



人民币汇率形成机制改革： 2016 年回顾与 2017 年展望*

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 $\pm 2\%$ 。这是人民币汇率形成机制迈向浮动汇率的重要一步，但是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。

人民币汇率的看空情绪一度失控。市场不相信央行能够依靠外汇储备稳定人民币汇率，认为即使是高达 4 万亿的外汇储备，也有消耗殆尽的一天。海外投资者大肆唱空人民币，人民币汇率贬值预期陡然上升。

2015 年 12 月，央行推出“收盘价+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超调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。与

* 本文已发表于《中国证券报》。

“8.11”汇改的“参考前日收盘价决定开盘价（中间价）”相比，“收盘价+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一双向浮动的特点，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。

但是，“收盘价+篮子货币”政策的并没有达到稳定人民币汇率的目标。2016年，美元指数仅仅升值4%，人民币汇率贬值幅度却达到7%。理论上，“收盘价+篮子货币”是两种汇率形成机制的结合。一种是参考收盘价的浮动汇率，收盘价与市场供求的方向基本一致，主要反映国内经济基本面。另一种是参考篮子货币汇率制度，与其他货币相对价格波动方向一致，主要反映海外经济形势变化。

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。根据收盘价，人民币对美元汇率走势由经济基本面决定，国内经济指标好转会带动人民币汇率走强，反之，则走弱。而篮子货币稳定理论值则是由其他货币的相对走势决定。当美国经济相对欧洲、日本经济走强时，无论国内基本面如何，人民币都要相对美元贬值；反之，人民币都要相对美元升值。两种机制在面对不同的冲击时可能会相互抵消或者相互强化，人民币汇率的走势最终可能会脱离经济基本面。根据篮子货币和收盘价的特征，我们可以在国际上找到对应的货币与人民币做对比分析。

首先对比人民币与新加坡币的走势。新加坡货币当局实施的是严格盯住一篮子货币的汇率制度。由于2016年美元指数前低后高，新加坡币也呈现前高后低的特征。人民币汇率则一直在承担收盘价带来的贬值压力，无法出现新加坡币的双向波动。最终，2016年全年，新加坡币仅仅对美元贬值2%，人民币却对美元贬值7%。另一方面，新加坡的篮子基本稳定，人民币的CFETS货币篮子却贬值了5%。

接下来对比人民币汇率与实施浮动汇率的新兴市场国家货币走势。我们采用11个主要新兴市场国家货币相对美元平均加权汇率作为参考标准，以2016年1月1日为基期，对比分析人民币对美元和新兴市场货币走势。**新兴市场货币走出了一条正弦曲线**，全年波动率上下10%，但是贬值幅度仅为1%。**人民币汇率则呈现持续**

下探的态势，即使新兴市场货币在 3 月至 11 月震荡波动时，人民币汇率依然持续贬值。

显然，人民币汇率既没有像新加坡币稳定货币篮子，也没有像新兴市场货币一样双向浮动。究其原因，在于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。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，篮子货币持续贬值接近 6%，一度超过人民币汇率贬值幅度。

另一个问题是降低了央行货币政策的独立性。中国人民银行在 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，依然严重影响了央行货币政策的独立性。

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，我们一直讲汇率跌更健康，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。

基于上述两大缺陷，人民币汇率对美元指数出现了非对称的调整机制。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。**在当前的汇率形成机制下，人民币汇率贬值并非完全基于美元指**

数绝对值变动,仅仅通过美元指数的上下波动,就可以让人民币汇率逐步贬值。举个例子,在2016年1月至4月,美元指数下跌了5%,人民币对美元升值了0.5%。10月至11月,美元指数升值5%,人民币对美元贬值2.5%。美元指数一下一上基本持平,人民币汇率贬值幅度却达到2%。

根据2016年的经验,美元指数从年初的99到年末的103,虽然水平值只上涨了4%,但一年内美元指数有5次小波动。每一次美元指数下行1%时,人民币汇率只有对应0.1%的升值,但是美元指数上行1%时,人民币汇率却有对应0.5%的贬值。经过这5次反复,最终人民币的贬值幅度远远超出了美元指数一年内升值幅度。

美国经济已经开始复苏,美元将会重新成为强势货币,只是由于全球其他经济体的拖累,美联储无法持续加息。因此,美元不会持续上涨,而是阶段性的一波一波上涨。在这种情况下,贸易商和投机者都会在美元低点卖出人民币,持有至美元高点再卖出。对于实施浮动汇率的国家,会在即期市场迅速消化美元冲击,但是人民币汇率形成机制反应速度太慢,即期市场根本不足以及时消化美元冲击,人民币汇率的压力都被堆积到远期市场,形成贬值预期。贬值预期又进一步强化美元加息的冲击,最终形成恶性循环。

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。我们主张尽快实现停止对外汇市场的干预,让人民币自由浮动。在浮动汇率制度下,国际收支平衡的恶化会立即反应为汇率贬值,而汇率贬值又会在短时间内导致国际收支的改善,从而能够防止贬值压力的积累。这才是“双向波动”的真正意义。越是拖延对贬值压力的释放,贬值压力释放的冲击力和破坏力就越是巨大。除非出现堰塞湖崩溃之前,出现某种变化使湖水消失,否则溃坝是难于避免的。

当然,由于汇率的特殊性,不能排除汇率持续贬值和超调的可能性。在严格的资本管制前提下,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且外债在企业全部债务中的比重很低,中国企业应该不会因人民币的大幅度贬值而受到不可

承受的冲击。

如果政策制定者和市场参与方，仍然对人民币汇率一次性调整心存顾忌。退而求其次，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，等到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。

总体而言，“收盘价+篮子货币”的汇率形成机制仍然是不成熟的过渡机制。虽然这一机制缓解了人民币贬值压力、外汇储备急剧下降势头得到遏制。但是，任何非浮动的汇率制度都无法解决市场出清问题。在市场出清之前，任何双向波动都是人为的、都要以外汇储备的运用为基础。当前的汇率形成机制和管制措施并没有从根本上消除化解外汇市场风险，而仅仅是把风险后移。未来央行应该沿着“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。

（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。