

徐奇渊

xuqiy@163.com

现行汇率制度不利于人民币国际化¹

今年7月，是人民币跨境试点业务开局6周年，也是人民币汇率制度改革的10周年。在上述领域，各项措施推进有序，改革成效显著。进入2015年以来，人民币国际化似乎都在围绕着加入SDR(特别提款权)的话题展开。一系列金融改革，尤其是加快资本项目开放措施频出，保持汇率稳定似乎也成为人民币加入SDR的应有之义。

人民币加入SDR是否值得成为政策目标之一，甚至为此倾尽全力，这个问题尚待商榷。此外，还有一点也需澄清：当前的汇率制度下，美元是最重要的参考货币，人民币实际上是软钉住美元的。这种汇率制度，实际上并不利于人民币国际化。

这一机制，具体体现在以下三个方面，而且并不仅限于此：

其一，现行汇率制度，不利于推进人民币与非美元货币的直接交易。

2012年6月1日，人民币-日元的直接交易启动。此外，人民币对澳元、新西兰元、英镑、欧元等也陆续启动了直接交易。此后，人民币与这些货币的汇兑环节就从两个减少为一个，似乎大大方便了交易。

¹ 本文已发表于澎湃。

但是实际上，直接交易启动以来，人民币与非美元货币的直接交易进展仍然缓慢。有的做市商，甚至只是为了完成做市指标，而不得不进行直接交易。其原因可能有来自多个方面，比如与使用习惯、货币交易的网络性等原因有关。人民币汇率形成机制本身，也是重要的阻碍原因之一。

在当前人民币汇率的参考货币篮中，美元无疑仍然是最重要的货币，也就是说人民币对美元汇率最为稳定；而与此同时，人民币对日元、英镑、欧元等却存在较大的波动。以 2012 年 1 月 1 日到 2015 年 7 月 17 日的两年半时间为例，人民币对美元汇率的波幅约为 5.7%，同期人民币对其他货币的波幅分别是：英镑 18%，加元 30%，欧元 32%，新西兰元 35%，澳元 42%，日元甚至超过 60%。如果从更短期来看，与其他货币相比，则人民币对美元的波动几乎可以忽略不计。

可见，如果从事贸易结算、跨境贷款、直接投资等，人民币一美元的交易是更为安全的，而人民币和其他非美元货币的交易，则会招致更大的汇率风险。这就强化了人民币一美元交易市场的流动性、并降低了交易成本；与此同时，挤压了人民币和其他非主要货币交易的发展。

其二，现行人民币汇率制度，削弱了人民币加入 SDR 篮子的意义。

人民币加入 SDR 篮子的意义，是增强 SDR 的代表性。因为中国经济的体量，以及其在国际贸易、国际金融市场中的地位迅速上升，这一点毫无争议。

但是，增强 SDR 的目的是什么？是为了更好的发挥 SDR 作为超主权储备资产的职能，同时也是为了 SDR 更好的履行其计价单位的功能。显然，为了实现上述两项功能，都需要 SDR 的价值能够保持相对稳定。这里的 SDR 价值稳定，是指对使用不同货币的不同经济体而言的，包括广大使用非美元货币的经济体。

人民币加入 SDR，能否真正增强 SDR 的代表性、使 SDR 的价值更为稳定，这其中的关键之一，就在于人民币的汇率形成机制。

汇改以来的大部分时间里，人民币都在以不同的形式软钉住美元。假设人民币继续保持这种软钉住的波动方式，则人民币加入 SDR 之后，其效果实际上近似于美元权重上升。在此情况下，对于中国、美国、钉住美元汇率的国家来说，SDR 对其本国货币的波动性将显著下降，但对于英镑、欧元、日元等其他所有非钉住美元的经济体而言，SDR 的价值稳定性将显著恶化。所以，人民币软钉住美元的汇率形成机制，将明显削弱人民币加入 SDR 的应有意义。

其三，人民币钉住美元，将有损于人民币作为国际储备货币的经济意义。

人民币进入 SDR 篮子，当然有助于人民币成为国际储备货币，这也正是目前官方力推各种改革措施的直接指向。但是，人民币成为国际储备货币，在现行汇率制度下意味着什么？

如果其他经济体增持人民币作为国际储备，意味着外汇市场上人民币的需求将增加，为了满足这些额外的人民币需求、同时又要稳定人民币汇率——这就意味着央行要增加在外汇市场的人民币投放，同时被动买入更多的美元。

简单的说，外国增加人民币国际储备，从而增加其资产方的人民币持有，反过来，就意味着央行负债方的人民币增加，资产方美元等外汇资产的增加。在极端情况下，如果人民币完全钉住美元，则人民币作为国际储备资产的增加，将完全对应于中国官方外汇储备的增加。而目前的一个共识，就是我们的外汇储备规模已经过大，持有的机会成本很高。

由此可见，在现行人民币汇率制度下，只要存在官方对人民币汇率的稳定性干预，则中国实际上难以得到人民币作为国际储备货币的真正实惠。

因此，推进人民币汇率制度本身的改革、汇率形成机制本身的去美元化，对于推动人民币与其他非美元货币的直接交易，对于 SDR 储备功能、计价功能的代表性，都有重要意义。相反，如果人民币的货币制度安排，是以足量的美元储备、以及钉住美元的汇率为基础的，那么这在事实上就构成了类似于美元汇兑本位制的安排。而在此基础上的人民币国际化，在某种意义上而言，只是美元附身的人民币国际化，或者说是美元化的一种派生形式。

免责声明：

本报告为非成熟稿件，仅供内部讨论。版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所经济发展研究中心、国际经济与战略研究中心所有，未经本中心许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，我们保留法律追责权利。

联系邮箱：1357668101@qq.com