

## 人民币汇率形成机制改革尚未结束

2015年11月30日，IMF宣布同意将人民币纳入SDR货币篮。这是国际社会对过去几十年以来中国经济持续增长、金融市场对外开放以及人民币国际化进展的高度认可。在中国人民银行随后举行的人民币加入SDR有关情况吹风会上，易纲副行长指出，在人民币加入SDR之后，基本汇率制度不会改变，而最终目标是要稳步实现人民币汇率的清洁浮动。

自2005年7月21日人民币汇改至今，人民币兑美元、欧元、日元等国际主要货币汇率均出现较大幅度升值，人民币的名义与实际有效汇率的升值幅度更是超过50%。过去10年内人民币的大幅升值已经纠正了人民币汇率低估现象，这显著改善了中国经济的内外部失衡。一方面，中国经常账户顺差占GDP比重已经连续四年低于3%，且国际双顺差已经被经常账户顺差与资本账户逆差的新组合所取代；另一方面，中国服务业增加值占GDP的比重已经持续超过了制造业，国内产业结构失衡状况有所缓解。

然而，从2014年第2季度起，受美联储退出量化宽松的举措以及市场上逐渐强化的美元加息预期影响，美元兑全球其他货币汇率强劲升值。而由于人民币兑美元汇率基本保持稳定，这造成人民币的有效汇率大幅升值。然而，人民币有效汇率自2014年以来的大幅升值是在国内基本面疲弱、金融风险逐渐浮现、短期资本持续外流的背景下进行的，这种升值与基本面无疑是相背离的。这就造成从2014年第2季度起，市场上开始出现人民币兑美元汇率的贬值预期。这种预期一方面表现在内地市场

上人民币兑美元中间价持续高于市场价，另一方面表现在内地市场上人民币兑美元汇率持续高于离岸市场上人民币兑美元汇率。

人民币兑美元汇率的高估以及相应的贬值预期，至少产生了两种不利后果。后果之一是高估的本币汇率对出口的负面影响。在外需疲软的背景下，人民币有效汇率的快速升值，对出口部门的影响尤其大。在 2015 年前 10 个月，有 8 个月出现了出口同比增速的负增长，这是除 2009 年美国次贷危机爆发之外中国经济从未经历的现象。后果之二是人民币贬值预期加剧了国内居民与企业“资产美元化、负债人民币化”的操作，以及更大规模的短期资本外流。从 2014 年第 2 季度至 2015 年第 3 季度，中国连续 6 个季度出现了资本账户逆差，这也是历史上从未发生的现象。2015 年第 3 季度，资本外流的绝对规模更是达到历史上的峰值。

2015 年 8 月 11 日，中国央行进一步改革了人民币汇率形成机制，让每日人民币兑美元中间价在更大程度上参考前一日收盘价。此举一举扭转了过去人民币兑美元中间价与市场价持续背离的局面，无疑是人民币汇率形成机制市场化改革的重要一步，方向上值得赞赏。然而，正是由于之前市场上存在持续的人民币贬值预期，在汇改之后的几天内，人民币兑美元汇率出现 3.5% 左右的贬值，这种贬值一方面加剧了全球金融市场波动，另一方面也加剧了中国国内股票市场的调整。国内外压力纷至沓来，在此背景下，中国央行开始加大在公开市场上买入人民币卖出美元的操作，以此来稳定人民币兑美元汇率。此外，除了在内地市场上进行上述逆市操作外，中国央行在离岸市场上也进行了类似操作。

笔者认为，中国央行 811 汇改的目标可能是多重的，至少有如下三个目标，一是消除人民币兑美元汇率中间价与市场价的持续背离，从而增加人民币汇率制度受到 IMF 认可的可能性，进而增加人民币被纳入 SDR 篮子的概率；二是缓解人民币有效汇率的过快升值，进而降低汇率高估对出口增长的负面影响；三是纠正人民币兑美元汇率的高估状况，从而缓解市场上的人民币兑美元贬值预期，从而抑制短期资本持续外流。从目前来评估，汇改的第一个目标已经完满实现了。但由于汇改后不久中国央行就致力于稳定人民币兑美元汇率，造成第二、三个目标没有很好地实现。

笔者认为，在人民币兑美元汇率存在显著高估的前提下，试图通过公开市场操作来稳定汇率的做法是难以持续的。这是因为，市场上的人民币贬值预期主要源自对疲弱基本面的认识。只要经济基本面没有显著改善，这种贬值预期就可能持续存在。那么，持续的公开市场操作不但难以实现稳定汇率预期的目标，还会造成外汇储备的

不断流失。

更重要的是，与在岸市场公开操作相比，笔者更加反对离岸市场的公开操作。第一，通过公开操作推高离岸市场人民币汇率，这不过给了离岸市场上投机者以更便宜的价格建仓的机会；第二，如果预期未来人民币终究会对美元贬值，那么央行在市场上卖出美元买入人民币的操作将会遭受损失。如果说在在岸市场上，央行上述操作意味着将福利让给了中国居民与企业，这是一种“肉烂在锅里”的藏汇于民，那么，在离岸市场上的类似操作则是将中国的国民福利让给了外国投机者；第三，国际经验显示，离岸市场上公开市场操作是很难长期持续的。

因此，笔者建议，中国央行应尽快降低对境内外公开市场（尤其是离岸市场）的干预，让人民币汇率在更大程度上由市场供求来决定。在当前环境下，这样做的直接结果是人民币兑美元汇率会出现一定程度贬值。这种贬值是完全合理的，中国央行可以采取以下措施来缓解这一调整可能造成的负面冲击：第一，中国央行应该加强对短期资本流动的监测与管理，尤其是大力打击通过虚假贸易、虚假投资或地下钱庄进行的跨境资本流动，这样可以在一定程度上抑制资本外流与贬值预期之间的相互作用；第二，中国央行应该加强宏观审慎监管措施，尤其是应该进行相关压力测试，看看特定幅度的人民币兑美元贬值究竟会在多大程度上增加过去几年举借了外币负债的中国企业的债务负担；第三，中国央行应该加强与东南亚国家央行的沟通与交流，说明上述贬值是对市场上贬值压力的一次性调整，而非是为了刺激出口而人为制造的贬值，借此来缓解中国与这些国家出现竞争性贬值的可能性。

综上所述，加入 SDR 并非意味着人民币汇率形成机制改革已经结束。目前尽管中国央行取消了对中间价的干预，却仍通过在岸与离岸市场的公开市场操作来稳定人民币兑美元汇率，这继续维持了人民币兑美元汇率的高估，因此造成了新的扭曲。中国央行越是推迟人民币汇率的必要调整，市场上的贬值预期未来越是会持续累积，从而未来的调整就越是会更加剧烈。从这一意义上而言，如何尽快释放人民币兑美元贬值压力，同时将这一贬值造成的负面影响控制在合理范围内，是摆在央行面前的一大挑战。

（笔者为中国社科院世经政所国际投资室主任、研究员）

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。