

如何正确看待近期的人民币贬值*

2015年8月11日，央行公布对中间价报价机制的改革。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。消息公布后，人民币汇率连续三日贬值，幅度超过5%，创20年来最大跌幅。对此舆论关注度较高，也有不少人提出疑问，在强势美元和中国经济下行的双重压力下，人民币汇率是否会形成贬值趋势？人民币贬值对经济是否会造成严重冲击，对百姓生活有那些方面的影响？由此可见，有必要强调要正确地看待近期的人民币贬值。

人民币为何此时贬值？

汇率贬值的直接原因是央行推出了中间价报价机制改革。所以，要弄清楚人民币汇率贬值的来龙去脉，首先需要明晰中间价报价机制改革的目的和影响。**此次改革中间价报价机制的主要目的，是建立以市场供求为主导的人民币汇率形成机制。**目前，我国境内有两个人民币汇率，分别是央行每天上午交易前发布的中间价，以及在岸外汇市场交易形成的即期汇率。根据央行设定的外汇市场规则，汇率中间价是每日交易之前，全部做市商报价去掉最高和最低后的一个加权平均价格。理论上，这是一个窄幅波动的浮动汇率制度。但是，从实际运行状况来看，中间价的定价很大程度上反映的是央行的政策意图。人民币汇率中间价与上一交易日汇率收盘价频繁出现较大

* 本文发表于《解放日报》理论版。

偏差。今年上半年，人民币兑美元经常触及日内波幅上限，汇率中间价却仍然保持稳定，导致中间价与市场汇率出现长期偏离。在这种情况下，汇率中间价并不完全由市场力量所决定，而更多由央行所把控。市场开始质疑中间价的基准地位和权威性。此次汇改将收盘价汇率纳入参考标准，极大地提高了技术规则的透明度，增强了外汇市场的有效性，有助于形成以市场供求为主导的汇率形成机制。

完善人民币中间价报价机制是人民币汇率形成机制改革的重大进步，有助于增强央行货币政策的自主性，降低外部冲击对境内金融市场的影响。具体影响主要体现在以下几个方面。

降低套息交易对跨境资本流动的冲击。不论是2014年3月汇改之前的跨境资本流入的套利交易，还是今年第一季度，跨境资本流出的套息交易，很大程度都源于人民币汇率形成机制存在漏洞。在此前的中间价报价机制中，相当于央行凭一己之力与全球套利资本对抗，通过在关键时点向市场注入方向引导的强烈信号，或者突然提高汇率的波动幅度，提高跨境资本套利的成本。但是，境外资本可能也很容易看清央行意图，重新实施新的套利策略。这种猫捉老鼠的游戏并不是长久之计。中间价参考收盘汇率将有助于提高人民币汇率形成机制的市场化程度，引导跨境资本合理流动，避免出现单方向的敞口累积。

促进在岸和离岸人民币汇率收敛。8月初，国际货币基金组织针对人民币是否符合加入SDR篮子条件的评估报告中，就指出香港离岸人民币汇率和在岸人民币汇率之间有较大偏离。如果SDR中的人民币汇率以在岸汇率计价，持有离岸人民币金融产品的投资者就无法使用SDR进行风险对冲。事实上，离岸人民币汇率市场化程度更高，每一次外部冲击都会出现剧烈贬值。但在岸汇率受中间价的影响更大，波动幅度要低于离岸汇率波幅。中间价报价实施更加市场化操作后，市场化程度更高的离岸汇率的波动可能会反过来影响在岸汇率的变化，促进在岸和离岸人民币汇率收敛，更加符合人民币加入SDR篮子的条件。

消化前期积累的人民币贬值压力。美元已进入强势周期，美联储加息箭在弦上，全球资本短期内从新兴市场流出是大势所趋，中国经济也无法独善其身。目前我国资本项目逆差不断扩大，进出口商和私人投资者都愿意持有美元资产和人民币负债，对人民币汇率已形成事实上的贬值压力。中间价报价机制的改革有助于一次性释放前期积累的贬值压力。值得注意的是央行的表态：“完善人民币汇率中间价报价后，市场需

要一段时间的适应与磨合。人民银行将密切监测市场，稳定市场预期。”这说明，人民币汇率在短期内并不会急剧贬值，央行更希望人民币逐渐贬值在合理水平，一旦出现与宏观基本面不相符的汇率超调，央行也会及时出手稳定市场预期。

人民币汇率是否会形成贬值趋势？

鉴于前期累积的贬值压力较大，中间价报价机制改革后，人民币汇率确实出现了较大幅度贬值。8月11-13日，人民币汇率中间价和即期汇率贬值接近5%。市场一度怀疑人民币即将进入贬值趋势，跨境资本会大幅流出中国。但其实，人民币并不会形成贬值趋势。这有下述多个理由：

第一，宏观经济基本面不支持人民币进入贬值趋势。今年二季度，我国经常增长仍然保持在7%的高位，经常账户余额达到766亿美元，占GDP比重约3%。至少在短期内，中国的经济驱动力在全球经济中仍然处于前列，有助于支持人民币币值的稳定。真正值得担忧的是，资本账户开放后居民在全球不同币种间配置资产的需求。现在大部分居民都没有持有外币资产，这主要是因为兑换手续繁琐、额度限制较多以及缺乏投资渠道。如果这次汇改后，居民能够自由对外投资，那么，面对境内股票市场波动，汇率牌价大跌，境内资本是否会蜂拥而出就值得关注了。相对于接近20万亿美元的居民储蓄配置需求，3.7万亿的外汇储备很快会消耗殆尽。这也可以理解为什么央行要选择先在资本账户自由化之前先进行汇改了。

第二，汇市杠杆率不高，人民币汇率不会形成螺旋式下跌。有人认为，这次汇率贬值和此前的股灾相似，都是源于政府监管部门对市场认识不足，自信过度导致资产价格崩溃。这次汇改的情况不同。其一，汇率贬值的直接原因是央行推出了中间价报价机制改革。这项改革措施致力于让汇率价格真正由市场供需决定，是值得鼓励的外汇市场市场化行为。只是时机敏感，大家措手不及，才会触发境内外人民币汇率的卖盘。而中国股市在6月份快速下跌是因为监管机制出现了一定程度的漏洞。其二，人民币外汇市场的杠杆压力相对较小。中国外汇市场的杠杆压力远远低于股票市场。中国外汇市场交易是一个相对封闭的圈子，主要的参与者是各大银行，市场交易主要是银行之间进行结售汇头寸平补，银行本身并不会持有太多净敞口，更不会运用外汇衍生品进行杠杆操作。所以外汇市场不会出现股票市场“配资强平”这类不可控做空力量。在这种环境下，央行稳定市场的能力毋庸置疑。

第三，企业的外汇敞口有限，并不会对人民币汇率形成持续性的卖盘压力。另一个影响人民币汇率的市场主体，是外贸企业。上半年，面对坚挺的人民币汇率，很多境内外贸公司大量增持外币债务，特别是港币债务。人民币汇率贬值会增加这些外贸企业的汇率风险，对人民币汇率形成下行压力。然而，企业外债虽然增长迅速，总体规模依然较小。2015年第一季度，我国外债余额是1.6万亿美元，其中，短期外债余额是1.1万亿美元，约占外债余额的70%，人民币外债余额是8047亿美元，约占外债余额的50%。也就是说，外债中70%左右是短期外债，50%是本币债券，真正有风险的短期外债仅为5600亿美元。我国3.7万亿外汇储备完全足以应付这些短期外债形成的卖盘。

人民币贬值对百姓生活有什么影响？

汇改是我国金融改革的重要组成部分。对普通百姓而言，表面看此次汇改导致了暂时的人民币汇率贬值，可能对百姓境外消费、旅游等造成一定影响，但实际上，汇改进一步向居民部门提示了外汇风险，有助于降低外汇储备压力，藏汇于民。在2005年汇改至2013年3月，人民币汇率在大多数时候都有持续升值压力，境外资本大规模流入。由于汇率缺乏弹性，央行只能采取存款准备金等数量型货币政策工具，对冲资本流入的压力，最终累积了接近4万亿的外汇储备。相对应，受强势美元的影响，2013年上半年至今，受强势美元的影响，人民币汇率一直面临贬值压力，如果仍然维持僵硬的汇率水平，那4万亿外汇储备逐渐也会消耗殆尽。中间价报价机制改革有助于增强汇率弹性，让人民币汇率真实的反映市场供需的情况。居民部门和进出口企业也会逐渐认识到人民币汇率波动的风险，主动持有一部分的外汇资产，减轻央行管理外汇储备的压力，实现藏汇于民的目标。此次汇改后的贬值只是暂时性冲击，人民币并不会形成贬值趋势。而在资本账户渐进式开放过程中，人民币汇率形成机制的改革有利于私人部门进行资产的多元化配置，减少外汇风险累积。

总体而言，此次人民币中间价报价机制改革的确会放大人民币的贬值幅度，但是这些都是暂时性的波动，并不会形成贬值趋势。作为人民币汇率形成机制市场化改革中的最后一步，此次汇改应是有惊无险，建成真正以市场供求为基础的人民币汇率形成机制。

（笔者为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融室副主任）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。

