

# 人民币汇率机制改革：现状、问题与改革方向

## RMB exchange rate reform: current status, problems and reform direction

肖立晟

8.11汇改是人民币汇率形成机制迈向浮动汇率的重要一步。新机制提高了汇率形成的透明度，事后可验证性大幅增强，促进了市场预期收敛。然而，汇改并没有完全消除贬值预期，并产生了两个难以克服的问题，即篮子货币的易贬难升及货币政策独立性受损。要解决这一状况，文章建议央行沿着“8.11”汇改的思路继续前进，让市场供求占主导地位，最终实施真正的浮动汇率制度。

The RMB exchange rate reform on August 11th 2015 is a significant step towards a floating exchange rate regime. The new mechanism improves the transparency of the exchange rate formation, greatly enhances the afterwards verifiability of the fixing rate, and promotes the convergence of market expectations. However, the RMB depreciation expectation has not been eliminated. Moreover, two major problems has emerged: the RMB rate shows a tendency to depreciate easily while appreciate hardly when linked to a basket of currencies, and the independence of the monetary policy is impaired. To resolve these problems, the essay suggests that the central bank shall march forward along the path of the August 11 exchange rate reform, let supply and demand dominate the market, and eventually introduce a floating exchange rate regime.

### 一、汇改的积极意义

2015年8月11日，中国人民银行宣布实施人民币汇率形成机制改革，主要内容包括：（1）参考收盘价决定第二天的中间价；（2）日浮动区间 $\pm 2\%$ 。这是人民币汇率形成机制迈向浮动汇率的重要一步。

2016年2月，中国人民银行明确宣布实行“收盘价+篮子货币”的定价机制。根据权威人士的说明，央行主张当日中间价=前日中间价+[(前日收盘价-前日中间价)+(24小时货币篮子稳定的理论中间价-前日中间价)]/2。即当日中间价由前日收盘价和保持货币篮子在24小时内稳定这两个因素决定。

收盘价的变化反映了外汇市场上人民币贬值或升值压力的方向和强度。把中间价和前日收盘价相联系，反映了货币当局释放升值或贬值压力、实现市场出清的愿望。

为什么要在汇率决定机制中引入维持篮子货币稳定这一因素呢？8.11汇改之初声明，“参考收盘价决定中间价”。假设由基本面决定的人民币贬值压力不变，在“收盘价”机制下，如果在第一日收盘价对中间价贬值近2%（触及波动区间下限），而且在此后的两天内，收盘价对当日中间价持续下跌。这种情况很容易导致市场参与者根据外推预期和适应性预期得

出在未来的一段时间内人民币中间价连跌直至人民币的贬值压力全部释放的结论。在预期的“自我实现”机制下，这个过程将持续相当长时间。

从资本外流的主体和速度来看，当时市场的人民币汇率看空情绪有些失控。这主要缘于强势美元周期下市场不相信央行能够依靠外汇储备强行稳定人民币汇率。即使是高达4万亿的外汇储备，也有消耗殆尽的一天。经历过瑞郎对欧元脱钩的海外投资者开始大肆唱空人民币，一次性大幅贬值不再是小概率事件，导致人民币汇率贬值预期陡然上升。

新汇率形成机制消除了一次性大幅贬值可能性，人民币贬值预期显著下降。同原先仅参考“收盘价”相比，“收盘汇率+篮子货币”的主要不同包括以下几个方面。第一，在其他情况相同的条件下，人民币兑美元贬值的速度明显下降；第二，由于美元指数和其他货币变动难以预测，市场预测人民币汇率未来变动路径的难度大大增加，市场的汇率预期出现较大分化，押注人民币兑美元贬值的投机活动被削弱。正如央行所说，“由于美元走势具有不确定性，参考一篮子货币使得人民币对美元汇率也会呈现双向浮动的特点，这有助于打破市场单边预期，避免单向投机。”新的汇率形成机制提高了透明度，事后可验证性大幅增强，打破了一次性大幅贬值预期，促进了市场预期收敛。

## 二、存在的问题

然而，消除大幅贬值预期并不是汇改的初衷。迄今为止，汇改并没有完全消除贬值预期，并产生了两个难以克服的问题。

第一个问题是外汇市场无法出清，篮子货币易贬难升。一般而言，汇率波动率上升，对冲外汇风险的需求也会上升。正常情况下，当汇率波动率上升，人民币对美元交易量应该随之增加。然而，汇改后人民

币隐含波动率显著上升，在岸外汇市场人民币对美元日交易量依旧低迷，反映当前市场量价并不匹配，市场美元供需存在较大缺口，市场交易量受美元供给的短边约束，有一部分投资者仍然在持汇观望。

面对没有出清的外汇市场，篮子货币陷入易贬难升的困境。从盘面看，无论是弱势美元还是强势美元，人民币收盘价一般都会高于开盘价，这反映市场仍然是美元多头占据主导地位。因此，当美元指数下跌带动篮子货币贬值，人民币需要对美元升值来稳定篮子货币时，收盘价却拉低了第二天的中间价，导致篮子货币指数下跌。反之，当美元指数带动篮子货币上涨，人民币却对美元迅速贬值，篮子货币保持相对稳定。2016年篮子货币持续贬值接近6%，甚至超过了人民币汇率贬值幅度。

第二个问题是央行难以实施独立的货币政策。理论上，“收盘价+篮子货币”是两种汇率形成机制的结合。一种是参考收盘价的浮动汇率，收盘价与市场供求的方向基本一致，主要反映国内经济基本面。另一种是参考篮子货币汇率制度，与其他货币相对价格波动方向一致，主要反映海外经济形势变化。

单独来看，两种机制都有其合理性，但是合在一起就会出现一些问题。根据收盘价，人民币对美元汇率走势由经济基本面决定，国内经济指标好转会带动人民币汇率走强。而篮子货币则是由其他货币的相对走势决定。当美国经济相对欧洲、日本经济走强时，人民币也要相对美元贬值。两种机制在面对不同的冲击时可能会相互抵消或者相互强化，人民币汇率的走势最终可能会脱离经济基本面。

可以主要考虑四种情景。

情景一：国内经济低迷，美元指数走强。这是2016年7月至11月的情况。此时，一方面人民币收盘价倾向于贬值；另一方面美元指数上涨将会带动CFETS

指数升值，为保持CFETS指数在24小时稳定，人民币需要对美元贬值。人民币贬值压力与美元指数飙升相互加强，人民币汇率中间价迅速贬值。在这种情况下，为了避免人民币中间价承受过大贬值压力，央行难以根据国内经济形势，实施相对宽松的货币政策。

情景二：国内经济和美元指数同时走弱。这是2016年1月至9月期间的情况。此时，一方面国内经济不振，汇率依然有贬值压力；另一方面美元指数下跌带动CFETS指数下行，为保持CFETS指数在24小时稳定，人民币需要对美元升值。二者作用相互抵消，人民币中间价得以保持相对稳定。但是这种稳定并不能完全释放汇率的贬值压力，外汇市场无法出清。央行对宽松货币政策的态度依然非常谨慎。

另外，还有情景三（国内经济强劲、美元指数上升）和情景四（国内经济强劲、美元指数走弱），均会在不同程度上造成市场供求和篮子货币的矛盾，并影响货币政策的独立性。当然，在上述情景中，也有可能美元指数向下波动和基本面向上波动的幅度完全一致，人民币汇率走势恰好符合基本面。但是这种情形有太多偶然因素，此处不展开分析。

央行推出新中间价定价机制的根本目的是引导人民币兑美元汇率缓慢贬值，防止贬值压力突然迅速释放导致的超调（overshooting）对中国金融体系造成过度冲击。但是，这种渐进贬值的政策也存在副作用，如外汇储备持续损耗和独立货币政策受到掣肘。为此，央行实施了一系列资本管制和宏观审慎政策。这些措施发挥了稳定金融市场的作用，但并不能从根本上改变人民币贬值的预期。部分境内投资者仍然存在较强的资本外逃冲动。

### 三、解决的思路

要解决上述问题，货币当局应该沿着“8.11”汇改的思路继续前进，让市场供求占主导地位，最终实

施真正的浮动汇率制度。

最直接有效的方式是放弃外汇市场干预，让汇率一次性调整，实施浮动汇率。笔者主张尽快实现停止对外汇市场的干预，让人民币自由浮动。在浮动汇率制度下，国际收支平衡的恶化会立即反应为汇率贬值，而汇率贬值又会在短时间内导致国际收支的改善，从而能够防止贬值压力的积累。越是拖延贬值压力的释放，贬值压力释放的冲击力和破坏力就越是巨大。

问题的症结在于货币当局能否容忍人民币汇率一次性贬值后的自由浮动？这取决于人民币汇率一次性贬值究竟会造成哪些不可控的风险。

这个问题可以分别从宏观、外汇风险对冲和海外政治压力三个层次来分析。

从宏观层面看，汇率的合理水平主要取决于经济的基本面，例如人口结构、相对生产率、贸易条件等因素，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。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，2016年前三个季度我国经常账户顺差/GDP约为2%。至少从基本面的因素来看，一次性贬值之后，人民币汇率不会陷入持续贬值的困境。

从外汇风险对冲的角度来看，一次性贬值后，人民币汇率可能会出现较大幅度的波动。过去六年，我国M2的平均增速为13%，总规模已经达到20万亿美元。在我国外汇市场，由于存在“实需原则”，这部分资产自身没有对冲外汇风险的能力，只能通过央行稳定汇率间接帮助居民对冲汇率风险。央行只要同时保证通胀平稳，居民存款就不会影响外汇市场。

但是，一旦人民币汇率出现一次性贬值并过渡到浮动汇率，就相当于央行不再为居民提供对冲外汇风险的服务。居民的财富价值会出现较大波动，有一部

分资金会慌不择路地伪装成“实需”进入外汇市场对冲风险，进一步加剧人民币汇率的向下超调程度。

所以，笔者预计在央行一次性贬值，让人民币自由浮动后，汇率将会出现较长一段时间的波动，有可能不止一次贬值，而是多次台阶式贬值。但是，当美元头寸处于极端拥挤的时候，最终市场上会有“聪明钱”逆势进场，人民币汇率止跌回升。届时，人民币汇率迎来真正的双向波动，央行则可以放开手脚建设多层次的外汇市场，提供多样化的外汇市场工具。

最后一点是海外政治压力。中国作为全球最大贸易国，如果出现一次性大幅贬值，必然会引发全球动荡和新一轮口水战。但是，此次贬值“师出有名”：改革的方向是让汇率市场化，发挥国际收支自动调节器的作用。即使美国财政部和IMF对贬值结果心怀不满，也无从过多指责。另一方面，美国总统特朗普曾表示要将中国列为汇率操纵国，如果届时央行已经不再频繁干预外汇市场，那汇率操纵也就无从谈起。

从宏观层面和海外政治压力来看，人民币汇率浮动并不会对境内金融市场造成不可控的冲击。最大的风险来自境内市场主体对冲外汇风险的行为。这实际上是所有脱钩货币都必须承担的成本，也是货币超调的主要原因。与其他脱钩货币相比，中国央行已经为需要对冲外汇风险的企业和个人提供了一年多的缓冲时间。而且，中国还有严格的资本管制，在一定程度上可以降低外汇市场的波动幅度。

究竟在哪个时点放开汇率的风险最小，并没有定论。但是，从2005年汇改至今，人民币汇率较长时间处于单边行情，无法建立有效的衍生品市场。作为基础资产的中美双边汇率如果存在持续单边预期，在此基础上发展的衍生品就会放大单边预期，进一步恶化人民币汇率贬值或升值预期。因此，如果不放开人民币汇率，外汇市场的发展就无从深入，居民对冲外汇

风险的需求也无法释放。汇率弹性是外汇市场发展的基础。与其等到外汇储备消耗殆尽，面对即将失控的外汇市场，再考虑放开汇率；不如趁当前手握3万亿外汇储备放开汇率，尚有足够的回旋余地。

如果政策制定者和市场参与方，仍然对人民币汇率一次性调整心存顾忌。退而求其次，可以选择在现有的“收盘价+篮子货币”机制上作渐进式的改革。逐步下调篮子货币的比重，增加收盘价比重。在汇率形成机制中减少篮子货币的比重有助于降低美元指数影响力，增强货币政策独立性。具体而言，可以在2017年，将汇率形成机制中收盘价的权重从50%上调至75%，篮子货币的权重从50%下降至25%。随后，根据相机抉择的原则，逐步剔除篮子货币的权重，最终让人民币汇率完全由收盘价决定，成为真正的浮动汇率。增加收盘价比重，可以让贬值压力更快释放，等到央行最终放开汇率时，造成的影响会更小一些。举个极端的例子，若收盘价逐步增加到99%，那么放弃最后那1%的篮子货币，对市场的影响就可以忽略不计。

总体而言，“收盘价+篮子货币”的汇率形成机制仍然是一个过渡机制。虽然这一机制缓解了人民币贬值压力，使外汇储备急剧下降势头得到遏制，但是，任何非浮动的汇率制度都无法解决市场出清问题。在市场出清之前，任何双向波动都是人为的，都要以外汇储备的运用为基础。未来央行应沿着“8.11”汇改最初的思路继续前进，让市场供求占主导地位，最终实施真正的浮动汇率制度。■

---

作者单位：中国社会科学院世界经济与政治研究所