



人民币汇率政策调整的深层分析

文 / 杨涛

中国人民银行4月14日宣布，自2012年4月16日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由5%扩大至1%，反映了人民币汇率政策将变得更加灵活。与多数市场经济国家不同的是，中国的汇率政策并非由财政部来主导，而是在形式上由央行直属的外汇管理局来制定和执行。当然，与国内货币政策一样，在货币当局背后还有中央政府基于整体经济金融形势而进行的战略决策。

从中央政府角度考虑的汇率政策重点

从中央政府的角度来看，人民币汇率问题，不仅涉及到出口，而且也涉及到金融风险和国际政治问题。我们认为，影响政府对汇率

政策态度的因素，主要包括以下三方面。

第一，汇率政策对出口的影响。我们看到，一方面，我国以工业制成品为主的出口主要为劳动密集型产业，也是国际产业链条中的最低端的部分。由于这些工业制成品的价格弹性非常大，人民币升值也可能对这些行业造成一定的冲击。另一方面，可以看出我国出口产品中的高新技术产品所占比例和发达国家相比较非常小，同时高新技术产品80%以上以加工贸易方式出口，这说明我国高新技术产品出口企业盈利水平低，企业自主研发的比重非常之小。一旦人民币汇率升值，一定的价格变动就可以使我国出口受到巨大的影响。

第二，汇率政策对国内金融运行的影响。由于在历次国际金融危机中，以及国内改革开放以来发生过的多次金融风波中，都有各种投机资金“兴风作浪”的影子，因此使得政府决

策层对于系统性金融风险特别敏感。通常认为，由于人民币升值预期的存在，加上中国与美国等发达经济体之间的利差明显，引起了众多国际“热钱”的套利与套汇冲动。一方面，人民币升值预期和国外游资在中国投资的高额回报吸引了大量外资通过各种渠道进入中国，带来资产泡沫、通货膨胀的风险，影响经济安全与金融稳定。另一方面，待人民币升值到目标价位后，则兑换成外币离开，又会产生资金外逃的压力。

第三，国际政治谈判的博弈。在很大程度上，人民币汇率已经成为中国与美国进行谈判的筹码之一，虽然双方都明白人民币升值并不能解决贸易结构问题，但双方政府越来越有默契地进行着一场博弈游戏。事实上，中美首脑之间的会晤往往会带来人民币汇率的波动。回顾历史，正是在2005年11月美国总统布什访问中国之前的7月份，中国启动了人民币汇率制度改革，次年4月，中国国家主席胡锦涛访美。在2006年7月到2008年7月爆发金融危机之前，中美首脑会晤前后，人民币汇率都会出现不同程度地加速升值过程。特别是在危机之后各国重新回归重商主义的经济背景下，美国量化宽松的货币政策推动了美元的贬值，并引发全球货币的竞争性贬值，中美之间对汇率政策的论战也更为激烈。

从央行角度考虑的汇率政策思路

根据蒙代尔-弗莱明模型的原理，保罗·克鲁格曼提出“永恒的三角形”，即认为资本自由流动、货币政策的独立性和固定汇率，这三个目标不可调和，最多只能实现其中的两个。近年来央行的汇率政策实践，已经逐渐表明其在面对“蒙代尔三角”时，逐渐选择了独立的货币政策、有限的资本流动和有管理的浮动。

首先，无论对内还是对外，货币政策独立性一直是央行最为看重的目标。其次，就资本

项目管制而言，中国已具有一定开放度，这也是为什么能够有大量热钱流入。最后就中国的汇率政策来看，官方的政策口径是：“实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”。从2005年7月汇改启动的人民币兑美元走势来看，确实体现了有管理有浮动的基本政策思路。尤其是2010年6月重启汇改之后，人民币对美元的升值速度和浮动区间均有所增强。

央行副行长易纲在2010年7月接受采访时指出：“一个比较发达的国家，或者一个比较成熟的新兴市场国家，它最终应当选择货币政策的独立性和资本自由流动。那么，它不能够坚持的是什么呢？就是固定汇率。”这也表明央行高层认为的最优目标组合应当是货币政策独立性和资本自由流动。由此来看，相比中央政府而言，由于不需要优先考虑国际政治因素和出口因素，加上国内货币政策空间受到汇率政策严重制约，所以央行的汇率政策思路实际上要更加明晰。

“十二五”期间的汇率政策前瞻

比较国家“十二五”与“十一五”规划纲要，可以发现对于汇率市场化的态度变得更加积极。可以预见，中央政府与央行对汇率政策的态度会不断调和，更多体现出折衷色彩，即政府对汇率机制市场化改革的支持力度更大，而央行则会更加审慎地把人民币国际化、资本项目改革与汇率政策结合起来。具体而言，我们认为会有如下三方面趋势。

第一，人民币兑美元单边升值预期将被打破。人民币交易区间扩大，加上中国的贸易顺差开始不断减小，意味着人民币的单边升值趋势可能已经基本结束，未来的一段时间，人民币双向波动增强的可能性不断增加，这也为外汇管理体制的改革提供了新的空间。

第二，人民币汇率弹性进一步提高。也就是“有管理的浮动”幅度可能会进一步加大。

实际上,由于人民币对美元的浮动幅度有限,央行不得不随时作为外汇市场上最大的买家,通过买入美元进行价格影响。高额外汇储备带来了外汇占款引致国内货币扩张压力、货币对冲成本高的多种矛盾。某种程度上,央行显然希望通过增加汇率弹性,来降低汇率政策成本。

第三,进一步完善汇率形成基础。一方面,中国外汇交易市场规模太小、外汇金融产品缺乏,难以真正有价格发现作用,因此推动外汇产品创新、增加交易规模和参与主体成为改革方向。另一方面,现在的汇率仍然是以盯住美元为基础,因为每日外汇交易中心按做市商报价来公布美元中间价,然后套算对其他货币的汇率,难以及时反映人民币综合有效汇率,预计将会切实推动“参考一篮子货币”的汇率形成机制改革。

汇率政策调整对于银行及外贸企业的影响

(一)对商业银行的影响。人民币兑美元汇率浮动幅度的扩大,将有助于汇率稳定,增强汇率政策调控的空间和主动权,同时也会对商业银行产生新的压力。

首先,汇率波动会加大银行的外汇交易风险。我国商业银行主要的外汇交易是与客户的结售汇业务,当银行通过提供外汇业务而增加外汇敞口头寸,企业所面临的汇率风险就转移到了银行。由于外汇衍生品市场还不够发达,银行通过外汇产品来对冲风险的渠道有限,因此使得商业银行自身的外汇敞口头寸难以平盘。

其次,汇率波动会增加银行的外汇资产和负债错配风险,也就是银行所持的外币资产和负债在数量上不一致或到期日不同或币种不对应,由此产生资产负债缺口,这也使得银行收益面临不确定性。实际上,此次人民币兑美元浮动幅度调整比较大,银行对汇率市场走势的研判难度将会加大,有可能会因对汇率走势判断错误而使银行持有的外汇资产出现亏空风险。因此,商业银行必须进一步提升外汇服务水平,适应汇率改革要求,增强核心竞争力。

此外,汇率波动还会影响银行的产品定价能力。如果汇率相对稳定,则在银行的业务定价过程中影响有限。但是在人民币汇率增加波动幅度的新机制下,商业银行的定价能力就会受到更大挑战,面临利率风险和汇率风险的双重考验。

另外,对于广大中小银行来说,尤其是主要服务于中

小外贸企业的银行,由于所服务的对象在新汇率机制下的需求不断增加,因此可以充分利用决策链条短、市场反应敏锐的优势,开办服务于中小外贸企业的外汇业务与国际业务,寻求本外币一体化发展道路。

(二)对于外贸企业的影响。在过去人民币升值压力不断增加的背景下,往往会压缩外贸企业的盈利空间。汇率波动幅度扩大改变了人民币单边升值的趋势,但也将增加人民币汇率不确定性,企业可能会因人民币波动而遭受汇兑损失。

首先,在汇率波幅增大的情况下,外贸企业需要更加重视汇率风险管理,必须充分关注货币结算时机和币种选择的重要性,也要考虑利润(出口)和成本(进口)、资产和负债的货币匹配问题。例如,本次汇率政策调整,对于那些侧重使用人民币结算的企业来说,会减少其应对人民币升值的压力。而对于用外币结算的贸易企业而言,将面临更大的汇率风险,进行汇率避险变得十分必要。

其次,汇率波幅增加意味着人民币汇率将更富弹性,这意味着外贸企业要更多地考虑汇率变化对利润的重大影响,进而促使自己优化产品结构来满足市场,并且更好地“转嫁”汇率风险,也带来更多不确定的影响后果。在现实中,近几年人民币接连升值,包括人工、原材料、汇率等企业的各种综合成本都不断上升了,同时由于竞争激烈,外贸企业出口价格的增幅有限,因此汇率回落对企业有“减负”作用。同时,进口型的企业又会面临涨价风险,例如国外材料供应商都会把汇率风险考虑进去,原先汇率波动在0.5%的时候,材料提供商会在报价当中加上0.5%的汇率风险,现在汇率波幅调整后,国外提供商可能会提高报价以适应汇率风险。

另外,汇率波动也增加了外贸企业汇兑损益管理压力,可能导致外贸企业尚未收回的外汇账款和必须履行的合同产生相应幅度的损失,若汇率上升则给应收外汇账款多的企业带来较大压力,应收外汇账款越多,企业在结汇时损失就越大,反之亦然。对此,外贸企业就必须在日常的经营中密切关注市场走势,增强汇率风险防范意识,采取一些诸如远期结售汇、人民币期权、跨境人民币结算等外汇产品来锁定企业的经营成本和利润,规避汇率风险。

作者系中国社科院金融所货币理论与政策研究室副主任、副研究员