

理解这一轮人民币汇率贬值预期*

与股市不同，过去市场对汇市的关注度并不高，特别是普通民众对汇率问题并不了解。“8.11”汇改后，突然连“大妈”都开始关心起每年的换汇额度和投资渠道。显然，市场情绪出现了非理性波动。如何理解这一轮人民币汇率的贬值预期，对防范金融风险，推动金融市场改革有重要意义。

2015年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，幅度接近3%，创20年来最大跌幅。随后，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）的汇差一度达到1500个基点。针对市场陡然增加的人民币贬值压力，央行加强了对汇市的干预，并且在12月推出了CFETS人民币汇率指数，强调人民币汇率形成机制会更重视一篮子货币。然而，迄今为止，人民币汇率贬值预期仍然没有得到有效控制。

中国目前的汇率形势向我们提出了两个问题：第一，为什么会出现人民币

*本文已经发表于《财经》。

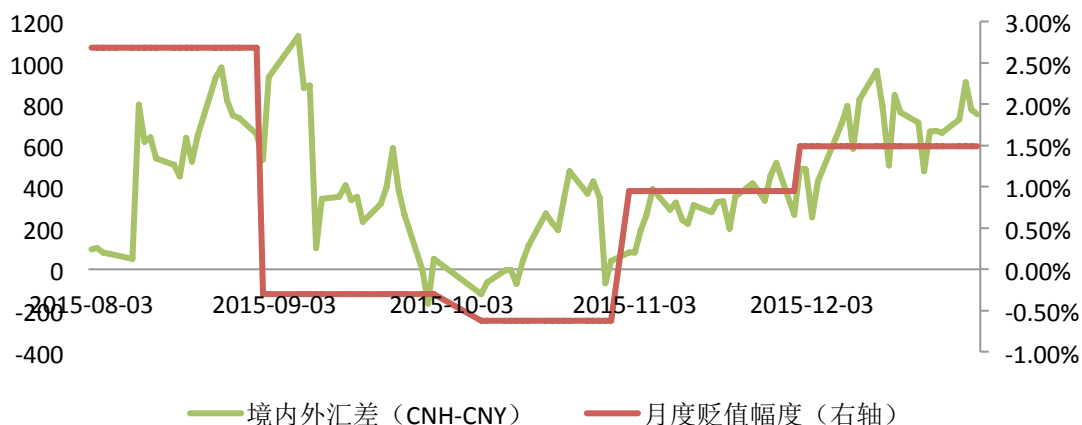
汇率的贬值预期？第二，央行的“汇率定价规则”是否能够取得市场信任？把握住这两个问题有助于帮助我们理解这一轮贬值周期，避免形成不必要的恐慌。

央行干预外汇市场延缓了市场出清的速度，跨境资本流出脱离基本面

从“8.11”汇改至今，人民币汇率并没有出现持续的贬值预期。这一轮贬值预期并不是来源于一个持续性冲击，而是一系列暂时性冲击。主要包括如下四次冲击：“8.11”汇改本身，人民币进入 SDR 货币篮子，美联储加息，和央行公布 CFETS 人民币汇率指数。这些冲击改变了投资者对人民币对美元汇率预期方向，引发了外汇市场的剧烈波动。在这些冲击影响下，人民币汇率并不是持续贬值，贬值预期也有涨有跌。贬值预期最强烈的时期是8月中下旬和12月中下旬。9、10月份的时候，人民币汇率甚至相对美元出现了0.5%左右的升值，在岸和离岸的汇率差也出现收敛。

央行持续干预外汇市场延缓了外汇市场出清的速度。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。市场在给人民币汇率定价时，除了考虑市场供求外，还会根据央行制定的规则来判断央行干预的时点和数量。因此，规则的透明度很重要，央行是否遵守规则也很重要。在8月份，代表基本面形势的PMI数据急剧恶化，新兴市场货币也大幅贬值。按照规则，人民币应该对美元贬值。然而，央行却加强了外汇市场干预，这显然既不符合市场供求，又和一篮子货币汇率规则不一致。强行抑制境内外金融机构对美元的需求，只会导致贬值预期高企。12月11日，央行公布了CFETS汇率指数，却又没有明确指出货币篮子与中间价形成机制的关系，市场对央行的汇率政策的理解再度陷入混乱。到1月11日，央行马骏发文明确指出中间价报价机制会更多参考一篮子货币，市场情绪才逐渐稳定。上述情况表明，**透明的中间价报价机制是央行与市场相互信任的基础。正是因为此前的汇率形成机制中，规则的透明度和有效性存在不足，才会引发市场情绪较大波动，形成阶段性的贬值预期。**

图表 1 贬值预期与月度贬值幅度

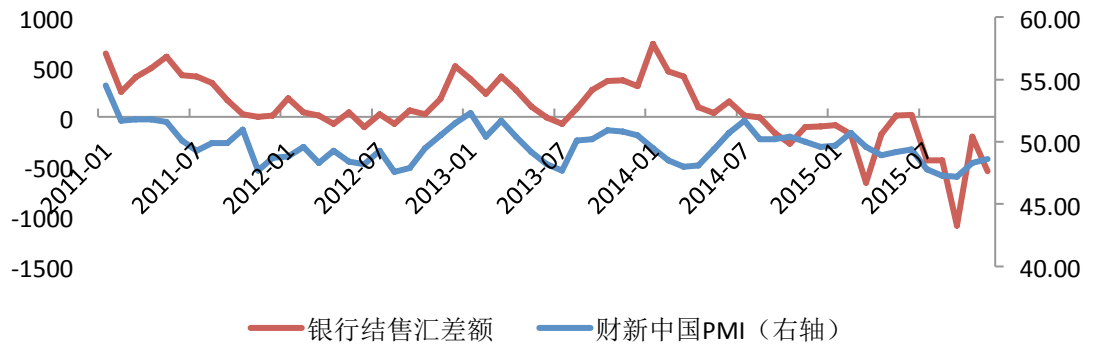


数据来源：Wind。

私人部门的跨境资本流出逐渐脱离经济基本面。贬值预期引发的最直接主要风险是跨境资本迅速外流。从过去的经验来看，资本流出一般与投资者对中国基本面的预期密切相关。在 2008 年次贷危机和 2012 年的欧债危机期间，人民币汇率也曾经出现贬值预期，并且引发了资本大幅流出。

这种资本的大幅外流一般分为三个阶段。第一个阶段是境内主体平仓和去杠杆。境内贸易商主动偿还境外银行贷款和贸易信贷，导致境外银行的贷款和贸易信贷收缩。此时，境外银行并不会减少对中国企业的信贷额度，所以在人民币汇率预期转换初期，境外银行只是被动的回收贷款。第二个阶段是在贬值预期逐渐发酵时，一部分境外银行开始持币观望，导致境外投资者将美元流动性抽回。第三个阶段汇率预期重新恢复稳定，国内和国外投资者都重新增加信贷。

“8.11”汇改至今，跨境资本也出现了大幅流出，但是流出的势头并没有得到有效遏制，反而呈现愈演愈烈之势，第二阶段持续时间过长。特别是在 2015 年 11 月，在 PMI 数据逐步反弹时，跨境资本依然出现大幅流出。**这表明跨境资本流出已经脱离了基本面，投资者对人民币看空的情绪有些过度悲观。**



在岸人民币汇率没有持续贬值基础

尽管人民币对美元贬值预期不断发酵，但是，从基本面来看，人民币汇率并没有持续贬值的基础。

第一，宏观经济基本面不支持人民币进入贬值趋势。2015年，我国经常增长仍然保持在7%左右的高位，经常账户余额接近3500亿美元，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。

第二，汇市杠杆率不高，人民币汇率不会形成螺旋式下跌。与中国股市相比，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。

第三，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。真正影响人民币汇率的市场主体，是外贸企业。2015年上半年，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。截至2015年第三季度，我国外债余额是1.52万亿美元，其中，短期外债余额是1万亿美元，约占外债余额的67%，人民币外债余额是7101亿美元，约占外债余额的47%。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5300亿美元。我国3.3万亿外汇储备完全足以应付这些短期外债形成的卖盘。

值得注意的是，宏观经济面相对稳定，只能支撑人民币实际有效汇率的稳定，人民币对美元的双边汇率并不一定平稳；而且，在时间维度上，也只能反

映人民币汇率中长期走势。在汇率制度的调整过程中，短期汇率一般都会出现超调，这也是外汇市场必须承受的阵痛。例如，瑞士法郎脱钩欧元，哈萨克斯坦货币脱钩美元。现在中国央行并不打算承受汇率超调的代价，在改革过程中过早实施了外汇市场干预。这实际上破坏了央行的市场信誉，改变了市场对货币锚的信心。因为短期内汇率调整未达预期，投资者对汇率走势越来越悲观。境外离岸市场的看空行为进一步加剧了人民币汇率的贬值预期。

失去在岸市场“货币锚”的指引，离岸市场人民币汇率出现剧烈波动

“8.11”汇改之前，离岸汇率基本是跟着在岸汇率走。汇改之后，游戏规则发生了一些变化，离岸汇率对在岸汇率的影响力开始上升，甚至在最近一段时间内成为人民币汇率的主导力量。

离岸市场自身缺乏一个稳定的货币锚。离岸市场的交易员或者银行的从业人员，对汇率和利率定价的时候，大多数时候是参考在岸市场的交易。在岸外汇市场日均交易量是200-500亿美元，离岸市场已经接近1000到2000亿美元的交易量。离岸市场巨大的交易量，却很难影响在岸市场的汇率。这是因为离岸市场没有实体经济的需求背景，离岸市场的外汇交易，大多数是用于对冲资产价格风险或者套利套汇，没有真实的贸易需求。交易员无法对未来的价格有准确的预期，只能依靠在岸市场的汇率变化间接定价。在这种情况下，离岸市场参与者并不是有效的价格发现者。

在正常的市场环境下，当在岸市场的货币锚在起作用时，离岸市场的汇率定价都是跟着在岸市场走。然而，一旦在岸市场的市场主体都看不清未来市场走势，离岸市场的金融机构将会无法对未来汇率做出准确定价，CNH的波动就会急剧放大，由于交易量过大，反而会影响到在岸市场的CNY的汇率定价。这正是“8.11”汇改后一段时间出现的现象。

“8.11”汇改后，央行从经济基本面出发，认为一次性贬值2%以后，汇率应该会双向波动，基本保持稳定。然而，境外资本与央行对人民币汇率未来走势判断并不一致。海外投资者对中国经济总是倾向于接受盲目悲观的消息，一旦有风吹草动，就会降低对人民币资产的需求，导致离岸汇率贬值。当中国经济出现坏消息时，离岸人民币汇率的贬值幅度一般要高于在岸人民币汇率。离岸市场投资者对人民币汇率贬值预期与央行的判断并不完全一致。

汇改后，离岸市场对美元负敞口的平仓需求触发了离岸人民币汇率的第一波贬值。离岸市场人民币流动性的主要来源并非2万亿离岸人民币存款，而是通过银行间外汇

掉期交易获得。外汇掉期市场日均交易量可超过 200 亿美元，基本可以满足离岸市场人民币流动性需求。这种外汇掉期交易主要是用美元对人民币进行掉期操作，相当于以美元为抵押获取人民币的融资方式，投资者先以较低融资成本借入美元，然后通过掉期交易获得人民币。在人民币有升值预期时，掉期价格会下降。有贬值预期时，掉期价格会随之上升。

在汇改之前，投资者普遍预期人民币汇率会维持稳定，一个月的美元对人民币掉期价格保持在 150 个基点左右的低位。汇改当天，一个月的掉期价格跳升至 220 个基点，随后一路飙升，直至 8 月 26 日达到 600 个基点的历史高点。这反映投资者市场参与者前期为了获得人民币流动性，积累了大量的美元负债，导致汇改后美元买盘需求强烈，从而引发了人民币贬值。汇率的动荡让某些机构开始看空人民币，通过借入离岸人民币来做空，人民币贬值预期继续上升，让其他投资者平美元头寸的压力更大，导致人民币掉期价格一路飙升。

套利盘进一步恶化了人民币贬值预期，触发了第二波贬值。当离岸人民币和在岸人民币的汇差从 86 激增至 500 个基点以上时，境内外套利盘闻风而动。在合法途径下，大多数跨境企业都会在内地购汇，香港结汇，或者在内地远期售汇。在灰色途径下，则会利用香港设立的贸易账户或者人民币 NRA 账户进行虚假贸易。这些套利交易恶化了人民币的贬值预期。然而，由于央行不再使用中间价干预，每天的 CNY 汇率基本是连续的，套利盘不再局限于日度套利，套利成本大幅下降，对第二天的贬值预期也越来越强烈。

为了应对离岸市场人民币汇率的波动，中国人民银行采取了应对举措。第一，直接对在岸和离岸市场进行数量型干预，降低汇差水平，压缩套利空间；第二，加强对远期合约的管理，征收远期售汇 20% 准备金，增加套利成本和难度。第三，加强资本流动管理，对贸易真实程度和人民币 NRA 账户进行严格审查，减少套利渠道。第四，宣布中间价定价机制着重参考一篮子货币指数。第五，向境外人民币业务参加行存放境内代理行人民币存款收取存款准备金。这几项措施在一定程度上打击了跨境套利的投资者，但是却无法完全消除贬值预期。

“CFETS 汇率指数”能否成为新的货币锚？

如果央行不希望承担“汇率超调”的损失，中间价的定价规则就需要做新的调整。1 月 11 日，央行马骏发文明确表示央行将形成以稳定一篮子汇率为主要目标、同时适当限制单日人民币对美元汇率波动的汇率调节机制。应该说，建立一个比

较透明的、有市场公信力的一篮子汇率机制，的确有助于稳定市场预期，减轻人民币贬值压力。

市场形成的汇率并不一定就是汇率的合理水平，央行的引导需要遵守规则。从当前资本外流的主体和速度来看，市场对于人民币汇率看空情绪有些失控。这主要缘于市场不相信货币当局采取既定行动方针的承诺，贬值预期和资本流出形成恶性循环。**货币当局有必要实施承诺可信，并且可操作的汇率制度，使市场主体确信货币当局宁愿牺牲其他经济变量来换取货币政策的信誉。此时，货币当局才能轻松达到短期的汇率目标。**

根据最近的表态，央行希望把参考篮子汇率作为中间价主要定价规则。参考篮子汇率的优势是引导投资者从主要关注美元汇率，转变到参考一篮子货币。双边汇率的概念被弱化，汇率规则的概念则被强化。如果央行始终以稳定一篮子汇率为主要目标，并且容忍利率、通胀等其他变量随之变化。此时，市场参与者会相信新的汇率政策，市场预期也会随之稳定。然而，现在实施的参考一篮子货币汇率政策还只是一个雏形，有很多问题尚没有解决。

第一，如何确定汇率指数的波动区间。假如央行是以 CFETS 汇率指数作为篮子汇率，那么肯定需要提供一个指数的波动区间。因为央行已经公布 CFETS 汇率指数权重，如果让汇率指数盯住一个常数（例如，100），那投资者可以轻易根据权重计算出双边汇率未来走势，形成套利空间。可以预计，在未来一段时间，要么央行主动提供一个波动区间，要么投资者反复试探央行汇率指数波幅底线。

第二，如何保证货币政策的独立性。尽管央行宣称下一步即将实施爬行的盯住一篮子货币汇率制度，但是这并不能保证央行有独立的货币政策。新加坡实施的也是爬行的盯住一篮子货币汇率制度（从 2000 年至今，新加坡的实际有效汇率升值了 24%），但是，新加坡并没有独立的货币政策，短期利率都是跟随美联储利率变化。正如前文所述，央行越严格遵守篮子汇率规则，越容易稳定市场预期。但是，此时也失去了主动调整汇率的权利，削弱了货币政策独立性。然而，如果央行频繁自主调整中间价，市场完全有可能认为篮子货币中双边汇率的波动不足以反映汇率预期。在这种情况下，境内外投资者很可能重新发起对人民币的短期投机冲击。因此，央行如何在相机抉择和规则中取得平衡，是保证货币政策独立性的关键。

继续推进汇率形成机制改革的政策建议

8.11 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。但是，我们现在又恢复了过去的汇率维稳政策。8月11日只是新形势下汇改的一次试水。未来还需要为汇改的再次起步，做好准备。根据前文的分析，我们提出以下三点建议。

第一，在当前的国内外经济形势下，货币当局应该继续参考一篮子汇率，退出常规性外汇市场干预。现在虽然已经确定稳定一篮子汇率是央行制定中间价的主要原则，但是，究竟是窄幅稳定还是宽幅稳定仍然有待进一步说明。如果是窄幅稳定，央行可以很快获得市场信任，代价是牺牲一部分货币政策独立性。如果是宽幅稳定，则需要和市场做进一步的试探和沟通。从短期稳定金融市场的角度出发，窄幅波动是相对保守但是风险较低的选择，配合资本管制，央行也能够保持一定的货币政策独立性。从中长期的视角出发，还是需要实施宽幅波动，逐渐过渡到清洁浮动汇率制度。

第二，同时实施资本管制措施，避免跨境资本流动造成汇率过度波动。从此次汇改也可以发现，尽管人民币并没有持续贬值的基础，但是由于跨境资本流动波动越来越剧烈，人民币汇率出现超调的概率也越来越高。而且，由于离岸市场外汇交易更活跃，在遇到重大事件冲击时，离岸市场的力量反而比在岸市场更强。建议央行加强对跨境资本流动的管制措施，降低短期资本流动对汇率的冲击，增强货币政策独立性，为汇率形成机制改革提供缓冲垫。

第三，做好详细的危机预案，和市场保持畅通的沟通渠道，引导市场预期。央行过去推出汇改措施时，事前都会让市场形成较长时间的预期，例如将汇率日波幅从0.05%逐步扩大至2%的过程。而此次汇改完全出乎市场意料之外，这也是引发超出央行预期波动幅度的原因。建议央行在推出新的汇改措施之前，形成完备的预案措施，并充分咨询市场各界的意见，做好政策铺垫。

（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。