



张明：金融开放新格局下的 人民币汇率及国际化问题



文/新浪财经意见领袖专栏作家 张明、孔大鹏



新冠肺炎疫情暴发后，国际金融市场受到明显冲击，呈现复杂而深刻的变化。人民币汇率整体出现升值，此轮人民币兑美元汇率为何显著升值？此后又将面临怎样的走势？“汇改”已经推进多年，目前进展到了什么程度？未来“汇改”何去何从？党的十九届五中全会指出，要推进金融双向开放，稳慎推进人民币国际化。如何看待“稳慎”两字？数字人民币能否显著推动人民币国际化进程？为此，我们采访了中国社会科学院金融研究所副所长、国家金融与发展实验室副主任、研究员、博士生导师张明。

一、人民币汇率

1. 自新冠疫情爆发以来，人民币兑美元汇率整体出现显著升值的走势，此轮升值背后的原因是什么？

在 2020 年新冠疫情爆发后，中国政府果断采取有效的防控措施，中

国成为全球主要经济体中唯一保持正增长的国家，与此同时，由于主要发达经济体的利率纷纷走低，中外利差的显著存在吸引了大量短期资本流入，人民币兑美元汇率因此明显上升。2020 年全年，人民币兑美元汇率升值了 6.5%，呈现先抑后扬的走势。从 2020 年年初到当年 5 月底，人民币兑美元汇率贬值了 2.2%；从 2020 年 6 月至 2020 年年底，人民币兑美元汇率升值了 8.5%，这种在短期内显著升值的态势是较为少见的。此轮人民币兑美元汇率升值的原因，大概有四个：

一是新冠疫情对中美两个经济体的冲击呈现不对称性。新冠疫情爆发之后，中国经济受到疫情冲击程度的峰值出现在 2020 年第一季度，美国经济受疫情冲击稍晚，在第二季度达到了峰值。在此情况下，中美两国季度 GDP 同比增速的差距在第二季度突然加大，造成中美利差显著扩大，吸引了足够多的短期资本流入中国。以 10 年期国债收益率为例，中美之间的利差去年一度达 250 个基点，而与此同时外国投资者持有中国债券的规模也出现了明显增多，这推升了人民币汇率。

二是为缓解新冠疫情冲击，全球主要发达经济体央行实行了极为宽松的货币政策。美联储、欧洲央行、日本央行实行的罕见的量化宽松货币政策，加剧了全球范围内的流动性过剩。

三是近期我国金融市场对外开放的步伐明显加快。2019 年，中国政府债券、政策性银行债券已经被纳入彭博巴克莱全球综合指数、摩根大通旗舰全球新兴市场政府债券指数，中国 A 股相继被纳入富时罗素全球股票指

数体系、标普道琼斯新兴市场全球基准指数，中国 A 股在 MSCI 全球指数中的权重也得以提高，这有助于增加来自国外的股票和债券投资规模。2019 年 9 月，我国开始全面取消对 QFII 和 RQFII 投资额度的限制，合格的境外机构投资者投资我国股票和债券市场无需再经事先审批，投资便利程度已经大幅提高。

四是美元指数自身在波动中下行成为此轮人民币兑美元升值的重要原因。从 2020 年初到 3 月，美元指数一度达到 103 的高点，随后到 2020 年年底，美元指数下降到 90 左右。与此同时，人民币、欧元和日元兑美元汇率均呈现显著升值，但人民币兑欧元贬值了 2.7%，兑日元升值了 1.3%，因此，此轮人民币兑美元升值的一个重要原因并非人民币太强势，而是美元更弱势。

从 2021 年年初到 2 月 10 日，人民币兑美元汇率的延续单边升值趋势，累计升值了 1.3%，此后到 3 月 31 日，人民币兑美元汇率中间价从 6.4391 贬值到了 6.5713，累计贬值了 2.1%。总体来看，在 2021 年第一季度，人民币兑美元汇率呈现先升后贬的走势，累计贬值了近 0.7%。尽管如此，人民币兑美元汇率仍在波动中盘整，目前仍没有出现趋势性的变化，预计此后还将延续双边波动的格局。

2. 当前有哪些影响人民币兑美元汇率走势的关键因素？人民币兑美元汇率接下来将面临怎样的走势？

当前，人民币兑美元汇率延续双边波动的格局，汇率的走势仍面临较

大的不确定性。在 2021 年第一季度，强势的美元指数成为国际金融市场的关注焦点，成为 2021 年 2 月起人民币兑美元汇率贬值的重要因素。从目前来看，有以下三个因素可能引起人民币兑美元汇率贬值：

一是中国央行倾向于采取更具中性的外汇和资本管制政策。在 2015 年“811”汇改后，市场对人民币贬值的预期变成现实，央行为遏制住人民币过快贬值采取了一系列措施，形成了“宽进严出”的资本管制格局。近期，央行迫于人民币升值的压力，开始放松 QDII 额度的管理，暂停了“逆周期因子”的使用，并在大湾区启动跨境财富管理新政策，等等。一系列举措表明央行正在采取更具中性的外汇和资本管制政策。

二是如果接下来中国经济复苏的基本面不及预期，或系统性金融风险持续上升，央行仍有可能边际放松货币政策。在经济增长方面，预计 2021 年出口增速将低于 2020 年下半年，消费增速受城乡居民收入增速下滑的影响将不会太快，房地产投资增速将持续受到调控政策的限制，基建投资的走向也受到财政政策和地方政府融资能力的限制。在风险方面，随着金融开放提速，更大规模的跨境资本流动与近期中国脆弱的国际收支结构很有可能相互强化，为金融稳定蒙上阴影。

三是美元指数有可能继续走强。2021 年第一季度，受大规模财政刺激的影响，市场对美国通货膨胀的预期持续旺盛，引起美国 10 年期国债收益率上升，进而带动了美元指数持续走强。这一因素预计还会决定下一阶段美元指数的走势。另外，美元指数也受全球经济政策不确定性的影响。考

虑到中美关系不容乐观、地缘政治风险上升等因素，全球经济政策不确定性指标有可能进一步上升，进而使美元指数走强。

从目前来看，有以下因素可能推动人民币兑美元汇率升值：

一是中美利差。受大规模接种疫苗的影响，美国经济增长超过预期，按照 IMF 的预计，2021 年美国经济增长速率为 6.4%。尽管随着中美经济增长差的缩小，中美利差也将从 2020 年的 250 个基点左右回落到 100-120 个基点上下，但即便如此，这一利差的存在在金融开放加速的背景下仍可能吸引跨境资金流入。

二是中国国际收支可能再次出现“双顺差”。具体而言，2021 年中国可能面临一个规模较小的经常账户顺差以及一个规模较大的金融账户顺差的组合。在此背景之下，人民币兑美元汇率以及人民币有效汇率依然有一定的升值空间。

我们预计 2021 年人民币兑美元汇率可能围绕 6.3-6.8 区间进行波动，中枢水平为 6.5-6.6 左右。

3. 人民币汇率市场化改革为何至关重要？“汇改”目前进展到了什么程度？

在新发展阶段，高质量发展为高水平开放提出了更高要求。金融开放是高水平开放的重要一环，而人民币汇率市场化改革，也即人民币汇率形成机制的市场化，则是金融开放的一个重要维度。人民币汇率形成机制的

最终目标，就是实现双向自由浮动，由市场来决定汇率走势。

从理论上讲，汇率的自由浮动至关重要。汇率既是国际金融市场上本币与外币的相对价格，又是本国贸易品与非贸易品之间的相对价格。一个无法实现自由浮动的汇率形成机制意味着，市场汇率水平往往会与理论上的均衡汇率水平相背离，最终扭曲资源配置。经验表明，缺乏弹性的汇率形成机制往往为套利、套汇和资本外逃行为提供了空间，威胁金融稳定。

迄今为止，人民币汇率形成机制市场化改革已经走过近 25 年，可分为三个阶段。

在第一阶段，1994 年中国通过汇率并轨改革，将官方汇率与调剂市场汇率合二为一，形成了单一的、有管理的浮动汇率机制。此后，人民币汇率开始了长达四年的缓慢升值之旅，人民币兑美元汇率从 1994 年初到 1998 年 1 月累计升值了 5%。1997 年，受亚洲金融危机的影响，中国国内出现资本外逃，人民币贬值压力大增，有鉴于此，中国开始实行事实上盯住美元的汇率制度。在此之后，中国国际收支开始出现“双顺差”，人民币又出现了显著的升值压力，中国央行为稳定住汇率开始在外汇市场上进行干预，然而最终外汇储备进一步增加，“双顺差”和升值压力也不断加剧。在当时，实行盯住美元的汇率制度固然有效，人民币兑美元汇率从 1998 年初到 2005 年 6 月基本维持到 8.27-8.28 的水平，但同时也可以看出，在相对固定的汇率制度下央行的行为往往处于被动局面。

在第二阶段，2005 年 7 月，中国央行宣布实行以市场供求为基础、

参考一篮子货币的、有管理的浮动汇率制度，这意味着人民币名义上不再以美元为锚，开始从固定汇率制度向更具弹性的汇率制度迈进。此后，人民币开始步入长达近 10 年的持续升值阶段。2014 年 3 季度后，人民币汇率走势出现了转折，同时国际收支资本账户出现了逆差。2015 年，市场上有关人民币兑美元汇率的贬值预期甚嚣尘上。

在第三阶段，2015 年 8 月 11 日，中国央行宣布进一步对人民币汇率中间价报价机制进行改革，定价的基准改为前一日银行间外汇市场收盘价，做市商据此报出汇率中间价。在一定程度上，“811”汇改引爆了市场对人民币的贬值预期，造成了显著的资本外流，资本外流与汇率贬值形成恶性循环，进而引发国内外金融市场动荡。2015 年 12 月，人民币汇率中间价开始参考货币篮子，“收盘价+篮子货币”的定价机制逐渐形成，2017 年初中国央行进一步扩大 CFETS 篮子中的货币数量，参考篮子货币的时间范围也进一步缩短。

2017 年 5 月，中国央行在人民币汇率中间价报价机制中加入“逆周期因子”，一定程度上平抑了市场上人民币汇率的贬值预期。随着 2018

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_35013

