

肖立晟

xiaols@cass.org.cn

张 明

zhangming@cass.org.cn

## 克服浮动恐惧 增强汇率弹性

### ——811 汇改一周年回顾与展望\*

#### 摘要：

未来一段时间国内外的宏观经济形势均不容乐观。国际宏观经济形势的特征是停滞、分化、动荡与冲突。国内宏观经济形势的特征是潜在增速下降、负向产出缺口与金融风险显性化。811 汇改的实质是中国央行主动放弃了对汇率中间价的管理。由于当时市场上存在人民币贬值压力，此举导致人民币贬值预期加剧，人民币汇率一度丧失了稳定锚。此后中国央行推出了“收盘价+篮子汇率”的中间价报价机制，这稳定了市场汇率预期。

然而，由于缺乏中间汇率、资本管制与价格管制，外汇市场依然难以出清，这导致篮子汇率易贬难升。更重要的是，篮子汇率决定的汇率水平与市场出清的汇率水平之间经常存在冲突。这意味着，“收盘价+篮子汇率”不是一个适合长期实施的汇率机制，而只是过渡时期的权宜之计。

从短期来看，随着美元指数重新走强以及中国金融风险的显性化，人民币兑美元汇率仍有贬值压力。从中长期来看，考虑到中国出口占全球市场份额的上升、中国出

\*肖立晟，中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究室副主任、副研究员，电子邮箱：xiaols@cass.org.cn。张明，中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任、研究员，电子邮箱：zhangming@cass.org.cn。

口结构的优化以及结构性改革的推进，人民币兑美元汇率有望重新升值。目前中国央行“中间价管理+有序贬值+资本管制”的组合拳收到了一定效果，但依然没有从根本上消除贬值预期。

对中国这样的大国经济而言，自由浮动是长期来看最适宜的汇率形成机制。在过渡阶段，应考虑实现人民币有效汇率的宽幅波动。在当前形势下，中国央行应进一步克服浮动恐惧、增强汇率弹性，唯有这样才能稳定汇率预期与资本外流，以及增强货币政策独立性。

## 一、引言

当前距离 2015 年 8 月 11 日的人民币汇改已经有一年左右的时间。应该说，811 汇改由于改变了市场对于央行管理人民币汇率的方式与风格的预期，从而深刻地影响了汇率预期、资本流动与货币政策。此外，811 汇改初期也的确加剧了全球金融市场震荡，这凸显了中国作为全球最大新兴市场经济体的溢出效应。自 811 汇改之后，中国央行可谓动作频频，在推出了 CFETS 货币篮之后，又引入了“收盘价+篮子汇率”的中间价报价机制。2015 年 8 月 5 日至 2016 年 8 月 5 日，人民币兑美元收盘价由 6.1186 下降至 6.6406，贬值了 8.5%。2016 年 6 月与 2015 年 7 月相比，人民币名义有效汇率与实际有效汇率分别贬值了 6.2% 与 6.0%。<sup>1</sup> 在没有引发市场持续震荡的前提下，人民币汇率实现了渐进有序的贬值。然而，尽管 811 汇改已经过去一年，目前市场上依然存在显著的人民币兑美元贬值预期。作为央行干预市场的结果，中国外汇储备存量与最高峰相比已经缩水了 8000 亿美元左右。此外，由于担心加剧贬值压力，中国央行在降息与降准的问题上畏首畏尾，这意味着汇率维稳已经影响到货币政策独立性。

在 811 汇改一周年之际，回顾 811 汇改以来的政策变化与市场反应，展望未来的汇率变动与汇率形成机制改革方向，具有重要的现实意义。事实上，中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融中心的宏观团队，在过去一年内针对人民币汇率问题开展了持续的研究（例如余永定等（2016）、李远芳与张斌（2016）、张明（2016）等）。本文试图在这些研究的基础上，进一步开展研究。

本文的结构安排如下：第二部分概览并梳理当前国际国内的宏观经济形势，这是

---

<sup>1</sup> 数据来源：笔者根据 CEIC 数据库中的相关数据计算得到。

未来人民币汇率变化与汇率形成机制改革的外部环境；第三部分分析并评论 811 汇改以来人民币汇率形成机制的变化，重点评论了当前“收盘价+篮子汇率”机制存在的缺陷；第四部分对短期与中长期人民币汇率走势进行了判断，认为人民币在短期仍有贬值压力，但在中长期可能重新升值；第五部分对下一阶段人民币汇率形成机制的改革方向进行了展望，建议进一步克服浮动恐惧，增强汇率弹性；第六部分为结论。

## 二、当前国际国内的宏观经济形势

### 1、国际宏观经济形势及其对中国经济的影响

当前国际宏观经济形势的主要特征，可以用停滞、分化、动荡与冲突四个关键词来概括。

所谓停滞，是指尽管距离全球金融危机爆发已经有七、八年时间了，但全球经济依然增长乏力。在本轮全球金融危机爆发的前 5 年（2003 至 2007 年），全球经济年均增速为 5.1%，而在 2011 年至 2015 年期间，全球经济年均增速仅为 3.5%。2015 年全球经济增速仅为 3.1%，而根据世界银行的最新预测，2016 年全球经济增速可能继续回落至 2.4%。“长期性停滞”（Persistent Stagnation）的风险正在凸显。所谓长期性停滞，是指全球储蓄远超过全球投资，只有实际利率降到显著为负的水平，才能重新实现全球储蓄与投资的平衡。然而，一方面全球范围内通货膨胀水平很低，另一方面名义利率下调面临零利率下限，因此全球实际利率降不下来，这就使得全球投资持续低于充分就业投资水平，最终导致全球经济增速可能长期低迷。

所谓分化，是指目前无论在发达国家内部还是新兴市场国家内部，都存在着经济增长苦乐不均的现象。在发达国家内部，目前美国经济的复苏态势较好，而欧元区与日本的复苏势头较弱。在新兴市场内部，目前“一中两印”（中国、印度、印尼）的增长态势较好，而巴西、俄罗斯、南非等资源出口国的增长态势较差。经济增长的分化，将会导致货币政策去向的分化，进而导致汇率预期与资本流动的分化。目前美国央行正在收紧货币政策，欧洲央行、日本央行与中国央行正在放松货币政策，这种货币政策的分化已经深刻影响了汇率变动与资本流动。

所谓动荡，是指全球宏观经济与金融市场正持续受到某些因素的扰动。当前全球范围内至少有三个扰动因素：第一是美联储加息的不确定性。与美联储加息的时机与

节奏相关的不确定性，将在未来相当长时间内对全球金融市场产生冲击。尤其是如果美联储未来如果加息曲线较为陡峭，这可能造成新兴市场国家面临持续资本外流、新兴市场国家货币贬值、全球大宗商品价格继续下跌、个别国家爆发金融危机等问题；第二是英国脱欧的后续影响。近期，英国脱欧已经导致投资者重新审视欧盟银行业的风险。不仅意大利银行业风雨飘摇，部分银行已经处于破产边缘，而且德意志银行、瑞信银行也遭遇了越来越多的质疑与越来越大的抛售压力；第三是全球地缘政治冲突此起彼伏。韩国部署萨德导弹防御体系、中国南海的潜在冲突、土耳其与亚美尼亚的政变、沙特与伊朗之间的冲突加剧等，这些地缘政治冲突未来可能对全球宏观经济与金融市场产生意外冲击。

所谓冲突，在短期内是指汇率战与贸易战正在愈演愈烈，在中长期内是指中美之间的重塑全球或区域贸易投资规则方面的博弈。在全球经济增长低迷、全球贸易增速低于全球经济增速的前提下，出口国大多都在压低本币汇率以提振出口竞争力，进口国大多都在出台贸易保护主义措施来捍卫本国市场，这意味着全球范围内汇率战与贸易战正在轮番上演。此外，在 WTO 等全球贸易投资规则之外，目前有关国家正在积极构建区域化的贸易投资体系，而这些体系可能形成新的竞争，从而使得全球贸易与投资自由化遭遇挑战。例如，美国目前正在积极构建以 TPP、TTIP、TISA 为代表的新一轮贸易投资规则，而中国也在以积极推动 RCEP 以及一带一路倡议来加以应对。这种区域性贸易投资协议竞争加剧的格局，使得未来国际贸易或投资冲突爆发的可能性明显上升。

国际宏观经济形势的上述特征，使得当前中国经济面临的外部挑战显著大于外部机遇，我们认为，按照重要性由高至低排序，当前中国经济面临的主要外部冲击如下：

首先，当前中国经济正在面临持续的短期资本外流，而未来如果资本账户加快开放，资本外流的规模可能显著放大，进而对中国的经济增长与金融安全造成冲击。而短期资本的持续外流又会对中国经济造成如下影响：第一，相应造成的资本账户逆差可能超过经常账户顺差，从而导致中国外汇储备规模的下降。这一方面将使得央行改变过去依赖外汇占款来发放基础货币的方式，另一方面可能使得人民币在外汇市场上面临下行压力；第二，短期资本外流可能与人民币贬值预期相互作用相互加强，以至于形成“贬值—资本外流—贬值加剧—资本外流加剧”的恶性循环；第三，持续的资本外流可能造成国内流动性水平下降，从而使得央行不得不通过降准等方式来补充流

动性。

其次，人民币汇率形成机制改革不到位，导致市场上形成持续的贬值预期，这不仅可能造成宝贵的外汇储备资源的不断流失，而且可能造成更大规模的、持续的短期资本外流。而如果市场上的贬值预期没有消失，而且市场意识到央行的逆市干预很难持续，那么短期资本外流的局面就不会得到根本性的改变。

再次，全球经济增长低迷，长期性停滞的风险凸显，意味着中国经济面临的外需不容乐观，未来出口的表现可能持续低迷。2015年全年，中国出口同比增速有10个月出现负增长，这是除2009年次贷危机爆发后之外前所未见的。而导致出口增速低迷的原因，最重要的就是全球经济增长缓慢。此外，过去两年人民币跟随美元兑全球其他货币的过快升值，也是影响出口增长的重要原因。

第四，全球大宗商品价格持续下行，加剧了中国经济面临的通货紧缩压力，也加大了“债务—通缩”恶性循环的威胁。截至2016年6月，中国已经连续52个月面临PPI同比增速负增长的局面。PPI负增长显著增加了中国企业的实际融资成本。考虑到中国企业负债占GDP比率已经达到130%以上，且在内外需萎缩的背景下必将进入去杠杆化阶段，那么PPI持续负增长就可能引发“债务—通缩”恶性循环，甚至可能导致银行业系统性风险的爆发。

最后，国际范围内爆发贸易与投资冲突的概率正在上升，可能影响到中国跨境贸易与投资增长。从国际经验来看，全球经济增长越低迷，国际范围内爆发贸易战、货币战与投资冲突的概率就会上升。而作为全球的贸易投资大国，中国的跨境贸易与投资可能因此而受到负面冲击。

## 2、国内宏观经济形势

当前中国国内宏观经济形势的主要特征，可以用潜在增速下降、负向产出缺口与金融风险显性化三个方面来概括。

所谓潜在增速下降，是指随着人口老龄化的加速（人口红利的终结）、资本边际产出的下降以及技术进步的放缓，中国经济的潜在增速，已经由改革开放前30年的9%-10%左右，下降至目前的7%左右。提高潜在增速的关键在于结构性改革，但无论是国企改革、土地改革、要素价格改革，还是简政放权与开放服务业等结构性改革，都面临着既得利益集团的掣肘，从而变得知易行难。事实上，十八届三中全会已经过去两年多时间了，但国企、土地等改革进展缓慢，只有金融改革正在快速展开。这种实

体改革滞后于虚拟改革的错配，又可能导致新的风险。

所谓负向产出缺口，是指尽管目前中国经济的潜在增速正在下降，但中国经济的实际增速下降更快，以至于当前中国经济的实际增速低于潜在增速，从而出现了负面的产出缺口。当然，要判断当前中国经济的潜在增速本身，面临很多困难与争议。但从价格方面来看，当前中国经济存在负向产出缺口的概率很高：首先，中国的 GDP 缩减指数（同比）在过去六个季度（2015 年第一季度至 2016 年第二季度）中有三个季度为负；其次，中国的 PPI 同比增速已经连续 52 个月持续负增长（截至 2016 年 6 月）；再次，尽管目前中国的 CPI 同比增速为正，但 2016 年 6 月的 CPI 与核心 CPI 同比增速都低于 2%。要消除负向产出缺口，需要中国政府进一步放松宏观经济政策。在财政政策方面，需要进一步的减税与增加支出。在货币政策方面，则需要进一步的降准与降息。<sup>2</sup> 然而，在美联储加息的背景下，中国央行进一步放松货币政策的行爲，可能加剧人民币兑美元汇率的贬值压力。

所谓金融风险显性化，是随着利率市场化打破金融抑制的环境，过去很多潜在水下的隐性金融风险正在快速浮出水面。近年来，“刚性兑付”的格局正在逐渐被打破，各种违约事件正在接踵而来。例如，违约事件正在由最初的 P2P 理财（汇亚与易租宝）传递至银行理财与信托产品，再传递至 2016 年上半年的企业债市场。在 2015 年年底，中国政府取消了金融机构一年期存款利率上限，这意味着狭义的利率市场化基本上实现。存款利率上限的取消未来将会导致金融机构的存款竞争行为，从而导致利差收窄，这会使得银行面临更大的盈利压力。而随着违约现象由银行表外传递至表内，未来商业银行的资产质量将会显著恶化。此外，近年来的地方债置换试验，也在以牺牲银行资产质量的方式来保全地方政府利益，这会导致银行资产质量的加剧恶化。综上所述，未来几年，中国商业银行体系的不良资产率将会显著上行、盈利能力将会显著恶化，这会降低国内居民与企业对金融体系的信心，进而引发更大规模的资本外流、加剧人民币汇率贬值压力。

---

<sup>2</sup> 考虑到目前一年期存款基准利率（1.5%）已经低于 CPI 同比增速（2016 年 6 月为 1.9%），进一步降息的空间已经不大。但考虑到目前中国大型存款类金融机构的法定存款准备金率还高达 17%，且中国正在面临持续的资本外流，进一步降准的空间与必要性都很大。

### 三、811 汇改以来人民币汇率形成机制的变化

“8.11”汇改以前的人民币汇率变化很有规律，每年大概保持 2% 的升值或者贬值幅度。“8.11”汇改颠覆了这种简单的适应性预期框架。人民币汇率形成机制从爬行盯住美元一次性过渡到浮动汇率制度。人民币汇率暂时缺乏锚定方向，贬值预期飙升。

在人民币汇率连续两个工作日触及浮动区间下限后，8 月 13 日央行开始入市干预，动用大量外汇储备维持汇率稳定，中止了一次性过渡到浮动汇率的实验。2015 年 12 月 11 日，中国人民银行在中间价中进一步引入了“篮子货币”，并在 2016 年 5 月 8 日正式公布“收盘价+篮子货币”为基础的人民币汇率形成机制。

与“8.11”之前的中间价定价机制相比，“收盘价+篮子货币”相对透明，扮演了一个短期锚的作用，成功稳定了市场预期，缓解了资本外流压力。然而，在当前的汇率形成机制下，人民币汇率依然缺乏弹性，而且收盘价和篮子货币的组合并非长久之计，未来需要继续推动人民币汇率形成机制改革。本部分回顾“8.11”汇改至今境内外汇市场的动态变化，“收盘价+篮子货币”稳定汇率预期的作用，及其存在的缺陷。

#### 1、8.11 汇改后贬值预期飙升，汇率缺乏锚定方向

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，提高了资本管制的强度，并且对远期结售汇实施了宏观审慎管理政策。然而在很长的一段时间，人民币汇率贬值预期并没有得到有效控制。

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。“8.11”汇改后，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。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，人民币汇率缺乏锚定方向，贬值预期和资本流出形成恶性循环。

理论上，在浮动汇率下，宏观经济基本面即是一国的货币锚。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。汇改后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。

总体而言，“8.11”汇改没有达到目标的主要原因是当时国内外形势比较复杂，毫无征兆的汇改让市场措手不及，引发强烈的贬值预期。具体而言，包括以下原因：

第一、境内部分企业外债较高，美元平仓需求引发境内 CNY 汇率贬值。根据外管局公布的数据，截至 2015 年第三季度，我国外债余额是 1.52 万亿美元，其中，短期外债约占外债余额的 67%，人民币约占外债余额的 47%。短期外币外债约为 5300 亿美元。由于人民币汇率长期保持稳定，大多数国内企业并没有对冲外债风险。而且，在 2015 年上半年汇率相对稳定环境下，很多境内外贸公司大量增持港币债务。人民币汇改增加了外贸企业的汇率风险，对人民币汇率形成下行压力。

第二、离岸市场出现的美元平仓和投机行为，导致境外 CNH 汇率贬值速度较 CNY 更快。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。

在汇改之前，投资者普遍预期人民币汇率会维持稳定，投资者以较低融资成本借入美元，积累了大量的美元负债。由于缺乏监管，香港离岸市场的美元敞口比境内企业规模更大。汇改后，美元买盘需求强烈，引发了离岸人民币快速贬值。离岸市场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，让其他投资者美元平仓的压力更大，导致人民币贬值预期一路飙升。

第三、美元处于强势周期，国际炒家投机人民币贬值氛围浓厚。美国经济率先从全球衰退的泥潭中走出来，通胀率和失业率逐渐达到美联储加息的门槛值。2014 年 7 月，美元进入强势周期，美元指数从 80 开始逐步上升，在 2015 年 11 月达到 100。“8.11”汇改期间，恰好美元指数出现新一轮上涨，给境外投机者营造了投机人民币贬值的国际氛围。而且，由于美元指数中 57% 是新兴市场国家货币，人民币汇率的贬值预期带动其他新兴市场货币贬值反而助推美元指数进一步上涨。

第四、在人民币国际化背景下，资本管制力度较弱，短期资本加速外流。在人民币国际化背景下，我国外贸企业可以对照在岸和离岸人民币外汇市场价格，选择收益更高的价格进行结售汇。这实际上相当于给资本自由流动开了个口子。从公布的外贸和结售汇数据来看，企业普遍在境外结汇，然后将人民币汇回境内。而境外银行则利用人民币资本项下的流出途径，将人民币运出境外，给做空人民币投机商提供弹药。随着人民币贬值预期上升，短期资本流出规模接近每月 1000 亿美元。2015 年 11 月，当 PMI 等基本面数据逐步反弹时，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。

第五、刚刚经历股灾冲击，境外市场开始怀疑中国政府稳定金融市场的能力。2015 年 6-7 月中国金融市场的股灾大跌和救市无效，动摇了国内外市场对中国经济的信心。境外短期资本会对中国经济和中国市场的风险提高警惕，导致相当一部分资本流出中国。股灾及救市政策无效，也暴露出中国金融政策部门缺少应对重大金融冲击的能力，部分救市做法违背市场原则，打击了市场对中国管理金融体系能力的信心。随之而来的“8.11”汇改则让市场投资者成为惊弓之鸟，纷纷持币观望，担心资产遭受进一步损失。

第六、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 2015 年 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。

在上述背景下，“8.11”汇改导致人民币兑美元汇率出现超调。由于人民币即期汇率与中间价之间日波幅只有 2%，而且央行在第三天就入市干预维稳，所以投资者难以确定究竟会出现多大程度超调。市场一度猜测超调的幅度可能达到 20%-50%。

## 2、“收盘价+篮子货币”作为短期货币锚，稳定汇率预期

2016 年春节后，人民币汇率走势出现逆转，但真正的拐点在 1 月 11 日时已经出现。春节期间美元指数下跌，在岸市场开盘时，人民银行调高了人民币中间价。CNY 和 CNH 迅速向中间价收敛。

值得注意的是，春节期间（2月6日-14日）大陆在岸市场没有开盘，但是离岸市场比在岸市场早两天开盘（2月11日开盘）。开盘后，CNH从6.57升值到6.54。这反映境外投资者的报价开始向在岸市场中间价收敛（境外投资者预计央行的中间价会有大幅升值的调整）。否则全球市场恐慌时，CNH应该是出现贬值。

从现象解读来看，这反映央行中间价的调整基本是以CFETS篮子货币为基准。市场也开始认识到央行短期用篮子货币维稳的决心。篮子货币对市场预期有较强的引导作用。

人民币汇率贬值预期真正的拐点出现在2016年1月11日。2015年12月11日，央行发布了货币篮子及其货币权重，由于当时并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非常混乱，贬值预期依然甚嚣尘上。随后央行向市场做了一系列的解释沟通工作。

1月11日，央行马骏发文明确指出“中间价报价机制将会加大参考一篮子货币的力度，即保持一篮子汇率的基本稳定”，这使得市场情绪迅速稳定下来。1月26日，易纲副行长强调“我们增加了篮子的权重，要传达的信息是保持人民币汇率对一篮子货币的基本稳定。”2月13日，周小川行长明确指出“在可预见的未来...保持一篮子汇率的基本稳定，是人民币汇率形成机制的主基调。”

1月11日后，境内外投资者已经开始重新认识新的人民币汇率形成机制。在下图中，12月11日，央行公布CFETS指数对贬值预期的影响非常有限。但是，在1月11日，当央行明确表示要着重参考一篮子货币后，市场反应非常迅速，境内外汇差开始逐渐收窄。春节后，境内外汇差趋近于零。

建立一个比较透明、有市场公信力的汇率形成机制，的确有助于稳定市场预期。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。现实情况也表明，央行始终以稳定一篮子汇率为主要目标，并且容忍利率等其他变量随之变化。市场参与者逐渐相信新的汇率政策。人民币汇率贬值预期出现拐点。

### 3、“收盘价+货币篮子”定价机制存在的缺陷

与“8.11”之前的中间价定价机制相比，“收盘价+篮子货币”相对透明，扮演了一个短期锚的作用，暂时稳定了市场预期，缓解了资本外流压力。但是，也不能片面夸大甚至依赖“收盘价+篮子货币”机制的作用。回顾过去的改革进程，可以发现，央行在2015年12月11日就已经提出篮子货币，而直到2016年1月人民币汇率预期

才逐步恢复稳定。对比人民币与其他新兴市场货币走势会发现，2016年1月正是大多数新兴市场货币由弱走强的转折点。事实上，2016年1月美联储加息预期显著下降，外部环境好转，以及央行严厉的资本管制才是人民币汇率恢复稳定的重要基础。因此，在美联储可能重启加息的国际形势下，不应过度依赖收盘价和篮子货币的组合，未来应继续推动人民币汇率形成机制改革。

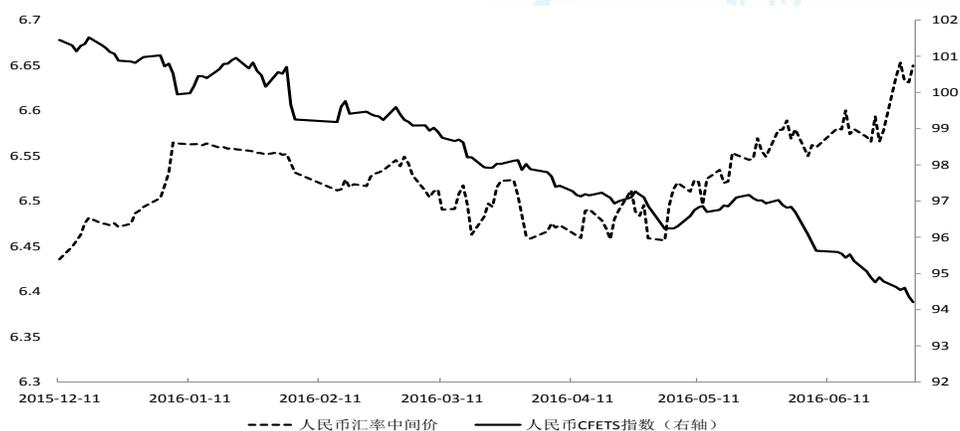
理论上，“收盘价+篮子货币”是两种汇率形成机制。一种是参考收盘价的浮动汇率，人民币汇率与资本流动的方向一致，有很强的顺周期性。另一种是参考篮子货币汇率制度，人民币汇率由其他货币相对价格决定，主要目标是稳定贸易余额。

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。比如说，浮动汇率下，人民币对美元汇率走势由经济基本面决定，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，汇率目标是稳定贸易增速。货币当局需要通过调整贸易权重来稳定贸易。

人民币对美元双边汇率与资本流动密切相关，篮子货币与稳定贸易余额相关。显然，汇率对资本流动的反应速度远远高于贸易余额，所以，篮子货币经常被收盘价牵引着往下走。

2015年12月11日至2016年6月30日，人民币CFETS指数贬值幅度达到7%，但人民币对美元双边汇率仅贬值3%。篮子货币反而比双边汇率波动性更大。目前，CFETS篮子货币指数已经跌破95，而且还看不到底部。回顾2016年上半年三波外部冲击，可以发现“收盘价+篮子货币”汇率形成机制中存在的一些问题。

图 1 人民币汇率中间价与人民币 CFETS 指数



数据来源：wind。

第一，在 3-4 月弱势美元阶段，篮子货币指数从 99 跌至 97。当时由于美联储再度加息预期，美元指数下探至 94，篮子货币要求人民币兑美元升值。然而，由于大多数持汇投机者不愿意在高位结汇，境内人民币对美元汇率并未明显升值。在此期间，由于日元和欧元对美元大幅升值，导致人民币对欧元和日元明显贬值，CFETS 跌至 97。面对弱势美元，人民币对美元收盘价升值幅度不足，会带动篮子货币贬值。

第二，在 5 月强势美元阶段，篮子货币指数跌破 97。当时美联储鹰派人物频繁发话，加息预期再度升温，人民币对美元的贬值压力开始释放，但是人民币对美元的贬值幅度低于欧元和日元(期间人民币贬值 1.8%，欧元贬值 2.7%，日元贬值 4.2%)，CFETS 跌破 97。面对强势美元，篮子货币作为缓冲器，降低了收盘价贬值幅度。篮子货币和人民币对美元汇率同时贬值，一起消化贬值压力。

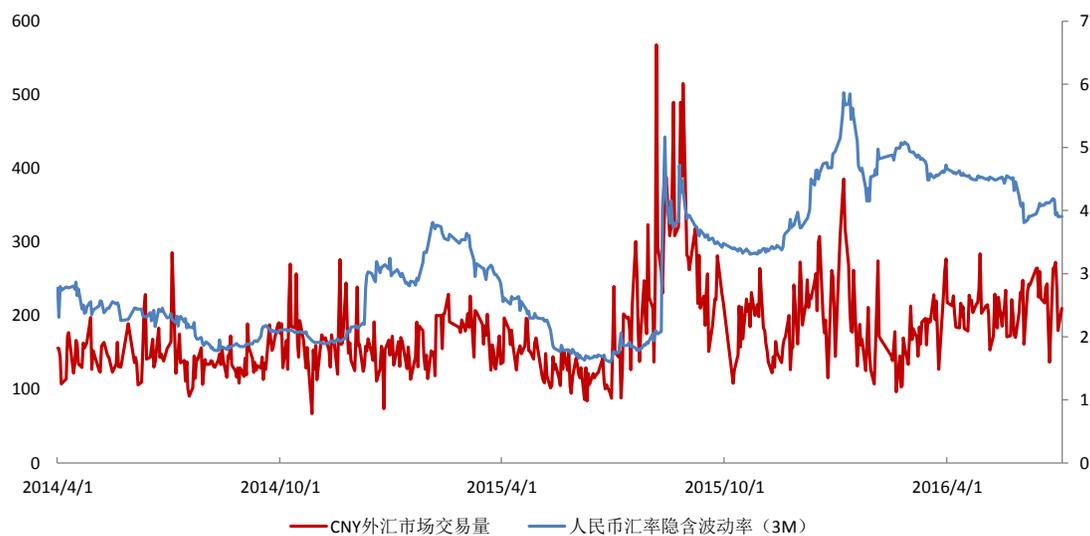
第三，英国脱欧，全球金融风险上升阶段，篮子货币指数跌破 95。英国脱欧事件引发英镑和欧元贬值，避险资金涌入美国和日本，美元和日元被动升值。短短八个交易日，美元指数上升 2.6%，日元升值了 3.7%，最终导致篮子货币跌破 95，人民币对美元的贬值幅度则达到 1.2%。英国脱欧冲击，实际上打破了美联储的加息预期，跨境资本回流至新兴市场，所以新兴市场货币有显著提升。然而，但由于英镑和欧元贬值(占篮子货币权重 25%)，人民币汇率反而出现了较大幅度贬值。

从上述三个阶段可以清楚的发现，无论美元是升是贬，篮子货币都在持续贬值。应该说，面对强势美元，篮子货币可以缓解人民币对美元贬值压力，但是面对其他冲击，人民币对美元和篮子货币反而会彼此增加贬值压力。

出现这种情况的主要原因是，“收盘价+篮子货币”并没有解决过去中间价定价机制中的核心矛盾——外汇市场出清问题。对比人民币汇率波动率与外汇市场交易量可以发现，近期市场供需之间存在较大缺口。人民币隐含波动率是反映货币风险溢价的重要指标，波动率上升代表投机人民币的风险增加。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，人民币对美元交易量应该随之增加。图 2 显示，2016 年 1 月份以来，人民币隐含波动率基本保持在 4.0-4.5 左右，人民币风险溢价较高，但在岸外汇市场人民币—美元交易量却从去年末接近 400 亿美元下降至 200 亿美元左右。个别工作日交易量跌至 100 亿美元的低点，基本回到了“8.11”汇改前水平。外汇市场相对低迷的交易量，反映当前市场量价并不匹配，市场美元供需

存在较大缺口，美元供给不足。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。

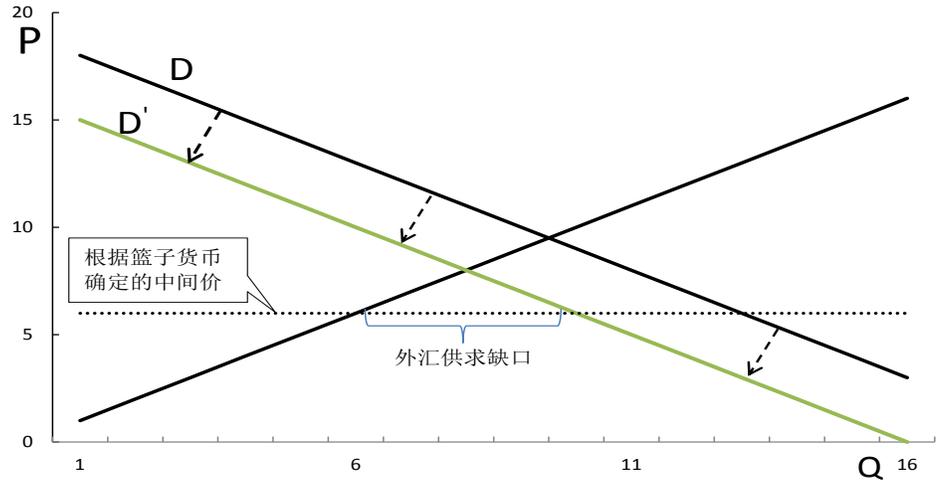
图 2 人民币汇率隐含波动率与交易量比较



数据来源：wind, Bloomberg。

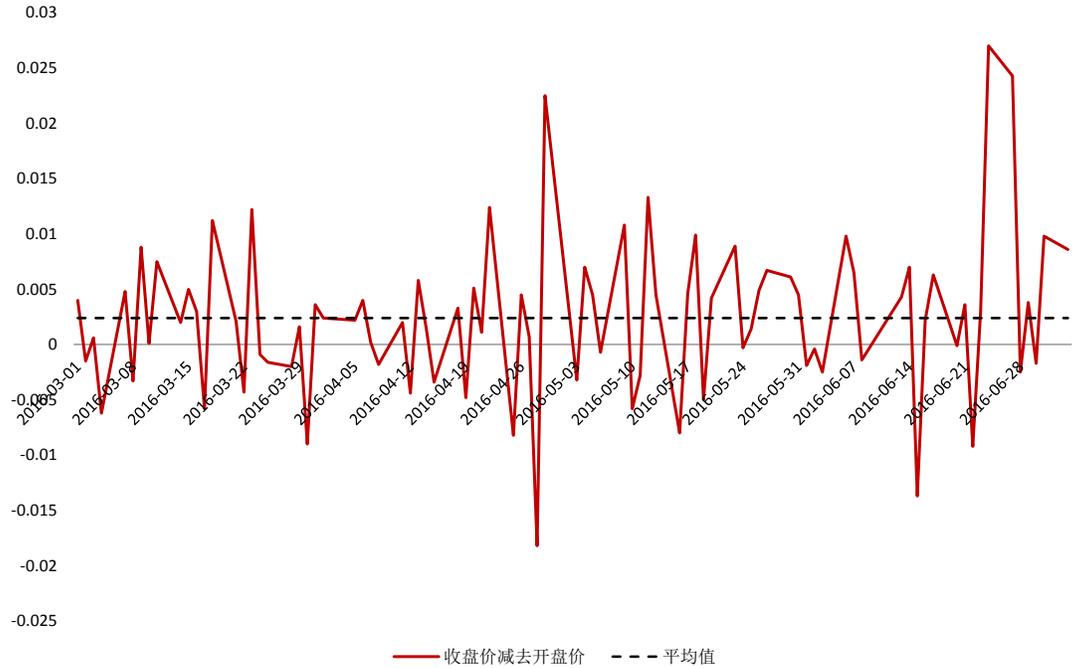
外汇市场无法出清的原因缘于资本管制和价格管理。如下图，当前的资本管制政策不允许一部分有购汇意愿的机构和投资者购买外汇，减少了外汇需求，外汇需求曲线从  $D$  下移到  $D'$ 。同时，央行运用篮子货币缓解了人民币汇率贬值幅度，将美元价格定在投资者心理价位之下，最终导致外汇市场美元处于供不应求的状态。

图 3 外汇市场的供给与需求



面对没有出清的外汇市场，篮子货币陷入易贬难升的困境。从每日市场交易的收盘价与开盘价的比较可以看出来，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。从今年 3 月至 6 月，每日收盘价比开盘价平均贬值 24 个基点。其中，3-4 月平均 14 个基点，5 月平均 31 个基点，英国退欧后平均达到 99 个基点。在没有出清的外汇市场下，人民币汇率与篮子货币指数相互作用螺旋贬值。

图 4 人民币汇率中间价与人民币 CFETS 指数



数据来源：wind。

在当前的汇率形成机制中，篮子货币的功能是作为调节器，缓解市场供需对外汇市场的冲击。然而，人民币汇率的短期决定因素，已经从贸易顺差转向资本流动。资本流动与经济周期密切相关，导致人民币汇率顺周期性越来越强。篮子货币价格，并不一定与我国经济周期走势吻合。所以，根据篮子货币决定的人民币价格，与市场出清的价格之间经常会相互冲突。

当前的人民币汇率形成机制虽然解决了短期锚定问题，但是在中长期却丢失了锚。市场已经陆续出现运用篮子货币做空人民币的衍生品工具。如果仍然抑制美元需求，那么篮子货币还会继续下降。人民币对美元双边汇率与篮子货币将会相互交织贬值。当前人民币汇率之所以相对稳定，最重要的原因还是缘于美元指数处于相对低迷的状态。人民币对美元仍然有一次性调整的可能性，汇改宜早不宜迟。一旦美联储进入加息轨道，人民币贬值预期会再度卷土重来。

#### 四、对人民币汇率未来走势的展望和预测

汇率既是经济基本面决定的商品相对价格，又是受资本流动影响的资产价格。理论上，购买力平价、巴拉萨-萨缪尔森效应等都可以解释汇率的中长期走势（张斌，2004；王泽填和姚洋，2008）。在中长期，人民币作为新兴市场国家的货币仍然有较大的升值潜力。另一方面，汇率的短期预测模型一直饱受诟病。迄今为止，理论上仍然难以解释为何汇率模型的预测能力不能明显胜过随机游走模型（Meese 和 Rogoff，1983）。考虑到当前人民币汇率并非完全浮动汇率，对美元的汇率波动性依然较低，短期存在较强贬值预期，对人民币短期预测的难度实际上相对其他货币较小。通过总结过去人民币汇率波动的基本特征，可以大致预测其短期走势的区间范围。

本部分从中国外汇市场微观结构和出口竞争力出发，探讨人民币短期和中长期的基本走势，以及未来人民币汇率与新兴市场货币之间的关系。

##### 1、对人民币汇率短期和中长期走势的基本判断

###### （1）中国的外汇市场的“**实需原则**”容易受到离岸市场冲击

外汇市场的微观结构及其交易规则是央行实施中间价策略最重要的基础。观察外汇市场微观结构，可以更清楚的判断中长期汇率走势和短期汇率波动。

中国外汇市场有两个重要特征：第一，中国外汇市场受实需原则限制，外汇交易必须具备相应的真实贸易业务背景。第二，交易主体有限。中国当前的外汇市场是一个封闭的、以银行间市场为中心，进行结售汇头寸平补的市场。市场主体主要是银行等金融机构。

在这种特殊的外汇市场结构下，人民币汇率的形成机制非常依赖贸易顺差，因为只有跟贸易相关的市场主体才能够进入外汇市场交易。而且，我国对资本项目一直保持宽进严出的管制，资本项目的市场供求并不能完全反映在外汇市场中。

在2005-2013年大多数年份中，中国经济贸易顺差较高，外汇市场一直供过于求，造成人民币汇率持续升值、外汇占款居高不下、外汇储备不断刷新纪录。

中国外汇市场的微观结构在规避金融风险的同时，也抑制了外汇市场的价格发现功能。由于缺乏风险偏好较高的投机者，外汇市场很容易出现单边市场格局。

另一方面，离岸人民币外汇市场没有“实需”限制，交易主体也更加多元化。离岸外汇市场的交易行为主要侧重对冲和投机，交易主体多为境外银行和对冲基金，遇

到外生冲击时的反应与在岸市场并不完全相同。如果是进出口的正常波动，在岸和离岸的反应基本一致。但是，如果遇到金融市场冲击，离岸市场的反应速度会远远高于在岸市场。

从外汇市场结构来看，在岸市场重视实需，容易形成单边价格，离岸市场重视金融风险，汇率波动性更大。在岸和离岸外汇市场结构的差异，引发了在岸市场人民币汇率的短期波动。

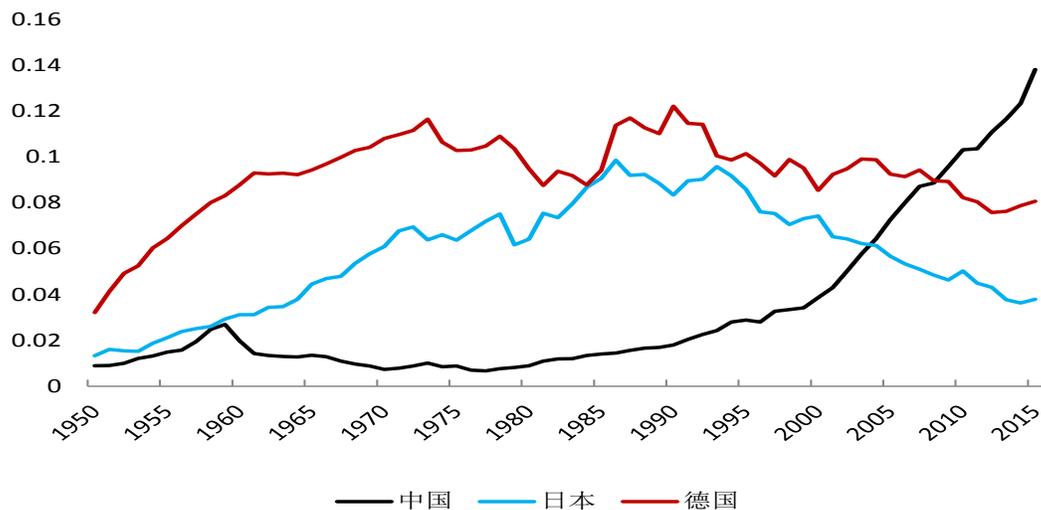
## **(2) 从国际经验和中国的贸易结构来看，人民币在中长期依然有升值基础**

贸易是影响汇率最重要的基本面。跨境贸易是居民储蓄的跨期优化的结果，可以决定一国汇率的长期变动趋势。从中国外贸出口的竞争力来看，人民币在中长期仍然有升值空间。

其一，中国外贸出口份额持续上升，出口竞争力不断提高。从 2000 年开始，中国外贸出口占全球贸易比重，以每年 1 个百分点的速度递增。2015 年底，中国外贸出口份额已经达到 13%，超过日本和德国市场份额之和。这一方面反映近期中国出口下降主要原因是海外需求放缓，而非人民币汇率高估。另一方面也反映国内出口企业的竞争力在不断提高。

在 70-90 年代，日本和德国出口市场份额不断上升时，日元和德国马克一直在持续升值。中国现在占据全球最大市场份额，没有理由通过贬值进一步抢占其他新兴市场国家份额。

图 5 各国出口的全球份额变动

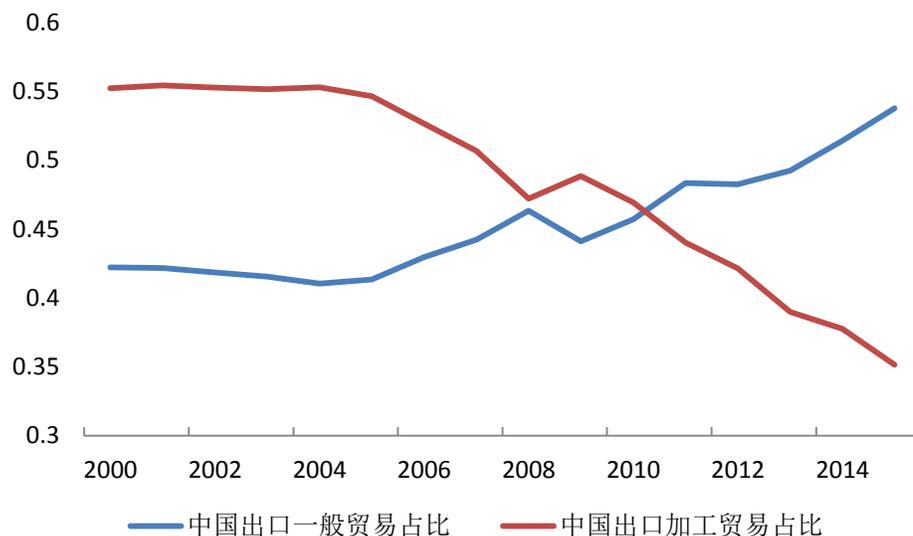


数据来源：Wind。

其二，高附加值贸易超过加工贸易比重，境内美元供给增加。从 2010 年开始，中国出口占全球比重增长速度，显著高于进口占全球比重增长速度。中国出口正在转向高附加值型。来料加工、进料加工等低端贸易，逐渐从中国转移至其他新兴市场国家。在 2010 年，中国出口贸易中一般贸易的比重首次超过了加工贸易。

随着贸易结构优化，企业出口创汇的能力也会逐渐上升。相同规模的出口量可以获取更多的外汇流入。进口增速下降一方面是缘于大宗商品价格的下降，但同时也反映中国出口的供给链条更多在国内完成，出口创汇能力增强。

图 6 中国的贸易结构



数据来源：Wind。

无论是从贸易份额的国际经验，还是贸易结构优化的角度来看，我国出口部门都有较强的竞争力，表明人民币在中长期仍然有一定的升值空间。

### (3) 汇率预期引发的资产配置需求是短期人民币汇率波动的主要原因

如何看待短期人民币汇率波动？一般而言，有趋势就应该有短期波动。遗憾的是，由于缺乏足够的交易主体，人民币汇率的波动一直较低。居民和投资者的资产配置需求无法进入外汇市场，并不能在境内人民币汇率价格上得到反映。

“8.11”汇改后，中国出现了一波短期资本流出。从 2015 年全年数据来看，金融账户逆差达到 4856 亿美元，错误与遗漏账户流出 1882 亿美元。此外，粗略估计约有 1000 亿美元的服务贸易可以归入资本流动范畴。资本流出共计达到 7738 亿美元。尽管我国贸易顺差接近 5700 亿美元，我国央行仍然消耗了 3500 亿美元外汇储备用于维持汇率稳定。

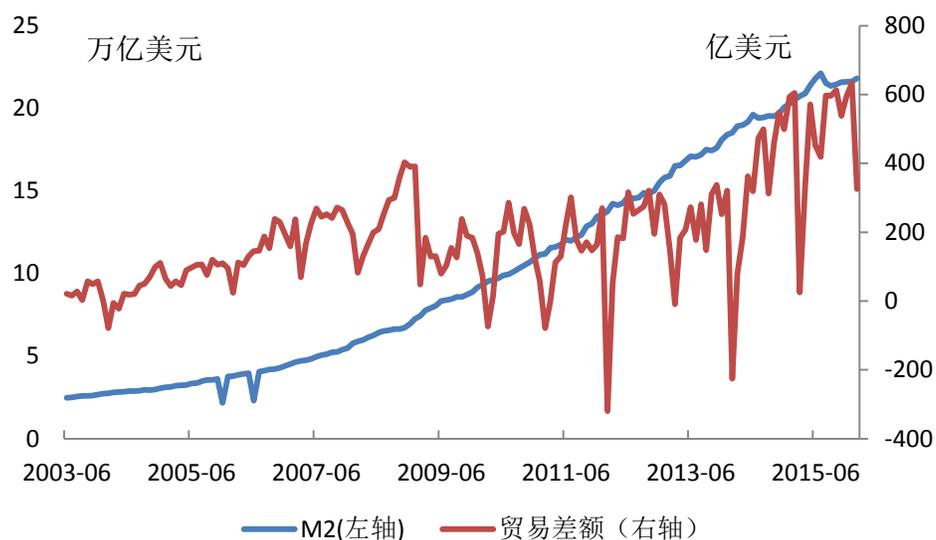
虽然资本流出的规模惊人，但是，由于我国外汇市场的特殊结构，普通的投资者很难进入，短期资本流动的体依然是贸易商和国有企业。BIS 的研究，以及我们过去一系列的研究报告都表明，进出口商持汇、国有企业偿还外债、个人购汇是近期资本流出的主要渠道。时至今日，企业的美元去杠杆过程已经基本完成，进口部分的美

元债务也偿还殆尽，对美元的刚性需求在上一轮贬值中基本消化完毕。

资产配置主要由利差和汇率预期决定。在美联储加息，境内金融资产风险上升的情况下，境内投资者对美元资产的需求会越来越旺盛。

图 7 显示的是贸易顺差和境内 M2 存量的变动。尽管我国每个季度有 1200 亿美元外贸顺差，但是同期 M2 增量达到 3000 亿美元，而且 M2 存量已经高达 21 万亿美元。如果这部分资产有非常迫切的海外资产配置需求，汇率就会存在超调风险。

图 7 中国贸易差额与 M2 存量的变动



数据来源：Wind。

对这个问题需要从两个方面来分析。

第一，在正常情况下，M2 对汇率没有传导渠道。M2 代表的是居民的存量财富，在正常情况下，这部分财富对汇率的影响非常小。因为根据外汇市场的“实需规则”，央行释放的流动性形成 M2 的过程中，只要通胀平稳，没有改变实际汇率，那么这部分流动性不会影响外汇市场。

第二，有一定贬值预期时，M2 对汇率存在较大压力。M2 同时也反映了境内金融市场的深度。由于中国货币市场的深度远远超过外汇市场，一旦汇率出现贬值预期，不仅贸易商和企业会降低结汇，有一部分资金也会伪装成“实需”进入外汇市场套利。

境内金融市场的流动性越多，对外汇市场的压力就越大。从去年三、四季度错误和遗漏账户的 1000 亿美元可窥一斑。

换言之，只要存在贬值预期，就会有资金从货币市场流向外汇市场，区别只是规模大小而已。当货币市场的深度不断增加，外汇市场发展却相对停滞时，短期资本流出和汇率超调的压力会越来越大。

如何管理预期是人民币汇率短期波动的关键。“收盘价+篮子货币”策略在一定程度上降低了人民币贬值预期，缓解了资本外流的压力。

“收盘价+篮子货币”策略让“实需”重新占据主导地位。央行最近公布了“收盘价+篮子货币”中间价定价方法。根据 1 月份以来的数据分析，中间价与收盘价关系密切程度远远高于篮子货币。这实际反映央行对中间价改革的态度，仍然是以收盘价为主，同时以“篮子货币”的名义，降低了汇率的波动性。

这种操作模式虽然和过去相比更加透明，但外汇市场仍然是以中间价作为指导价格，市场参与者唯央行马首是瞻，汇率依然缺乏连续性。这跟过去的人民币中间价机制没有本质的区别。

#### **(4) 人民币在短期会有波动，中长期有望重新升值**

从短期来看，如果美联储加息导致资产配置需求上升，引发人民币收盘价贬值，新兴市场货币贬值导致篮子货币走低。此时，人民币汇率可能会加速贬值。如果央行进一步干预，可能会引发贬值预期，恶化资本外流。

如果将视野拉长至 3-10 年，人民币对美元仍然有较大的升值空间。但是，要迎来健康而有深度的外汇市场，仍然需要释放市场主体的资产配置需求。

比人民币升值更重要的是健康而有深度的外汇市场。除了中间价定价规则之外，中国当前的外汇市场的“实需规则”和交易主体有限，是人民币汇率出现单边行情，波动率较低的重要原因。未来应该逐步放宽实需原则，增加风险偏好较高的市场主体；同时扩大汇率弹性，增加现有主体决策的异质性。

## **2、未来人民币汇率与新兴市场货币走势会越来越接近**

本质上，人民币仍然是新兴市场货币，而非避险货币。对于避险货币而言，在国际金融市场风险较高时，跨境资本从风险较高的货币资产转向流动性较高的货币资产。美元和日元是典型的避险货币。中国经济虽然总量较大，但是金融市场并不发达，外

汇市场和国债市场容量较小，无法容纳海外资本流回。至少在目前，人民币更像是新兴市场货币。

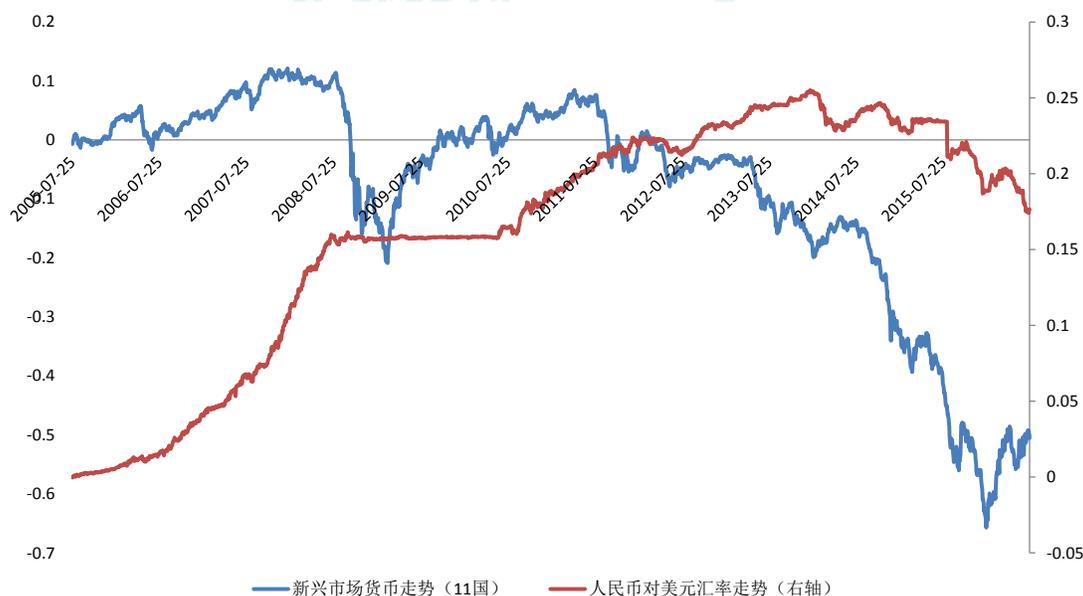
从历史经验来看，人民币与其他新兴市场货币走势存在较大的相关性。图 8 是 2005 年 7 月至今，人民币对美元汇率，以及 11 个新兴市场国家货币相对美元的走势（均以 2005 年 7 月 22 日为基期）。比较而言，有两个特征值得注意。

第一，2005 年至今，人民币汇率走势与其他新兴市场国家货币基本一致。

2005 年-2008 年，人民币与其他新兴市场货币均对美元升值。升值速度和幅度基本一致，三年升值了 10%-15%左右。2008-2010 年，人民币汇率重新盯住美元。2010 年 7 月-2011 年 7 月，人民币和新兴市场货币均对美元升值。

2013 年 7 月至 2014 年 7 月，二者走势出现较大偏离。新兴市场货币大幅贬值，人民币对美元反而升值。这也是人民币汇率贬值预期发酵期。

图 8 人民币汇率与新兴市场货币走势（2005-2016）



数据来源：Wind。

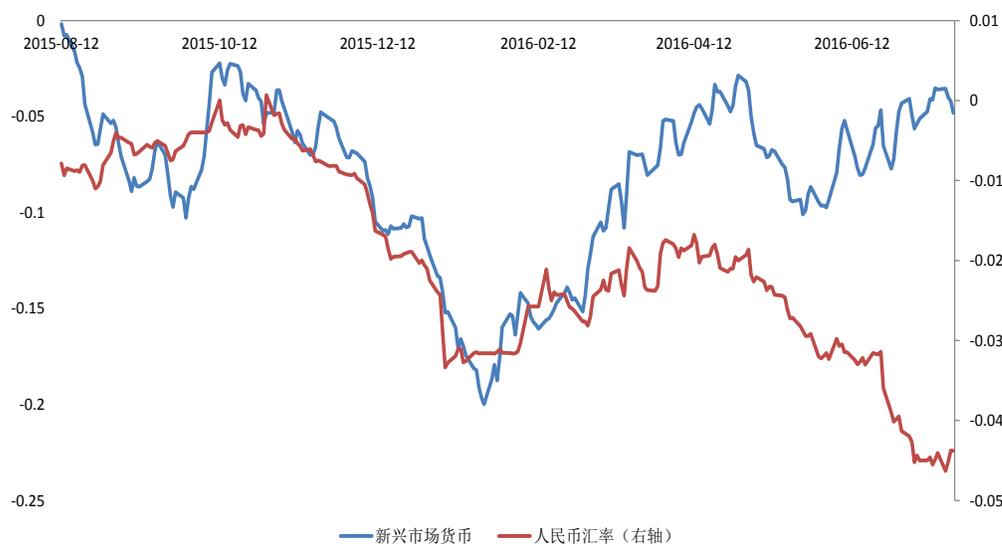
注：以 2005 年 7 月 22 日为基期，人民币对美元汇率走势是指人民币相对美元升值幅度，新兴市场货币贬值幅度是指 11 个主要新兴市场国家货币相对美元加权平均升值幅度。新兴市场货币包括马来西亚林吉特，韩元，印尼卢比，泰铢，菲律宾比索，印度卢比，俄罗斯卢布，土耳其里拉，南非兰特，墨西哥比索，巴西雷亚尔。

第二，2014年7月至今，人民币汇率比其他新兴市场货币更稳定。

2014年7月至今，人民币汇率比其他新兴市场货币更稳定。从2014年7月至今，美元指数升值17%，新兴市场货币贬值35%，人民币对美元仅贬值7%。这反映货币当局一直在控制人民币的贬值节奏。“8.11”汇改后，人民币贬值的相对速度略有提高，新兴市场货币每贬值10%，人民币汇率贬值约2.2%。

2016年1月，引入“收盘价+篮子货币”之后，人民币贬值压力仍然无法释放。在3-4月新兴市场货币相对美元升值时，人民币升值动力非常微弱。而在6月英国脱欧引发英镑贬值时，尽管当时中国的资本外流在迅速放缓，中国经济的基本面也不支持加速贬值，篮子货币仍然带动人民币汇率加速贬值。

图9 人民币汇率与新兴市场货币走势（“8.11”汇改之后）



资料来源：Wind。

注：以2015年8月12日为基期。

根据上述人民币与新兴市场货币的对比，可以得出三个基本规律。

1、美元指数走强时，与新兴市场货币相比，人民币汇率贬值较小。新兴市场货币相对美元贬值10%，人民币贬值2.2%。

2、美元指数走弱时，与新兴市场货币相比，人民币汇率升值更小。新兴市场货币相对美元升值 10%，人民币升值 0.8%。

3、从技术层面，日元和欧元走势的变化也会改变人民币汇率。此次英国脱欧后，实际上打破了美联储的加息预期，跨境资本回流至新兴市场，所以新兴市场货币有显著提升。尽管中国没有出现大规模资本外流，但由于英镑和欧元贬值（占篮子货币权重 25%），人民币汇率也出现了顺势贬值。

随着央行逐步增强人民币汇率弹性，人民币汇率将会进一步体现出新兴市场货币特征。未来需因势利导，尽可能释放人民币汇率的贬值压力，避免对境内金融市场形成负反馈压力。

## 五、下一阶段人民币汇率形成机制的改革方向

自 1994 年 1 月官方外汇市场与外汇调剂市场并轨以来，人民币汇率形成机制的改革方向是一脉相承的，也即以市场供求为主导的、有管理的浮动汇率制。无论是 2005 年 7 月 21 日、2010 年 6 月 18 日还是 2015 年 8 月 11 日的数次重启汇改，均坚持了这一方向。中国央行的努力固然值得赞赏，然而要保住汇改的成果，不让汇改再走回头路，那么在未来一段时期内，中国央行必须做到如下几件事情：一是要让人民币汇率充分反映经济的基本面，在更大程度上由市场供求决定，不要出现人民币汇率的持续高估或低估；二是要避免人民币汇率的大起大落，也即出现破坏性的超调，这是因为汇率超调可能造成新的不确定性；三是在当前背景下，要稳定人民币兑美元的汇率预期，避免出现持续的人民币兑美元贬值预期。

在当前形势下，中国央行有四种潜在选择。

选择之一，是维持现状不变。换言之，继续让每日人民币汇率中间价等于前一日收盘价，但央行通过公开市场干预来稳定汇率。这种做法的优点是不需要进一步的改革，然而缺点也是显而易见的。在当前国内外经济形势下，市场上可能存在持续的贬值预期，这意味着央行可能需要持续出售外汇储备来稳定汇率。2014 年 6 月底至 2016 年 6 月底，中国外汇储备规模已经由 3.99 万亿美元下降至 3.21 万亿美元，其中绝大部分用于公开市场干预。一方面，央行通过持续出售美元来稳定汇率将会面临持续的福利损失；另一方面，如果外汇储备下降过快，市场上的人民币贬值预期可能强化，从而形成“贬值预期出现—公开市场干预—外汇储备下降过快—贬值预期加剧”的

恶性循环。

选择之二，是退回到“811 汇改”之前央行持续干预人民币汇率中间价的老路上去。与通过出售外汇储备干预汇率相比，中间价干预的好处在于央行的干预成本较低。然而，这种选择的缺点在于，它与人民币汇率形成机制市场化改革的方向背道而驰，不仅使得“811 汇改”的成果毁于一旦，而且可能继续造成人民币汇率市场价与中间价的偏离，从而再度形成人民币兑美元汇率的高估，最终对中国经济增长与金融稳定造成损害。如前所述，从 2016 年上半年起，中国央行在人民币中间价制定上采取了“收盘价+篮子汇率”的定价模式。与 811 汇改之后相比，“收盘价+篮子汇率”模式的采用事实上增强了中国央行干预人民币汇率中间价的能力，这事实上降低了人民币汇率形成机制弹性，事实上是 811 汇改走了回头路（李远芳与张斌，2016）。

选择之三，是放弃央行对人民币兑美元汇率的市场干预，让汇率完全由市场供求来决定，也即实现人民币汇率的完全自由浮动。在当前形势下，这样做的可能结果，是可能出现人民币兑美元汇率的一次性较大幅度贬值。这种选择的好处在于，在一次性贬值之后，市场对人民币汇率的运动预期将会分化，不会再造成持续的升值或贬值预期。此外，人民币汇率的自由浮动也是未来人民币汇率制度演进的长期趋势。毕竟，美国、日本等经济大国，本币汇率形成机制也均是自由浮动。然而，这种选择的坏处在于，人民币兑美元汇率的一次性大幅贬值可能造成一些新的金融风险，例如过去拒接了大量美元债务的企业倒闭破产等。在中国当前的政治经济环境下，实施这一选择的可能性并不大。

选择之四，是中国央行创建一个人民币汇率的年度宽幅目标区，例如每年 $\pm 10\%$ 的目标区（余永定等，2016）。只要人民币兑美元汇率或人民币有效汇率的升贬值幅度在一年 10%以内，央行不进行任何干预，让汇率完全由市场来决定。只有当人民币兑美元汇率或人民币有效汇率触及 $\pm 10\%$ 的上下限时，央行才入市进行强力干预，不让汇率突破 $\pm 10\%$ 的底线。笔者认为，这一选择不但结合了人民币汇率形成机制的灵活性与人民币汇率波动的稳定性，而且有助于稳定人民币汇率运动预期，因此是当前中国央行最恰当的政策选项。此外，建立汇率目标区是国际通行做法，符合人民币汇率形成机制进一步市场化的改革方向，也不容易引起美国等其他国家的强烈抵制。

最后需要指出的是，由于短期资本流动是顺周期的，对经济增长与金融稳定的破坏性较强，因此在当前形势下，无论中国央行做出上述哪种选择，作为汇率改革的配

套措施，中国央行都应加强对跨境资本流动的检测与管理，必要时应通过价格措施与数量措施来抑制短期资本流动的大起大落（张明，2016）。这是因为，短期资本的大进大出不仅可能造成汇率发生超调，还可能造成资产价格大起大落，从而加剧系统性金融风险。事实上，从 811 汇改起，央行已经显著加强了对货币兑换与货币汇出的限制，但缓解了短期资本外流压力，相应减轻了人民币汇率的贬值压力。不过，我们也必须防止外汇管制过头，从而抑制了正常的国际贸易与投资活动的风险。

我们发现，从 2016 年上半年起，中国央行采取的组合拳事实上是，第一，通过实施“收盘价+篮子汇率”的中间价定价新模式，在一定程度上重新获得了对中间价的干预能力；第二，一方面顺应市场形势，让人民币兑美元汇率以及兑篮子货币汇率适当贬值，另一方面又通过逆市干预来防止汇率贬值过快；第三，显著加强了对短期资本外流的管制。这套组合拳的实施取得了一定效果，但并未导致人民币贬值压力充分释放，从而并不能完全消除市场上的人民币贬值预期。

作为一个大型经济体，盯住一篮子货币的汇率制度不是一种适合中国央行长期实施的制度。事实上，适合实施盯住一篮子货币汇率制度的国家，通常是一些小型开放经济体（例如新加坡）。对于中国这样的大国经济而言，长期来看最适宜的汇率制度应该是自由浮动（Free Floating），也即让汇率水平完全由市场供求来决定。当然，由当前的汇率制度转为自由浮动的汇率制度，在当前中国的制度环境下难以一蹴而就。而较为适宜的过度阶段的汇率制度，应该是人民币有效汇率在一个较宽的波动区间内浮动，这个制度能够较好地兼顾人民币汇率的灵活性与稳定性（余永定等，2016）。换言之，如果当前人民币兑美元汇率仍有较大贬值压力，那么我们应该尽快让这种压力释放出来。只有提高汇率的弹性，才能彻底消除人民币单边贬值预期、增强货币政策的独立性与有效性。

## 六、结论

未来一段时间国内外的宏观经济形势均不容乐观。国际宏观经济形势的特征是停滞、分化、动荡与冲突。国内宏观经济形势的特征是潜在增速下降、负向产出缺口与金融风险显性化。

811 汇改的实质是中国央行主动放弃了对汇率中间价的管理。由于当时市场上存在人民币贬值压力，此举导致人民币贬值预期加剧，人民币汇率一度丧失了稳定锚。

此后中国央行推出了“收盘价+篮子汇率”的中间价报价机制，这稳定了市场汇率预期。然而，由于资本管制与价格管制，外汇市场依然难以出清，这导致篮子汇率易贬难升。更重要的是，篮子汇率决定的汇率水平与市场出清的汇率水平之间经常存在冲突。这意味着，“收盘价+篮子汇率”不是一个适合长期实施的汇率机制，而只是过渡时期的权宜之计。

从短期来看，随着美元指数重新走强以及中国金融风险的显性化，人民币兑美元汇率仍有贬值压力。从中长期来看，考虑到中国出口占全球市场份额的上升、中国出口结构的优化以及结构性改革的推进，人民币兑美元汇率有望重新升值。

目前中国央行“中间价管理+有序贬值+资本管制”的组合拳收到了一定效果，但依然没有从根本上消除贬值预期。对中国这样的大国经济而言，自由浮动是长期来看最适宜的汇率形成机制。在过渡阶段，应考虑实现人民币有效汇率的宽幅波动。在当前形势下，中国央行应进一步克服浮动恐惧、增强汇率弹性，唯有这样才能稳定汇率预期与资本外流，以及增强货币政策独立性。

### 参考文献：

李远芳、张斌：“人民币汇率中间价的回归”，《财经》，2016年第9期，3月21日。

王泽填、姚洋：“人民币均衡汇率估计”，《金融研究》，2008年第12期，第22~36页。

余永定、张斌、张明：“尽快引入人民币兑篮子汇率宽幅区间波动”，《国际经济评论》，2016年第1期，第9~19页。

张斌：“人民币均衡汇率：简约一般均衡下的单方程模型研究”，《世界经济》，2003年第11期，第3~12页。

张明：“人民币汇率形成机制改革的历史成就、当前形势与未来方向”，《国际经济评论》，2016年第3期，第54~68页。

Meese R A, and Rogoff K S. "Empirical Exchange Rate Models of 1970s: Do They Fit Out of Sample?" *Journal of International Economics*, 1983, 14(1-2):3-24.

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。