

2018年美元与人民币走势的两大新风险

■ 中信银行(国际)首席经济师、中国首席经济学家论坛理事 廖群



关于今年美元与人民币的走势，在1月下旬以前笔者一直认为，从经济与政策的基本面来看，鉴于美国经济复苏步伐加快与美联储持续加息与缩表，美元指数应该有所上升，进而大多数货币，包括人民币对美元，应该有所贬值。当然美元升值与人民币贬值幅度都不会太大，在美联储加息3次的假设下分别升贬3%与2%左右。这可以说是笔者的基准情景预测。可是，1月下旬以来美元指数的快速下跌，使得市场预测迅速地向美元贬值、人民币升值的方向转移，笔者也对自己的基准情景预测的信心发生动摇。

本来，近月来美国经济数据大多数进一步向好，去年年底特朗普税改方案又比市场预期更快地通过，就基本面而言，美元指数理应反弹上升。可实际情况与之相反，美元指数从去年12月18日的94左右一直下跌，尤其是1月下旬以来下跌加速，短短几天便跌近2%而破90，至1月31日跌至88.9。相应地，其他货币反常地大幅升值，人民币对美元从去年12月18日的6.60升值至1月23日的6.40，更于1月24与25日两天升近2%，至31日收盘于6.29。显然，人民币的反常升值是美元指数反常走低的直接结果。

那么问题便是，美元指数为何近期如此反常走低呢？

对此，很多人归因于欧元区经济复苏加快、中国经济强势企稳、多国货币政策趋紧及

油价上升等。笔者认为，这些因素能解释部分，但不能解释全部；还有一个重要，或更为重要的因素，即，美国总统特朗普与美国政府给市场带来的不确定性。

首先是特朗普的不确定性。特朗普施政

一年以来，虽然也取得了像减税方案通过这样的成果，但总体而言，施政困难，大多数政策措施要通过国会通不过，要通过了也难以有效实施。尤其是其不同寻常的施政风格，国内外分别得罪了很多人与国家，使得市

场对其施政能力的信心不断减弱，对其能否推出并实施其竞选时承诺的经济刺激措施日益怀疑，进而对美国经济的复苏前景打上问号。这应该是近两个月以来美元反常走弱的主要原因。

其次是美国政府“强美元”政策的模糊化。

特朗普政府以前的历届美国政府都明确地坚持“强美元”政策。但特朗普政府上台后，“强美元”政策开始模糊。特朗普上台后不久就明确讲过强美元对美国经济不利。这是政

策模糊化的开始。但鉴于特朗普经常说话不算数，市场也就没有太把这一表态当一回事。可是，1月24日美国财政部长努钦清楚地表明“美元走软对我们有利”。鉴于其财政部的关键身份，也鉴于其以前并未信口开河过，市场迅速反应，美元指数在当日便下跌1%。虽然美国商务部长罗斯等官员很快作了澄清并说坚持美元强势不变，特朗普本人稍后也说希望看到强势美元，但这已使得市场对于美国政府是否坚持“强美元”政策产生了怀疑。美元指数只是在略为反弹后便又在90以下低迷不起。

以上两大不确定性，意味着美元与人民

币走势的两大新风险。从目前情况来看，这两

大风险在今年将持续存在甚至上升。

关于特朗普施政风险，除特朗普的个人风格外，还反

映目前美国两党政治斗争与社会分化的现

实，短期内难以改变。所以，已通过的减税方

案的实际效果如何，以及特朗普拟推的增加

基础设施投资、提高关税与开放金融市场等

其他的经济刺激措施能否顺利推出及产生效

果等，目前都是问号。至于“强美元”政策风

险，其实我倒是觉得特朗普当选后不久与努

钦1月24日关于美元的表态反映了当前美

国政府内部一些人的真实想法，包括特朗普

与努钦在内。笔者在特朗普当选后不久就在

本栏发表文章预计，特朗普应该倾向于弱美

元。这是因为，笔者相信特朗普施政的最大目

标是把经济增长速度提升上去，将美国的制造业重振起来，只要做到了这一点，他的总统职位就能保住甚至重新当选。因此他将不遗余力地图实现这个目标。而“强美元”有悖于他的这一最大目标。所以他是从内心不想看到“强美元”的。这当然并不意味着他能立即改变“强美元”政策，他需要时间去说服政府内部坚持“强美元”政策的人，也需要时间观察改变这一政策的代价有多大。可是，“强美元”政策已经开始模糊，特朗普及其政府何时与如何地改变这一政策也就成为一个很大的风险。

因而，今年美元指数与人民币走势的风

险情景实现的概率将显著提升，而基准情景

的实现概率将相应地明显降低。两个概率如

何此消彼长取决于上述两大风险如何发展。

鉴于此，目前笔者对于今年美元与人民

币走势的预测是，虽仍然坚持基准情景，即美

元将温和上升，人民币对美元温和贬值，但将

基准情景的实现概率从75%降至55%，相应

地将风险情景的实现概率从25%升至45%。

也就是说，今年55%的机会将是，至年

底，美元指数温和回升至92.0，人民币对美元

温和贬值至6.42；45%的机会则是，美元指

数继续下跌至86.5，人民币对美元继续升值至

6.20。随着上述两大风险状况的演变，这两个

概率及预测值都将会产生相应的变化，届时

将再作出调整。

中美经贸困局的博弈出路

■ 光证资管首席经济学家、中国首席经济学家论坛理事 徐高



国的恩赐，而只能建立在自己打赢下一场比赛的能力之上。经贸关系也是同样的道理。

当前中美之间的经贸博弈可以用一个简单博弈模型来描述。将双方的经贸政策抽象成为打贸易战(打)与不打贸易战(不打)两个选项。由于双方都各有两种选择，所以理论上可能会出现四种结果。不过很显然，在美方选择不打贸易战的情况下，中国肯定不会挑起贸易战。所以现实中可能出现的结果只有三种：双方都选择不打贸易战(不打、不打)，双方都打贸易战(打、打)，以及中方不对美方的贸易战政策做报复，单方面选择不打(不打、打)。

将这三种情况下中美双方的收益写在表格里。表格的上下两行分别对应中方“打贸易战”和“不打贸易战”两个政策选项；表格左右两列则分别对应美方“打”和“不打”的选项。其中标有数字的三个格子分别对应三种现实中可能出现的结果。每个格子中左下角的数字对应在这种情况下中国所获得的收益，右上角的数字则是美国所获得收益。

很自然地，双方都选择不打贸易战对双方都有利。可以假设在这种情况下中美双方所获得收益都是2。而双方都选择打贸易战，则对双方都有害。假设在这种情况下，双方所获得收益都是0。美方选择打贸易战、而中国选择不打(即中国对美方贸易战的措施不进行报复)的这个情形需要分析一下。在这种情况下，中方肯定会受损失。可以假设此时中方的收益是1，低于双方都不打贸易战的情形，但高于双方都选择打的情形。而在美国目前的决策者看来，通过贸易战的政策可以迫使中方让步，让中国不再能够占美国的便宜，因而能够让美国获得更高的收益。因此，在美方的认识中，此种情况下美方的收益可设为3，比双方都选择不打贸易战时美方的收益还要高。

在这个博弈中有两个特别重要的数量关系。第一个关系是在中方选择“不打”的情况下，美方选择“打”或“不打”的收益对比。在前面的收益假设之下，美方会发现，“打”是对他更有利的选择。

博弈中的第二个重要数量关系是在美方选择“打”的时候，中方选择“打”或“不打”两种情况下所获得的收益对比。上面所做的收益假设意味着，在美国选择“打”的时候，中方选择“不打”(不进行报复)能得到更高收益。这可能是因为中方的不报复会让贸易战烈度维持在一个较低水平，而不至于不断升级。在这样的收益对比下，美方会知道中方一定会选择“不打”来退让。

在这两个数量关系呈现大小关系时，美方一定会选择打贸易战，而中方一定会选择不报复。用博弈论的语言来说，(不打、打)是这个博弈的纳什均衡，也是这个博弈最终的走向。当前的中美经贸关系之所以向着令人不安的方向发展，根本原因就是现实背后的这个博弈困局。

三、中方对策之一：
扭转美方偏见

中美间经贸博弈之所以会呈现出前述的困局，关键在于上面所说的两个重要数量关系。这两个数量关系只要有一个不成立，博弈就能跳出困局，形成双方不打贸易战的均衡。

先来看数量关系一。如果美国相信，在中国选择“不打”的情况下，美国选择“打”对美方自己也是不利的，那美国就不会挑起打贸易战。因为在历史上中美经贸关系时有起伏，但现在的趋紧不仅是个短期现象，而是折射出了美国对中国长期看法和战略的改变。中美之间的互动已经进入了一个新的阶段，经贸关系中的紧张情绪不会因为美国中期选举的过去而烟消云散。

二、中美经贸博弈的困局

既然美国已经把中国视为一个对其构成威胁的对手，那么中国在思考中美经贸关系的时候就需要有更多的博弈思想。得通过构造博弈的均势来维护双边关系的稳定，而不能一厢情愿地认为局势不会恶化。对中国这么一个世界性大国来说，和平不可能来自别

易战。比如，如果美国在(不打、打)这种情况下的收益不是3，而是比2小的数，那贸易战就不会是博弈的均衡。

数量关系一恰恰是中美互动进入新阶段带来的改变之处。过去，“中国通过贸易占了美国便宜”的这种说法在美国还没那么大市场。也是在过去，美国的精英阶层也普遍相信可以通过中美之间的自由贸易，引导中国走向美国的道路。但现在，当不少美国人相信美国在中美贸易中吃了亏，美国自然会认为跟中国打贸易战能让美国获利。另一方面，当美国精英阶层不再认为可以通过自由贸易来影响中国的走向时，他们心中不打贸易战带给美国的收益也相应下降。所以，现在的美国人会认为打贸易战对它们有利，而不是像过去那样认为不打贸易战是更好选择。

这里必须说明的是，上面所陈述的只是美国对中美经贸关系的偏见，并不代表事实。美国对中国的庞大贸易逆差部分来自美国国际储备货币发行国的地位(美国自己印钞票来交换中国的产品)，也部分来自于全球产业链的分布格局(美国对中国的贸易逆差中有不少是经中国转口的第三国创造的增加值)。而中国向美国的出口商品也提升了美国民众的福利，压低了美国国内通胀。因此，美国针对中国的单方面贸易战行为会侵害美国本身的利益。所以，认为打贸易战对美国有利是美方的偏见。但尽管如此，前面博弈设定所反映的偏见正在影响美国的政策。中方因此必须严肃对待。

为了规避贸易战，中方可以采取的一个对策是试图纠正美方的偏见。美方要跟中国打贸易战的理由是站不住脚的，其贸易保护主义和单边主义的倾向却并不符合美国过去一直鼓吹的理念。美国国内也有从中美贸易中获益的沉默大多数。如能用美方能够接受的方式说服美方，让美方认识到打贸易战对自身也不利，那贸易战就能消弭于无形。借助前面的博弈模型来说，如果能让美国相信自己收益比2小(比如是1.5)，那么博弈的纳什均衡就变成(不打、不打)，贸易战就打不起来了。

四、中方对策之二：

做好打赢贸易战的准备

从理论上来说，劝说美方扭转偏见是跳出博弈困局的可取之策。但在现实中，这条路走起来难度大，见效慢，且中方的掌控力不强。目前，中美经贸问题在美国国内已经变得高度政治化，理性分析未必能很快扭转美国民众的情绪。此外，也不排除美方揣着明白装糊涂的可能。所以，交流沟通固然重要，但中方也不能将贸易战打不起来的宝都押在这条路上。

还好，中方还有规避中美贸易战的另一条对策——通过构建打赢贸易战的能力来避免贸易战的发生。在博弈设定中，不打、打之所以能成为纳什均衡，还因为中方报复美方贸易战(选择“打”)所得的收益低于不报复(选择“不打”)的情形。这样，美国知道即使它推出贸易战的政策，中国也会忍让，从而让美方获益。要改变这样的局面，需要切实可信地让美国知道中方会以贸易战来报复美方的贸易战政策。

从博弈的角度来分析，中方如果只是简单地说要报复美方，是个“不可信的承诺”，不会改变博弈格局。中方必须现在就为贸易战全面开打、不断升级的最坏情况做好准备，并制定在这种情况下打赢贸易战的方案。用前面博弈模型的框架来说，就是得让美方相信中国在双方都选择“打”的情况下，能够获得比中国选择“不打”时更高的收益(比如说1.5)。在这样的格局下，博弈的纳什均衡也会变成(不打、不打)，贸易战就打不起来了。

中国的报复很可能引发美方的反报复，令贸易战升级，最后让双方都更严重受损。在这种情况下，中方的收益怎么能比不报复时更高呢？要站在长期来思考，才能得到这个问题的答案。中美经贸往来产生的持续的收益流。因此，博弈模型中的收益数字应该被视为长期收益流的贴现总和。中国对美国贸易战的报复的确可能在短期内让紧张局势加剧。但是，只要能让美方付出足够的代价，就能促使美国重回不打贸易战的正轨上去。于是，短期的贸易战升级可换来长期更加合作的经贸关系，中方的贴现收益就有可能高于一直退让的情况。

所以，为了让中方在贸易战中获得比不报复时更高的收益，中方的报复政策必须要让美方难以承受，促使其迅速改弦更张，结束贸易战政策。因此，中国在报复时应尽量找那些能够对美方长期收益带来重大影响的报复政策。以这一标准来衡量，向美国进口商品征收报复性关税并不是最好选择。这是因为中美之间的贸易有很大互补性，中国从美国进口的商品也是中国所需，征收高关税来限制这些商品的输入是伤敌一千、自损八百的做法。而且，这样的政策对美方长期收益的影响仍然不够高。

中国更好的报复政策是国内服务行业的对外差别化开放。高端服务业正是美国的比较优势所在。而出于自身发展的需要，中国现在也有开放国内服务业市场的需求。在中国服务市场开放的过程中，谁能占得先机，谁就拥有了未来。这其中的利益绝不是当下的几十亿、几百亿所能衡量的。如果中美之间真的爆发贸易战，中国可以推迟国内市场向找到出路，而这也符合中美双方的根本利益。

当前，中美经贸关系虽然有些山雨欲来风满楼之势，但贸易战并非不可避免。只要中国根据当前的博弈格局妥善设计对策，就能将博弈结果引向健康的方向，从而在困局中找到出路。这也符合中美双方的根本利益。

美国企业的开放，而将机会让给别的国家。毕竟，高端服务的提供者不是只有美国一家。美国企业在华服务市场的开放中如果一步慢，以后就可能步步慢，最终形成不利于美方的市场竞争格局。这对美国来说是不可承受之重。

这样的情况是有先例可循的。20世纪80年代，中国决定从西方国家引进汽车生产技术。当时中国首先找了美国福特汽车公司商谈合作事宜，但因为福特要价太高而没有谈拢。之后，中国才转向德国，与德国大众设立了合资企业。在之后的几十年里，随着中国成为全世界最大的汽车市场，中国汽车业获得了巨大发展。现在的中国汽车市场，尚处在历史的岔路口，格局尚未确定。在这个当口，对美国企业实施差别化的市场准入限制，将是美国最不愿意看到的反制措施，可有效让美国重回合作的道路上来。这样，中国的报复措施就能在长期产生比一味退让更高的收益。在了解这一情况后，美国也不会开启贸易战，从而实现中美经贸关系的平稳发展。

五、规避贸易战的博弈出路

从以上中美经贸的博弈分析来看，中美之间的贸易战是可以避免的。但要规避贸易战，中方不能一厢情愿地认为紧张态势会自动平息，而必须要从博弈的角度妥善选择对策。中方必须认识到，美方对中国的战略定位已经发生了重大变化。在近期中美贸易紧张状况加剧的背后，是美国对华战略的大幅度调整。美方已经把中国当成了挑战者，当成了对手。在这种情况下，中国需要构筑博弈均势，引导博弈结果向有利于中方的方向发展。

从博弈的角度来分析，中国要想避免中美贸易战的发生，就必须做好打贸易战、并且打赢贸易战的准备。中方不怕打贸易战，贸易战才打不起来。目前，中国正在加大国内服务业的对外开放。在中国服务市场开放的过程中，可针对美国企业设定差别化的市场准入限制，以作为对美国贸易战的反制措施。这会让美国企业在中国市场中失去先机，在长期给美国带来高昂代价。这一杀手锏，再加上报复性关税等其他举措，可以给美国带来足够威慑，从而让美国放弃贸易战的政策。除此以外，中国还需主动增加与美国的沟通，多层次、多管道地给美方讲道理，纠正美国对中美经贸关系的偏见。这虽然不能起到立竿见影的效果，但却有助于增强双方互信，有利于营造长期稳定的双边经贸关系。

中美是经济规模排名世界前二的经济体，中美之间的经贸关系不仅仅是中美两国的事情。在美国之外，中国还有不小的发力空间。在当今世界，自由贸易和多边主义是潮流，美国的贸易保护主义和单边行动不得人心。美国对中国的贸易战措施除了伤害中国之外，也会连带损害跟中国处在同一产业链中的其他国家和地区的利益。因此，在可能爆发的中美贸易战中，中国有条件与其他广大国家形成同盟，对美国形成国际舆论压力，同时对冲中美贸易战的不利冲击。这也能降低美国发动贸易战的几率。

当前，中美经贸关系虽然有些山雨欲来风满楼之势，但贸易战并非不可避免。只要中国根据当前的博弈格局妥善设计对策，就能将博弈结果引向健康的方向，从而在困局中找到出路。这也符合中美双方的根本利益。