

余永定

yuyongding@126.com

肖立晟

nkxls@126.com

克服贬值恐惧症，加速中国汇率体制改革*

近期，人民币汇率在短短 30 个工作日内贬值 3.3%至 6.89%，超出过去 10 个月累计贬值幅度。人民币汇率问题再次成为媒体和公众关注的焦点。

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，人民币汇率能否走出贬值通道，真正出现双向浮动？

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，主要内容包括：1、参考收盘价决定第二天的中间价；2、日浮动区间±2%。这是人民币汇率形成机制迈向浮动汇率的重要一步。但由于对人民币汇率在短期内急剧贬值的可能性估计不足。新的汇率形成机制仅存在三天就告夭折。

2016 年 2 月，中国人民银行公开了“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”定价规则具体内容：当日中间价=前日中间价+[(前日收盘价-前日中间价)+(24 小时货币篮子稳定的理论中间价-前日中间价)]/2。同上述公式等价的另一种表达式是：

* 本文已发表于《上海证券报》。

当日中间价 = (前日收盘价 + 24 小时货币篮子稳定的理论中间价) / 2。

前日收盘价和中间价之差反映了外汇市场人民币贬值或升值压力的方向和强度。中间价定价公式中包含这一项反映了货币当局释放升值或贬值压力，实现市场出清的愿望。

所谓 24 小时货币篮子稳定的理论中间价是指什么呢？央行给出了作为参考目标的一篮子货币指数：CFETS (中国外汇交易中心) 指数。简单来说，CFETS 指数中包含了三个主要成份：人民币对美元汇率，美元指数和其他货币指数。人民币兑美元汇率和美元指数的上升都会导致 CFETS 指数的上升。为了维持该指数的稳定，当美元指数上升的时候，人民币兑美元汇率就应该下降。反之，则反。中间价定价公式中引入篮子货币因素意味着央行在决定汇率水平时不仅要考虑国内因素，而且要考虑美元指数等国际因素。

自 10 月份以来，人民币对美元汇率持续贬值。近日人民币对美元汇率突破 6.88，跌至近八年来最低水平。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。是什么原因导致了人民币汇率贬值的加速？从内因来看，尽管 2015 年以来，外汇市场上一直存在人民币的贬值压力。但近两个月中国宏观经济各项指标改善。国内也并未出现任何足以恶化人民币汇率预期的政策变化。而外部条件确实是发生了一些出乎意料的变化：先是英国脱欧，最近是特朗普当选美国总统。特朗普承诺增加基建投资、实施减税等政策，美联储加息预期上升，美国 10 年期国债利率进入 2.0% 时代，美元指数突破 100。

在这种形势下，按照“收盘价+一篮子货币汇率变化”的中间价定价机制，为了维持 CFETS 指数稳定，央行就应该让人民币对美元贬值。即便反映中国外汇市场贬值压力的收盘价贬值幅度不变，除非央行不再遵循“收盘价+一篮子货币汇率变化”规则，维持 24 小时 CFETS 指数稳定的人民币兑美元理论汇率的下跌就足以迫使央行下调人民币兑美元汇率的中间价，更遑论在美国资产回报率上升和美联储加息几成定局的情况下，中国资本外流，因而人民币贬值的压力肯定也会有所加大。根据现有中间价定价公式，人民币贬值有所加速完全是在情理之中。

需要强调的是，在目前的汇率制度下，无论人民币是升值还是贬值，是缓慢贬值还是加速贬值都是同央行对外汇市场干预的力度变化相关的。当前，人民币兑美元汇率之所以突破了 6.88，是因为央行愿意继续遵循“收盘价+一篮子货币汇率变化”的定价机制。如果央行不希望看到汇率突破 6.88，它完全可以加大干预外汇市场的力度，

抬高人民币兑美元汇率的收盘价，使汇率稳定在它认为适度的水平上。央行之所以能够做到这样做的前提条件是：有足够的外汇储备以资使用。

无庸讳言，当前在外汇市场上存在较强的人民币贬值压力。面对这种压力，央行三个选项：1. 停止对外汇市场的干预，一次性释放贬值压力；2. 钉住美元，宣布绝不贬值，直到由于供求关系发生变化，贬值压力消失；3. 通过某种方式引导汇率逐渐贬值，直至贬值压力消失。

中国在亚洲金融危机期间尝试过第二种方法，并取得成功。但这种选择获得成功的先决条件是存在严格的资本管制。今非昔比，这个条件在中国已经很难满足。目前并没有非常准确的数据可以测度资本外逃的规模，不过在国际收支平衡表上，有两组数可以在一定程度上反映资本外逃的规模。其一是错误与遗漏账户。过去四个季度的国际收支平衡表上，错误和遗漏账户总额接近 2000 亿美元，达到 1998 年以来最高额。其二是服务贸易下的旅行项。对比公安部公布的出境人次，BOP 表旅游项下外汇流出的速度远远超过出境旅游的人数增长速度。2016 年上半年，在出境人次同比增速放缓至 4% 的情况下，服务贸易项下的旅游换汇同比增速反而增长至接近 20%。

央行目前采取的是第三种方法。这种方法的问题是：逐步贬值意味着贬值压力不能得到一次性释放。事实上，自从 2015 年 12 月，央行正式公布 CFETS 指数以来，只有 2016 年 2 月和 7 月，收盘价小于开盘价平均值。其他月份收盘价均高于开盘价（直接标价法，上升代表贬值），表明市场始终存在人民币贬值压力，人民币汇率贬值预期也从未真正消失。2016 年 10 月，收盘价每日平均贬值 40 个基点，达到“8.11”汇改以来最高值。

既然贬值压力不能消除，贬值预期也就无法消除。而且，即便国内外汇市场不存在人民币贬值压力，如果美元指数上升，按照新的中间价定价规则，人民币也会贬值。因而，只要存在美元指数上升预期，就会存在人民币贬值预期。远期合同市场的供求失衡充分反映了市场上的人民币的单边贬值预期。在人民币汇率处于升值预期时，出口企业会同银行签订远期结汇合约，提前锁定美元结汇换取的人民币数量，避免美元贬值损失。与此同时，远期售汇的签约数量则较低。“8.11”汇改后，人民币贬值预期骤然上升，出口企业纷纷同银行签订远期售汇合约，提前锁定未来购买美元的成本。2015 年 9 月，央行宣布远期售汇需缴纳 20% 保证金。对企业来说，追加保证金意味着当期的财务支出，增加了企业利用远期合约规避汇率风险的成本。尽管此后远期结汇和售汇签约数均大幅走低，但是，远期售汇合约仍然多于远期结汇，最近这种趋势又

有进一步的发展。

贬值预期也反映在人民币的波动率上。人民币实际波动率观测的是外汇市场的实际波动，期权计算的人民币隐含波动率是市场对未来波动情况的预测。在“8.11”汇改之前，实际波动率和隐含波动率基本相等，隐含波动率甚至略低于实际波动率。这表明当时市场认为未来人民币汇率会更加稳定。在汇改后，隐含波动率迅速上升，与实际波动率的差值最高达到 6.7，市场对人民币汇率看空情绪达到顶点。最近人民币实际波动率逐步稳定，但隐含波动率仍然比实际波动率要高出 2.5 左右。这表明市场上仍然有很多潜在的空头，一直在等待时机做空人民币。

贬值预期的长期存在必然鼓励更多的资本外流，从而大大延长贬值压力的释放过程。不仅如此，在缓慢的贬值过程中，当一部分贬值压力得到释放后，新的贬值压力又会出现，导致更多外汇储备的损耗。自 2005 年到 2015 年的十年间，大家都说要打掉人民币升值的“非理性”预期，打而不掉，结果国际收支不平衡迟迟得不到纠正，资源的跨境、跨时分配严重扭曲，大量热钱流入中国进行套利、套汇。人民币的升值过程持续了至少十年。贬值过程又要持续多久呢？在长期的缓慢升值过程中中国积累了 4 万亿美元外汇储备。而在自 2014 年开始的贬值过程中，在不到两年的时间里我们已经用掉了 8000 亿美元的外汇储备。以这种速度，如果贬值过程再拖下去，我们还有多少外汇储备可以使用？

不能把外汇储备的减少简单说成“藏汇于民”。当年在升值预期占支配地位的情况下，建立“中投”、提高居民换汇额度是“藏汇于民”。但是，当人民币汇率处于贬值通道的时候，已经损耗的外汇储备中的相当部分（不是全部）并非“藏汇于民”而是资本外逃。事实上，相当部分外汇储备已经转化成了在美国、加拿大、英国、澳大利亚的房产，转化成为国内、外投资者、投机者的利润。拒绝让人民币贬值到位，客观上是拒绝提高资本外逃成本，甚至是鼓励资本外逃。

缓慢贬值政策的另一个重要缺陷是削弱了央行货币政策的独立性。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。

为了减少外汇损耗，尽可能保持货币政策独立性，在引导人民币逐渐贬值的同时，央行大大加强了资本管制。加强资本管制是完全正确。在目前情况下，资本管制必须加强而不能削弱。但是，资本管制有各种不同的方式。例如，换汇限额是一种直接的管制，托宾税是一种间接的管制。应该更多运用间接的方式，尽可能减少资本管制造成的价格扭曲。

需要强调的是，尽管加强资本管制十分必要，但资本管制的副作用也是巨大的。例如，我们发现，货币当局实施的宏观审慎政策虽然打击了利用远期售汇合同套利的投机者，但是，也让整个远期市场陷入萎靡，签约量远远低于“8.11”汇改之前，客观上增加了企业避险成本。人民币贬值（不是预期）本身是遏制资本外流和外逃的重要手段。人民币的贬值将减少资本管制的压力。

人民币贬值并不像许多人想象的那么可怕。根据国际文献，货币大幅度贬值，如贬值 25% 以上，主要会产生四个问题：通货膨胀；银行资产负债表币种错配；主权债务危机；企业外债危机。我国只有第四个问题比较突出。在过去人民币升值预期背景下，中国企业借入了较大规模外债，一旦人民币贬值，企业的人民币计的债务有可能会急剧上升。不过，在过去一年中，中国企业外债已经大幅度减少，应该不会因为人民币的大幅度贬值而受到不可承受的冲击。

目前最常见的说法是，一旦贬值，动摇信心，人民币就不知道要贬到哪里去了。这种说法有何根据？在世界经济史上什么时候曾经出现过这种情况：作为世界上最大的贸易顺差国，经济增速远高于全球平均增速、世界上外汇储备最多、金融资产收益率高于美国的国家，这个国家的货币会贬值 20% 到 25%！中国经济的基本面并不支持人民币大幅贬值。即便汇率出现暂时超调，最终还是回到由基本面决定的水平上。更何况中国还有资本管制这一道最后的防线。我们就没有必要对短期的、波动性的贬值过于担心。

中国经济的一个重要特点是广义货币对 GDP 比过高。不少人担心，一旦听任人民币贬值，大量人民币被换成美元，人民币就会一贬到底。广义货币对 GDP 比过高确实值得担心。这是反对过早开放资本项目的重要论据，但不能用于反对停止干预外汇市场（当然不是绝对不干预）。在没有资本管制的情况下，一有风吹草动，大量资本外流，即便你采取固定汇率制度，你又有多少外汇储备来稳定汇率呢？这里的问题是资本项目自由化的时序问题而不是汇率制度的选择问题。我们所主张的停止干预是建立在保留资本管制这一前提上的。汇率浮动应该放在资本项目自由化之前。这在学术界

已有共识，这里无需赘述。确实，在保留资本管制的情况下，汇率的决定还不是真正的市场化汇率。但中国汇率市场化进程必须经历这样一个过渡阶段。而在保留资本管制情况下，让人民币汇率由市场决定，不会导致人民币汇率一泻千里的转况，但可以减轻资本管制压力，从而减少资本管制对市场价格和资源配置的扭曲。

总之，虽然“收盘价+篮子货币”的汇率形成机制较好的实现了引导人民币逐步贬值的政策，但却使市场长期无法出清，无法实现汇率的真正双向波动。其代价则是外汇储备的损耗大量损耗，货币政策独立性受到影响，强化资本管制造成的市场扭曲。

在未来一段时间内，美元资产收益率上升所导致的美元指数上升，以及资本外流、外逃加剧，必将对人民币造成更大的贬值压力。从现在到特朗普政府上台之前的这段时间是放弃外汇市场干预、让人民币汇率实现市场化的窗口期。希望央行能沿“811”汇改的思路，在做好预案的基础上，尽快完成中国汇率制度改革。

（作者单位为中国社科院世经政所）

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。