

肖立晟

nkxls@126.com

张明

zhangmingcass@vip.126.com

余永定

yuyongding@126.com

克服浮动恐惧，加速汇率形成机制改革

一直以来预期管理都是是央行汇率政策的着力点。自 2014 年中旬开始，美联储加息预期升温，中国短期资本外流加剧，人民币贬值压力上升。在此期间，央行管理汇率预期的主要方式是通过各种方式维持汇率中间价的稳定。2015 年汇改前，当上一日人民币兑美元收盘价逼近汇率浮动区间的下限时，央行制定的当日中间价却依然稳定在 6.11 的水平，甚至还略有升值。

但是，央行却难以通过干预维持离岸市场人民币汇率的稳定。结果，离岸市场人民币汇率在供求关系作用下贬值。离岸市场 CNH 与在岸市场 CNY 的偏差一度达到 200 个基点。当时，中国政府正积极争取使人民币加入 SDR 货币篮子。在 2015 年 8 月 5 日 IMF 发布的《特别提款权（SDR）估算方法的评估——初步考虑》报告中，IMF 指出，SDR 货币篮子在定价过程中，需要确定各国货币的汇率，因此，需要一个市场化的人民币汇率对 SDR 中的人民币进行计价。

或许（我们无法肯定）正是在上述背景下，中国人民银行决定于 2015 年 8 月 11 日实施对人民币中间价报价机制的改革。其主要内容是要求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。与此同时，央行让人民币对美

元汇率下跌了 1.9%。这种幅度的贬值在是过去所没有过的。

“8.11”汇改颠覆了长期以来市场所形成的“人民币对美元基本稳定”的预期，人民币贬值预期骤然上升。贬值预期的上升导致资本外流加剧，进而导致人民币的实际贬值。市场上出现贬值 \rightarrow 贬值预期 \rightarrow 贬值的恶性循环趋势。在人民币汇率连续两个工作日触及浮动区间下限后，8月13日央行强力入市干预，宣布人民币对美元汇率的一次性调整已经完成，中止了汇改实验。

由于人民币汇率稳定的预期已经被“8.11”汇改颠覆，为了稳定汇率预期，央行不得不逆市场而动，不仅不让人民币贬值，而且还要让人民币升值。为了实现汇率稳定，央行不得不大量卖出美元、买进人民币，不到半年就消耗了上千亿美元的外汇储备。当然，央行也不愿意看到外汇储备损耗过快。因而，在2015年第四季度的一段时间内，当市场的汇率预期趋于稳定时，央行就减少对外汇市场的干预，听任人民币小幅下滑。但是，人民币汇率的贬值很快又导致贬值预期的升温，贬值压力的加剧。

2016年1月，当时央行官员发文宣布“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”。此后，外汇市场开始恢复平静，人民币贬值压力明显降低。

“收盘价+篮子货币”汇率形成机制的推出，到底对稳定“8.11”汇改之后的外汇市场到底发挥了什么作用呢？当人民币对美元处于贬值通道时，同之前的参考前日收盘价确定当日中间价的机制相比，在一定条件下，“收盘价+篮子货币”的机制可以稳定市场的汇率预期。例如，在按前日收盘价决定当日中间价的机制下，如果前日人民币对美元贬值，市场就很可能形成今日人民币将对美元继续贬值的预期。在“收盘价+篮子货币”的机制下，如果其他货币对美元升值（美元指数贬值），即便前日人民币对美元贬值，考虑到央行将保持篮子货币（CFETS指数）的稳定，市场仍很可能形成今日人民币将对美元维持稳定甚至升值的预期。

在肯定“收盘价+篮子货币”机制对汇率预期具有稳定作用的同时，我们很难判断这种机制的作用究竟有多大。事实上，2016年1月也是大多数新兴市场货币由弱走强的转折点，而造成这种转折的关键因素是美联储加息预期的显著下降。此外，“8.11”汇改之后，央行逐步加强了资本管制。事实证明，尽管存在不少副作用，央行的资本管制有效抑制了资本外流，从而对人民币汇率的稳定发挥了重要作用。

虽然目前外汇市场相对平静，然而几经调整，“8.11”汇改之后中国汇率政策的实质依然是“逆市场的预期管理”。这种政策有三个主要环节：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。大家似乎相信，只要贬值预期消失，在不需要动用（或少量动用）外汇储备的情况下，人民币汇率就能维持稳定。

这种政策同以前“坚决打破市场对人民币升值的非理性预期”政策的指导思想如出一辙。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。为了抑制人民币升值，央行只能持续干预外汇市场。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。而预期由升值到贬值的转化则是经济基本面变化的结果，而非“逆市场的预期管理”取得成功。现在，当人民币出现贬值压力时，大家又将这种压力归结于人民币贬值预期。但是，人民币的贬值预期又是从何而来的呢？在过去一、两年，难道不首先是中国的国际收支状况恶化、特别是资本外流明显增加才使人民币出现贬值压力的吗？以“逆市场的预期管理”为主要的内容的汇率政策在消耗大量外汇储备之后，并不能真正导致汇率的自主稳定。而外汇储备的过度积累和大量损耗都将导致中国国民财富的损失和国民收入分配的不平等化。

退一步来讲，维持人民币对美元名义汇率稳定性真有那么重要吗？正如罗格夫指出的，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。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很大冲击。相反，在中国目前经济存在产能过剩、通货收缩的情况下，一般而言，只要不是暴跌，汇率贬值对中国经济应该是利大于弊用掉数千亿美元来维持汇率稳定究竟为的是什么呢？

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改革，为迎接一场新的汇率变动冲击做好准备。

（作者单位为中国社科院世经政所）

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。

