

论文 NO. 2018 年 2 月

发表时间：2018 年 2 月 9 日

现有汇率机制能有效应对市场变数

胡志浩 杨承亮

摘要： 外汇市场领域理应在继续坚持现有汇率制度的基础上，进一步完善金融市场建设，适时丰富外汇产品，扩展外汇市场的广度和深度，更好满足居民汇率管理的需要。同时，应尽可能减少对外汇市场的常态式干预，全力为国内金融改革创造更好的外部环境。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

人民币不具备持续升值的国内金融环境,但中国金融改革的方向不会动摇。外汇市场领域理应在坚持现有汇率制度的基础上,进一步完善金融市场建设,适时丰富外汇产品,扩展外汇市场的广度和深度,尽可能减少对外汇市场的常态式干预。

人民币兑美元汇率于去年一季度起逐渐企稳,并于二季度转入升值通道。至今,人民币兑美元累积升值 9.7%,其中去年 12 月初至今两个月升值 4.9%。但考察一篮子货币情况,则人民币表现相对稳定。人民币兑 BIS、SDR 和 CFETS 三个货币篮子去年初至今升幅分别为 1.67%、1.25% 和 1.7%,近两个月三个货币篮子的升幅也仅为 1%、0.86% 和 1%。考虑到相对通胀变化,国际清算银行 (BIS) 公布的人民币实际有效汇率指数去年初至今甚至还出现了微跌。这表明,从综合汇率水平看,人民币汇率总体稳定,人民币兑美元这一关键汇率更多受美元走弱影响而被动升值。

特朗普于 2016 年 11 月初确认当选总统后,美元指数有过一段短暂升值期。但自 2017 年初起,美元指数由 103.3 点持续滑落至 2017 年 9 月初的 91.3 点,随后盘整了 3 个月,12 月下旬再次加速下跌。到本月初,美元指数跌至 88.67。从 2017 年初至今,美元指数贬值已逾 14%。

看美元指数的构成,包含的币种和权重分别为:欧元 57.6%、日元 13.6%、英镑 11.9%、加元 9.1%、瑞典克朗 4.2% 和瑞士法郎 3.6%。美元指数并未包含任何一种新兴市场经济体货币,而美元兑欧元汇率占据美元指数半壁以上的江山。去年初以来,美元兑欧元贬值 14.7%,而同期美元兑日元仅贬值 3.5%。显然,近一年美元兑欧元汇率的贬值,

正是美元指数快速下跌的最主要动力。

美联储已公布了另三个美元指数:贸易加权的广义指数、主要货币指数和其他重要贸易伙伴指数。这三个指数均以对美贸易为权重,分别选取不同货币篮子组合。广义指数包含了发达经济体和主要发展中国家在内的 26 个国家的货币,目前权重排名前六的货币分别为人民币 21.892%、欧元 17.056%、墨西哥比索 12.6%、加元 11.977%、日元 6.281%和韩元 3.994%。去年初至今,美元广义指数下跌 7.98%,主要货币指数下跌 8.7%,其他重要贸易伙伴指数下跌 7.43%。以上指数跌幅均明显小于美元指数跌幅。

美元指数由纽约棉花交易所设计、挂牌并交易,其权重与美联储汇率指数相差甚远,但美元兑欧元汇率几乎成了美元指数的定海神针,而考虑贸易权重的美联储广义美元汇率指数却并未能引起市场更多关注。从资金流动角度看,近期美元走势很大程度上受资金流出影响。随着 2017 年欧元区经济明显复苏,欧元区货币政策回归常态的呼声越来越高。这一政策预期变化,意味着美欧之间的利差有可能出现收窄,欧元吸引力明显增大。

一些相对变化也使金融市场预期有了明显改变。除了预期欧美之间的利差可能收窄,市场预期改变助推了欧元对美元的持续升值之外,市场近来对美股的分歧也越来越大。近年来美国股市的走强有一定基本面支撑,但这一支撑并非建立在坚实的复苏基础之上。次贷危机以来的美国平均消费增速及劳动生产率增速,均大大低于二战以后的平均增速及长期平均增速。缺乏技术创新和全面效率提升的支撑,美国产业提升利润的压力陡增。而美国家庭作为消费的主体,“财富效应”

在近年来极大助推了消费的转型和增长。一旦股市上涨趋势出现变化,“财富效应”减退会削弱居民消费的基础,势必影响消费、信息技术等企业的盈利,进而加重股市估值的压力。这些预期也会导致美元资产吸引力下降,进而拖累美元汇率。

虽然针对一篮子的人民币汇率总体表现稳定,但人民币兑美元的汇率仍是外汇市场最为关注的指标。短期看,美元下跌的势头会得以遏制,人民币兑美元升值不会成为真正的困扰。

从技术层面看,由于美元指数已成可交易金融产品,指数运行将呈现一定技术特征。从月度指标来看,美元指数将在 2009 年一季度和 2010 年二季度两个高点位置得到一定的技术支撑,2017 年 12 月以来的快速下跌已消化了短期美元空头的势能。

美国经济增长依旧强劲的信号仍将支撑美元。2018 年 2 月初公布的美国 1 月非农就业人数增加 20 万人,高于市场预期增加的 19 万人,1 月失业率为 4.1%,维持在 2000 年 12 月以来的最低水平。薪资增长年率为 2.9%,创下 2009 年以来最大增幅。经济增速依旧强劲的信号将有力维持住市场对于美国经济复苏的预期,进而能在短期内支撑美元企稳。

鉴于美股出现大调整,之前基于美股调整的汇率压力预期得以释放。这种相对预期的变化,将支撑美元短期趋稳。而中国去杠杆的改革远未结束,短期内人民币持续升值的金融支撑力不足。稳步去杠杆,是中国今后一段时期金融工作的中心任务。这必然会对金融资产和金融机构带来冲击。因此,一段时期内人民币不具备持续升值的国内金融环境。但中国金融改革的方向不会动摇,其目的是为了建立一个更

有效的现代化金融体系,提升经济金融体系的竞争力。

面对 2016 年出现的人民币汇率大幅贬值,中国外汇当局最终通过强化管理和制度创新等手段有效地引导了人民币汇率预期的变化。从去年四季度起,人民币兑美元汇率不断走强,各报价行陆续调整“逆周期系数”,从而使“逆周期因子”回归中性。总体来看,当前人民币“收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”的中间价报价模型运行良好,兼具保持汇率稳定和灵活调节的双重功能。

当前人民币汇率的总体稳定,兑美元升值给外贸带来的影响较小,现有汇率形成机制能有效应对当下的市场环境。中国正在通过去杠杆,从根上消除金融风险隐患,以期加快建立现代金融体系。外汇市场领域理应在继续坚持现有汇率制度的基础上,进一步完善金融市场建设,适时丰富外汇产品,扩展外汇市场的广度和深度,更好满足居民汇率管理的需要。同时,应尽可能减少对外汇市场的常态式干预,全力为国内金融改革创造更好的外部环境。

(作者胡志浩系中国社会科学院金融研究所研究员、国家金融与发展实验室副主任;杨承亮系国家金融与发展实验室特聘高级研究员)