

论人民币汇率形成机制改革的 推进方向

余永定 肖立晟

内容摘要：长期以来，中国汇率政策的实质是“逆市场的预期管理”。迄今为止，汇率决策的思维定势并没有发生变化——害怕汇率浮动。过去是害怕升值，现在则是害怕贬值。然而，通过干预外汇市场实行的“预期管理”并不能导致汇率的自主稳定。面对无法出清的外汇市场，当前实施的“收盘价+一篮子货币”的中间价形成机制让篮子货币陷入易贬难升的困境。在中国的特定条件下，面对贬值压力，货币当局必须在汇率稳定、保住外汇储备、保持货币政策独立性、资本项目适度开放（或维持适度的资本管制）四个目标中选择三个。有鉴于此，我们依然主张人民币汇率应该尽快实现可自由浮动。为了防止汇率过度超调，可以引入人民币盯住宽幅一篮子货币作为过渡措施。盯住宽幅一篮子的安排可以在防止人民币出现超调的同时，避免过度干预外汇市场，从而最大限度减少外汇储备的损耗。

关键词：人民币汇率 外汇储备 一篮子货币 资本项目开放

中图分类号：F831

文献标识码：A

引言

2015年8月11日，中国人民银行公布对人民币中间价报价机制进行改革。做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向中国外汇交易中心提供中间价报价。“8·11”汇改以前，人民币汇率变化很有规律，每年大约保持2%的升值或者贬值幅度。“8·11”汇改颠覆了这种简单的适应性预期（Adaptive-expectation）框架。

人民币汇率定价机制变动导致人民币贬值预期急剧上升。人民币汇率连续两个工作日触及浮动区间下限后，2015年8月13日央行中止了参考前日收盘价确定当日中间价的汇改试验。2015年12月11日，中国人民银行在中间价中进一步引入了“篮子货币”，并在2016年5月8日初步形成了以“收盘价+篮子货币”为基础的人民币汇率形成机制。

尽管由于国内外形势的种种变化，汇率贬值预期逐渐回稳，外汇储备开始止跌。但有两个问题依然需要回答：第一，人民币贬值预期的消失或削弱是否能够使中国消除国际收支逆差，从而消除贬值压力？第二，当前的“收盘价+一篮子货币”中间价汇率形成机制存在哪些问题，未来应该如何进一步推动汇改？

本文试图结合人民币汇率形成机制改革历史，分析资本流动、汇率压力、汇率预期和外汇储备

作者简介：余永定，中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员；肖立晟，中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员。

四者之间的相互关系及其发展，并在此基础上提出我们关于汇率形成机制改革的政策建议。

一、人民币汇率形成机制的改革进程

2005年7月21日公布的人民币汇率形成机制改革方案明确指出，人民币汇率形成机制是“以市场供求为基础，参考一篮子货币汇率变动……保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定”。换言之，央行在决定人民币汇率时，要考虑三个重要因素：现实的市场供求、篮子货币汇率变动和汇率稳定状况。

其中，市场供求是指银行间外汇市场人民币对美元交易的供求状况；参考一篮子货币汇率意味着人民币汇率的决定不但要考虑外汇市场上人民币对美元的供求状况，而且要考虑美元、欧元、日元、英镑和澳大利亚元等主要货币之间汇率的变化。汇率稳定状况则主要是指人民币对美元汇率的稳定，但也考虑人民币对篮子货币的稳定。上述三个因素既有联系又可能相互背离。例如，市场供求状况可能要求人民币对美元大幅度升值，但如果此时中国某些主要贸易伙伴的货币对美元出现大幅度贬值，央行就可能限制人民币对美元的升值幅度。总之，央行需要在市场供求、篮子货币汇率变动和人民币汇率稳定三者之间做出取舍，至于如何取舍是由决策者酌情决定的。

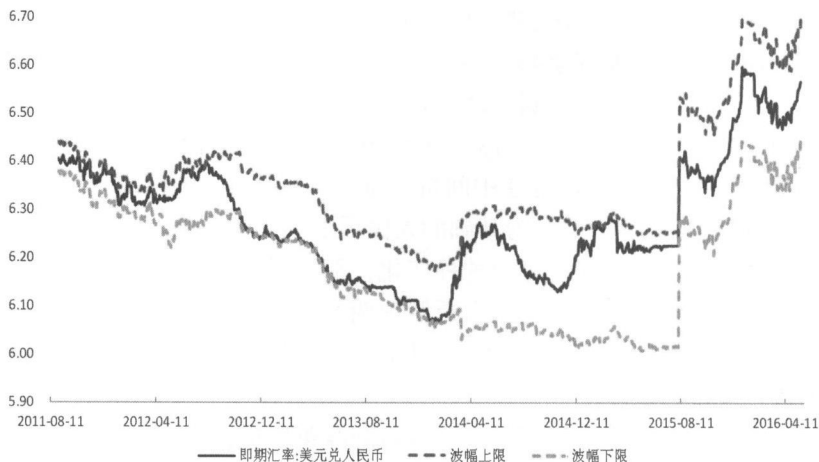
自2005年7月21日中国人民银行宣布人民币汇率形成机制改革以来，汇率形成机制的变化大致可以分为三个阶段。

阶段一：2005年7月至2012年4月。面对外汇市场上美元持续供大于求的局面，货币当局选择了人民币对美元渐进升值的汇率政策。从汇率形成机制角度看，无论是盯住美元还是让人民币对美元渐进升值，市场供求对汇率形成并没有直接的决定作用。在这期间，人民币汇率有两次较大波动。分别是2008年次贷危机和2011年第四季度欧债危机急剧恶化时期。前者迫使人民币在2008年10月至2010年6月重新盯住美元。后者使人民币一度连续贬值11天。

阶段二：2012年4月至2015年8月11日。2012年4月，即期外汇市场人民币对美元交易价日浮动幅度由0.5%扩大至1%；2014年3月17日，日浮动幅度由1%进一步扩大至2%。人民币汇率日波幅明显放大。尽管货币当局仍为主导力量，市场力量的作用在人民币汇率形成中开始凸显。

总体而言，2014年是人民币汇率走势的转折点。2014年之前，由于中国经济的持续高速增长、经常账户和资本账户的长期“双顺差”，人民币汇率在绝大多数时间内处于巨大的升值压力之下。2014年第三季度之后，由于国内外基本面的变化，中国出现国际收支逆差和人民币贬值压力。

阶段三：2015年8月11日汇改后至今。“8·11”汇改的核心是商业银行以前一天的收盘价作参考（并综合考虑外汇供求状况以及国际主要货币汇率变化），按给定规则给出当天汇率的报价，然后由央行按给定公式决定当天人民币对美元汇率的中间价。市场汇率可以在中间价上下2%的范围内浮动。此次改革目的显然是增强人民币汇率形成机制中市场供



资料来源：Wind，图2至图6同

图1 人民币汇率走势与波幅上下限

求的作用。如果改革能够按计划顺利推进，中国的汇率制度将最终过渡到浮动汇率制度。

8月11日汇改之前，多数人预期年内人民币汇率可能贬值2%或3%。但出乎预料的是，汇改本身刺激了贬值预期，市场对人民币贬值预期普遍飙升至7%—8%，个别的贬值预期甚至高达10%、20%。贬值预期导致资本外流急剧增加，资本外流本身反过来又加剧贬值压力。8月11日，人民币汇率开盘后迅速贬值，很快逼近2%的日下限。8月12日开盘再度大跌，但临近收盘时，人民币忽然大幅度升值。显然，这是央行担心收盘价太低，所以入市干预抬高人民币汇率。此后连续出现的外汇市场干预意味着从8月11日开始的汇改仅三天就已经名存实亡。

8月13日以后，央行基本上执行了“爬行盯住”的汇率政策。通过大力干预外汇市场，力图把汇率贬值预期按回“潘朵拉的盒子”。央行并不想无休止地干预外汇市场，但一旦央行停止或减少干预，汇率就马上迅速下跌。为了扭转这种局面，2015年12月央行公布了确定汇率中间价时所参考的三个货币篮子：中国外汇交易中心（CFETS）指数、BIS和SDR。2016年2月央行进一步明确，做市商的报价要参考前日的收盘价加上24小时篮子汇率的变化。央行的“收盘价+篮子货币”定价机制，得到了市场的较好评价。人民币汇率预期相对稳定、人民币贬值压力降低、外汇储备急剧下降势头得到遏制。但这一新汇率形成机制是否真正能够实现汇率的自主稳定，即市场供求主导下的汇率稳定，有待时间的进一步考验。

二、资本外流与人民币汇率贬值压力

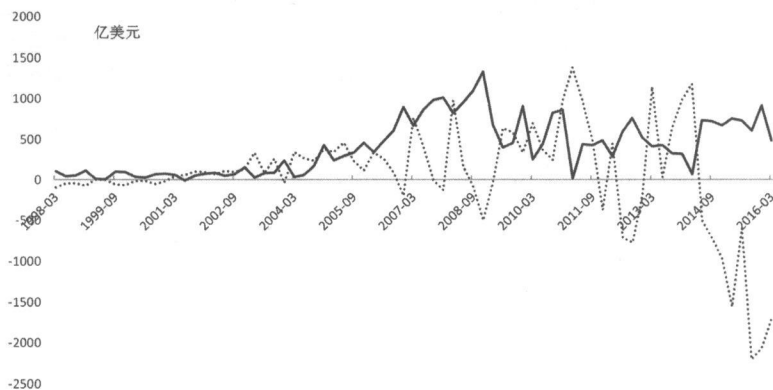
在分析何种汇率形成机制可以实现汇率自主稳定之前，首先需要理解近期资本流出与人民币汇率贬值压力之间的关系。

人民币汇率出现贬值压力的主要原因是中国的国际收支出现了逆差。如图2所示，1998—2014年，中国的国际收支平衡表基本保持了“双顺差”格局。期间，央行为了避免人民币汇率升值过快，一直持续干预外汇市场，导致外汇储备不断累积。

2014年以来，人民币贬值压力主要来自资本项目逆差的出现和迅速增加。

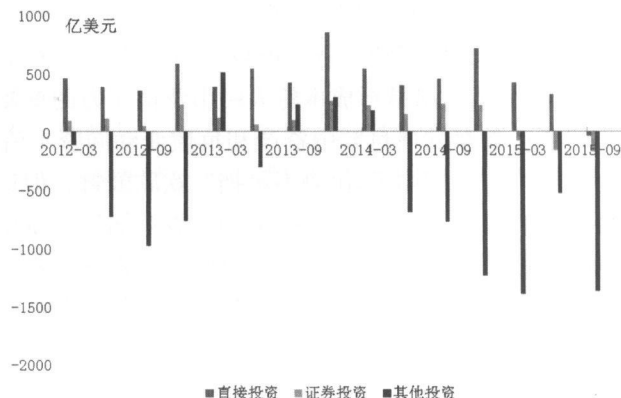
资本项目（“金融与投资项目”）大致可以分为三大项：直接投资、证券投资和其他投资。自2014年第三季度以后，资本项目开始出现持续巨额逆差，其中，“直接投资”与“其他投资”项目的变化尤为引人注目（见图3）。

本轮资本外流之前，直接投资项下每个季度约有500亿美元的净流入（顺差），2016年第一季度则逆转为160亿美元的净流出。



——经常账户 非储备性质的金融账户（包含错误与遗漏账户）

图2 国际收支平衡表经常账户与资本账户



■直接投资 ■证券投资 ■其他投资

图3 直接投资、证券投资与其他投资

外商直接投资资金流入下降的重要原因是外商利润（投资收入）的汇回。外商直接投资有两套数据，分别是商务部统计的实际利用外资额，以及国家外汇管理局统计的外商直接投资资金流入额。其中，国家外汇管理局统计口径较宽，包含了外商利润汇回等资金流动。2014 年以前，国家外汇管理局统计的外商来华投资资金流入，远远大于商务部统计的实际使用外资额。这表明，当时外商有大量利润留存于中国，而没有汇出。然而，近期二者差距迅速收窄，截至 2016 年第一季度，二者数据基本相等。这可能反映有很大一部分外商开始将利润大规模汇到境外。

与之形成鲜明对比的是中国对外直接投资数据。和外商直接投资相同，中国对外直接投资也有商务部和国家外汇管理局两套数据。但是从 2015 年开始，国家外汇管理局统计的资本流出要远远高于商务部统计的实际对外投资资本金额度。这可能是因为对外直接投资隐藏了一部分资本外逃。

“其他投资项目”可以细分为其他股权、货币与存款、贷款、保险与养老金、贸易信贷和其他应付款。“8·11”汇改以来，货币与存款项、贷款项、以及贸易信贷项目均表现为逆差。

“其他投资项目”逆差是引发国际收支逆差的最主要原因。

“8·11”汇改后，“其他投资项”每个季度的流出额达到 1000 亿美元，仅这一项就已经超出经常账户顺差 300 亿美元。出现“其他投资项目”逆差主要有以下四个原因。

第一，套利交易平仓。投机者（包括中外资在华企业）在人民币升值期间通过海外金融机构大量借入外币，把外币换成人民币购买人民币资产，进行套汇、套利活动。当人民币进入贬值通道时，投机者赶在人民币贬值或进一步贬值之前，把人民币资产换成美元资产，实现平仓。例如，许多在华企业并不真正需要美元，它们借入美元完全是为了套汇、套利。它们在 2014 年以后大量提前偿还美元贷款也完全是为了保住套汇、套利收益，规避汇率风险。企业提前偿还外债，表现为“其他投资项目”下的“贷款项目”中负债的突然减少。2014 年和 2015 年贷款项目下负债的减少，即资本的大量流出是形成本轮人民币贬值压力的重要原因。

“货币与存款项目”中资产和负债变动同资本流动状态之间也存在完全相同的关系。前一段时间大家为“人民币国际化势不可挡”欢欣鼓舞，但这种“势不可挡”很大程度上是建立在人民币升值预期和套汇、套利活动基础上的。香港居民大量增持人民币存款。“货币与存款项目”中债务的增加、境外人民币存款的增加，对中国而言意味着资本流入。

人民币进入贬值通道后，同样是为了保住套汇、套利收益，避免因人民币贬值而遭受损失，香港居民开始把人民币存款换成美元、港元。非居民人民币存款的减少，在国际收支平衡表的“货币与存款项目”中就表现为债务的减少，过去流入的资本现在流出了。

“贸易信贷项目”中，中国企业贸易信贷资产增加和负债减少，也与套利交易平仓密切相关。

表 1 中国国际收支平衡表其他投资项（单位：亿美元）

	2011Q4	2012Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3
其他投资	-922	-983	-1239	-1398	-533	-1373
资产	-608	-310	-733	-227	-405	-337
货币和存款	-664	35	-279	-200	47	-524
贷款	-188	-192	-27	-185	-356	-309
贸易信贷	-53	-131	-445	176	-46	-400
其他应收款	297	-23	18	8	-21	878
负债	-314	-672	-506	-1171	-128	-1036
货币和存款	-284	-322	-10	-342	168	-509
贷款	78	-444	-537	-580	-179	-375
贸易信贷	-74	94	9	-221	-136	-140
错误和遗漏	-68	-187	-666	-577	-325	-717

注：表中，资产增加意味着资本流出（记“-”号），减少意味着资本流入（记“+”号）；负债增加意味着资本流入（记“+”号），减少意味着资本流出（记“-”号）。在国际收支平衡表资本项目下的任何子项目中，资产的增加和负债的减少意味着资本流出。反之，意味着资本流入。

资料来源：国家外汇管理局

总而言之，无论是中国企业（包括在华外国企业）提前偿还各类美元贷款，还是非居民减持人民币存款，在不同程度上都可以看作是套汇、套利交易的平仓。这种平仓活动是导致 2015 年中国资本外流的最重要原因之一。

第二，中国居民资产配置多元化。中国居民存款余额达到 140 万亿元人民币， M_2 规模占 GDP 的比重居全球首位。当居民收入和财产积累到一定程度，资产的分散化，包括币种结构的分散化不可避免。这一方面是分散风险的需要；另一方面同居民实际用汇需求增加相关。而中国居民持有美元存款或其他资产的增加，意味着中国把钱借给了美国，是资本的外流。因而，资产分散化需求的上升也是造成中国资本外流的一个重要原因。人民币贬值预期的出现会增加居民对美元存款的需求。但这种增加应该主要来自居民收入水平的提高后重新配置资产币种结构的需要，而不是人民币贬值预期。

第三，投机者对人民币的“沽空”活动。其实，早在 2011 年就有外国对冲基金开始“沽空”人民币。^①2015 年以来，由于人民币呈明显贬值趋势，“沽空”活动大大加剧。沽空者在人民币汇率较高时借入人民币，然后抛售人民币、买入美元。一旦人民币贬值，沽空者只需用少量美元就可购回足够的人民币用于偿还人民币借款，而所剩美元即为沽空利润。沽空者抛售人民币购买美元应表现为资本外流。例如，如果“沽空”是在香港进行的。这种“沽空”活动可能表现为香港居民人民币存款减少。央行对“沽空”活动进行了非常有力的打击。因为有很多操作的困难，在中国的资本外流和外逃的总量中，“沽空”所占比重可能不是特别高。但在一定的条件下，这种活动会变得非常猖獗。亚洲金融危机期间，泰国等国家货币就是被“沽空”活动打垮的。

第四，资本外逃。在国际收支平衡表的各个项目下都可能隐藏着资本外逃。在“货币和存款项目”中，中国居民美元存款的增加可能隐藏资本外逃。例如，就有企业主征集职工身份证换汇，把人民币存款转化为美元存款，实现资本外逃。又如，前不久中国居民在香港大量购买保险显然就是利用政策漏洞实现资本外逃的一种方式。有迹象表明，在最近和今后的一段时间内，资本外逃可能会越来越多地通过虚假海外直接投资实现。

除资本和金融项目下，在经常项目下的各个项目中，也可能隐藏大量资本外逃。在亚洲金融危机期间，高报进口、低报出口是资本外逃的重要方式。

由于国际收支平衡表的复式簿记方式，资本外逃也反映在“误差与遗漏项”下。近年来，中国国际收支平衡表中的“误差与遗漏项”下的净流出都在 1000 亿美元以上，其中大部分都应该是资本外逃。但是，越来越多的资本外逃可以通过合法途径实现。因而，即便“误差与遗漏项”下资本外流并未增加，也不意味着资本外逃没有增加。此外，部分资本外逃可能完全不进入中国的国际收支统计中。例如，如果中国企业不把部分海外资产记入公司的相应账户中，中国政府当然也就无法将这些资金的流动记入国际收支统计中。总之，资本外逃的统计十分困难，没有紧密的国际合作，任何国家都很难搞清本国资本外逃的实际情况。

不少学者一直否认中国存在大规模的资本外逃，但是这种看法却同许多证据相左。例如，根据 CNBC 报道，2015 年中国在美国的不动产购买量为 286 亿美元，比 2011 年增加了 309%。在过去 5 年里，中国人花了 824 亿美元在美国购买房地产。如果加上伦敦、悉尼、温哥华等地中国人到底在全世界购买了多少房地产？其中，到底有多少属于资本外逃？令人遗憾的是，时至今日我们对中国资本外逃的状况并没有任何官方统计数据。

最后还应强调，国际收支平衡表上任何项目的变化都会对人民币汇率产生影响。例如，经常项目顺差的减少同资本项目逆差的增加对人民币汇率会产生同样的贬值压力。人民币汇率变化最终的方向和大小，取决于国际收支平衡表各个项目上不同压力相互抵消后的净结果。

^① 《新世纪周刊》，2011 年 7 月 25 日，第 24 页。

三、干预能否导致汇率自主稳定

由于中国拥有大量外汇储备，只要央行愿意，人民币汇率就可以在相当长的时间内维持稳定。但问题是，通过干预外汇市场来打破贬值预期的政策是否最终能实现汇率的自主稳定？

长期以来，中国汇率政策的实质是“逆市场的预期管理”。而这项政策当前有三个主要环节：首先，在市场普遍预期汇率会贬值的情况下，通过持续干预，将汇率稳定在给定水平，甚至使汇率有所升值。其次，通过持续的汇率维稳，打破贬值预期。最后，贬值预期消失导致资本外流减少，贬值压力消除，汇率实现自主稳定。换言之，在此后不需要动用（或少量动用）外汇储备的情况下，人民币汇率也能维持稳定。

实际上，这种政策的指导思想同以前“必须坚决打破当前市场对人民币升值的非理性预期”的政策如出一辙。然而，从2005年至2014年，人民币升值预期始终“打而不破”，而人民币也正如市场所预期的那样不断地升值。为抑制人民币升值，央行只能持续干预外汇市场。虽然这种干预有利于中国出口部门的发展，但却无法扭转由经济基本面决定的人民币升值趋势。由于人为拉长了汇率的调整时间，套利、套汇资本（热钱）乘机不断流入，为投机者造就了千载难逢的一场盛宴。而中国则为此付出沉重代价，即成为世界最大净债权国，但却要长期为这一债权付息（维持投资收益逆差）。随着人口老龄化的加剧，中国最终将尝到过去十年干预外汇市场的苦果。而升值预期到贬值预期的转化则是经济基本面变化，而非“逆市场的预期管理”的结果。

迄今为止，我们害怕汇率浮动的思维定势并没有发生变化。在过去是害怕升值，现在则是害怕贬值。而央行实现汇率稳定的主要手段则是通过干预外汇市场，实现“逆市场预期的预期管理”。2014年以前，央行一直在为打破人民币升值的“非理性预期”而努力。现在则是想方设法，包括改革汇率形成机制，扭转人民币汇率的贬值预期。

货币当局是否能够影响汇率的市场预期呢？一般而言，只要货币当局态度坚决，且有基本面支持（过去是可持续进行对冲操作，现在是有足够外汇储备），货币当局就能够在不同程度上影响市场的汇率预期。但问题是，即便市场相信央行将继续致力于汇率维稳，相信汇率在相当时期内不会贬值，汇率的贬值压力也并不一定会消失。这是因为人民币汇率在一段时间内的稳定和因此而建立起来的稳定预期，只能影响国际收支平衡表上的某些项目，对其他项目的影响则有限。例如，在确定贸易差额的模型中，一般根本不包括汇率预期这个变量。又如，直接投资的流向和流量变化，主要取决于投资国和引资国经济增长的相对前景等“吸引因素”和“推出因素”，而不是汇率预期。资本外逃更是如此，在许多情况下，影响资本外逃的主要诱因已经超出经济因素。从理论上说，不论是简单外推预期、适应性预期还是“合理预期”，都是建立在经济基本面基础之上的，从根本上是由基本面决定的。汇率预期可以影响汇率的变动路径，但不能改变汇率变动的基本趋势。

从上一节的分析中可能看出，资本项目下的子项目——“其他投资项目”中的大多数项目的资本流动方向同汇率预期有比较强的相关关系。尽管如此，也并非其中所有项目的流动都受汇率预期的支配。汇率预期仅仅是影响资产分散化进程的因素之一，前述其他因素，包括外部条件的变化，如中美利差的变动，对资本流动的方向与数量的影响恐怕不低于汇率预期变动的影响。

事实上，2014年6月至2015年8月汇改之前的一段时间内，人民币汇率并没有太强的贬值预期。但当时每个月的资本外流已经接近150亿美元。2016年3月以来中国国际收支状况的好转，在很大程度上同全球经济形势变化（尤其是美联储推迟升息）相关。

经过2016年1-2月的剧烈波动之后，新兴市场国家的金融状况和资本流动在3月份都出现了改善。与基本面改善相伴随的是大宗商品价格趋稳和美元贬值。目前，人民币贬值压力的下降是多方面原因造成的。从根本上说，人民币贬值压力的消除和人民币双向浮动格局的形成，除基本面的

支持外，还取决于中国政府是否允许外汇市场根据供求关系决定人民币汇率，而通过干预外汇市场实行的“预期管理”并不能导致汇率的自主稳定。

四、中国的“四难”选择

在中国的特定条件下，面对贬值压力，货币当局必须从汇率稳定、保住外汇储备、保持货币政策独立性、资本项目适度开放（或维持适度的资本管制）四个目标中选择三个。所谓适度开放就是保持我们目前的管制强度，停止进一步的资本项目自由化进程。

“蒙代尔三难选择”并不完全适用于中国。在相当长时期内，汇率稳定、货币政策独立、资本项目开放是可以并存的，条件是中央银行要进行对冲操作。中国过去的经验证明，真正的问题是在升值期间，选择汇率稳定、货币政策独立、资本项目开放会导致外汇储备的持续增加。在贬值期间，则会导致外汇储备的持续减少。

为何将保持或减少外汇储备损耗作为目标提出呢？外汇储备不是用来干预外汇市场以减少汇率波动的吗？不错，当汇率过度贬值时，货币当局可以买入本币卖出美元。反之，当汇率过度升值时，货币当局可以进行反向操作。由于汇率处于双向波动状态，外汇储备的增减变动应该是对称的，其对贸易额、广义货币等指标也会大致保持稳定。甚至在可自由浮动汇率制度下，为避免汇率大起大落，政府也会对外汇市场实施干预，外汇储备时增时减，确实不必过于萦怀。

但是，中国由于长期的国际收支不平衡，外储的功能已经不再是熨平汇率的波动。在更大程度上，外储已经成为国民储蓄的一种形式，是国家掌握的一种战略资源。因而，外储不应该大量用于单向、持续干预外汇市场。而中国为了稳定汇率竟在不到两年的时间内用掉了近 8000 亿美元的外汇储备。事实上，IMF 的资金总额总共不过 6600 亿美元，亚洲金融危机其间为稳定金融所动用的资金总额也就 3500 亿美元。

中国的外汇储备有两个来源，分别为经常项目顺差和资本项目顺差。在文献上，来自前者的称之为“挣来的外汇储备”（Earned Foreign Exchange Reserves），来自后者的称之为“借来的外汇储备”（Borrowed Foreign Exchange Reserves）。关于“双顺差”的形成存在的问题，在过去的 20 年中，经济学家已有很多讨论，这里不再赘述。需要指出的是，通过经常项目顺差积累的外汇储备可以视为过去三十年中国为迎接人口老龄化所做的储蓄（至于通过积累外汇储备这种形式进行储蓄是否是资源跨代配置的合理形式，我们已经做过很多讨论，这里置而不论）。而通过资本项目顺差所积累的外汇储备又可以分成两部分：长期资本（主要是 FDI）顺差和热钱。长期资本顺差和经常项目顺差长期并存是一种不正常现象。因为长期资本流入本应该转换为经常项目逆差（直接流入中国的美元应该被用来购买外国资本品和技术）。但是，由于政策扭曲和其他原因，从总量上看，流入中国的长期资本转化成了美国国库券（外汇储备的主要形式）。长期资本流入所积累的外汇储备，作为中国的海外资产，其收益可以部分抵消中国对外负债（FDI）的利息负担（外国人在中国的投资收入）。如果这部分储备资产减少或消失，中国就必须更多地从其他海外资产的收益中支付在华 FDI 的利润。来自长期直接投资顺差的外汇储备的减少同样意味着中国海外资产或储蓄的减少，同样会对中国应对人口老龄化造成不利影响。

外汇储备中的一部分是热钱流入造成的。热钱流出导致这部分外汇储备减少又有何妨？问题是，在人民币贬值的环境下，热钱流出使投机者实现了套利平仓。投资者之所得就是中国之所失。如果人民币不贬值，投机者无法获利。如果人民币迅速贬值，投机者也难以实现套利平仓。而人民币缓慢贬值，则是为投机者创造了最为有利的平仓获利条件。如果把外汇储备减少看作是基金赎回，这种赎回不应导致资本金损失。

外汇储备作为央行资产对应于不同类型的央行负债。外汇储备的减少必然导致央行负债的等量

减少，但央行的净资产不会发生变化。既然如此，外汇储备减少又有何妨？问题是，外汇储备是央行代表中国持有的对外资产，而央行的人民币负债是中国一部分机构或个人对另一部机构或个人的债务。前者是货真价实的资产，而后者对中国而言是可以冲销的。两者性质完全不同。

8000 亿美元是一个惊人的数字。这些钱到底到哪里去了？这笔数字在多大程度上代表了中国国民财富的损失，代表了国民收入分配的不均等化，是应该深究的。在汇率稳定时期，如果中央银行管理的外汇储备完全转移到国民手中，转移到主权基金或一般国民手中，变成其他形式的资产，外汇储备的减少可以称之为“藏汇于民”。但中国此次外汇储备的巨减，却很难这样说。企业套利平仓（Carry-trade Unwinding）导致的外储下降只是让少数利益集团获利，不能简单地把外汇储备减少说成“藏汇于民”。更何况其中的很多大企业是外国跨国公司。投机者卖空活动导致的外汇减少不是“藏汇于民”。资本外逃更不能说是“藏汇于民”。即便所有参与者都是中国居民，央行在人民币升值和贬值期间分别买入和卖出美元，实际上是全体国民代替某些部门和利益集团承担了本应该由它们承担的风险与损失，从而增加了在不同部门和社会集团之间收入分配的不均等化。

当然，中国的外储过多。我们在过去十年中一直呼吁减少双顺差，减少外汇储备的积累，防止陷入美元陷阱。但是，既然已经积累巨额外汇储备，而且外汇储备已经成为中国国力的重要象征，我们就应该慎重使用这些外汇储备。增加战略物资的进口，根据“一路一带”战略逐步增加海外直接投资，积极参与国际和区域金融合作等都是使用外汇储备的有效方式。我们最不应该做的事情就是在干预外汇市场的过程中大量消耗外汇储备。正是基于这种考虑，我们认为，减少外汇储备的损耗也应该是中国货币当局制定汇率政策时所考虑的重要目标之一。

目前可供中国选择的三种组合是：（1）汇率稳定、货币政策独立、消耗外汇储备、资本项目（适度）开放。（2）汇率浮动、货币政策独立、不消耗外储、资本项目（适度）开放。（3）汇率稳定、货币政策独立、不消耗外储、严格资本管制。当然，在角解之间，理论上存在无数可能的中间状态，但基本就这三种。我们以为，最终的改革方向应该是选择（2）。作为过渡，可供选择的汇率政策或汇率制度又有哪些呢？（1）逐步、有控贬值（对美元或一篮子货币）。（2）不干预、听任人民币贬值。

五、中国应该选择什么样的汇率制度

当前人民币对美元汇率中间价的定价遵循“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”规则。根据中国的篮子货币指数（CFETS）的定义，在人民币对其他货币汇率不变的条件下，人民币对美元贬值将导致 CFETS 指数的下跌。而在人民币对美元汇率不变的条件下，人民币对其他货币汇率的下跌，也将导致 CFETS 指数的下跌。所谓参考一篮子货币，不是指简单地盯住篮子，而是通过调整人民币对美元的中间价来稳定 CFETS 指数。为了保持 CFETS 指数稳定，当其他货币对人民币贬值时，人民币需要对美元贬值，反之则相反。但是，由于还要参考收盘价，人民币对美元汇率的

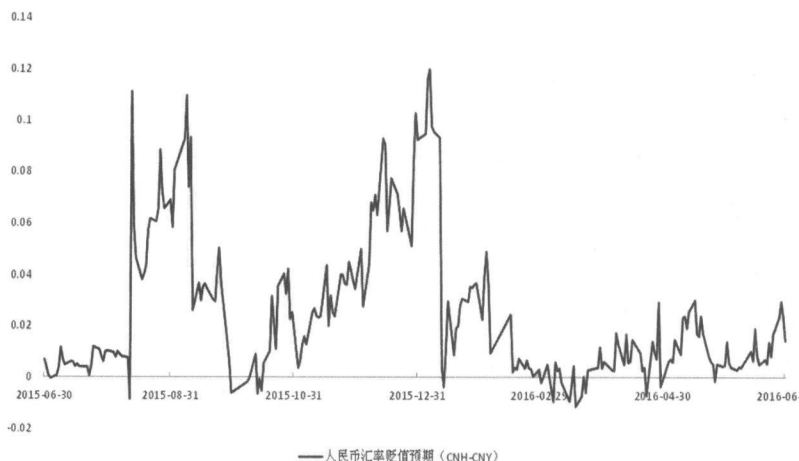


图4 人民币汇率贬值预期

中间价也不会完全根据稳定 CFETS 指数的要求进行调整。在某些情况下，根据货币篮子和收盘价两个因素所确定的人民币对美元汇率中间价的方向是一致的。在另外一些情况下，两个因素所指向的中间价的方向则是不一致的。归根结底，中间价还是需要由央行综合各种因素酌情决定。

事实上，无论是按照收盘价还是一篮子货币，人民币对美元的波动幅度应该接近新兴市场货币的平均水平。与同期其他新兴市场货币走势相比，人民币对美元的波动幅度依然较低。对比 11 个主要新兴市场国家货币相对美元平均加权贬值幅度和人民币对美元的贬值幅度（新兴市场货币包括马来西亚林吉特、韩元、印尼卢比、泰铢、菲律宾比索、印度卢比、俄罗斯卢布、土耳其里拉、南非兰特、墨西哥比索、巴西雷亚尔）。可以看出，2016 年 1 月份以来，人民币对美元波动幅度远远小于新兴市场经济体相对美元波动幅度（见图 5）。这说明在确定中间价时，人民币对美元的汇率稳定仍然是央行的优先考虑。

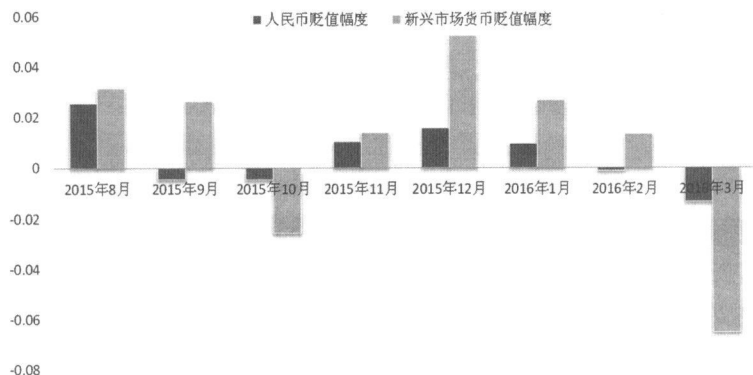


图 5 人民币与其他新兴市场货币贬值幅度比较

在汇率决定机制之中引入“篮子货币”有助于稳定汇率预期。例如，如果人民币对美元的收盘价下跌，在“前日收盘价”汇率制度下，市场就会预期人民币对美元的中间价在次日会下调。但在“收盘价+一篮子货币”汇率制度下，如果在开盘前的 24 小时美元对其他货币贬值，根据盯住一篮子货币的原则，人民币对美元的中间价在次日会上调。在这种情况下，如果市场参加者相信央行会把保持人民币对一篮子货币的汇率稳定作为主要目标，市场就可能不会出现人民币对美元贬值的强烈预期。

2016 年 1 月 11 日，央行官员发文明确指出“中间价报价机制将会加大参考一篮子货币的力度，即保持一篮子汇率的基本稳定”。2016 年 1-2 月份，央行中间价的调整基本以 CFETS 篮子货币为基准。通过央行反复解释中间价定价规则，市场的人民币对美元汇率贬值的预期逐渐减弱，境内外汇差开始逐渐收窄。春节后，CNY 和 CNH 汇差趋近于零。在汇率预期趋稳的同时，短期跨境资本流出减少，外汇储备止跌回升。但是，这种稳定也可能主要是央行加强资本管制的结果。

2015 年 12 月 11 日至 2016 年 6 月 30 日，人民币 CFETS 指数贬值幅度达到 7%，但人民币对美元双边汇率仅贬值 3%。2016 年 3-4 月弱势美元阶段，由于人民币汇率依然存在贬值预期，大多数持汇投机者不愿意结汇，境内人民币对美元汇率并未明显升值。在此期间，日元和欧元对美元大幅升值，导致人民币对欧元和日元明显贬值。CFETS 跌破 98。在 5-6 月强势美元阶段，由于人民币对美元的贬值压力开始释放且

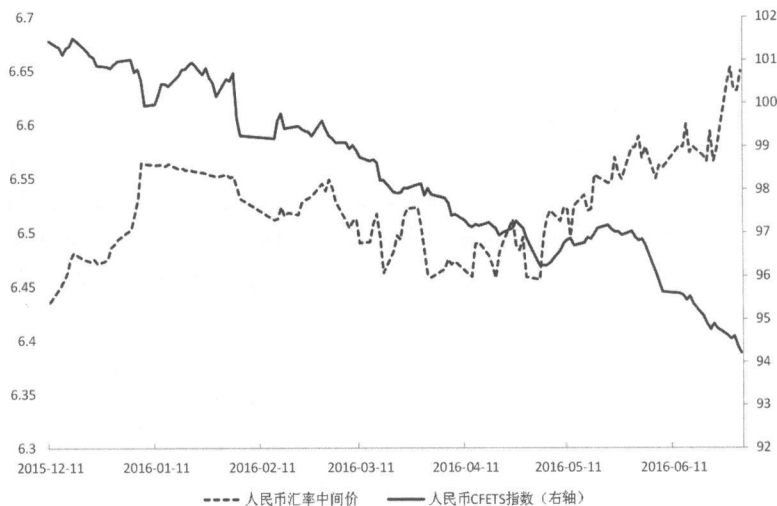


图 6 人民币汇率中间价与 CFETS 指数

人民币对美元的贬值幅度超过欧元和日元（期间人民币贬值 3%，欧元贬值 2.7%，日元升值 3.5%），CFETS 跌破 95。仅仅半年的时间，CFETS 指数已经贬值 7%。CFETS 指数对人民币汇率预期发挥的稳定作用正在逐步削弱。

尽管在汇率决定机制之中引入“一篮子货币”有助于稳定汇率预期，新机制仍未解决汇率决定机制的关键问题——汇率的自主稳定或外汇市场出清问题。汇率的稳定还是要靠央行在外汇市场上的干预或资本管制。

在资本可自由流动情况下，外汇市场的供求缺口很快会因汇率的变动而消失。但对比人民币汇率波动率与外汇市场交易量可以发现，近期中国外汇市场供需之间存在较大缺口（美元供不应求）。人民币隐含波动率是反映货币风险溢价的重要指标，波动率上升代表投机人民币的风险增加。一般而言，汇率波动率上升，对冲外汇风险（持有人民币的风险）的需求将会增加，即对美元的需求也会增加。正常情况下，人民币-美元交易量应该随之增加。图 7 显示，2016 年 1 月份以来，人民币隐含波动率基本保持在 4.8 左右，人民币风险溢价较高，但在岸外汇市场人民币-美元交易量却从 2015 年末接近 400 亿美元下降至 200 亿美元左右。个别工作日交易量跌至 100 亿美元的低点，基本回到了“8·11”汇改前的水平。外汇市场相对低迷的交易量，反映当前市场量价并不匹配。一方面市场上对美元的合意需求增加；另一方面是央行和投资并未增加美元供给（投资者仍然在持汇观望）。在美元供不应求的情况下，人民币对美元汇率没有进一步下跌，只能归因于资本管制抑制了市场对美元的现实需求。

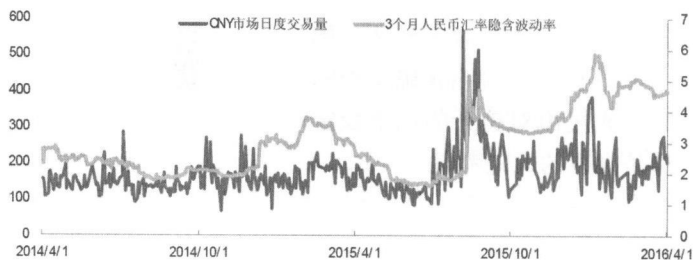


图 7 人民币日度交易量与 3 个月人民币汇率隐含波动率

篮子货币是一种缓冲器。参考一篮子货币，人民币可以避免对美元或其他主要货币出现过于剧烈的波动。然而，人民币汇率的升值或贬值压力，短期的决定因素已经越来越来自资本流动。而资本流动与经济周期密切相关。经济处于通货收缩状态时，国内利率相对美国利率的下降，将导致资本的流出和人民币贬值压力的增加。而遵循篮子货币规则决定人民币对美元汇率中间价，意味着人民币对美元汇率取决于美元和其他货币的相对价格。但这种相对价格的变动，并不一定与我国经济周期走势吻合。所以，根据篮子货币决定的人民币对美元的中间价同市场上人民币对美元的收盘价之间可能会相互冲突。央行最终可能不得不减少货币篮子稳定在决定汇率中间价时的权重而回到“爬行盯住”。

总之，尽管“收盘价+一篮子货币”的操作模式提高了汇率确定的透明度，在一定情况下，有助于稳定汇率预期，但人民币汇率缺乏灵活性的基本特征并没有改变。人民币汇率在很大程度上仍然是由央行相机决定的。除非国内外经济形势发生有利的趋势性变化，人民币贬值压力将继续存在。为了避免外汇储备的进一步损耗，严格的资本管制在所难免。而过于严格的资本管制将会妨碍正常的贸易结算和资本跨境流动，导致资源配置的严重扭曲。有鉴于此，我们依然主张人民币应该尽快实现可自由浮动。

人民币贬值并不像许多人想象的那么可怕。Rogoff 指出，货币危机（大幅度贬值 25% 以上）主要会产生四个问题：通货膨胀、银行资产负债表币种错配、主权债务危机、企业外债危机。我国只有第四个问题比较突出。在过去人民币升值预期背景下，中国企业借入了较大规模外债，一旦人民币贬值，企业以人民币计价的债务有可能会急剧上升。不过，在过去一年中，中国企业外债已经大幅度减少，应该不会因为人民币的大幅度贬值而受到不可承受的冲击。

目前最常见的说法是,一旦贬值,动摇信心,人民币就不知道要贬到哪里去了。这种说法有何根据?在世界经济史上什么时候曾经出现过这种情况:作为世界上最大的贸易顺差国,经济增速远高于全球平均增速、世界上外汇储备最多、金融资产收益率高于美国的国家,这个国家的货币会贬值20%到25%。中国经济的基本面并不支持人民币大幅贬值。即便汇率出现暂时超调,最终还是会回到由基本面决定的水平上。更何况中国还有资本管制这一道最后的防线。我们就没有必要对短期的、波动性的贬值过于担心。为了防止人民币贬值而大量损耗外汇储备不是一种明智的选择。

考虑到一步到位实施浮动汇率,中国的资本市场可能出现恐慌性反应而造成过度超调。为了以防万一,我们可以引入人民币盯住宽幅一篮子货币作为过渡措施。盯住宽幅一篮子货币的安排可以在防止人民币出现超调的同时,最大限度地避免干预外汇市场,从而最大限度地减少外汇储备的损耗。货币当局公布一篮子货币中心汇率,同时允许人民币对美元汇率上下宽幅波动(例如15%或者20%)。但货币当局可以不对外公布允许的波动幅度,在波幅以内货币当局不干预外汇市场。中国经济完全可以承受大幅度的贬值。由于市场不知道货币当局所能容忍的贬值幅度,一些投资者认为人民币已经贬值到位,变为人民币的买家。随着贬值幅度的加大,越来越多投资者加入购买人民币的行列。由于市场预期的分化,可能在触及货币当局的底线之前,不用货币当局出手,汇率就已经趋于稳定。即便依然有投资者想做空人民币,由于贬值和预期分化,做空力量已经成为强弩之末。相反,央行则此前一弹未发,仍拥有充足的弹药。即打上很大的折扣,中国的外汇储备加上相应的资本管制措施足以使货币当局守住人民币汇率底线。

总之,在经过2015年8月11日到2016年第一季度的一系列激烈动荡之后,人民币汇率出现趋稳态势,外汇储备的消耗也明显减少。但是,这种现象到底是中国汇率决定机制改革成功的结果还是国内、外经济形势变化的结果还有待时间的考验。中国的汇率体制改革仍未完成。我们应该更加大胆地推进汇率形成机制改革,并为迎接一场新的汇率变动冲击做好准备。

(责任编辑 边卫红)

参考文献:

- [1] 余永定, 张斌, 张明. 尽快引入人民币兑篮子汇率宽幅区间波动[J]. 国际经济评论, 2016 (1): 9-19
- [2] Reinhart C M, Rogoff K S. This time is Different: Eight Centuries of Financial Folly[J]. Economics Books, 2009, 20 (20): 10-11

Abstract: For a long time, the essence of China's exchange rate policy is to "reverse market expectation." So far, the mindset of exchange rate decision has not changed—fear of exchange rate floating. In the past we were fear of appreciation, and now of devaluation. However, the "expectation management" of intervention in the foreign exchange market does not lead to a stable exchange rate. As the exchange market clearing has not been achieved, the current parity price formation mechanism of the "closing price and basket of currencies" has made the basket of currencies fall into the plight, where the currency is easy to depreciate but difficult to appreciate. Under certain conditions in China and in face of devaluation pressures, the monetary authorities must choose three objectives out of the four: exchange rate stability, foreign exchange reserves, monetary policy independence and modest capital account liberalization (or moderate capital controls). We still advocate the RMB should be free to float as soon as possible. In order to prevent excessive exchange rate adjustment, we can introduce a transitional measure where RMB is pegged on a broad basket of currencies. Such measure can prevent the overshoot of the RMB and avoid excessive intervention in the foreign exchange market at the same time, thus minimizing the depletion of foreign exchange reserves.

Keywords: RMB Exchange Rate; Foreign Exchange Reserves; Basket of Currencies; Capital Account Liberalization