

我就要走在老路上

在最近流行的影片《老炮儿》的结尾，影片基调由之前的阴霾紧张变为明媚活泼，耳畔响起了崔健的花房姑娘：“我就要回到老地方，我就要走在老路上”。这两句歌词让人感慨良多，恰好也可以用来形容 811 汇改以来人民币汇率形成机制的嬗变。

本轮人民币兑美元贬值预期，始于 2014 年第 2 季度。从那时起到 2015 年 811 汇改之前，央行主要是通过人为抬高每日人民币兑美元汇率中间价，来抑制人民币兑美元汇率的贬值。这样做的好处是不用通过公开市场上的卖美元买人民币来稳定汇率，从而不会导致外汇储备的大量损失。

为了尽快让人民币加入 SDR，央行在 2015 年 8 月 11 日启动了新一轮汇改。这一轮汇改的关键，用官方的语言来讲，是让每日人民币兑美元汇率的中间价，在更多程度上参考前一日收盘价。事实表明，从 811 汇改起至 2015 年年底，央行基本上放弃了对中间价的干预，中间价与前一日收盘价之间的差距几乎可以忽略不计。

然而，在人民币贬值预期持续存在的前提下，央行一旦放弃对中间价的干预，人

人民币兑美元的汇率就会面临很大的贬值压力。811 汇改三天之内，人民币兑美元汇率贬值幅度就超过 3%。之后在国内外多重压力下，央行被迫出手稳定汇率。

由于承诺不再干预中间价，因此新一轮央行干预的手段，就变为在公开市场上卖美元买人民币。作为人民币国际化的结果，目前已经形成离岸与在岸两个人民币市场。为了不让两个市场之间的汇差拉得太大，央行不得不在两个市场上同时进行上述干预。

由此产生的代价，便是央行外汇储备的加速流失。2016 年 1 月底央行的外汇储备规模为 3.23 万亿美元，与最高峰时相比已经缩水近 8000 亿美元。即使考虑到美元兑欧元、日元升值造成的估值损失，央行用于公开市场操作而出售的美元也超过 5000 亿美元。尤其是在 2015 年 12 月与 2016 年 1 月这两个月，外汇储备月均下降超过 1000 亿美元。按照这样的速度持续下去，到 2016 年底，中国外汇储备规模很可能低于 2.5 万亿美元。

为了控制外汇储备的流失，最终央行不得不回到中间价干预的老路上来。当然，与过去的中间价管理不同，央行声称，新的中间价管理将同时参考前一日收盘价与有效汇率变动，这反映了央行试图既想抑制贬值压力，又想反映市场供求的折衷思路。

但是，同时参考两个目标，却并不宣布这两个目标的权重，这事实上重新赋予了央行相机抉择的权力。换言之，对市场而言，人民币汇率中间价形成机制的不确定性再度增强，要预测未来的中间价变动将变得更加困难。

中间价形成机制回到老路上的结果，是央行将会继续致力于汇率维稳，而不是让汇率顺应市场供求，释放贬值压力。由此造成的后果，一是贬值预期持续存在，短期资本外流不会停止；二是外汇储备虽然流失速度放缓，但很可能继续下降；三是为了汇率维稳，央行可能在降息降准等国内货币政策操作上畏首畏尾；四是高估的人民币有效汇率将继续影响出口竞争力。

（笔者为中国社科院世经政所研究员）

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。