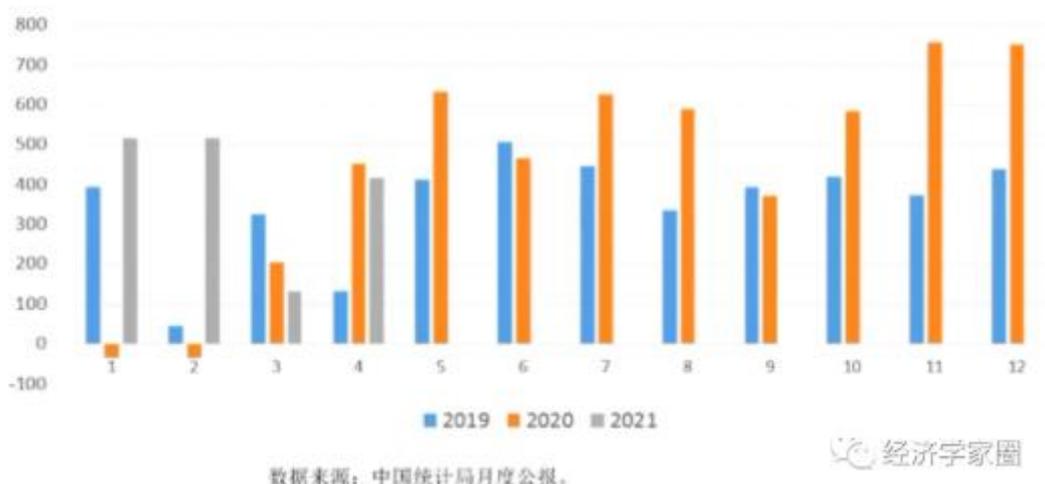
我着重就人民币近期升值的原因来谈一下，人民币升值的主要原因有四个方面。第一是中国跨境货物贸易顺差的增加，第二是跨境旅游外汇支出减少，第三是跨境资金流入，第四是美元贬值。

一般我们谈论汇率变动时，会从一些不同的角度来谈论。比如，有的人认为这是由经济的基础层面来决定的，跟我们的产业结构、竞争力、贸易收支、经常账户收支等有关，这是属于经济基础层面。然后是与经济基础层面没有直接关系的因素，包括金融市场的行情等，还有一个角度，是内部因素和外部因素，我认为实际上人民币汇率升值了，内部因素和外部因素都有，两个方面是结合起来的。

人民币近期升值的原因主要是由经济基础层面的因素，但是也有跟经济基础层面没有直接关系的一些因素，还有内部因素和外部因素。可能有人会觉得这个看法太笼统，是折中主义、模糊学派。我个人觉得不是这样，我尽可能用一些比较准确的数据来说明问题。碰巧在这个节骨眼上，尤其最近三个月左右的时间变动，应该是这些因素的一个综合反应，所以说我觉得不能把它归结为某一个因素，而是一个综合性的因素，下面我用一些数据来做一些说明。

第一个，中国的货物贸易的情况。

中国货物贸易月度差额，亿美元
2019年1月-2021年4月



图中显示的是2019年、2020年和2021年（前四月）中国货物贸易月度差额。

2021年1~4月数据显示，除了4月份和3月份之外，在1月、2月中国的贸易顺差是超过历年的水平。

2021年1~4月份的贸易顺差接近1600亿美元，去年同期的贸易顺差是700亿美元，2019年1~4月份的贸易顺差额是700亿美元左右。2021年1~4月份，中国的货物贸易顺差的数额已经是去年和前年的一倍多。

2020年的下半年，中国的货物贸易顺差比往年大大增加，这对人民币汇率来讲是非常有力的一个支撑因素，而且这跟经济的基础层面是相关的。

为什么中国货物贸易顺差会在最近一年增加这么多？

因素会比较多，笼统来说，去年中国首先发生了疫情，但是去年4月份以后疫情相对的平息了。

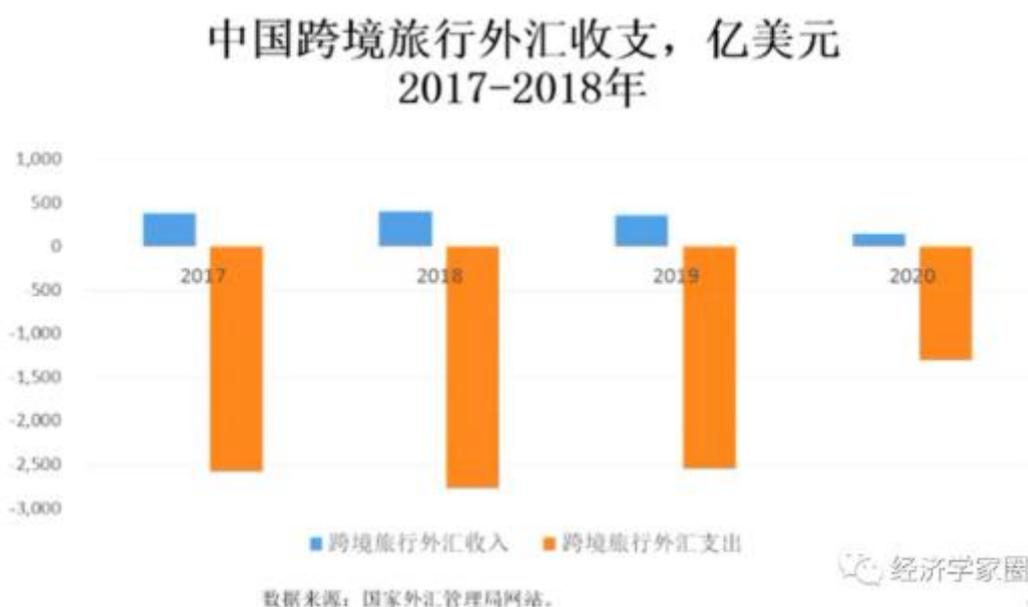
然而，国外的疫情是在2020年4月份以后开始严重的。国外疫情严重以后，它的供给一面会受到比较大的影响。但是它对一些物品，尤其是对防疫相关物品的需求猛增，而中国在这个方面刚好就有很大的潜力可增加，所以我们的出口从那以后实际上是有很大的增长。

进口方面，因为我们的国内经济在逐步的复苏，所以进口一面的复苏的程度不是那么强，它给我们的贸易顺差就带来比较大的刺激作用，这种情况可能未来还会持续一段时间，但我们不能指望中国的货物贸易顺差永远都是这么大的数额，而且永远都会增长，这也是不现实的。

从现状来看，我们从去年下半年到今年的1~4月份，中国的货物贸易顺差增加了很多。相比2019年疫情发生前的水平，增长幅度是在1000亿~2000亿美元，所以这是一个比较重要的一个因素。

第二个因素是跨境旅行相关的外汇收支。

2000年以后，随着中国经济的发展，人们收入水平的提高，大量的中国居民出境旅行方面的外汇支出很多。



比如说，2018年中国人在境外旅行的总支出为2800亿美元左右，而当年外国人入境旅行的开支即中国的跨境旅行外汇收入才400亿美元左右。所以，2018年我们在跨境旅行方

面的外汇净支出是 2400 亿美元左右，2017 年、2018 年、2019 年基本上维持这个水平，这个项目使中国每年花出去的外汇高达 2000 亿美元以上，这是国际收支经常账户收支很重要的一项。因为中国人口多，出去旅行的热情又比较高。但是疫情发生后这方面的情况发生了巨大的变化。我们看下 2020 年的情况。2020 年全年中国在境外旅行外汇支出大概是 1300 亿美元，外汇收入也减少很多，大概只有 200 亿美元。但是总的来说，中国跨境旅行外汇净支出由过去的 2500 亿美元一下就减到 1200 亿美元。

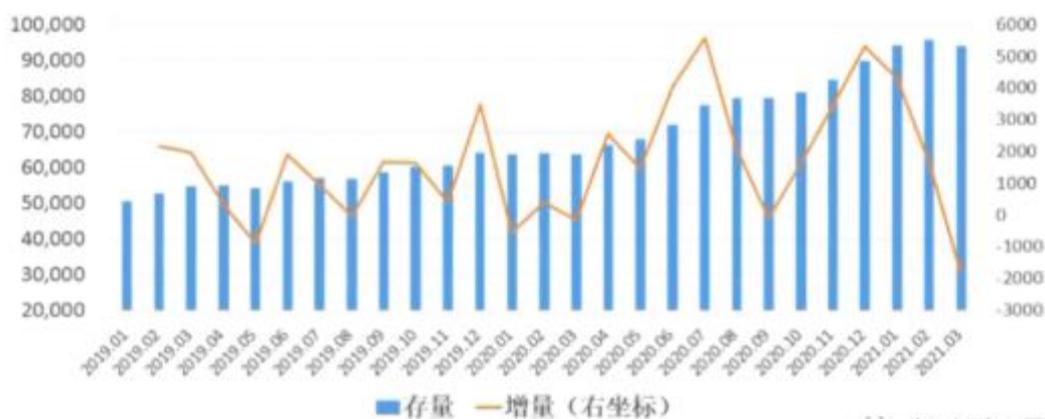
因为现在没有最新的数字，但是我相信它的构成跟 2020 年大致差不多，因为现在跨境旅行还是没有恢复。疫情的情况是很不稳定的，所以市场是完全没有复苏的。

中国在 2020 年到 2021 年总共货物贸易顺差增长了 2500 亿美元，而我们的净支出减少了 1000 多亿，两项相加我们就看出来，在其他事情都没有发生的情况下，中国的经常账户的收支平衡一下就多了 3000 亿美元左右的顺差，而且这在一年左右的时间里面就出现了。

3000 亿美元的净流入资金，当然会对人民币的汇率会带来积极的影响，因为汇率按照市场供求关系决定，出口、创汇就代表了外汇的供给，在境外的开支、进口就代表了外汇的需求。

我们所说的两项，一个是货物贸易，一个是跨境旅行，都带来了外汇的供给的增加和外汇需求的减少。货物贸易顺差是外汇供给的增加，跨境旅行外汇支出的减少，它代表了外汇需求的减少。一反一正，在其他事情不变的情况下是会推高人民币汇率，但我只是说 2020 年到 2021 年，这是一个大的背景。具体去年是不是就升值了那么多，我们还要看其他的一些因素。

境外机构和个人持有境内人民币金融资产，亿元 2019年1月-2021年3月



数据来源：中国人民银行网站。

经济学家圈

第三个因素，跨境资金的流动。

跨境资金的流动，它本来应该是从我们的国际收支平衡表上来公布的，但我们的统计比较复杂。它由外汇管理局来负责，一般情况下统计它会相对的滞后一点。2020 年的国际收支统计表的报表已经发布了，但是今年的情况还没有得到反映。

我从人民银行网站上下载了另一个相关的数据，如上图，也是体现跨境资金的流动。该

表表示境外机构和个人持有的境内人民币金融资产，它分为四项，持有的股票、债券、存款和其他（现金等），这是非居民持有的境内的人民币金融资产。

“存量”数据是人民银行公布的，我截取的是从 2019 年的 1 月份到 2021 年的 3 月份的数据。“增量”是根据存量来做的一个简单的加减所得，在大多数情况下这个数字都是上升的。比如说，2020 年 7 月份一个月的增量的就超过了 5000 亿人民币。当然它也有减少的时候，比如说 2020 年 9 月份它变为 0，2021 年的 3 月份它是负 2000 亿。

这个数字是如何来解读的？

因为他要统计股票和债券，尤其是股票，股票的市场价值每天、每个月都要变动，即使是境外人士，比如他用等值于 100 亿元人民币的资金来购买了股票，但该股票的市值下个月就会变，有可能变成 110 亿元人民币，也可能变成 90 亿元人民币，这个变动我们叫做是估值效应，它跟投资的量是没有关系的。但是在大多数情况下，尤其是当这个数字变化比较大时，你可以认为这是新增的投资。所以我们可以发现，从 2020 年 4 月份以后，“增量”的数字是有波动的，但是它的趋势是上升的。也就是说 2020 年的下半年以后，境外机构和个人持有境内的人民币金融资产总体来说是增加的。而且增加的数字。存量从 6 万亿增加到了 9.5 万亿，增加 3.5 万亿人民币，假设其中有 5000 亿或者是 8000 亿的增加有股票升值、债券涨价等因素，因为这些因素不好精确的剔除，但是它的流入资金可能有 2 万多亿人民币，2 万多亿人民币折换成美元至少等值于 3000 多亿美元资金的境外资金流入，这个数字还是比较大。

也就是说，在一年左右的时间里，就有这么大量资金的流入，当然它还是有一些波动的。如果其他情况都没有发生变化，单是纯粹的金融资金（跟贸易无关的资金）流入到中国境内的金融市场上，这对人民币汇率是一个极大的支持，因为这些外汇资金流入时是外汇，他要投资在中国境内的股票、债券，变成人民币的存款，或者购买人民币的现金，就需要进行兑换，兑换了就代表对本币资金的需求，也就代表了外汇资金的供给。

文章来源：中国经济 50 人论坛

本文链接：<http://www.50forum.org.cn/home/article/detail/id/8401.html>

特别声明：“经济观察”专栏文章均为作者个人观点，不代表《经济评论》编辑部的立场和观点。本刊官方网站经济观察栏目所转载的文章不以营利为目的，旨在扩大宣传和增进交流。若有相关网络平台和报刊杂志要求撤稿，请告知本刊。