

## 人民币汇率一次性调整的收益与风险

2015 年“811”汇改后，中国外汇市场一度面临大规模资本外流和强烈的贬值预期。从 2015 年 8 月至 12 月，外汇储备每月下降接近 800 亿美元。按照这种速度，即便是高达 4 万亿美元的外汇储备，也会逐渐消耗殆尽。市场开始怀疑央行依靠外汇储备稳定人民币汇率的能力。一时间，**外储下降与人民币贬值形成了恶性循环**：外储下降越多，市场对央行捍卫人民币能力的担心就越大，人民币贬值预期也越强烈。

2016 年初，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。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。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，一次性大幅贬值预期大幅下降。

然而，外汇储备与贬值预期的恶性循环并没有被打破，仅仅是被推迟。2016 年外汇储备下降幅度接近 3000 亿美元，离岸市场人民币 1 年期远期贬值幅度约为 4%。央行的操作策略与过去处理升值预期时基本一致，依然是以“时间换空间”。通过实施严格的资本管制，运用中间价和外汇储备干预外汇市场，控制人民币汇率贬值节奏。最后导致的结果是，在岸即期市场难以及时消化美元冲击，人民币汇率的压力都被堆积到离岸远期市场，形成贬值预期。贬值预期又进一步强化美元加息的冲击，重新形成恶性循环。

面对人民币贬值预期，贸易商和投机者都在囤积美元。这种简单的策略既可以获得人民币渐进贬值的收益，又可以观望外汇储备的损耗，等待央行最终支持不住，放弃维稳汇率，获得更大的收益。

央行则是边打边退，期待美元上涨周期早日结束，人民币贬值压力尽快释放。这一策略的收益是让人民币汇率基本稳定，避免预期外的不可控风险。代价则是丧失货币政策独立性以及加强资本管制，而且，最终能否守住人民币汇率依然未知数。

这场战役的主动权一直在贸易商和投机者手上。汇率捆住了央妈的双手，央行在赢面上并不占优。

问题的症结在于央行能否容忍人民币汇率一次性贬值后自由浮动？这取决于人民币汇率一次性贬值究竟会造成哪些不可控的风险。

这个问题可以分别从宏观、外汇风险对冲和海外政治压力三个层次来分析。

从宏观层面看，汇率的合理水平主要取决于经济的基本面，例如，人口结构，相对生产率，贸易条件等因素，这些中长期的基本面因素最终会反映到经常账户收支状况。我国经常账户顺差/GDP 水平在全球金融危机后不断收缩，于 2010 年开始稳定，之后在 2.5%的水平左右波动。从过去五年的数据来看，经常账户顺差/GDP 平均值约为 2.4%，2016 年前三个季度我国经常账户顺差/GDP 约为 2%。至少从基本面的因素来看，一次性

贬值之后，人民币汇率不会陷入持续贬值的困境。

从外汇风险对冲的角度来看，一次性贬值后，人民币汇率可能会出现较大幅度的波动。过去六年，我国货币扩张速度非常快，M2 的平均增速为 13%，总规模已经达到 20 万亿美元。在我国外汇市场，由于存在“实需原则”，这部分资产自身没有对冲外汇风险的能力。只能通过央行稳定汇率间接帮助居民对冲汇率风险。央行只要同时保证通胀平稳，居民存款就不会影响外汇市场。

但是，一旦人民币汇率出现一次性贬值过渡到浮动汇率，就相当于央行不再为居民提供对冲外汇风险的服务。居民的财富价值会出现较大波动，有一部分资金会慌不择路的伪装成“实需”进入外汇市场对冲风险，进一步加剧人民币汇率向下超调程度。

所以，我们预计在央行一次性贬值，让人民币自由浮动后，汇率将会出现较长一段时间的波动，有可能不止一次贬值，而是多次台阶式贬值。但是，当美元头寸处于极端拥挤的时候，最终市场上会有“聪明钱”逆势进场，人民币汇率止跌回升。届时，人民币汇率迎来真正的双向波动，央行则可以放开手脚建设多层次的外汇市场，提供多样化的外汇市场工具。

最后一点是海外政治压力。中国作为全球最大贸易国，如果出现一次性大幅贬值，必然会引发全球动荡，也会引起新一轮的口水战。但是，此次贬值“师出有名”：改革的方向是让汇率市场化，发挥国际收支自动调节器的作用。即使美国财政部和 IMF 对贬值结果心怀不满，也无从提出过多指责。另一方面，美国候任总统特朗普表示上台后要将中国列为汇率操纵国，如果届时央行已经不再频繁干预外汇市场，那汇率操纵也就无从谈起。可以说，从现在到特朗普政府上台之前的这段时间是放弃对外汇市场的干预、让人民币自由浮动的窗口期。

从宏观层面和海外政治压力来看，人民币汇率浮动并不会对境内金融市场造成不可控的冲击。最大的风险来自境内市场主体对冲外汇

**风险的行为。**这实际上是所有脱钩货币都必须承担的成本，也是货币超调的主要原因。与其他脱钩货币相比，中国央行已经为需要对冲外汇风险的企业和个人提供了一年多的缓冲时间。而且，中国还有严格的资本管制，在一定程度上可以降低外汇市场的波动幅度。

**究竟在那个时点放开汇率的风险最小，并没有定论。**但是，从2005年汇改至今，人民币汇率一直处于单边行情，无法建立有效的衍生品市场。作为基础资产的中美双边汇率如果存在持续单边预期，在此基础上发展的衍生品就会放大单边预期，进一步恶化人民币汇率贬值或升值预期。因此，如果不放开人民币汇率，外汇市场的发展就无从谈起，居民对冲外汇风险的需求也无法释放。**汇率弹性是外汇市场发展的基础。与其等到外汇储备消耗殆尽，面对即将失控的外汇市场，再考虑放开汇率；不如趁当前手握3万亿外汇储备，放开汇率，尚有足够的回旋余地。**

总之，在这场外汇储备消耗战中，我们应该尽量保住手中外储的子弹，让汇率自由浮动。这样做虽有风险，但却是最不坏的一种选择。希望央行能沿“811汇改”的思路，在做好预案的基础上，早日完成中国汇率制度改革。

（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。