

张明

zhangmingcass@vip.126.com

## 当前的汇率形成机制可能是 过渡阶段的权宜之计

在 2015 年 8 月 11 日人民币汇改之前，每日人民币兑美元汇率的中间价(开盘价)在很大程度上由央行干预制定。这导致在 811 汇改之前，第二天的人民币兑美元汇率中间价通常不等于前一日人民币兑美元汇率收盘价。当市场存在人民币升值压力时，央行倾向于通过低开中间价的方式来抑制人民币对美元过快升值。而当市场存在人民币贬值压力时，央行则倾向于通过高开中间价的方式来抑制人民币兑美元过快贬值。

811 汇改的核心，恰好是央行放弃了对每日人民币兑美元中间价的干预，而是让每日中间价在更大程度上参考前一日收盘价。事实上，在 811 汇改后的短暂时间内，每日人民币兑美元汇率中间价其实就等于前一日汇率收盘价。但由于当时市场上存在显著的人民币贬值压力，央行放弃中间价干预的结果，自然就是人民币兑美元汇率的显著贬值。为了抑制人民币贬值，央行被迫动用外汇储备干预市场，此举

又导致外汇储备显著缩水。

从 2015 年年底以来，央行出台了两项全新对策来实现既抑制人民币兑美元过快贬值、又降低外汇储备消耗的目标：**对策之一，是央行显著收紧了对短期资本外流的管制，这从源头上削弱了市场上抛售人民币购入美元的行为；对策之二，是从 2016 年年初开始，央行转为实施新的人民币汇率中间价定价机制。**

根据央行在 2016 年第一季度货币政策执行报告中的官方解释，在新机制下，做市商在提供每日人民币报价时，需要同时参考两个目标。一是前一日人民币兑美元汇率的收盘价，二是为了维持人民币兑篮子货币汇率不变而需要的人民币兑美元汇率的变动。根据央行给出的具体例子，央行事实上要求，做市商在给出每日汇率报价时，上述两个目标的权重各占 50%。

迄今为止，人民币兑美元汇率中间价新机制实施已经半年多时间了。2016 年年初至今，人民币兑美元汇率的中间价走势可以用“两升两贬”来概括。在 2016 年 1 月 8 日至 3 月底以及 2016 年 7 月 18 日至 8 月 17 日，人民币兑美元汇率显著升值，而在 2016 年 4 月初至 7 月中旬以及 8 月下旬至今，人民币兑美元汇率显著贬值。人民币兑 CFETS 篮子的汇率走势分为两个阶段：在 1 月初至 7 月初，人民币兑篮子汇率持续贬值；而从 7 月初至今，人民币兑篮子汇率大致保持稳定。**我们的模拟表明，从 2016 年年初至今，人民币兑美元中间价的走势，基本上遵循了央行宣布的中间价定价新规。**

那么，应该如何来评价人民币汇率中间价新机制呢？笔者认为，这一新机制具有两大优点与两大缺陷。

**优点之一，是新的中间价定价机制具备有规则、透明、可验证三个特征。**首先，上述人民币定价的规则相当清晰，也即参照两个等额权重的目标；其次，央行已经将这个汇率定价机制公诸于众，因而该机制是透明的；再次，感兴趣的研究者可以利用市场数据来验证央行是否遵循了上述规则，因此该规则是可以验证的。换言之，与过去央行不透明地干预汇率中间价相比，新机制的确是一种进步。

**优点之二，是新机制下的短期汇率走势具有很强的不确定性，这使得市场参与者很难判断短期汇率中间价走势，从而有助于遏制投机。**如前所述，由于在每天早上报价时，做市商除了参考前一日人民币兑美元汇率收盘价之外，还要参考前一日人民币兑各种其他主要货币的汇率走势。事实上，要准确猜测人民币兑十余种货

币汇率的走势是非常困难的，这就意味着，市场参与者很难预测第二天人民币兑美元汇率中间价的走向。这种短期汇率变化的不确定性，可以起到分化市场预期、抑制投机活动的作用。

**缺陷之一，是新的汇率机制可能并不能导致外汇市场出清，这意味着汇率扭曲可能长期存在。**如果要出清外汇市场，就必须让汇率基本上由市场供求来决定。事实上，参考前一日汇率收盘价，就是在参考市场供求。然而，新机制还要稳定人民币兑一篮子货币汇率稳定，这就意味着，新机制下的汇率运动方向可能与市场出清方向背道而驰。举个例子，假定市场上存在人民币兑美元贬值压力，然而与此同时，美元却对欧元、日元等其他货币强烈贬值。这就意味着，在新机制下，人民币兑美元汇率中间价很可能不贬反升。换言之，如果外部冲击的方向与市场出清的方向相反，这就可能加剧人民币汇率的扭曲、而非缓解扭曲。

**缺陷之二，是新的汇率机制可能引入不必要的外部冲击。**再举个例子。假定当前人民币兑美元汇率恰好处于均衡水平上，既没有升值压力，也没有贬值压力，这时汇率的理想状态自然是不动。但是在新机制下，只要美元兑其他国际货币的汇率出现波动，就会导致人民币兑美元汇率中间价发生不必要的变动。这就意味着，不必要的外部冲击可能导致人民币汇率出现不合意的变动。

人民币汇率定价新机制之所以存在上述两大缺陷，归根结底，是源自央行试图把自由浮动（Free Floating）与盯住一篮子（Basket Pegging）这两种截然不同的汇率制度强行捆绑到一起。实施自由浮动的目标是让外汇市场出清，而实施盯住一篮子的目标是稳定对外贸易（外汇市场通常并不会出清）。**强行把这两种制度捆绑到一起，固然从机制上看是透明的，也能够抑制投机，但结果是既没有经济理论作为支撑，又可能时常产生冲突。**在最糟糕的情形下，新机制很可能既不能出清外汇市场，也不能稳定对外贸易。

因此，笔者认为，当前的中间价定价新机制，只能是过渡阶段的权宜之计。作为一个大型开放经济体，未来中国必将走向自由浮动的汇率制度。我们应该进一步克服浮动恐惧，增强汇率形成机制弹性，让汇率在更大程度上由本国市场供求来决定。

对于广大市场主体而言，从现在起应该有一个非常清晰的认识，那就是未来汇率波动的幅度可能越来越大。如果不够重视汇率波动的风险，未来将会遭受显著损失。

换言之，不要期望央行还会持续维持汇率稳定。只要贬值的压力存在，持续抑制贬值的结果，就是在未来某个时点，一次性大幅贬值的小概率事件就可能发生。对此，我们应该提前做好准备。

（笔者为中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员）

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。