

肖立晟

nkxls@126.com

进一步推动汇改的建议 ——增加收盘价权重至 75%

近期，人民币汇率在短期 30 个工作日内贬值了 3.3%，超出过去 10 个月累计贬值幅度。期间，美元指数升值 4.5%，而衡量人民币一篮子货币波动幅度的 CFETS 指数基本保持稳定。

这一轮人民币汇率走贬的依据是“收盘价+篮子货币”这一人民币汇率新形成机制：美元指数带动篮子货币上涨，人民币需要对美元贬值来稳定篮子货币。

面对人民币汇率新的变化，我们需要仔细思考，新的汇率机制是不是一个有效而且可持续的机制，未来有哪些可行的改进空间？

2015 年 8 月 11 日，中国人民银行宣布实施人民币汇率形成机制改革。由于前期缺乏与市场的充分沟通，造成人民币汇率在短期内的急剧贬值，新的形成机制仅仅存在三天就被取代。随之而来的是大规模资本外流和剧烈的贬值预期。

当时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央行能够依靠外汇储备强行稳定人民币汇率。即使是高达 4 万亿的外汇储备，也有消耗殆尽的一天。看起来人民币完全脱钩美元只是时间问题，一次性大幅贬值不再是小概率事件。经历过瑞郎对欧元脱钩冲击的海外投资者开始大肆唱空人民币。人民币汇率贬值

预期陡然上升。

2015年12月，央行推出“收盘汇率+篮子货币”新中间价定价机制，试图引导人民币兑美元汇率缓慢贬值，防止贬值压力突然迅速释放导致的过调(overshooting)对中国金融体系造成过度冲击。**新汇率形成机制消除了一次性大幅贬值可能性，人民币贬值预期显著下降。**同“8.11”汇改的“参考前日收盘价决定开盘价(中间价)”相比，“收盘汇率+篮子货币”的主要不同包括以下几个方面。第一，在其他情况相同的条件下，人民币兑美元贬值的速度明显下降；第二，由于美元指数和其他货币变动难以预测，市场预测人民币汇率未来变动路径的难程度大大增加。或许正是因为这种汇率变动不确定性的增加，市场的汇率预期出现较大分化，押注人民币兑美元贬值的投机活动被削弱。正如央行所说的“由于美元走势具有不确定性，参考一篮子货币使得人民币对美元汇率也会呈现双向浮动的特点，这有助于打破市场单边预期，避免单向投机。”新的汇率形成机制提高了透明度，事后可验证大幅增强，打破了一次性大幅贬值预期，促进了市场预期收敛。

然而，消除大幅贬值预期并不是汇改的初衷。迄今为止，汇改并没有推动境内外汇市场建设，也没有完全消除贬值预期，并产生了两个难以克服的问题。

第一个问题是外汇市场无法出清，篮子货币易贬难升。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，当汇率波动率上升，人民币对美元交易量应该随之增加。然而，汇改后人民币隐含波动率显著上升，在岸外汇市场人民币对美元日度交易量却基本回到了“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。

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。因此，当美元指数下跌带动篮子货币贬值，人民币需要对美元升值来稳定篮子货币时，收盘价却拉低了第二天的中间价，导致篮子货币指数下跌。反之，当美元指数带动篮子货币上涨，人民币却对迅速美元贬值，篮子货币保持相对稳定。**最终，我们看到今年篮子货币持续贬值接近6%，甚至超过了人民币汇率贬值幅度。**

“收盘汇率+篮子货币”机制的另一个重要缺陷是，央行难以根据国内经济的基本面实施独立的货币政策。央行在2016年第二季度的货币政策报告中指出：

“若频繁降准会大量投放流动性, 促使市场利率下行……. 导致本币贬值压力加大, 外汇储备下降。降准释放的流动性越多, 本币贬值预期越强, 就越是会促使投机者拿这些钱去买汇炒汇, 由此形成循环”。这表明, 即便采用了新的汇率形成机制, 对贬值的担心, 依然严重影响了货币政策的独立性。

而且, 近期人民币汇率急速贬值, 并没有分化预期, 反而在一定程度上强化了贬值预期。这种一致性预期对央行的货币政策造成严重掣肘。过去, 我们一直讲跌跌更健康, 是由于大家认为贬值以后, 预期应该分化。例如, 如果人民币一次性大幅贬值超调, 达到底部后, 就会有反向操作。然而, “811” 汇改至今, 人民币中间价已经贬值 12%, 却并没有看到任何机构发出人民币汇率预期逆转的声音。这种一致性预期会对央行的货币政策造成严重掣肘。

当前的汇率形成机制过度依赖美元指数。美元指数不仅仅影响每日的中间价定价, 还会通过市场情绪影响到市场供求、由此产生的汇率预期将央行的货币政策挤到角落, 导致央行难以施展拳脚, 解决外汇市场供求失衡的问题。因此, 尽管汇改后, 人民币对美元汇率贬值 12%, 人民币实际有效汇率贬值 7%, 贬值预期却依然萦绕在市场上空。


要解决上述问题, 央行应该沿着“811” 汇改最初的思路继续前进, 让市场供求占主导地位, 最终实施真正的浮动汇率制度。

最直接有效的方式是放弃外汇市场干预, 让汇率一次性调整, 实施浮动汇率。然而, 无论是政策制定者还是市场参与方, 对于人民币汇率一次性贬值都忧心忡忡。退而求其次, 我们可以选择在现有的“收盘汇率+篮子货币”机制上作渐进式的改革。

未来可以逐步下调篮子货币的比重, 增加收盘价比重。在汇率形成机制中减少篮子货币的比重有助于降低美元指数的影响力, 增强货币政策独立性。具体而言, 可以在 2017 年, 将汇率形成机制中收盘价的权重从 50% 上调至 75%, 篮子货币的权重从 50% 下降至 25%。随后, 根据相机抉择的原则, 逐步剔除篮子货币的权重, 最终让人民币汇率完全由收盘价决定, 成为真正的浮动汇率。

增加收盘价比重, 可以让贬值压力更快释放, 央行最终放开汇率时, 造成的影响会更小一些。举个极端的例子, 若收盘价逐步增加到 99%, 那么放弃最后那 1% 的篮子货币, 对市场的影响就可以忽略不计。不过这些政策改革的前提都是央行不再常规性干预市场。

（作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。