https://doi.org/10.12677/wer.2019.82003

The Path Choice of Marketization Reform of RMB Exchange Rate

Liangwen Zhou

China Construction Bank Shenzhen Branch Corporate Banking Division, Shenzhen Guangdong Email: 13662244230@139.com

Received: Jun. 6th, 2019; accepted: Jun. 21st, 2019; published: Jun. 28th, 2019

Abstract

Interest rate and exchange rate are two important policy tools for macro-control under market economy condition. The market-oriented reform of RMB exchange rate is an important part of the stable development of China's economy. Firstly, this article reviews the reform of exchange rate regime over the years and the trend of RMB to US dollar, and focuses on the characteristics of RMB exchange rate since 2018. Then it elaborates the relevant theory of exchange rate fluctuation, deeply analyses the main reasons for the fluctuation of RMB exchange rate, and puts forward the view that the evolution of RMB exchange rate policy should be oriented towards marketization. The changes of foreign exchange situation to realize marketization of exchange rate are analyzed. Finally, suggestions on the path selection of market-oriented reform of RMB exchange rate and related regulatory requirements are put forward to provide reference for market-oriented reform of RMB exchange rate.

Keywords

Marketization Reform of RMB Exchange Rate, Exchange Rate Fluctuation, The Path Choice of Marketization Reform of Exchange Rate

人民币汇率市场化改革路径选择

周梁文

中国建设银行深圳市分行战略客户部,广东 深圳

Email: 13662244230@139.com

收稿日期: 2019年6月6日; 录用日期: 2019年6月21日; 发布日期: 2019年6月28日

摘 要

利率和汇率是市场经济条件下宏观调控的两个重要政策工具。人民币汇率市场化改革作为当下中国经济稳

文章引用: 周梁文. 人民币汇率市场化改革路径选择[J]. 世界经济探索, 2019, 8(2): 21-31.

DOI: 10.12677/wer.2019.82003

定发展的重要一环。本文首先回顾了历年来汇率制度改革及人民币兑美元走势、重点分析了2018年以来人民币汇率变化特点,然后阐述了汇率波动的相关理论,深刻分析了人民币汇率波动的主要原因,提出人民币汇率政策演变需以市场化为方向的观点,随后对当前实现汇率市场化的外汇形势变化进行了分析,最后提出人民币汇率市场化改革的路径选择建议及配套的监管要求,为人民币汇率市场化改革提供参考。

关键词

人民币汇率市场化改革,汇率波动,汇率市场化改革路径选择

Copyright © 2019 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY).

http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/



Open Access

1. 引言

当前,国际形势日趋复杂,我国经济增长减速,中美出现贸易摩擦,国内的外汇形势也发生变化,尤其是我国基础国际收支顺差持续萎缩,短期跨境资本流动规模持续扩大,人民币汇率波动性持续增强。相应地,央行在人民币汇率调控上面临新的现实约束:一是将人民币汇率水平稳定在某一区间的可能性降低;二是干预人民币汇率的成本提高;三是国内汇率政策的可信度会受到挑战。因此,通过深化人民币汇率市场化改革来化解这些约束的紧迫性大幅提升,人民币汇率市场化深化改革势在必行。

2. 历年来人民币兑美元走势回顾

2.1. 人民币汇率制度改革回顾

汇率是宏观经济中非常重要的经济变量。中国的汇率制度经历了数次重大变革,这些变革并非都是完美的,庆幸的是中国经济每一次都能有惊无险地渡过难关。而每一次改革中的缺憾,也都能成为下一次改革时可以借鉴的经验。为适应中国经济发展和对外开放的需要,人民币汇率制度分别于 1994 年、2005 年和 2015 年经历了三次较大的改革。现将这三次汇率制度改革的情况介绍如下:

1994年汇改,央行将人民币官方汇率和外汇调剂汇率并轨,统一为1美元兑8.7人民币,并规定人民币兑美元中间价由上日市场的加权平均价获得,交易波幅为0.15%,从形式上完成了浮动汇率制度的设计。

2005 年汇改源于我国快速扩张的外贸规模和连续顺差的经常项目下,人民币升值预期的持续累积,相应央行将人民币兑美元汇率一次性升值 2%至 8.11,并改革汇率调控方式,参考一篮子货币进行调节。但在经历 1998 年亚洲金融危机和 2008 年全球金融危机后,人民币汇率实际上依然总体盯住美元。

2015 年 8 月 11 日,央行再次启动汇率制度改革,一是完善中间价形成机制,进一步明确"收盘汇率 + 一篮子货币汇率变化"的人民币兑美元中间价形成机制,并于 2017 年 5 月引入"逆周期因子"; 二是公布 CFETS 人民币汇率指数、BIS 货币篮子人民币汇率指数及 SDR 货币篮子人民币汇率指数三大篮子指数,人民币汇率也相应由此前的对美元稳定变为对一篮子货币的总体稳定。

2.2. 人民币兑美元汇率走势回顾

与前述汇率制度改革相对应,1994年取消双轨制以后,历年来人民币兑美元走势大体可分为以下阶段: 1994~2005年,汇改后人民币汇率定在1美元兑换8.70元人民币,1995年、1996年汇率小幅升值, 之后保持在约1美元兑8.3元人民币,上下波动幅度不超过0.3%。

2005~2008 年,人民币汇率浮动区间扩大,由单一盯住美元改为同时盯住一篮子货币,人民币兑美元汇率大幅上升,2008 年达到 1 美元兑 6.83 元人民币,升值幅度约为 30%。

2008~2015年,人民币汇率波动幅度加大,出现双向波动,总体保持升值态势。

2015~2016年,由于 2014年美国退出量宽政策,人民币汇率定价机制改革,央行调整外汇储备,人民币释放前期贬值压力,人民币兑美元汇率呈现震荡贬值,自 2015年6月至 2016年12月累计贬值 13%。人民币汇率下跌对国内来说是一个巨大的挑战。当人民币汇率下跌时,第一会造成大量的外资涌入中国市场。一美元可以买到更多的物品,中国产品出口量增加,导致中国商品在国际市场上竞争力下降;第二会使得国内通货膨胀压力增大。国际上对中国商品需求量只增不减,这样短期内国内供不应求,物价上涨,通货膨胀压力逐渐增大;第三由于人民币升值预期不存在,原先在中国市场的部分外资将逃离,即出现国际游资撤离国内情况。

2016~2017年初人民币汇率触底反弹,约1美元兑换6.7元人民币。2018年以来美元出现了较大反弹。 2018年以来人民币汇率呈现以下特点:

一是人民币汇率先升后贬,呈现出双向波动、总体贬值态势。2018年1季度,人民币兑美元汇率较年初升值。4月19日,人民币对美元汇率中间价和即期汇率分别为6.2832元和6.2778元,较年初升值3.45%和3.37%。4月20日起又出现贬值,6月后贬值势头加大。8月15日,人民币对美元中问价和即期汇率分别为6.9049元和6.8856元,较年初贬值6.1%和5.98%。之后,贬值势头有所缓和,11月30日及12月30日分别为6.9357元和6.8755元。

二是人民币汇率双向波动的弹性进一步增大。与以往人民币汇率贬值变动不同的是,2018年4月以来人民币汇率波动弹性明显增大,出现几百点的波动已是"常态"。人民币对美元汇率中间价最高为6.2764元,最低为6.9049元,最大单日升值618点,最大单日贬值589点。说明官方对人民币汇率波动的容忍度和承受力明显增强。2018年年初以来的人民币双向波动不断加大与我国货币政策边际略微收紧、特朗普行情终结、欧元区经济复苏超预期等因素存在很大关系。

2008年~2018年美元兑人民币汇率走势详见下图1。



图片来源: 财汇金融大智慧终端。

Figure 1. Trend chart of USD/ CNY exchange rate from 2008 to 2018 **图 1.** 2008 年~2018 年美元兑人民币汇率走势图

3. 人民币汇率波动原因分析

3.1. 汇率波动理论

20 世纪 80 年代,世界货币体系进入牙买加时代,汇率波动频繁对国际贸易和世界经济产生了不利 影响,汇率波动原因较复杂,国际收支失衡、短期资本流动、通胀差异、各国政策的不协调等都会导致 汇率波动,汇率波动的深层原因是经济发展水平、市场健全程度、经济对外开放度等差异,亦因此形成了各国汇率制度的差别。对汇率波动的研究就是对汇率决定机制的研究,目前全球汇率波动理论主要分为以下三类:

- 1)传统汇率决定理论。包括购买力平价理论、利率平价理论和国际收支失衡理论。购买力平价理论认为,汇率波动的原因是各国物价水平存在差异,其基础是"一价定律"。利率平价理论认为,汇率波动源于国内外利率差异,即一国货币的即期汇率与远期汇率之间的差异近似等于该国利率和外国利率的差异。国际收支失衡理论认为,汇率波动的因素主要源于国内外国民收入、国内外价格水平、国内外利息率以及对未来汇率的预期。传统汇率决定理论把对货币的市场供求变化看作是汇率波动的根本原因。
- 2) 现代汇率决定理论。包括弹性价格理论、粘性价格理论和资产组合理论。弹性价格理论认为,两国间的相对货币供给量、相对国民收入水平、相对利率即经济变量的弹性共同决定汇率水平,当这些变量发生变化时根据不同的弹性大小会导致汇率的波动不同。粘性价格理论认为,汇率波动源于相对货币供应量、相对实际产出和前期的物价水平。资产组合理论把汇率视为货币资产的价格,因而某一货币价格的变动预期、风险收益等因素发生变化都会导致汇率波动。现代汇率决定理论对传统汇率决定理论中涉及到的货币供需分析进行了继承,并新加入了预期和风险偏好两个影响汇率波动的分析因素。
- 3) 其他汇率波动理论。汇率体制决定论认为,汇率制度的选择取决于一国经济特征,实施固定汇率制度的国家是由于其经济倚重出口,固定汇率可以起到稳定出口部门的价格、稳定物价和维护市场信心的作用。汇率走势市场预期论认为对汇率走势的心理预期会导致汇率波动。

3.2. 人民币汇率波动的主要原因

上述传统的汇率波动理论并不能完全解释人民币汇率波动的原因。根据笔者分析,影响人民币汇率 波动的主要因素包括:

3.2.1. 国际收支

国际收支状况是决定人民币汇率的重要因素,它反映了外汇市场供给变化对人民币汇率的影响。国际收支(International Balance of Payment)是一个国家对外经济活动中的各种收支的综合,它反映了外汇市场供给变化对人民币汇率的影响。一般情况下,国际收支变动决定汇率的中长期走势。

国际收支理论认为汇率决定于外汇的供给与需求,当我国的国际收支顺差时,外汇供给大于需求, 因而外汇汇率下降,人民币汇率上升;当我国的国际收支逆差时,外汇的需求大于供给,因而外汇汇率 上升,人民币汇率下降;如果外汇收支相等,人民币汇率处于均衡状态不会发生变动。

3.2.2. 通货膨胀率

通货膨胀率(Inflation Rate)指的是货币超发部分与实际需要的货币量之比,反映通货膨胀、货币贬值的程度,通货膨胀使一国货币的国内购买力下降,对内价值下降,在其他条件不变的情况下,货币对内贬值必然引起对外贬值。在考察通货膨胀对汇率的影响,还要与其他国家的通货膨胀率做比较。一般来说,通货膨胀率持续较高的国家,由于其货币的国内价值下降相对较快,货币汇率也随着持续下降。

3.2.3. 外汇储备

外汇储备(Foreign Exchange Reserve)是指为了应付国际收支的需要,各国的中央银行及其他政府机构所集中掌握的外汇资产。外汇储备主要用于清偿国际收支逆差,以及干预外汇市场以维持该国货币的汇率。

较多的外汇储备,表明一国政策干预外汇市场和维持市价的能力较强。因此,一国外汇储备增加能够加强外汇市场对本国货币的信心,因而有助于本币汇率的上升。如果一国外汇储备高,则该国货币汇

率将升高。我国外汇储备高居世界第一,并且在将来相当长的时间会保持下去。巨额的外汇储备是人民币升值的基础。如果没有雄厚的外汇储备,人民币贬值的压力就会加大。

3.2.4. 经济增长率

在开放经济下,经济增长对一国汇率的影响是不言而喻的。经济增长对汇率的影响主要分为两个时期,在经济刚刚起步发展时,一方面,当我国经济增长率较高时,意味着收入的增加,从而进口增加;另一方面,经济增长率往往伴随着劳动生产率的提高,这会使得生产成本降低,从而使我国产品的竞争力增强,有利于出口。高经济增长率会使得进口增加,一国面临的外汇汇率下降压力就较大。同时,当经济增长到一定的高度时,经济增长率的差异也会对资本流动产生影响:一国经济增长率较高时,在国内对资本的需求较大,国外投资者也愿意将资本投入到此国家,于是资本流入,外汇供给增加,从而导致外汇市场上外国货币汇率的下降,本国汇率上升。如果一国经济增长率较高,则该国货币汇率也同样较高。我国持续高经济增长率为人民币币值保持坚挺甚至升值提供了坚实的基础。

3.2.5. 汇率制度改革

我国汇率制度改革的目标是形成市场化的汇率决定机制。1994年以前我国实行固定汇率制度、汇率双轨制;1994年我国取消双重汇率,采取单一盯住美元的浮动汇率制度;2005年人民币汇率采取盯住美元和盯住篮子货币的定价机制,加大汇率浮动区间,在经常项目和资本项目双顺差的情况下人民币汇率持续升值;2010年全球金融危机后重启人民币汇率改革,加速"去美元化"进程,汇率弹性增大,人民币汇率双向浮动;2015年由于调整人民币兑美元汇率报价机制,释放前期累积的贬值压力,人民币汇率出现下跌。目前,央行继续支持进一步完善人民币汇率形成机制,发挥市场供求在汇率形成中的作用,人民币汇率由市场因素决定的特征越来越明显。

3.2.6. 人民币国际化

另一个影响汇率变化的因素是人民币国际化。我国已于 1996 年实现人民币经常项目可兑换。只要购付汇是真实用于货物贸易、服务贸易等经常项目用途,国家均不作限制予以满足。2001 年以来,顺应加入世界贸易组织和融入经济全球化的挑战,根据经济发展和改革开放的客观需要,资本项目开放的步伐逐渐加快,并逐步深入。2002 年我国实施合格境外机构投资者制度(QFII),允许额度内外汇兑换人民币。2006 年实施合格境内机构投资者制度(QDII),允许额度内人民币兑换外汇。2015 年取消境外央行投资我国银行间债券市场的额度限制,并允许境外央行、国际金融组织、主权财富基金进入我国银行间外汇市场交易。2015 年人民币纳入国际货币基金组织特别提款权(SDR)货币篮子,此前央行与 30 多个国家和地区签署货币互换协议,额度内可以使用人民币与该国本币直接结算,并在 20 个国家和地区建立了人民币清算机制。适当解除外汇管制,积极推进人民币国际化,人民币国际化会增加国外对人民币的交易、支付和储备需求,进而形成人民币汇率波动的内在动力。

除上述因素外,我国的利率水平,短期资本流动,美元币值的变化等多项因素都会对人民币汇率波动产生影响,这里就不一一赘述了。

3.3. 历次人民币汇率政策演变均以市场化为方向

总体而言,前述国内三次汇改的推行与当时全球经济贸易的环境变化一致,也与中国经济制度的改革安排一致,市场化始终是改革的方向。近期影响中美汇率市场化变化的重大影响变量是中美贸易争端走向。至2019年4月末,中美之间已进行了十轮中美贸易谈判,取得了一些积极进展,双方试图找到解决日益激化贸易冲突和关税战的方法,但谈判至今仍没有达成最终协议。

事实上,人民币大幅波动更多原因是因为市场交易行为所致,且人民币对美元的跌幅仍小于众多新兴市场货币。中国需坚持对人民币汇率市场化改革目标,汇改方向是增加汇率的弹性。推进汇率市场化,人民币只有拥有了强势地位。当汇率双向波动、市场预期分化的时候,汇率才能够发挥自动稳定器的作用。对中国而言,除了应对美方贸易战外,更应主动加大改革进程。改革开放以来,中国经济之所以取得如此骄人的成绩,一个主要原因就是坚定不移地对外开放,加入全球产业分工和市场体系。正如刘鹤副总理在《没有画上句号的增长奇迹——于改革开放三十年》中指出的:"坚持市场化的改革方向,承认和保护个人和企业的经济利益追求,重视发挥市场竞争的作用,重视保护产权,发挥市场配置资源的基础性作用和政府导向作用"[1]。余永定也表示,最近一年多以来,央行逐渐停止了对汇市的常态化干预,中国的汇率制度已经具有越来越明显的浮动汇率的特征。尽管 2018 年开始的中美贸易摩擦导致市场不确定性增加。

4. 当前实现人民币汇率市场化的外汇形势分析

4.1. 最新外汇形势

从国际收支口径分析,我国的外汇形势已发生明显变化[2]。一是国际收支整体趋于平衡。国际收支平衡的主要评判标准是经常项目差额是否可持续。2005年起,我国经常项目出现大额顺差。2007年,经常项目顺差占 GDP 的比重达到峰值 10.02%。2008年后,受周期和结构性因素的共同影响,经常项目顺差及其占 GDP 的比重逐年下降,2009年回落至 4.81%,此后维持在国际认可的合理水平内,2018年为 0.4%。

二是基础国际收支顺差持续萎缩。基础国际收支差额是指一个国家外汇经常项目差额与直接投资差额之和,是一国国际收支中相对稳定的部分。2015年后,随着我国货物贸易顺差回落,基础国际收支顺差进入趋势性萎缩阶段,意味着国际收支中不稳定因素增多,相应地波动将加大,汇率与贸易等实体经济的关系逐步弱化。

三是短期资本流动的规模扩大,波动性提升。通常证券投资差额和其他投资差额之和被用来衡量短期资本流动。2008年金融危机后,全球主要央行启动大规模货币宽松政策,金融市场流动性宽裕,加之我国证券市场对外开放程度提升,短期资本流动的规模和波动性均明显提高。2014~2018年间的20个季度中,有17个季度的短期资本流动占基础国际收支差额的比重超过一半(无论是正贡献还是负贡献);而1998年至2013年的64个季度中,仅22个季度的短期资本流动占比过半。未来,随着债市、股市的开放步伐加快,短期资本流动的影响还将持续提高。

4.2. 汇率调控面临新的现实约束

在国际收支状况已然发生变化的情况下,我国的汇率调控也面临新的现实约束。

一是将汇率水平稳定在某一区间的可能性降低。理论上,资本项目对国际收支的影响增大,意味着本币汇率将越来越具有资产价格属性,相应汇率出现快速调整甚至出现过度升值或贬值的汇率超调的可能性增加。换言之,不管人民币汇率是否处于均衡合理的水平,市场汇率都不可能自动稳定在均衡汇率水平之上。实际上,伴随短期资本流动规模的增加,人民币波动率趋势上提升,尤其是"8.11"汇改后,人民币波动率与短期资本流动规模同步上升。

二是干预汇率的成本提高。在市场主导的背景下,人民币汇率一旦出现"超调",若监管部门要反向操作,为了与巨量的资本流动抗衡,需要消耗的"弹药"也相应增多。参考 2014~2016 年人民币的贬值经历,"中国的货币当局面对这个贬值压力,还是千方百计保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。为此,在这个过程中,中国外汇储备减少了 1 万亿美元"。2015~2018 年中国外汇储备变化详见下图 2:



图片来源: 财汇金融大智慧终端。

Figure 2. China's foreign exchange reserve change map from 2015 to 2018 图 2. 2015 年~2018 年中国外汇储备变化图

三是汇率政策的可信度将受到挑战。参考 2005 年汇改后人民币汇率波动的经验,在经济上升时期,维持有管理的浮动汇率相对容易;但在经济下行期,市场情绪变得较为紧张,跨境资金流动加剧,而由于有管理的浮动汇率制度的政策透明度有限,容易引发市场的不信任,进而导致制度本身的脆弱。

5. 人民币汇率市场化改革的路径选择

2016年,李克强总理在《政府工作报告》中曾表示"继续完善人民币汇率市场化形成机制",(见表 1) 当年人民银行确实也推出了汇改新举措,初步形成了"收盘汇率 + 一篮子货币汇率变化"的人民币中间价形成机制,在今年的《政府工作报告》中,李克强总理重申"将完善汇率形成机制",表明年内汇改应有新举措出台。人民币汇率市场化改革又进了一大步。

Table 1. Relevant expressions on CNY exchange rate reform in recent government work report 表 1. 近年《政府工作报告》中关于人民币汇率改革的相关表述

年度	表述
2014年	保持人民币汇率在合理均衡水平的基本稳定,扩大汇率双向浮动区间,推进人民币资本项目可兑换。
2015年	保持人民币汇率处于合理均衡水平,增强人民币汇率双向浮动弹性。稳步实现人民币资本项目可兑换,扩大人民币国际使用,加快建设人民币跨境支付系统,完善人民币全球清算服务体系,开展个人投资者境外投资 试点,适时启动"深港通"试点。
2016年	继续完善人民币汇率市场化形成机制,保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。
2017年	坚持汇率市场化改革方向,保持人民币汇率在合理均衡水平上。
2018年	深化汇率市场化改革,保持人民币在合理均衡水平上的基本稳定。
2019年	完善汇率形成机制,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

美国商务部在 2017 年 10 月发布的《中国非市场经济地位报告》中表示,即便人民币中间价形成机制市场化程度大幅提升,但流程中仍有诸多缺乏透明度的环节,使得机制中市场力量起到何等程度的作用不明确。2019 年 2 月,在第七轮中美经贸高级别磋商中,汇率已被正式列为讨论话题之一。为适应我国国际收支面临的新变化、新约束,汇率市场化改革的紧迫性再度提升。在此需要明确的是,一个国家的汇率选择包括汇率制度和汇率政策。其中,汇率制度是长期的、稳定的;汇率政策是短期的、可变的,是可相机抉择的。由此,笔者认为后期深化汇率市场化改革的重点在于继续坚持宏观审慎下对跨境资本流动的必要管理,加强预期管理,依托现有中间价形成机制,进一步提升中间价透明度,继续推进资本

项目开放及推行人民币国际化,深化外汇市场发展,增强市场广度与深度,以配合汇率制度改革。以下是对人民币汇率市场化改革的相关建议:

1) 依托现有中间价形成机制,提升中间价透明度

汇率制度改革的目标是实现人民币汇率的自由浮动,这可以解决干预汇率成本提高及政策可信度下降的问题。但短期内贸然宣布自由浮动的风险较大。IMF的研究结果显示,在 1990~2002 年间的 139 次向浮动汇率的转变中,有 77 次是无序的,即在前后 6 个月中出现了本币名义汇率波动幅度超过 25%的情况。在目前我国金融市场制度建设仍不完善的背景下,贸然转向浮动汇率制导致的金融风险不容小觑,有管理的浮动汇率制度仍需坚持。

当前的中间价形成机制为"收盘汇率 + 一篮子货币汇率变化+逆周期因子",此中间价形成机制有助于增强人民币汇率弹性,并放松对美元的盯住程度。参考一篮子汇率变化的方式推动了人民币多边汇率的有序调整,边际上有助于改善我国的出口竞争力。逆周期因子则有助于增强汇率调控的自主性,向市场传递监管当局的政策意图,对冲市场的周期性波动。当前中间价形成机制亟待完善之处在于透明度的增强。主要体现在逆周期因子何时启用、方向如何、程度如何均不明确。逆周期因子的使用会阻碍市场价格发现功能的实现,也不利于市场预期的稳定。未来央行改革的方向有必要在加强逆周期因子透明度上下功夫。此外扩大人民币市场价对中间价波幅的现实意义有限。2015 年"8.11"汇改后至今,人民币市场价对中间价的偏离幅度明显收敛,基本控制在1%以内,远达不到2%的波幅上限。因此,即便监管当局进一步放开波动幅度,也只是象征意义大于实际影响。

2) 继续深化外汇市场发展,增强市场的广度和深度

IMF的研究结论认为,建立有深度性和流动性的外汇市场,并配备与新机制相一致的外汇干预策略,能有效降低向浮动汇率制转变过程中无序退出的风险。

经过 40 年的发展,我国外汇市场产品不断丰富、对外开放程度不断提高。2018 年,人民币外汇市场累计成交 29.07 万亿美元(日均 1196 亿美元),同比增长 20.7%。但与国际外汇市场相比,人民币外汇市场的深度和流动性仍然不足,主要是由于制约仍然较多。对个人和企业结售汇实行的实需原则管理、对银行自营外汇交易实行的结售汇综合头寸管理以及对市场准入资格的限制等因素共同形成了人民币外汇市场交易以套期保值为主的单一需求。而国际外汇市场上则有相当比例为投资或投机性交易。

实需原则对于维持人民币汇率稳定、确保国际收支安全有积极作用,但不利于投资者主动防范汇率风险,且制约境内外汇衍生品市场的发展。因此,预计外汇政策调整的空间将体现在以下三方面:一是适时适度放松实需交易原则,注重对汇率交易中避险需求的满足;二是增加外汇交易主体,促成市场预期的多元化,提高市场定价效率;三是促进境内外市场的融合,支持境内银行深度参与离岸货币市场、外汇市场,以逐步缩小境内外人民币利差及汇差。

3) 优化外汇市场微观结构

通过增加交易成本、汇率沟通、调节中间价来进行人民汇率逆周期管理的,其本质上属于主动的外部干预,主要针对市场力量不足以自发促成与基本面相适应的均衡汇率之时。可以考虑拓宽思路,从完善人民币汇率的内生形成机制入手,继续深入市场化改革,其中的一个关键在于优化我国外汇市场的微观结构。

外汇市场分为三个层次,除央行和银行的交易外,还有银行间市场和银行代客交易。银行基于较低的风险偏好和结售汇头寸限制,自营占比较低,大多是对冲代客业务。在实需原则下,银行代客的交易主体大都是涉及实体经济活动的企业和个人,结构较为单一。这类主体有一个明显特征,就是交易行为的顺周期性。受经济周期变化、信息渠道、预期非理性等因素影响,这类主体的汇率预期有趋同倾向,使得外汇结售汇行为和我国跨境资金流动的顺周期性较强。

建议在我国有序推进资本项目可自由兑换的背景下,引入更多境外主体及非银行金融机构参与境内外汇交易,自主择机结售汇,综合运用即期、衍生品市场进行兑换及套期保值。通过稳步开放资本市场领域(如债券、股票市场等),与国际贸易及投资形成有机互补。利用这些机构与实体企业、个人相比,更为专业的汇率判断、合理分化的市场预期和异质性的风险偏好,破解一致性预期困局,纠正汇率的单边走势。甚至可以考虑尝试一定额度内剥离实需原则的刚性约束,在境内试点外汇期货,发挥期货市场对即期市场的信息外溢作用,更好地促进价格发现。

4) 宏观审慎下对跨境资本流动进行必要管理

近年来,我国在推动资本项目可兑换、便利跨境资金汇兑等方面进行了较大幅度的改革。近日,外汇管理局局长潘功胜表示,下一步资本项目开放将着力推动少数不可兑换项目的开放,提高可汇兑项目的便利化程度,提高交易环节对外开放程度。由此,预计未来股权和债券市场的继续开放仍是重点领域,相应,放宽市场准入、扩大投资者范围、丰富风险对冲工具仍将是改革方向[3]。

但是,加快资本项目可兑换进程并不意味着放松必要的监管。2008 年金融危机给我们提供了以下教训:即使国内宏观经济状况保持稳健,跨境资本的异常流动也会导致风险跨部门传染,进而成为诱发系统性风险的隐患。国际主流机构也反思了资本过度自由化带来的负面影响,并肯定了跨境资本流动管理的有效性。IMF 将资本管制和宏观审慎的概念融入跨境资本流动管理框架之中,进一步提出了资本流动管理工具(Capital Flow Management Measures, CFMs)的概念,囊括了所有抑制跨境资本流动的政策工具。

潘功胜表示,我国将建立并完善跨境资本流动"宏观审慎+微观监管"两位一体的管理框架。预计除了传统的宏观政策工具,如货币政策、财政政策及必要的外汇市场干预外,监管当局将继续采取更加市场化的方式,如引用托宾税的理念,通过金融交易税调节跨境投资行为,通过价格手段影响交易成本。如果将稳定汇率预期和结售汇市场平衡放在2019年汇率市场调控的重要位置,在结售汇"实需"原则的大框架下,强化跨境资金流动管理几乎是必然的选择。这并不意味着正常的国际经贸往来会受到约束,但不符合"实需"原则的结售汇行为可能会受到更为严格的监管。

5) 稳步推进人民币国际化

人民币国际化是指人民币能够跨越国界,在境外流通,成为国际上普遍认可的计价、结算及储备货币的过程。人民币在国际上虽然远远没有美元的一般接受性,应适当解除外汇管理,推进人民币国际化。解除外汇管制的初期,央行的外汇储备一定会流失,会给人民币汇率带来一定阵痛。但随着其他国家及政府对人民币的逐步接纳,人民币的币值会逐步稳定,央行的外汇储备预计会逐步回升。2014年11月9日,俄罗斯外贸银行行长安德烈•科斯京在北京接受新华社记者专访时表示,中国政府致力于把人民币变成国际储备货币和结算货币,俄罗斯对此持非常积极的态度[4]。当前随着中国经济的快速发展和对外开放程度的提高,人民币作为交易媒介、储藏手段和支付手段,在中国周边国家和港澳地区的使用越来越广泛,国际化进程逐步加快。人民币则保持了汇价稳定,防止了危机的进一步扩大和加深,为人民币奠定了牢固、可靠的信用基础。为推进人民币国际化创造了前提条件。

人民币国际化是一个长期的战略。人民币作为支付和结算货币已被许多国家所接受,目前人民币境外的流通并不等于人民币已经国际化了,但人民币境外流通的扩大最终必然导致人民币的国际化,使其成为世界货币。事实上,人民币在东南亚的许多国家或地区已经成为硬通货。人民币国际化后,对外贸易和投资可以使用本国货币计价和结算,企业所面临的汇率风险也将随之减小,这可以进一步促进中国对外贸易和投资的发展。同时,也会促进人民币计价的债券等金融市场的发展。

总体而言,2019年人民币不存在大幅升值的基本面支撑,同时也要尽力避免大幅贬值恶化本就不甚稳定的市场预期。在加强跨境资金流动监控的基础上,在一个相对较低的水平对一篮子货币维持基本稳

定(如将 CFETS 指数维持在 92~95 区间),同时允许人民币兑美元双边汇率频繁波动,逐渐令市场适应高频宽幅的双边汇率波动,可能是较为保守但也较为保险的市场化策略选择。

需注意的是,在当前国内外宏观经济环境下,选择哪一种汇率形成机制涉及国家主权。一国的汇率 政策不能违反 IMF 和 WTO 等国际组织的规则和已做出的国际承诺,在虚心倾听国际社会声音的同时, 我国对于货币主权的坚持不能含糊。除上述市场化改革措施外,人民币汇率管理也不能忽略以下重要因素:

1) 继续完善非常态化的干预机制

2005 年 "7.21" 汇改以来,除特殊时期外,我国始终坚持市场化驱动原则,货币篮子中美元权重不断降低,汇率的双向波动特征日益凸显,常态化的外汇干预已经完全退出。但为了守住金融安全的底线,防范外汇挤兑,仍有必要在宏观审慎的管理框架内,建立非常态化的干预机制,在单边波动加大时对冲市场的非理性成分。

- a) 有关政策搭配:在一般情况下,市场依靠汇率出清,外汇储备的波动并非源于主动干预,而是遵循实需原则满足经济主体的实际需要,汇率和外储的变化是尊重市场的结果。单一政策工具下稳汇率、保外储难以兼容。供给端动用外汇储备干预汇率不具有可持续性。且参考 1997 年亚洲金融危机的经验,这很容易被市场解读为汇率水平难以长期维持,反而会激发做空人民币的冲动。需求端通过加大代客点差收取的"庇古税"方式能够一定程度上抑制购汇,减少外汇储备的被动流失,但微观主体的实际购汇汇率可能会提高。这时需要运用政策搭配,化解目标冲突,促成多重目标达成。其中,政策工具的选择和力度可根据政策目标偏好的强弱来组合。既要坚守市场化本源,又要修复市场失灵。"价"上,不牺牲货币政策的独立性,保持汇率弹性以吸收外部冲击,同时利用信号影响、预期引导的"轻干预"方式防止汇率走偏。"量"上,协调好合规管理和贸易投资便利化这一矛盾的主次,在市场情绪"偏激"时,对非金融机构强化监管,筛查出不合理的购汇付汇行为,保障跨境资金有序流动。
- b) 有关干预对象:人民币汇率逆周期管理的范围不仅有即期市场,还有衍生品市场。在实需原则要求下,经济主体如果看贬人民币汇率,即使当前没有资金或未来才有相关业务背景,也可以通过衍生品对未来购汇进行保值,并通过远期的线性属性转化为即期市场外汇需求。在衍生品市场抑制非理性的购汇行为,可以削弱预期在即期汇率中的反映。
- c) 有关干预时机:在人民币趋势性贬值行情中,依靠喊话强调"人民币不具备长期贬值基础"进行预期管理效果不佳,网络上具有调侃意味的"人无贬基"一词就是例证,还有可能影响政府公信力。这时,直接干预交易行为可能更有利。在将人民币汇率稳定在合理均衡水平后,再通过汇率沟通及引入人民币逆周期调节因子等"软调控"措施,有助于边际上提升预期引导效果。

2) 稳定市场预期

不甚乐观的国际收支格局是客观现实,从过往历史经验看,短时间彻底加以扭转虽然未必不可能,但难度不小。此时保持汇率市场情绪的稳定,避免形成单边贬值预期尤为重要。

- 一是货物贸易顺差转化为结售汇顺差需要市场预期稳定。货物贸易顺差未必能够转化为结售汇顺差,一旦出口企业预期人民币将趋势性贬值,其结汇意愿的下降很容易恶化外汇供给,同时进口企业强烈的提前购汇冲动会加大外汇需求,二者合力可能迅速恶化贸易项下的结售汇格局。例如,2015年,在货物贸易顺差高达 5939 亿美元的情况下,我国货物贸易项下就曾出现 379 亿美元的结售汇逆差,主要原因就是贬值预期的快速恶化。
- 二是稳定服务贸易逆差需要市场预期稳定。服务贸易逆差的扩大主要源自旅行项目(逆差贡献约 90%), 而旅行项目逆差的扩大又与贬值预期密切相关,因为旅行项目是我国居民个人最便捷的购汇渠道,解铃 还须系铃人,遏制人民币贬值预期是抑制旅行项目逆差过快扩大的前提。

三是提高金融项目的稳定性需要市场预期稳定。无论是直接投资还是证券投资,本质上均为我国的对外负债,其资金进出主动权完全在于外国投资者。资本项目越开放,金融项目下的资金跨境流动越便捷,其对汇率走势预期越敏感。因此,增强国际投资者对人民币币值稳定的信心尤为重要。举例而言,2014年在贬值预期刚刚抬头时,我国金融项目逆差总额仅514亿美元,2015年随着贬值预期的急剧升温,金融项目逆差总额迅速扩大至4345亿美元。

3) 汇率调控有章可循

在有管理的浮动汇率制度下,监管当局的政策立场和市场权威对市场投资者情绪影响巨大。稳定汇率预期并不需要确保人民币对美元双边汇率的绝对稳定,也并不一定需要大幅度拉升人民币。

从历史经验看,当人民币对一篮子货币总体保持稳定时,即使人民币对美元双边汇率出现贬值,市场情绪也会比较稳定。最近的案例出现在 2018 年 4~5 月,当时尽管人民币对美元持续贬值,但 CFETS 指数基本在 97 附近震荡,市场情绪也十分稳定,银行结售汇连续两月均为顺差,分别为 106 亿和 194 亿美元。在参考一篮子货币进行调节的基本制度框架下,如果人民币对一篮子货币能够稳定在一定的水平(例如将 CFETS 指数维持在一定的水平),人民币兑美元双边汇率会随着美元的波动而波动,美元走势的不可预测性就决定了人民币对美元双边汇率的不可预测性,进而避免市场形成单边贬值预期。在此过程中,监管当局的舆论引导甚至直接入市干预必不可少,随着投资者发现人民币的波动"有章可循",在触及某些整数点位时就很难诱发严重的市场忧虑情绪。

6. 结语

人民币汇率市场化改革的目标在于助推人民币成为强势货币。所谓的强势货币,并不是只涨不跌,而在于其走势应跟随经济基本面,经济稳自然货币稳,不必人为地推高币值,也不会被市场情绪引导而出现巨幅波动,暴涨暴跌。进一步看,利率和汇率是市场经济条件下宏观调控的两个重要价格杠杆。汇率的主要用途除了协助贸易或投资,也可用作调控经济。参考美国等经济发达国家市场经验,对经济大国而言,汇率政策作为次要的经济政策,服务于内部平衡的利率政策才是优选目标。在完成人民币汇率市场化改革后,汇率政策应回归其本源,即应是工具而并非目标。其成果会比想象来得快,来得大!祝人民币好运!

参考文献

- [1] 刘鹤. 没有画上句号的增长奇迹——于改革开放三十年[EB/OL]. http://www.sina.com.cn, 2008-11-26.
- [2] 孙鲁军. 不稳定、不确定环境下的人民币汇率走向[J]. 当代金融家, 2018(10): 22-25.
- [3] 中国人民银行红河州心支行课题组. 我国跨境资本流动之汇率因素分析及监管建议[J].西南金融, 2018(5): 13-22.
- [4] 俄罗斯外贸银行行长. 俄罗斯积极支持人民币国际化[EB/OL]. http://www.xinhuanet.com, 2014-11-10.



知网检索的两种方式:

- 1. 打开知网页面 http://kns.cnki.net/kns/brief/result.aspx?dbPrefix=WWJD 下拉列表框选择: [ISSN], 输入期刊 ISSN: 2167-6607, 即可查询
- 2. 打开知网首页 http://cnki.net/ 左侧"国际文献总库"进入,输入文章标题,即可查询

投稿请点击: http://www.hanspub.org/Submission.aspx

期刊邮箱: wer@hanspub.org