

人民币汇率升值背后的“羊群效应”*

过去两年，人民币汇率的走势是一场精彩的奇幻漂流。人民币汇率从2015年8月11日6.20贬值至2016年12月31日6.95，然后又重新升值至2017年9月8日6.46。这期间，市场对人民币汇率的解读汗牛充栋。总的来看，观点分为两派。一派以中央媒体为主，认为“人无贬基”：人民币汇率在中长期没有贬值基础。另一派以市场分析师为主，认为中美利差收窄，居民需要分散化投资，人民币汇率存在强大的贬值压力。

这两种观点实际上并不冲突。

如果单独考察经济基本面，人民币汇率并没有持续贬值的基础，从经常账户余额来看可见一斑。

如果单独考察中美短期货币政策差异，人民币汇率也会出现一定程度短期贬值压力。

比较费解的问题是，为什么去年人民币还处于“贬值通道”，几个月后就突然变成最强势的新兴市场货币，短短三个月升值幅度达到5.2%？

其实，答案就在2017年5月26日，中国外汇市场交易中心发布的“逆

* 本文已发表于《21世纪经济报道》

周期因子”公告中。公告指出：“在中间价报价模型中增加逆周期因子，主要目的是适度对冲市场情绪的顺周期波动，缓解外汇市场可能存在的“羊群效应””。

公告中提到的“羊群效应”是一个学术术语。“羊群效应”是指市场上存在那些没有形成自己的预期或没有获得一手信息的投资者，他们将根据其他投资者的行为来改变自己的行为。

在中国的外汇市场上，贸易商就是这样一群缺乏一手信息的“羊群”投资者，他们并不能完全理解央行意图，大多数时候只能根据中间价和央行外汇市场干预的程度来猜测汇率未来走势。

中国外汇市场有两个重要特征：第一，中国外汇市场受实需原则限制，外汇交易必须具备相应的真实贸易业务背景。第二，交易主体有限。外汇市场是一个封闭的、以银行间市场为中心，进行结售汇头寸平补的市场。但是银行只能为实需提供结售汇业务，无法做大规模的自营和投机性业务。

也就是说，中国的外汇市场没有机构性的风险分散者。如果央行不参与，外汇市场最终的交易对手方只能是贸易商。

在这种特殊的外汇市场结构下，人民币汇率的形成机制非常依赖贸易顺差。只有跟贸易相关的市场主体才能够进入外汇市场交易。而且，我国对资本项目一直保持宽进严出的管制，资本项目的市场供求并不能完全反映在外汇市场中。过去，央行通过持续外汇市场干预，构造了长期的升值预期，并且由央行来承担外汇风险，贸易商只需要将手中的美元，按照财务管理的需要卖给央行。这个时候，央行相当于牧羊人，为“羊群”投资者建好了羊圈，大家相安无事。

然而，“811”汇改之后，央行推动了中间价市场化改革，贸易商手中的外汇突然失去了风险对冲者，羊圈开了一个口子。

中国贸易商每年大概有 5000 亿美元的收入。按照过去的经验，其中至少有 50%以上需要换成人民币，满足企业的正常营运的基本要求。尽管“811 汇改”后，央行推动了中间价市场化改革，但是同时又动用外汇储备进行大

规模市场干预，降低贬值速度，市场普遍认为人民币汇率没有贬值到位。贸易商认为人民币汇率还会有较大幅度的贬值，但是对冲汇率贬值的成本又太高，所以，贸易商规避汇率风险的操作是推迟结汇，将美元先存放在境外。这就相当于央行给羊圈开的口子太小了，羊群争先恐后的涌出去，形成了踩踏性的贬值预期。

2017年5月26日，央行针对汇率形成机制推出“逆周期因子”改革。“逆周期因子”让央行重新获得市场价格主导权。空头开始迅速后撤，人民币汇率迎来一波强劲升值。货币当局实施逆周期因子后，人民币汇率制度由偏向浮动汇率转向了偏向固定汇率。这种操作方式相当于封住了羊圈原来的小口子，将羊群赶往反方向。

这一次恰逢美元指数大幅后撤，在央行逆周期因子的引导下，贸易商的人民币预期从贬值转向升值。过去积累大量美元的贸易商遭受重大损失，人民币升值越快，被逼平仓的贸易商就越多，市场上美元供给也就越多，人民币进一步升值动力就越强劲。

最近三个月，不仅人民币成为全球新兴市场货币中升值最强劲的货币，人民币汇率指数也出现了小幅升值。事实上已经偏离了中国经济的基本面。

显然，这是新的一波“羊群效应”。本质上，这是中国外汇市场的微观结构在规避金融风险的同时，抑制了外汇市场的价格发现功能。由于缺乏风险偏好较高的投机者，外汇市场出现单边市场格局。

此时，对于贸易商而言，将手中的美元拿去结汇显得有些不情不愿。过去人民币迅速贬值时，境内外汇市场每日交易量最高接近500亿美元。现在人民币开始急速升值，境内外汇市场交易量却仅为200-300亿美元。也就是说，这一次外汇市场的交易者除了被逼无奈入市结汇的贸易商外，并没有太多的对手方愿意卖出美元，承担未来美元升值的风险。

总体而言，“收盘价+篮子货币+逆周期因子”这种三因素的汇率形成机制，让“实需”重新占据主导地位。外汇市场仍然是以中间价作为指导价格，市场参与者唯央行马首是瞻。这跟过去的人民币中间价机制没有本质的区

别。在这种机制下，央行仍然是外汇市场的牧羊人，贸易商的刚需是外汇市场最重要的羊群交易者。当前中国的经济形势并不支持人民币持续大幅升值，人民币汇率跟随美元指数波动而升值的走势非常脆弱。如果任由其持续攀升，一旦未来有新的风吹草动，可能又会出现反向踩踏。

（作者为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究室副主任）

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。