

汇改不会让人民币汇率进入贬值趋势*

●汇改的出发点是完善人民币汇率形成机制，触及了汇率改革的核心内容，是政府向市场转让汇率定价权的重要举措。目前中国宏观经济基本面相对稳健，贬值是市场供需自发调整的过程，并不会形成贬值趋势。

●从过去五年的数据来看，我国经常账户顺差/GDP 平均值约为 2.4%，而今年前两个季度我国经常账户顺差/GDP 比率达到了 3.1%。从 M2 增速来看，过去五年的平均增速为 13.5%，今年前七个月的平均增速为 11.5%。所以，从基本面的因素来看，人民币并没有贬值压力。

●今年 1 月至 7 月，美元相对欧元升值 9%，相对日元升值 3%，期间人民币兑美元应该贬值。央行一直维持中间价的稳定，没有做任何调整，在一定程度上引发了贬值预期。在 8 月 11 日汇改之后，人民币连续贬值 3 天，释放了约 5% 的贬值压力，很大程度上消化了前期偏离篮子汇率的那部分贬值预期。

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。由此，人民币汇率贬值预期逐渐开始发酵。离岸人民币汇率(CNH)与在岸人民币汇率(CNY)的汇差不仅没有收窄，反而有继续扩张的态势。8 月 24 日，CNH 一度达到 6.5142，高出 CNY 约 1100 个基点。一时间，人民

* 本文发表于《经济参考报》。

币贬值预期迅速发酵，境内外投资者纷纷看空人民币，认为人民币会就此进入贬值趋势。因此，有必要正确理解此次汇改的重要意义。

汇改的出发点是完善人民币汇率形成机制，触及了汇率改革的核心内容，是政府向市场转让汇率定价权的重要举措。目前中国宏观经济基本面相对稳健，贬值是市场供需自发调整的过程，并不会形成贬值趋势。

人民币汇率形成机制改革的发展进程

在 2005 年 7 月 21 日公布的人民币汇率形成机制改革方案中明确指出，人民币汇率中间价的制定规则是“以市场供求为基础，参考篮子货币汇率变动，……保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定”。从中可以发现影响人民币中间价汇率走势的三个重要变量：市场供求，篮子货币汇率，汇率稳定。

其中，市场供求是指银行间外汇市场美元交易的供求平衡，篮子货币汇率则主要指欧元、日元、英镑和澳大利亚元等主要货币汇率的变化。从历史经验来看，除了次贷危机期间(2008 年 10 月-2010 年 6 月)人民币重新盯住美元外，大多数时候，央行一直在认真执行这一中间价制定规则。

市场供求力量的强弱是划分人民币汇率形成机制从固定汇率转向浮动汇率的关键因素。以此为标准，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可以分为三个阶段。

阶段一：2005 年 7 月至 2012 年 4 月。

在此期间，人民币汇率定价权完全掌握在货币当局，货币当局在外汇市场上美元持续供大于求的局面下，选择人民币对美元的渐进、持续升值。从汇率形成机制角度看，无论是盯住美元还是保持人民币对美元的渐进升值没有本质区别，市场对汇率价格没有直接决定作用，市场供求力量会不会影响汇率取决于央行的态度。

阶段二：2012 年 4 月至 2015 年 8 月 11 日。

在此期间，人民币汇率定价部分向市场转移。标志性的时间是 2012 年 4 月，即期外汇市场人民币兑美元交易价日浮动幅度由 0.5%扩大至 1%；2014 年 3 月，日浮动幅度由 1%扩大至 2%。人民币汇率日波幅明显放大，市场力量在人民币汇率形成中的作用开始显现和放大，尽管货币当局仍处于主导力量。

2014 年中国央行的外汇储备基本保持稳定，金融机构外汇占款甚至略有下降，这反映市场流动性已经相对紧张，央行不再像过去积极入市购买美元资产干预人民币汇率，而是依靠中间价稳定汇率。人民币对美元汇率中间价在波动上有明显的自回归特征，即中间价在之前一段时间的升值幅度与未来一段时间的升值幅度存在负相关。决策层通过管理中间价波动性来平滑汇率走势。

尽管市场供求的力量逐渐显现，人民币汇率仍然在很大程度上受中间价影响。人民币汇率变化轨迹变化取决于两个因素：一是人民币汇率中间价；二是日波动幅度限制。在 2% 的日波幅限制下，即期汇率会跟随中间价变化，货币当局对市场供求的影响非常显著，在汇率决定上处于核心作用。

阶段三：2015 年 8 月 11 日汇改后至今。

此次改革中间价报价机制的主要目的，是进一步增强人民币汇率形成机制中市场供求的力量。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。

此次汇改的重大意义

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之差收敛，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。

贬值预期形成的原因

自8.11汇改以来，人民币汇率贬值预期逐渐开始发酵。离岸人民币汇率(CNH)与在岸人民币汇率(CNY)的汇差不仅没有收窄，反而有继续扩张的态势。8月24日，CNH一度达到6.5142，高出CNY约1100个基点。人民币汇率贬值预期愈来愈强烈。

汇改原本是要让人民币回归合理水平，为什么反而让汇率形成了强烈的贬值预期？

要回答这个问题，先要判断人民币汇率的合理水平。

理论上，汇率的合理水平主要取决于经济的基本面，比如人口结构，相对生产率，贸易条件等因素，而这些中长期的基本面因素最终会反映到经常账户收支状况。所以，基本面因素可以看经常账户占 GDP 比重。另一方面，还需要考虑货币供应速度，如果货币政策一直保持相对宽松的状态，也会影响汇率的合理水平，货币供应速度可以看 M2 增速的变化。

随着人民币渐进升值，我国经常账户顺差/GDP 水平在全球金融危机后不断收缩，于 2010 年开始稳定，之后在 2.5%的水平左右波动。从过去五年的数据来看，经常账户顺差/GDP 平均值约为 2.4%，而今年前两个季度我国经常账户顺差/GDP 比率达到了 3.1%。至少从基本面的因素来看，人民币并没有贬值压力。从 M2 增速来看，过去五年的平均增速为 13.5%，今年前七个月的平均增速为 11.5%，同样也没有贬值压力。

从基本面来看，人民币汇率可能的确处在合理均衡水平附近，但是这个合理均衡汇率是实际有效汇率，人民币应该相对一篮子货币稳定，而不是单单对美元稳定。今年 1 月至 7 月，美元相对欧元升值 9%，相对日元升值 3%，期间人民币兑美元应该贬值。央行一直维持中间价的稳定，没有做任何调整，在一定程度上引发了贬值预期，所以，中间价和即期汇率之间出现了长时间偏离。在 8 月 11 日汇改之后，央行让人民币连续贬值 3 天，释放了约 5%的贬值压力，很大程度上消化了前期偏离篮子汇率的那部分贬值预期。

然而，人民币汇率达到合理水平之后，并不会稳如泰山，纹丝不动。外部冲击会改变外汇市场的短期供给和需求，如果人民币汇率没有随之波动，就会出现贬值预期。

汇改以后，人民币汇率出现了三次比较大的短期冲击。

第一个冲击是部分媒体宣传的“汇率战”和竞争性贬值。这引发了投资者认为人民币会在短期内快速贬值的预期。导致离岸市场出现抛售人民币资产的现象。这种冲击与基本面无关，仅仅是市场错误理解汇改动机的信息噪音，只要央行主动发声就可以消除影响。

第二个冲击是 8 月财新 PMI 数据低于预期。财新 PMI 是国外投资者最关注的中国宏观经济前瞻性数据之一。数据发布后，人民币汇率应声下跌。结合 7 月糟糕的外贸出口数据，投资者开始对中国下半年经济的基本面产生悲观情绪。这种与基本面相关

的冲击，仅凭央行发声根本无济于事。因为央行也无法提供比财新 PMI 更准确的宏观经济信息。

第三个冲击是全球股票市场大跌。8 月 24 日开始，美欧日等全球主要股票市场都出现大幅度下跌。不过这只是投资者暂时性的情绪波动。目前，发达经济体经济基本面良好，不会出现重大危机。等到市场恐慌情绪消散，对人民币资产的需求还会回升。

央行面对三类冲击如何反应，决定了贬值预期发酵的程度。在汇改之前，对这三类冲击，央行都有应对经验，其中比较有效的一个办法是，观察在岸和离岸汇率之间的汇差，通过渐进的调整中间价促进二者收敛。这种方法简单易行，但是容易扭曲外汇市场。汇改之后，中间价已经交给市场，央行要用真金白银入市干预才能影响汇率。

第一个冲击用不着央行动手，只需发声即可；第三个冲击也比较简单，只需等待发达国家股票市场恢复平静，必要的时候给外汇市场提供一些美元流动性。比较麻烦的是第二个冲击，如果央行认为宏观经济基本面没有财新 PMI 的数据显示的那么糟糕，就会有入市干预的冲动。一旦干预方向和市场最初的判断相反，CNY 和 CNH 的偏离就会上升，市场上的贬值预期随之加剧，原本很快就能消化的负面冲击，可能会拖得更久，反而消耗央行更多外汇储备，并不是一个最优选择。央行改革中间价报价机制时，定的规则是参考市场供求和一篮子货币汇率。在新规则下，汇率波动更加侧重市场供求，人民币对美元汇率更有弹性，也更容易受外部风险事件影响。此时，央行干预得越多，留给国内宏观经济的空间反而越小。

汇改不会让人民币陷入贬值趋势

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。但人民币并不会形成贬值趋势。这有下述多个理由：

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在资本账户自由化之前先进行汇改了。

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。其实，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。

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。

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。

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，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。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。