

肖立晟、张明：人民币汇改一周年：回顾与展望

转眼间，“811 汇改”已经过去一年左右时间。在一周年之际，回顾过去一年人民币汇率形成机制的变化，总结经验教训，有助于我们更加充满信心地前行。

811 汇改的实质，是中国央行主动放弃了对人民币汇率中间价的管理。但由于当时市场上存在人民币贬值压力，此举导致人民币兑美元汇率显著贬值，并放大了市场上的贬值预期。为了维持汇率稳定，央行在初期不得不借助于在外汇市场上卖出美元、买入人民币的公开市场操作，这种做法导致中国外汇储备快速缩水。为了避免外汇储备快速流失，中国央行除了加强对资本外流的管制外，开始重新寻求管理汇率中间价的新方式。

2016 年 1 月 11 日，中国人民银行官员发文明确指出“中间价报价机制将会加大参考一篮子货币的力度，即保持一篮子汇率的基本稳定”。2016 年 2 月，央行进一步地明确，做市商的报价要参考前日的收盘价加上 24 小时篮子汇率的变化。同 811 汇改之后初期中间价基本上等于前日收盘价相比，“收盘价+篮子货币”的定价方式扮演了一个短期锚的角色，成功地稳定了市场预期、缓解了资本外流压力、放缓了外汇储备的缩水速度。

然而，即使在当前的汇率形成机制下，人民币汇率依然缺乏足够的弹性。收盘价和篮子货币的组合并非长久之计，未来中国央行仍需要继续推动汇率形成机制改革。

从理论上讲，“收盘价+篮子货币”事实上是两种汇率形成机制。前者是参考收盘价的浮动汇率机制，人民币汇率与资本流动的方向一致，具有很强的顺周期性。后者是参考篮子货币的汇率机制，人民币汇率由其他货币的相对价格决定，主要目标是稳定对外贸易增速。

单独来看，上述两种机制都有其合理性，但是合在一起就可能出现“合成谬误”。例如，在参考收盘价的浮动汇率机制下，人民币对美元汇率走势由经济基本面决定，经济指标好转会带动人民币汇率走强。而在参考篮子货币的汇率则是由其他货币的相对走势决定，汇率变动的外生性更强。

换言之，人民币兑美元双边汇率与资本流动密切相关，而篮子货币则与稳定对外贸易相关。不难理解，由于汇率对资本流动的反应速度远高于汇率对贸易余额的反应速度，因此在持续资本外流的前提下，篮子货币经常被收盘价牵引着往下走。

回顾 2016 年上半年的三波外部冲击，我们可以发现“收盘价+篮子货币”汇率形成机制中存在的一些问题。

第一波，在 3 至 4 月的弱势美元阶段，人民币 CFETS 篮子货币指数从 99 跌至 97。当时由于美联储再度爽约加息预期，美元指数下探至 94，篮子货币要求人民币兑美元升值。然而，由于大多数持汇投机者不愿意在高位结汇，境内人民币兑美元汇率并未明显升值。在

此期间，由于日元和欧元对美元大幅升值，导致人民币对欧元和日元明显贬值，CFETS 指数跌至 97。因此，面对弱势美元，如果人民币对美元汇率升值幅度不足，这将会带动篮子货币贬值。

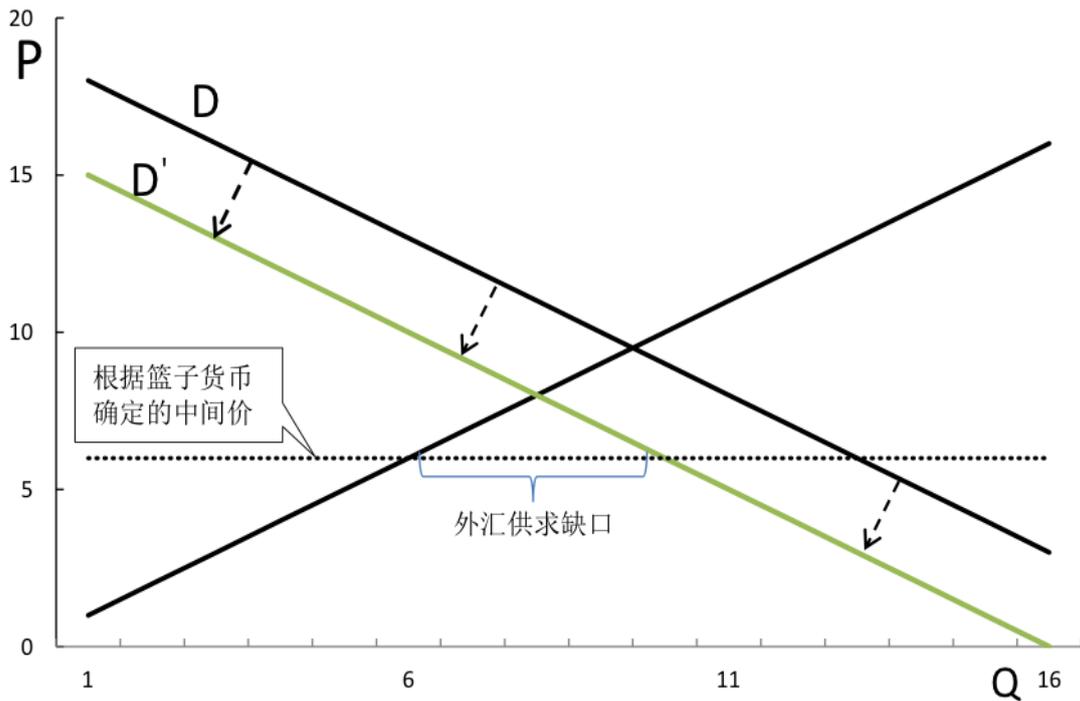
第二波，在 5 月强势美元阶段，人民币 CFETS 篮子货币指数跌破 97。当时美联储鹰派人物频繁发声，加息预期再度升温，人民币对美元的贬值压力开始释放。但是，人民币对美元的贬值幅度依然低于欧元和日元（期间人民币兑美元贬值 1.8%，欧元兑美元贬值 2.7%，日元兑美元贬值 4.2%），这导致 CFETS 指数跌破 97。换言之，面对强势美元，篮子货币作为缓冲器降低了人民币兑美元收盘价的贬值幅度。篮子货币和人民币兑美元汇率同时贬值，共同消化了贬值压力。

第三波，英国脱欧导致全球金融风险上升，人民币 CFETS 篮子货币指数跌破 95。英国脱欧一方面引发英镑和欧元贬值，另一方面导致避险资金涌入美国和日本，推动美元和日元升值。在短短八个交易日内，美元指数上升了 2.6%，日元兑美元汇率升值了 3.7%，最终导致篮子货币跌破 95，同期内人民币对美元的贬值幅度则达到 1.2%。本来，英国脱欧冲击延长了美联储的加息预期，这导致跨境资本回流新兴市场，推动新兴市场货币升值。然而，由于英镑和欧元兑美元贬值（两者合计占到 CFETS 篮子货币权重的 25%），人民币篮子汇率反而出现了较大幅度的贬值。

从上述对三个阶段的比较分析中可以发现，无论美元是升是贬，人民币 CFETS 篮子货币都在持续贬值。在面对强势美元时，篮子货币固然可以缓解人民币对美元贬值压力；但在面对其他冲击时，人民币对美元汇率和人民币 CFETS 篮子货币反而会彼此增加贬值压力。

之所以出现这种情况，根源在于，“收盘价+篮子货币”的定价方式并没有解决过去中间价定价机制中的核心矛盾——外汇市场出清问题。外汇市场无法出清的原因缘于资本管制和价格管理。如图 1 所示，当前的资本管制政策不允许一部分有购汇意愿的机构和投资者购买外汇，从而减少了外汇需求，外汇需求曲线从 D 下移到 D'。与此同时，央行运用篮子货币缓解了人民币汇率贬值幅度，将美元价格定在投资者心理价位之下，最终导致外汇市场美元处于供不应求的状态。

图 1 中国外汇市场供求曲线



面对没有出清的外汇市场，人民币 CFETS 篮子货币就陷入了易贬难升的困境。图 2 是笔者计算的稳定 24 小时篮子货币中人民币对美元的理论价格，以及上一期收盘价。从中可以发现，在大多数时候，上一期收盘价均高于稳定篮子货币的理论价格（这意味着上一期收盘价的贬值幅度更高），两者之间的平均价差达到 86 个基点。这就意味着，当美元指数上升时，二者加权形成的中间价开盘价会缓解篮子货币上升压力。当美元指数下跌时，二者加权平均形成的中间价开盘价会加剧篮子货币下行压力。

图 2 人民币篮子货币价格与上一期收盘价



因此，在上述机制下，就难免会出现人民币对美元逐步贬值、人民币 CFETS 篮子货币却加速贬值的格局。

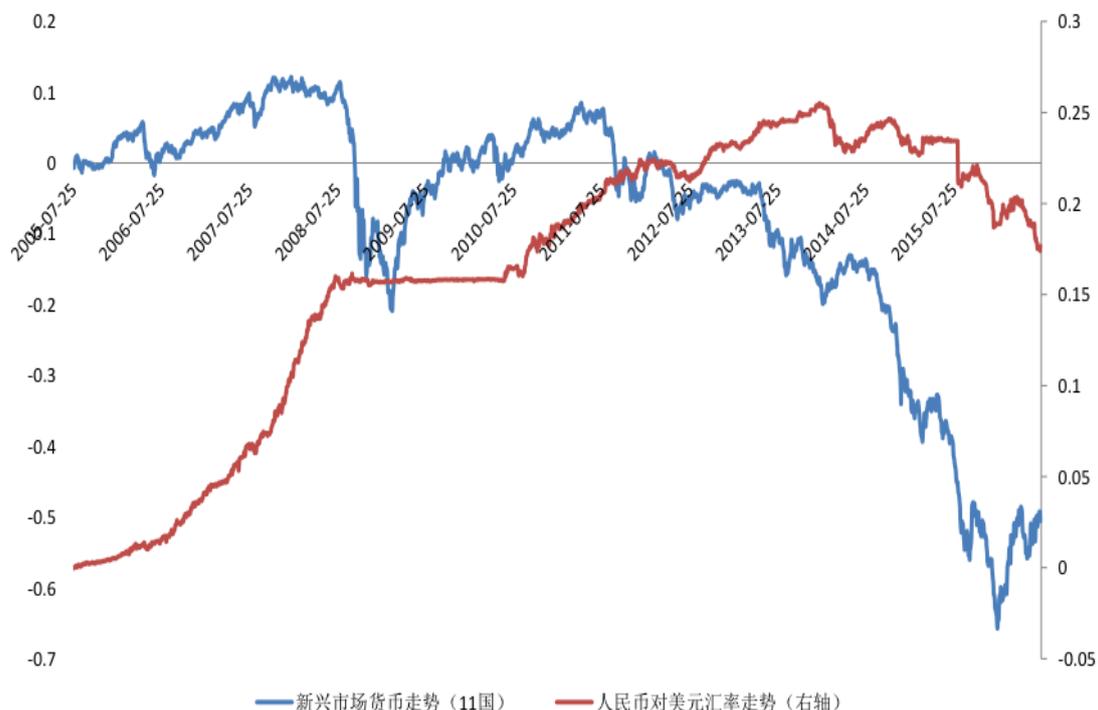
这种格局使得人民币陷入了一种尴尬境地：一方面，人民币作为新兴市场货币，应该同时反映自身经济基本面和海外风险；另一方面，在引入篮子货币后，虽然人民币贬值压力得到缓解，但是却让汇率走势脱离了基本面。

从本质上而言，人民币仍是新兴市场货币，而非避险货币。在国际金融市场风险较高时，跨境资本会从风险较高的货币资产转向流动性较高的货币资产。因此，美元和日元是典型的避险货币。中国经济虽然总量较大，但是金融市场并不发达，特别是外汇市场和国债市场容量较小，无法容纳海外资本大量流入。因此，至少从目前来看，人民币在更大程度上是新兴市场货币。

从历史走势来看，人民币与其他新兴市场货币的走势基本一致。图 3 是 2005 年 7 月至今人民币与 11 个新兴市场国家货币相对美元的走势（均以 2005 年 7 月 22 日为基期）。不难看出，在 2005 年至 2008 年期间，人民币与其他新兴市场货币均对美元升值。升值速度和幅度基本一致，三年累计升值了 10%-15% 左右。在 2008 年至 2010 年期间，人民币汇率重新盯住美元。而在 2010 年 7 月至 2011 年 7 月期间，人民币和新兴市场货币均对美元升值。

然而，在 2013 年 7 月至 2014 年 7 月期间，人民币兑美元汇率与其他新兴市场货币兑美元汇率的走势出现较大偏离，新兴市场货币大幅贬值，人民币对美元不降反升。这也是人民币汇率贬值预期的发酵期。

图 3 人民币汇率与新兴市场货币走势（2005-2016）

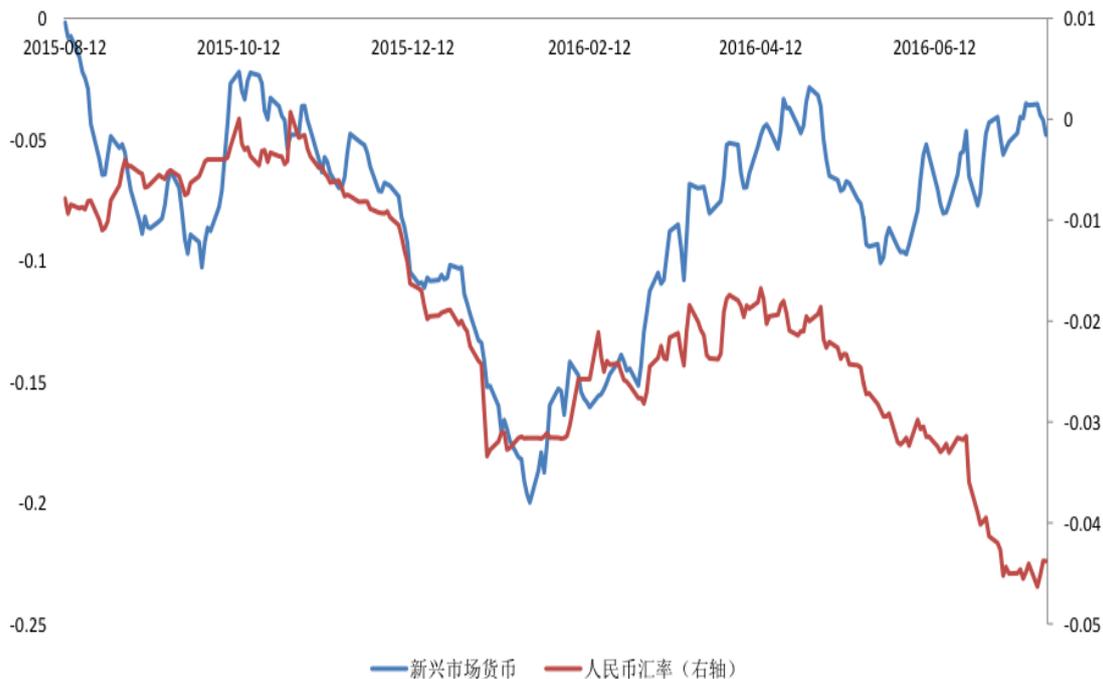


注：新兴市场货币包括马来西亚林吉特，韩元，印尼卢比，泰铢，菲律宾比索，印度卢比，俄罗斯卢布，土耳其里拉，南非兰特，墨西哥比索，巴西雷亚尔。新兴市场货币贬值幅度是指 11 个主要新兴市场国家货币相对美元加权平均贬值幅度。

2014 年 7 月至今，人民币兑美元汇率要比其他新兴市场货币兑美元汇率更加稳定。从 2014 年 7 月至今，美元指数升值了 17%，新兴市场货币贬值了 35%，人民币对美元却仅仅贬值了 7%。在“8.11”汇改后，人民币兑美元的贬值速度略有提高，但仍远低于新兴市场货币兑美元的贬值速度。

在中国央行于 2016 年 1 月引入“收盘价+篮子货币”定价机制后，人民币贬值压力仍然无法快速释放。在 2016 年 3 至 4 月新兴市场货币相对美元升值时，人民币升值动力非常微弱（图 4）。而在 2016 年 6 月英国脱欧引发英镑贬值时，尽管当时中国的资本外流在迅速放缓，中国经济的基本面也不支持加速贬值，篮子货币仍然带动人民币汇率加速贬值。

图 4 人民币汇率与新兴市场货币走势（“8.11”汇改之后）



在当前的汇率形成机制中，篮子货币的功能是作为调节器，缓解市场供需对外汇市场的冲击。然而，人民币汇率的短期决定因素已经从贸易顺差转向资本流动。由于资本流动与经济周期密切相关，这导致人民币汇率的顺周期性越来越强。与之相反，篮子货币价格并不一定与我国的经济周期走势相吻合。因此，根据篮子货币决定的人民币价格与依据市场出清的人民币价格之间，经常会相互冲突。

我们认为，引入人民币钉住宽幅一篮子可以解决这个问题。钉住宽幅一篮子的安排可以在防止人民币汇率出现超调的同时，最大限度地避免持续干预外汇市场。例如，中国央行可以公布一篮子货币中心汇率，同时允许人民币篮子汇率上下宽幅波动（例如 15% 或者 20%）。中国央行可以不对外公布允许的汇率波动幅度，但只要汇率波动在波幅之内，中国央行就不干预外汇市场。由于市场不知道货币当局所能容忍的贬值幅度，随着人民币汇率的贬值，一些认为人民币已经贬值到位的投资者就会转变为人民币的买家。随着贬值幅度的加大，越来越多的投资者就会加入到购买人民币的行列。由于市场预期的分化，很可能在触及中国央行的底线之前，不用央行出手，汇率就已经趋于稳定。这事实上正是市场自主出清的过程。

即便依然有投资者想做空人民币，由于贬值预期的分化，做空力量将会逐渐变为强弩之末。相反，央行由于此前一弹未发，仍拥有充足的弹药。这意味着，充足的外汇储备加上相应的资本管制措施，足以帮助中国央行守住人民币汇率底线。

行百里者半九十，目前人民币汇率形成机制改革尚未完成。宜将剩勇追穷寇，不可沽名学霸王。由于当前的“收盘价+篮子货币”汇率形成机制有根本性的缺陷，它只能成为过渡时期的权宜之计。作为一个大国经济，自由浮动将成为人民币汇率形成机制的终极目标。在

此之前，引入人民币对篮子货币的宽幅浮动机制将是更好的选择。中国央行应该进一步克服对汇率浮动的恐惧，走出汇率维稳的迷思，继续增强人民币汇率弹性。

文章来源：FT 中文网；本文的网址：<http://www.ftchinese.com/story/001068818>