



管涛：加强人民币升值情形 下的汇率预期管理



(文章首发于《清华金融评论》)

作者：管涛 中银证券全球首席经济学家

要点

过去相当长一段时期，人民币缺乏汇率弹性，一度成为全球主要利差交易货币，埋下了“8.11”汇改初期跨境资本流动逆转冲击的隐患。近年来随着人民币汇率市场化程度提高，及时释放了市场压力，避免了预期积累，低买高卖的汇率杠杆调节作用正常发挥。未来可继续优化人民币汇率中间价形成机制并研究适时扩大乃至取消汇率浮动区间。

在有管理浮动框架下人民币汇率已经越来越灵活

关于汇率选择的国际共识是，没有任何一种汇率选择适合所有国家以及一个国家的所有时期。

广义的汇率选择，既包括汇率制度安排，也包括汇率政策操作。其中，制度是相对稳定的，政策则是相对灵活。正如在通胀目标制下，既有从紧缩性的货币政策，也有中性的货币政策，还有扩张性甚至非常规的货币政策。在同一汇率制度下，也可以有不同的汇率政策。

1994年初汇率并轨以来，中国一直实行有管理的浮动汇率制度。当时对人民币汇率制度的描述是，实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度。其中，“单一”并非指人民币单一盯住美元，而是因为并轨前是官方汇率和外汇调剂价格并存的双重汇率制度，并轨后境内所有

外汇交易都使用市场汇率。

亚洲金融危机期间，中国政府对外承诺人民币不贬值，是汇率政策宣示，而非重归单一盯住美元的固定汇率安排。2005年“7.21”汇改，人民币一次性升值2%后，开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币调节、有管理的浮动汇率制度，并非新的汇率安排，而是重归真正的有管理浮动。将人民币汇率的有管理浮动归于“7.21”汇改，是对人民币汇率制度演变的误读。

汇率并轨以来，中国在不同时期实行了不同的汇率政策。2015年“8.11”汇改之前，通常是当外汇形势好的时候，允许人民币兑美元汇率小步快走、渐进升值：2005年“7.21”汇改后至2008年国际金融危机暴发前，人民币汇率从8.1逐步升到6.8附近；2010年6月重启汇改到2014年初，又从6.8逐步升值6.0附近。当外汇形势恶化时，则坚持人民币不贬值或主动收窄汇率波动区间：1998年亚洲金融危机暴发后至“7.21”汇改前，人民币汇率基本稳定在8.28左右；2008年9月全球金融海啸暴发后至2010年6月汇改前，人民币汇率在6.81至6.86区间窄幅波动。

“8.11”汇改后，人民币汇率更加注重灵活性。汇改初期，恰逢中美经济走势和货币政策分化，美元指数走高，人民币汇率坚持参考一篮子货币调节，经历了阶段性调整，到2016年底跌至7附近。2018年之后，又是国内经济下行、对外经贸摩擦，人民币汇率多次跌至7附近。2019年8月初，人民币汇率应声破“7”，打开了可上可下的弹性空间，汇率市场化

程度提高，被称之为“不叫改革的改革”。2020年，在新冠疫情全球大流行背景下，人民币汇率先抑后扬、双向波动，成为吸收内外部冲击的“减震器”。人民币汇率有管理浮动再次经受了考验。

本轮升值对出口企业财务影响加大引起了政策关注

前述关于汇率选择的国际共识隐含的信息是，任何汇率选择都是有利的。浮动汇率制度或灵活汇率政策的好处是，可以平滑短期资本流动、增强央行货币政策独立性，以及减少对资本外汇管制的依赖等等。但其最大的问题就是汇率超调，即市场汇率相对于经济基本面出现过度升值或过度贬值的情况，并且超调现象可能不会在短期内得到纠正。

20世纪80年代上半期，美联储高利率反通胀政策导致的美元泡沫就是前车之鉴。美元高估削弱了美国商品出口竞争力，导致美国贸易赤字规模明显增加。这直接触发了1985年9月，西方五国签署广场协议，实施联合干预。

但这又旋即成为日本人的梦魇。广场协议之后，为应对日元汇率持续大幅升值，日本政府采取了扩张性的财政货币政策，用低利率来抑制海外对日元资产的配置需求，减缓日元汇率的升值。这滋生了日本股市和楼市的资产泡沫。最终，泡沫破灭后，日本陷入了资产负债表衰退，经济停滞、金融战败。

当前，人民币汇率制度依然是有管理浮动，只是政策上更加趋于灵活，

央行基本退出了外汇常态干预，更多让汇率发挥对宏观经济和国际收支平衡的自动稳定器作用。直到 2020 年 5 月底，人民币汇率还创下 2008 年金融海啸以来的新低。但自 2020 年 6 月初起，人民币汇率震荡升值，到 2021 年 6 月底累计升值 10.4%。

这波人民币升值的重要背景是美元指数走弱，许多非美货币兑美元也出现升值，因此，人民币兑主要贸易伙伴的多边汇率升值幅度要明显小于双边汇率。同期，中国外汇交易中心口径 (China Foreign Exchange Trade System, 简称 CFETS) 的人民币汇率指数仅升值 6.1%。加之国内通胀水平低于海外，同期国际清算银行编制的人民币实际有效汇率指数则仅上涨了 2.5%。可见，理论上讲，这轮人民币升值对我国出口竞争力的影响相对有限。

但是，人民币兑美元双边汇率的较多升值，仍然对国内企业造成了较大的财务压力。2021 年上半年，我国跨境贸易中人民币结算规模仅占外贸进出口额的 14.7%，银行代客涉外外币收付中美元占比则高达 90.1%。这显示我国 85% 以上的跨境贸易是外币计价结算，而外币计价结算中九成以上又是美元。国内出口企业仍然严重暴露在人民币兑美元双边汇率波动的风险之下。

跨境人民币计价结算试点，是 2009 年底从跨境贸易开始的，政策上早已实现了本外币一视同仁。迄今，我国跨境贸易中人民币支付结算占比依然较小，一定程度上是因为我国外贸发展方式依然比较粗放，且市场和

资源“两头在外”，受制于人。因此，增强外贸企业抵御汇率波动风险能力，需要加快推动外贸发展方式转变，加强自主品牌建设，提高非价格竞争力，争取产品定价权。但这不可能一蹴而就。所以，时隔两年之后，人民币汇率大涨，2020年底中央经济工作会议公报却重提“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”目标。

汇率预期管理要解决“中间解”的透明度和公信力问题

中国除了实行灵活的汇率政策带来的汇率超调问题外，从制度层面讲，相对于固定汇率和浮动汇率的“角点解”，还面临有管理浮动汇率“中间解”的透明度和公信力两大问题。

所谓市场透明度，就是有管理浮动情况下，人民币汇率为什么涨为什么跌。所谓政策公信力，就是官方说保持人民币汇率基本稳定，但人民币汇率依然出现了一定幅度的升贬值，这是不是市场理解和认可的汇率稳定。

央行行长易纲在2001年的一篇学术论文中曾经形象地指出，在面临货币攻击的情况下，公众会基于政府放弃已有汇率制度的成本和政策透明度来判断政府承诺的可信性来采取行动。如果可信度高，公众不会恐慌；如果可信度低，公众会抢先抛售本币资产，拉大政府控制的汇率与市场汇率之间的差别。当政府反向操作的弹药（外汇储备）告罄时，中间汇率制度即崩溃。由此可见，政策公信力事关有管理浮动的可持续性。

“8.11”汇改以后，中国见招拆招，创造性地解决了人民币汇率遭遇

的透明度和公信力问题。

2016年2月，披露人民币汇率中间价的定价公式（即中间价=上一交易日收盘汇率+一篮子货币汇率变化）。这解决了市场透明度问题。2016年底，人民币汇率跌至7附近，却没有引发新的股汇双杀，因为市场理解，这是美元强导致的人民币弱，而非竞争性贬值。然而，外汇市场依然出现了一定的贬值恐慌，市场激辩保汇率还是保储备。

2017年5月底，宣布在中间价报价公式中引入“逆周期因子”，以更好反映经济基本面和对冲外汇市场顺周期行为。结果，在外汇依然供不应求的情况下，人民币汇率借美元指数大跌之际，不仅没有破7，反而升值6%以上。这解决了政策公信力问题。人民币不跌反涨，沉重打击了看空做空人民币的投机势力，也教育了国内企业不要单边押注人民币贬值。2017年成为中国跨境资金流动从净流出走向基本平衡的转折之年，此后人民币汇率由单边走势转为双向波动。

本轮人民币汇率走强始于2020年6月。2020年10月底，中间价报价模型中的“逆周期因子”被宣布淡出使用。当前人民币兑美元中间价报

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28756

