

人民币汇改凸现“稳中渐进”中国特色

□景学成 谭雅玲

■看点

一年风风雨雨，人民币汇率改革经历并承受了巨大的考验。但也取得了阶段性的改革成效，人民币汇率弹性进一步扩大，汇率波动基本上处于预期的范围内，且汇率在“稳中渐进”的小幅升值波动趋势中保持了相对稳定，从而促进了我国经济的长期稳定发展。



■人物志

景学成，中国国际经济关系学会常务理事、教授、博士生导师。曾任中国人民银行政策研究室副主任、中国人民银行研究局副局长兼金融研究所副所长、研究员等职。



■人物志

谭雅玲，长期从事国际金融的研究工作。现为中国银行全球金融市场部高级分析师、研究员，中国国际经济关系学会常务理事，兼多家刊物特邀研究员。

人民币汇率改革初步成功效果显著

自去年7月21日我国人民币汇率改革以来，人民币汇率波动在总体上呈现“稳健推进”的市场特点，当然小步升值的趋势又显示了人民币的升值压力依然不小。对此，我们认为，人民币汇率改革在总体上是成功的，并表现为两大特点。

一是我国汇改成效显著。在过去的一年里，国内、外经济增长面临了调整的复杂性。这种复杂性在于：主要国家的经济失衡与汇率波动趋势的急剧调整。一些主要发达国家通过政策调整强化了自身利益，也造成了世界经济金融的不稳定性。例如，美国经济快速增长，利率大幅度上升，美元在经历了3年贬值之后出现反转而升值，旋即又转入贬值，而其他国家的货币则跟随美元调整。另外，国际地缘政治的紧张局势持续扩大，资源类产品价格大幅度走高，不仅反映了需求增长，也反映了投机性因素。加上汇率改革引发的一些外部争议与舆论压力非常大。这些外部因素，给我们的汇率体制改革带来了巨大的前行压力与抉择困难。当然，国内经济中出现的一些问题如经济、贸易与金融之间缺乏协调发展，以及国内各个部门、各个市场利益主体等因素影响，也对汇率改革构成了一定的压力。

面对国内外对我国汇率改革的预期与压力，我国政府针对不同汇率改革的建议经过反复讨论与比较，认识逐渐趋于一致：不可不动，不可大动，先改机制，渐增弹性。最终，我国于2005年7月21日宣布人民币汇率制度改革。

从我国汇改的情况分析，尽管内外压力不小，但我国汇改的成效还是相当明显的。通过市场手段来调控汇率价格，我国汇率改革不仅增强了汇

改的信心，而且还使得人民币汇率在“增量”（外贸顺差与外汇储备双增）扩大中趋于稳定，在“动荡”（石油、黄金、股票价格大起大落）中保持了稳定，在“调整”（美联储利率有序上行、美国经济稳定增长、欧洲和日本跟随美国加息）中维持稳定。在一定程度上讲，汇率机制改革释放了人民币升值的压力，同时人民币汇率双向波动的市场特征也越来越明显。在人民币汇率的双向波动中，人民币汇率的弹性不断增强，并呈现出小幅升值和稳中渐升的波动趋势。

二是汇率改革机制平稳运行和汇率水平基本稳定。从汇改机制运行看，自2005年7月21日我国人民币汇率改革以来，人民币汇率在7月21日升值了2.1%幅度之后，迄今又上升1.4%，两者相加，人民币汇率累计上升了3.5%。

从汇改之后人民币汇率走势分析，大致经历了四个阶段：第一阶段为2005年7月21日至2005年9月：人民币汇率基本稳定在8.09元至8.11元之间水平；第二阶段为2005年9月至2005年年底：人民币汇率基本维持在8.04元至8.09元之间水平；第三阶段为2006年1月至4月：人民币汇率维持在8.01元至8.07元之间水平；第四阶段为2006年5月至今：人民币汇率在7.98元至8.07元水平之间波动，期间曾四度破8元。在2005年至2006年第1季度期间，人民币汇率始终围绕8元范围小幅波动，但自2006年第2季度开始，人民币汇率波动幅度进一步加大。人民币汇率从今年年初的8.0702起步，至6月末的7.9956的水平，升幅为0.92%；最终人民币汇率7月17日结束了8元以上价位波动，重新回到8.0048元的温和价位上。目前，人民币汇率破8元的价格趋势仍在正常水平和可控范围。

与此同时，围绕着汇率形成机制

的理念、制度，我国政府又不断地推出和完善相关的产品和政策措施，增强了人民币汇率的市场价值回归与市场手段调节的相互融合。由此，我国人民币汇率改革的成功，也促进了企业机构经营管理和风险防范意识的提高，形成了企业适应汇改、受益汇改、支持汇改及促进汇改的良好局面，有力地支持了我国国民经济的持续稳定增长。

尽管如此，我们依然要认识到，当前人民币汇率仍面临着来自国际货币市场动荡的压力，来自于国内经济结构调整问题没有解决的诸多压力。特别是当我国2006年上半年经济增长水平达到10.9%时，人民币升值预期再度增强，从而未来进一步改善人民币汇率改革面临了考验。因此，从短期看，我们应依据市场的时机和条件，谨慎增加人民币汇率的波动弹性，增加市场调节的力度，以规避炒作性基金对人民币的升值预期；并可考虑放开国外投资的资金流通渠道；稳妥增加金融投资产品，以分流储蓄；加快对强制结售汇政策改革，扩大人民币汇率的波动幅度，来有效地解决人民币升值的压力。从中

期看，要进一步健全和完善人民币汇率形成机制，其中包括规则制度应透明及健全人民币开放的市场与制度。另外，从长期看，随着资本项目可兑换进程加快，人民币应成为可实现自由兑换的国际化货币，且应采取相对自由浮动的汇率机制，以此更好地促进经济的长期稳定发展。

人民币汇率改革形成两大理论创新

自2005年7月21日起，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，随后为进一步推进我国银行间外汇市场的发展，又相继出台了扩大即期外汇市场交易主体范围、引入询价交易方式、扩大远期结售汇范围、允许掉期交易等一系列改革措施。由此，人民币汇率改革已经形成了一整套向市场化转轨的理论、制度和政策框架。

第一，人民币汇率坚持了国情为主的改革思路。在我们看来，人民币汇率放弃单一钉住美元汇率的汇率波动机制，是基于国际发展与国内发展的双重需求，但又以国内发展需求为

基本考虑的一个理性选择。同时，又是参考了国际经验和结合中国国情，并以中国国情为改革基础的一种政策选择。

这一点在选择汇率机制改革后人民币汇率初始值表现得尤为突出，如将人民币汇率初始值定值为在前日收盘基础上升值2.1%。人民币汇率的这一升值是充分考虑了国内企业的适应能力、银行体系的避险能力及保障国民经济发展的。另外，人民币汇改参考一篮子货币，而不是钉住一篮子货币的有管理的汇率调节机制，也是对国际上钉住一篮子货币的国际汇率安排的一种创新。从对汇率定值所需要的一篮子货币看，并非简单地依据国际模式而采取国际通用的一篮子货币组合，而是根据我国的实际需求，以我国贸易、投资、外债与国际收支需求为权重考虑的一篮子货币组合。对于货币篮子在定值机制中的作用，不是采取钉住而是只做参考，这是一种留有回旋余地并促进经济稳定发展的一种稳妥做法。

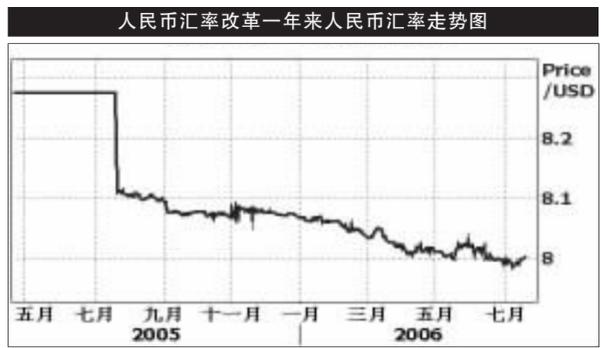
第二，创新了发展中国家宏观金融管理框架新组合。从国际货币理论中蒙代尔的三角理论看，在一国货币政策组合中，如果货币政策有独立性和实施资本管制，就不可能实现浮动汇率。反之，如果选择浮动汇率，就不能坚持独立的货币政策和资本管制。这是一个非此即彼的政策组合。但是，在我国汇改形成人民币汇率市场化之后，再辅之以适当地放宽资本的跨境流动措施，在货币政策独立性、汇率浮动和资本的自由流动三者之间，我国实际上是将货币政策的独立性、汇率弹性和适度放松资本项目可兑换三者有机地结合了起来，从而实现了以汇率改革为标志的我国货币政策组合框架的重大改变，形成一个新的“三角组合”。

对于我国这样一个拥有巨大的国内市场又处于经济高速发展的发展中国家而言，货币政策的相对独立、资本相对自由流动和汇率相对稳定对于确保经济的稳定发展是“一个都不能少的”。从国家经济全盘考虑的角度出发，这一新的三角框架的确立，政策制定者也可以采取“相机抉择”的原则和方针来调控宏观经济运行，从而将有利于国家对经济进行宏观调控。在这样一个大三角的思路中，通过摆好汇率机制改革的合理位置，也可以校准汇率机制改革水平，并促成人民币汇率改革取得成功。

●人民币汇率改革在总体上是成功的，并表现为两大特点。一是我国汇改成效显著。汇率机制改革释放了人民币升值的压力，同时人民币汇率双向波动的市场特征也越来越明显。在人民币汇率的双向波动中，人民币汇率的弹性不断增强，并呈现出小幅升值和稳中渐升的波动趋势。二是汇率改革机制平稳运行和汇率水平基本稳定。汇改以来，人民币汇率波动基本上保持了相对稳定，且有力地支持了我国国民经济的持续稳定增长。

●人民币汇率改革已经形成了一整套向市场化转轨的理论、制度和政策框架。第一，人民币汇率坚持了国情为主的改革思路。人民币汇率放弃单一钉住美元汇率的汇率波动机制，是基于国际发展与国内发展的双重需求，但又以国内发展需求为基本考虑的一个理性选择。同时，又是参考了国际经验和结合中国国情，并以中国国情为改革基础的一种政策选择。第二，创新了发展中国家宏观金融管理框架新组合。从国际货币理论中蒙代尔的三角理论看，在一国货币政策组合中，如果货币政策有独立性和实施资本管制，就不可能实现浮动汇率。反之，如果选择浮动汇率，就不能坚持独立的货币政策和资本管制。这是一个非此即彼的政策组合。但是，在我国汇改形成人民币汇率市场化之后，再辅之以适当地放宽资本的跨境流动措施，在货币政策独立性、汇率浮动和资本的自由流动三者之间，我国实际上是将货币政策的独立性、汇率弹性和适度放松资本项目可兑换三者有机地结合了起来，从而实现了以汇率改革为标志的我国货币政策组合框架的重大改变，形成一个新的“三角组合”。

●我国人民币汇率改革有四大市场影响和作用。首先，提高了中央银行的调控能力。自人民币汇改以来，我国中央银行的作用日趋市场化。中央银行趋于市场化的调控能力在进一步提升。其次，促进和活跃了基于市场供求关系的外汇市场发展。这种变化体现为以下四点：(1)不断完善外汇市场；(2)有形外汇市场转向无形外汇市场；(3)扩大了市场交易主体和市场交易量，并促进了外汇市场转型成功；(4)加快了外汇市场与国际接轨的步伐。第三，提高了商业银行经营和风险管理水平。各家商业银行都增强了竞争意识，增强了自己的差别定价能力，以提升自身产品的竞争力。第四，提高了企业经营管理水平。在人民币升值之后，企业逐渐适应了汇改和相关政策、法规与风险规定的变化。



人民币汇率改革突出四大国内影响

■编余

人民币汇率制度改革的一个重要目标是希望通过一个有弹性、有深度的外汇市场来发现均衡汇率。从我国人民币汇率改革的影响和作用分析，主要体现在四大方面。

首先，提高了中央银行的调控能力。人民币汇率改革的成功实施，不仅促进了一些市场产品的创新和推出，而且还有效地调整了机构及企业经营理念，增强了宏观部门对企业的监管能力。更重要的是，推动了我国政府的管理方式转变，由原来的行政式管理，转而采取经营理念、管理规则、调控制度等管理方式，来实现对实施汇率改革举措的监督管理与市场协调之间的目标。

自人民币汇改以来，我国中央银行的作用日趋市场化。中央银行通过5个货币政策工具，包括央行票据发行、窗口指导、提高准备金率、提高利率及人民币汇率变动，实施必要的对冲操作。从操作的效果分析，票据发行、窗口指导及提高准备金率对金融市场的影响较为明显，利率与汇率的敏感性对实体经济的影响也较为突出，其他的政策指导变得更加稳健和谨慎。例如，自2006年以来，中央银行不断利用公开市场工具乃至法定存款准备金率等方式吸收流动性。从目前来看，尽管资金面宽松的局面并没有发生根本性变化，但中央银行适时调节，并不断采取调节性措施和推出吸纳流动性产品，使得人民币升值的预期逐渐降温或趋于理性。这说明，中央银行趋于市场化的调控能力在进一步提升。

其次，促进和活跃了基于市场供

求关系的外汇市场发展。由于外汇市场发展是与汇率弹性的扩大相互促进和相互补充的，在人民币汇改之后，原先受政策指引和行政操作影响的单一、僵化、机械的外汇市场供求关系已发生了一些显著的变化，由此也促进了人民币汇率改革。这种变化体现为以下四点。

(1) 不断完善外汇市场。一方面，从机制上减少政府行为和强化市场需求，企业可以提高留汇比例，在适当的时候会逐步转向意愿结汇制。汇改后的结售汇方式扩大了汇率的市场弹性，市场化程度大大提高，企业可以自主决策，也可以通过市场扩大资金运用渠道和利润。由此，外汇市场中外汇供求逐步趋于相对真实，决策者和参与者同时成为交易主体，也能反映出市场主体的供求和预期，促进了汇率形成机制更接近于均衡水平和实际需求。另一方面，外汇市场投资组合的扩大，汇改逐渐强化了产品概念和实效，也逐渐改变了低效率的外汇市场及交易品种单一的局面。并且，通过放宽外汇管制，推出外汇产品，增加交易主体等，促进和活跃了外汇市场。

(2) 有形外汇市场转向无形外汇市场。外汇做市商制度标志着这种转变。在我国人民币汇率的浮动区间扩大后，对外汇市场交易的连续性和流动性提出了更高的要求，引入做市商制度，不仅改变了报价、买卖，维持市场的流动性，而且通过买卖差价及补偿各项费用还实现了利润。2006年3月，中国银行、花旗银行和汇丰银行等9家银行正式成为中国外汇市场外

间汇率交易产品的首批做市商。由商业银行自主对汇率的风险等进行定价，在统一进行本外币的资产负债管理的基础上进行报价，有利于反映外汇的供求和流动性，而询价交易机制导致人民币汇率的无形市场走势受市场供求因素的影响越来越大。在2005年8月9日，人民银行发布通知扩大外汇指定银行对客户远期结售汇业务和开办人民币与外币掉期业务；8月10日，央行发布通知首次提出开办银行间远期外汇交易，并将在远期交易中率先引入询价交易方式。此外，央行还扩大了即期外汇市场交易主体。尤其是为了促进中国金融市场的进一步完善和发展，规范对货币经纪公司的管理，上海国利货币经纪有限公司成立，标志着货币经纪公司正式进入我国金融市场，货币经纪公司也成为中国外汇市场的价格发现者。

(3) 扩大了市场交易主体和市场交易量，并促进了外汇市场转型成功。在汇改前，外汇市场基本上是一个人民币与外币的转换市场，此后又推出了8对外币交易。在汇改后，国内外汇市场已具备了向成熟市场转型的基础条件。另外，随着放宽外汇管理约束，尤其是银行间外汇市场上交易方式进一步丰富，询价交易方式和做市商制度等增强了市场因素在汇率决定中的作用，提高了外汇市场的流动性，扩大市场流量，也增加了市场的交易量。由此可见，我国外汇市场转型已初步成功。

(4) 加快了外汇市场与国际接轨

的步伐。2006年2月9日，中央银行推出人民币利率互换试点；3月10日，中国外汇交易中心与美国芝加哥商品交易所达成协议，中国的金融机构和投资者可以通过中国外汇交易中心交易芝加哥商品交易所的汇率和利率产品，进一步促进我国外汇市场与国际外汇市场的接轨。这表明我国外汇市场与国际接轨的步伐在逐步加快。

第三，提高了商业银行经营和风险管理水平。对于商业银行的风险定价能力和风险管理体系而言，我国汇率机制改革对它们提出了更高的要求。在实行强制结售汇的体制下，汇率风险完全由中央银行承担。在汇改之后，汇率风险分散在各商业银行身上，银行本外币头寸的摆布，外币敞口风险规避，都取决于商业银行对人民币升值和外币价格趋势的判断。在汇改之前人民币单一钉住美元的制度下，远期汇率价格主要取决于币种之间的利差，但在人民币汇率形成机制变为参考一篮子货币之后，人民币对不同货币呈现“向上或向下”的双边浮动趋势。另外，远期汇率的定价不仅要考虑市场价格波动因素，同时也需要调整报价机制，一些银行已从一日一价改为一日多价。商业银行对不同币种、不同额度的现钞、现汇等需要具有差别定价能力，对不同类型的客户的外汇供求有差别化的定价能力。对流动性不同的品种应具备差别定价能力，这需要对汇率的灵活浮动进行较为准确的预测。因此，各家商业银行都需要增强竞争意识，

增强自己的差别定价能力，以提升自身产品的竞争力。

人民币汇率形成机制实行新的安排后，商业银行面临的外汇风险主要表现在：一是银行账户和交易账户面临的外汇风险同时加大。二是汇率波动的频率提高后，银行客户面临的外汇风险会增加。三是外汇衍生产品给银行带来的风险增加。四是银行外汇业务还面临着许多其他种类的风险。除了汇率风险、利率风险、交易对手的信用风险外，外汇业务还面临操作风险、反洗钱风险、结算风险、时区风险和汇率风险等。

第四，提高了企业经营管理水平。在我国人民币汇率改革之后，企业感到的压力最大。许多企业过去习惯于依赖政策指引，或依赖于银行的汇率风险管理，自身的汇率意识不强和操作能力较低。在人民币升值之后，企业逐渐适应了汇改和相关政策、法规与风险规定的变化。另一方面，在我国鼓励企业走出去的大方针指引下，一些企业利用汇率改革的机遇，运用人民币汇率弹性的改革效应，化解了人民币升值对出口企业的负面影响。就目前而言，汇率对企业的影响，主要是取决于所在的特定行业和企业所在行业的定价能力。但从实际情况看，一个富有弹性的汇率和适度的升值，将会为企业赢得宽松的贸易环境。因而，人民币升值对劳动密集型产业的影响，虽然因每个企业情况不同而异，但总体上还是小于来自国际贸易摩擦对企业的影响。

(景学成 谭雅玲)

在人民币汇改一周年之际，景学成和谭雅玲两位业内资深专家对人民币汇率情况及进程进行了周年评述，鲜明地指出了汇改体现了强烈的中国经济改革特色——“稳中渐进”，由此人民币汇率也有效地促进了中国经济增长。并且，从短期、中期和长期策略角度，阐述了对未来人民币汇率的改革思路，值得我们关注。

当然，目前对于人民币汇率的浮动区间及浮动弹性等问题仍然存在争议，尤其是当中国经济的“结构性过热”问题依然较为突出时，人民币升值的预期再次得到强化。对于抑制经济的结构性过热，是采用加息还是让人民币继续大幅升值，也成为市场关注的一个热点问题。可以说，人民币升值问题既是中国经济发展又是资本市场发展所面临的一个长期性问题。

——亚夫