IMI 研究动态
周刊
RESEARCH INFORMATION

主 编：曹 彤
2017 年 第 34 期 总第 226 期

【本期推荐】

涂永红：构建“一带一路”建设与人民币国际化的相互促进机制

【“人民币汇率”专题】

鄂志寰：从中间价定价机制调整看后 SDR 时代人民币汇率政策取向

周颖刚：8·11 汇改两周年改革与稳定提升人民币汇率国际影响力

谢亚轩：从二十三年改革历程看两周年的 8·11 汇改

【海外之声】

Steve H. Hanke：风险管控：应权归银行，而非监管机构

Ruth Euling：无现金社会之限

【IMI 研报 • 人民币国际化报告 2017】

系列三：人民币国际化动力分析

中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

顾问委员会：（按姓氏拼音排序）

Edmond Alphandery	Yaseen Anwar	陈雨露	陈云贤	Steve H. Hanke
李　扬	李若谷	马德伦	Robert A. Mundell	任志刚
潘功胜	苏　宁	王兆星	吴　清	夏　斌

编辑委员会：（按姓氏拼音排序）

贲圣林	曹　彤	陈卫东	鄂志寰	冯　博	郭庆旺
纪志宏	焦瑾璞	刘　珺	刘青松	陆　磊	涂永红
王　毅	王永利	魏本华	向松祚	曾颂华	张　杰
张晓朴	张之骧	赵锡军	周阿定	周道许	周广文
庄毓敏					

中国人民大学国际货币研究所（IMI）成立于 2009 年 12 月 20 日，是专注于货币金融理论、政策与战略研究的非营利性学术研究机构和新型专业智库。研究所秉承 “大金融” 学科框架和思维范式，以 “融贯中西、传承学脉、咨政启民、实事求是” 为宗旨，走国际化、专业化和特色化发展道路，在科学研究、国际交流、科研资政以及培养 “能够在中西方两个文化平台自由漫步” 的国际金融人才等方面卓有成效。

主　　编：曹　彤
副主编兼编辑部主任：宋　科
编辑部副主任：安　然
责任编辑：廖佳楠
栏目编辑：刘　欣

刊　　名：IMI 研究动态
刊　　期：周　刊
主办单位：中国人民大学国际货币研究所
出版单位：《IMI 研究动态》编辑部
地　　址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室
邮　　编：100872
网　　址：www.imi.org.cn
电　　话：86-10-62516755
传　　真：86-10-62516725
邮　　箱：imi@ruc.edu.cn

2017 年第 34 期总第 226 期

构建“一带一路”建设与人民币国际化的相互促进机制

涂永红[1]

“一带一路”建设和人民币国际化都是 21 世纪中国向全球提供的公共物品，二者之间具有相辅相成相互促进的内在逻辑，需要强化资金融通的相关机制建设，找准关键点和突破口，同步推进。

一、中国在“一带一路”建设中提供的全球公共物品

经济全球化需要许多公共物品作为基础支撑，但是全球公共物品不具排他性，其他国家的公民也可以享用本国生产、提供的产品或服务，存在“搭便车”现象，使得全球公共物品的供给者不愿增加供给，供不应求成为一种常态，阻碍了全球化的步伐。

“一带一路”倡议是中国提供的本世纪十分重要的全球公共物品，可在五个方面增加全球公共物品供给：第一，产生国际合作新理念和新模式。“一带一路”建设作为 21 世纪中国全方位对外开放的宏大战略，实际上是中国建设人类命运共同体、推动国际社会包容性发展的伟大实践。第二，高效便捷的设施联通。“一带一路”建设将重点落在基础设施建设和各国基础设施的互联互通上，包括陆路、海陆、空路和管路的互联互通，将中国经济发展的成功经验推广到沿线国家，为沿线国家经济社会的长久发展注入了新动力。第三，提供新的国际货币。本轮全球金融危机凸显了国际货币供给制度的重大缺陷，国际社会强烈呼吁国际货币体系改革，完善国际经济治理。正是在这样的特殊背景下，中国开启了人民币国际化进程，增加国际货币供给。“一带一路”建设是推动亚洲区域经济合作并惠及世界各国的长期战略，需要长期、巨额资金投入，需要得到国际社会的金融支持。人民币加入 SDR 后，作为一种新兴的国际货币，有效地扩大了“一带

[1] 涂永红，中国人民大学国际货币研究所理事兼副所长、中国人民大学财政金融学院教授

一路”建设的货币金融渠道，沿线各国使用人民币，可获得更多的中国金融支持，包括金融机构合作、资金支持、技术援助和支付清算体系等。第四，建立新型国际金融组织，增加国际金融领域的全球公共物品供给。中国倡导建立的亚洲基础设施投资银行，目前已有 77 个会员国，得到国际社会的广泛支持。有利于引导国际资金投入“一带一路”建设，构筑新的国际金融交流合作机制，为实现基础设施联通和贸易畅通目标增添新动力。第五，为消除局部战争和恐怖主义提供新思路和新手段。“一带一路”建设秉承共商共建共享原则，推动打造人类命运共同体，有利于铲除战争、极端主义和恐怖主义的根源，推动地区热点降温，加快区域一体化进程，推动建立持久和平、普遍安全、共同繁荣的和谐世界。

二、 “一带一路”建设推动人民币国际化的三大突破口

人民币国际化的是指人民币在国际经济中充当重要的国际货币，发挥贸易计价结算、金融交易和储备货币功能，并取得与中国经济地位相匹配的货币地位的过程。由于存在货币使用惯性，人民币国际化注定是一个漫长的过程，至少需要 1、2 代人的努力才能实现。“一带一路”建设给人民币国际化带来了巨大的机遇，可以在以下四个方面实现突破，提升人民币国际化程度。

第一，能源和大宗商品人民币计价结算。本币在国际贸易计价中的份额是衡量一国货币国际化程度的重要指标，英国、美国、日本等国货币国际化的历史经验表明，贸易格局变化必然会导致贸易计价货币替代，然后蔓延到金融领域，加速和放大这种货币替代，进而推动国际货币格局发生改变。2013 年中国已成为世界最大贸易国，而且还是大多数一带一路沿线国家的最大贸易伙伴，超过 70%的中国大宗商品进口也来自沿线国家。在人民币加入 SDR 且具有长期坚挺的经济基础背景下，为了稳定本国商品在中国的市场份额，降低汇率风险和生产成本波动性，沿线国家与中国的双边贸易使用人民币计价结算，对进出口企业都是一种双赢的理性选择，扩大贸易人民币计价具有很强的可行性。尤其是世界能源市场格局发生的重大变化有利于人民币作为新的计价货币。以前美国是最大的石油进口国，在石油贸易计价结算货币选择方面具有较大的话语权，现在由于页岩气革命以及美国开采墨西哥湾的石油，美国转变成为石油输出国，中国则成为最大的石油进口国，在石油贸易中有了更多的话语权。为了避免汇率波动带来价格过

度波动，中国从沿线国家进口石油和天然气时，也有强烈动机使用人民币计价结算。

第二，以项目融资与直接投资拓宽人民币的使用范围。共建一带一路的重点是基础设施互通和贸易畅通。高速公路、高铁、港口、电站等基础设施建设为中国经济高速发展提供了保障，也为其他国家树立了榜样。中国不仅在基础设施建设方面具有强大的能力，能够为一带一路建设做出巨大贡献。例如，高铁逐渐成为 21 世纪中国的新名片，成为中国对世界做出贡献的新亮点。强大的创新、建设和管理能力，加上相对低廉的价格，中国高铁具有其他国家难以匹敌的竞争优势；中国还在科技创新、产业园区建设和管理积累了不少成功经验，可将苏州工业园区、中关村科技创新园区的模式复制推广到沿线国家，因地制宜建立多种类型的经济特区和工业园区，为当地经济发展注入新的动力。更为重要的是，中国文化注重储蓄，较高的储蓄可为一带一路建设提供必要的金融支持。以一带一路建设为契机，中国近年来对外直接投资成倍增长，已经成为世界第三大对外投资国，一带一路基础设施项目、产业园区建设更是新的投资热点，吸引了规模巨大的直接投资、银行贷款。资金来源以中国贷款和股权投资为主的项目，大多需要中国设备、技术和服务的支撑，无论是金融交易还是贸易结算，使用人民币都更便捷、更划算，客观上为扩大双边贸易以及人民币跨境使用创造了良好条件，有利于增强人民币国际金融交易功能和贸易结算功能，无疑是人民币国际化的一大突破口。

第三，建设布局合理的人民币离岸市场。人民币通过贸易、信贷和投资等渠道流向一带一路沿线国家以后，要发挥其国际货币功能，扩大其使用范围，需要一个发达的、能够自由使用、保值增值的离岸金融市场。美元、欧元、英镑、日元等主要国际货币都有发达的离岸市场。由于离岸市场较少受本国以及市场所在国政府监管，具有批发性质，高效便捷而且存贷款利差较小，是备受国际机构投资者、跨国公司青睐的市场，绝大多数国际金融业务是在离岸市场实现的。随着一带一路建设的推进，沿线国家贸易、投融资活动中人民币的需求会日益增加，中资金融机构也会在沿线国家设立更多的分支机构，供求力量将共同推动离岸人民币市场发展，使得离岸人民币市场的布局更加合理。一方面，央行层面的货币

互换加上清算行体系不断完善，确保沿线各国都能够开展离岸人民币业务，满足当地人民币资金需求。另一方面，在一些条件较好的国家或现有的国际金融中心，如新加坡、卡塔尔、霍尔多斯、法兰克福、巴黎、伦敦，加快离岸人民币中心建设，扩大存款规模，丰富金融产品，增加市场层次和活跃度。促进各国的离岸人民币市场与离岸人民币中心互联互通，提升人民币的市场流动性和使用便捷性，通过规模效应有效降低人民币交易成本，为人民币顺利跨越国际货币需要的网络效应门槛奠定坚实的市场基础。

三、人民币必然成为“一带一路”资金融通的主要载体

国际货币体系改革的目标是货币结构适应经济多元化的需求，实现货币供求总量与结构的平衡，确保国际经济健康发展，国际金融稳定，不再发生系统性重大金融危机。这就要求国际货币多元化、平衡发展，人民币国际化具有必然性。“一带一路”建设为人民币的国际使用创造了历史机遇，人民币国际化也为“一带一路”发展提供了制度保障，二者之间具有相辅相成的战略协同效应。一方面，中国是“一带一路”沿线国家最重要的贸易伙伴，经济发展和金融发展在区域内处于先进水平，政府宏观经济管理能力强，没有发生过系统性金融危机，国内政治稳定，敢于承担大国责任，有能力也有意愿为“一带一路”沿线国家提供经济持续稳健发展所需的全球公共物品。另一方面，“一带一路”沿线国家在贸易和投资中更多使用人民币，有利于与中国的经济金融实现更加便捷的对接，获得更好的金融支持，加快国际大通道、经贸产业园区和国际经济合作走廊的建设进程，也有利于防范和降低区域内金融风险，提升区域经济发展的整体稳定性和竞争力。

金融是经济的血液循环，在一带一路建设的五通目标中，资金融通是设施联通、贸易畅通的保障。刚刚闭幕的“一带一路”国际合作高峰论坛取得了丰硕成果，从四个方面为资金融通制定了行动计划，支持一带一路建设。一是中国加大资金投入力度。国开行、进出口银行、丝路基金以及各家商业银行将增加 9000 多亿人民币的资金供给；二是亚投行联合主要的国际多边组织和沿线国家的开发性金融机构，构建一个政策性金融支持网络；三是设立一些专项投资基金，开展重点国家、重点项目建设；四是加强各国财政、出口信用保险机制合作，加强一

带一路的投资保障。

资金融通需要特定的货币作为载体。在国际货币多元化、尤其是人民币国际化的背景下，人民币显然应该是资金融通的一个载体。由于沿线国家不仅对中国的资金需求量大，对中国的贸易依赖度高，还受到人民币汇率波动以及中国货币政策外部溢出效应明显的影响，在区域经济一体化程度不断提高、资金融通规模扩大和机制健全的趋势下，人民币必然会逐渐成为许多“一带一路”沿线国家的关键货币，能够在这些国家的对外贸易计价结算、直接投资和国际信贷中普遍使用。当然，人民币国际化要达到这样的水平，需要在三个关键领域扩大使用范围。一是大宗商品计价结算，这需要中国在增强人民币的国际使用便利性和降低交易成本方面做出更大的努力，尤其是需要大力发展商品、金融期货交易所，增强人民币计价商品的价格发现功能和避险功能。二是在资金融通中成为主要的载体，应充分发挥亚投行、国家开发银行和丝路基金等开发性金融机构的示范效应和杠杆作用，带动各国金融机构、投资者将计价货币逐渐从美元转向美元—人民币双币计价，进一部转向人民币为主。三是推动人民币成为电子商务计价结算货币，可利用我国网购的巨大市场和技术优势，鼓励国内通讯、网络、计算机技术等企业在沿线国家进行信息管路直接投资，支持交通、物流等硬件设施建设，逐步完善通关便利、信息安全、金融及法律方面的配套服务，营造有利于跨境电子商务活动使用人民币计价结算的良好环境。

从中间价定价机制调整看
后 SDR 时代人民币汇率政策取向

鄂志寰 [1]

近日，中国外汇交易中心宣布，在人民币对美元汇率中间价报价机制中加入逆周期调节因子，即中间价＝收盘汇率＋一篮子货币汇率变化＋逆周期调节因子。其主要目的是对冲市场情绪的顺周期波动，应对外汇市场可能存在的“羊群效应”，使中间价报价更加充分地反映中国经济运行等基本面因素，真实地体现外汇供求和一篮子货币汇率变化。模型参数由各报价行根据对宏观经济和外汇市场形势的判断自行设定。

从短期看，当前美元处于阶段性弱势，人民币汇率波幅扩大，灵活性增强，中间价加入逆周期因子的新汇改举措可以增加汇率灵活性，有助于扭转人民币贬值预期，预计年内人民币汇率将保持双向波动、大体稳定的态势。从长期来看，人民币加入 SDR 后，人民币自身的货币属性渐进有变，保持人民币在国际货币体系中的稳定地位要求人民币汇率在提高汇率灵活性和保持汇率稳定之间寻求平衡。中间价加入逆周期因子作为人民币汇率形成机制渐进调整的一个环节，总体而言，有利于保持人民币汇率的相对稳定，为发挥人民币加入 SDR 的制度红利提供更大的空间。

一、人民币汇率中间价定价机制渐进完善

完善人民币对美元汇率中间价形成机制，是人民币汇率市场化改革的重要内容。为了顺应加入 SDR 的现实要求，根据国际货币基金的建议，人民币在汇率机制的市场化和透明化方面有所突破，基本遵循了这样一个路径：扩大市场供求对人民币汇率的影响力---强调人民币对一篮子货币保持基本稳定---寻求人民币汇率稳定性与灵活性的平衡---走向更加市场化的汇率形成机制。

[1] 鄂志寰，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中银香港首席经济学家

2017 年第 34 期总第 226 期

2015 年 8 月 11 日，中国人民银行调整人民币对美元汇率中间价形成机制，要求报价行在确定当天的人民币对美元中间价报价时要参考前一天的人民币对美元的收盘价。

2015 年 12 月 11 日，中国外汇交易中心发布人民币汇率指数，加大了人民币汇率参考一篮子货币的力度，以更好地保持人民币对一篮子货币汇率基本稳定。

2016 年 2 月，正式明确提出“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的人民币对美元汇率中间价形成机制，提高汇率机制的规则性、透明度和市场化水平。

2017 年 2 月，中间价对一篮子货币的参考时段由 24 小时调整为 15 小时，避免了美元日间变化在次日中间价中重复反映。

人民币中间价形成机制的渐进调整一方面提高了汇率决定的市场化程度，与此同时，监管当局亦在尝试提升管理汇率预期的能力。但是，“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的人民币对美元汇率中间价形成机制，存在顺周期和内嵌贬值预期两个制度性的缺陷。在美元强势的时候，按照市场供求原则人民币对美元贬值，按照篮子汇率稳定原则人民币对美元也是贬值，两因素迭加，进一步强化了人民币的贬值预期；在美元弱势的时候，按照市场供求原则人民币对美元升值，按照篮子汇率稳定原则人民币对美元应该贬值，人民币对美元汇率变化相机选择。

2017 年以来，上述中间价形成机制的问题进一步显现，同年 4 月，美元整体走弱，美元指数从年初的 102.21 点一度跌至 97 点上下。同时，内地主要经济指标总体向好，出口同比增速明显加快，经济呈现中高速增长态势。但是，人民币对美元市场汇率多数时间，都在按照“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”机制确定的中间价的贬值方向运行。外汇市场表现出较强的顺周期性，受到非理性预期的惯性驱使，放大单边市场预期，进而导致市场供求出现一定程度的“失真”，增大市场汇率超调的风险。

在中间价中加入“逆周期调节因子”，修补中间价机制的顺周期和内嵌贬值预期缺陷，弱化收盘价对中间价的影响，将会减少市场波动可能带来的冲击。鉴于“逆周期调节因子”的计算不甚透明，预计中国人民银行将视新汇改的成效，或会进一步推出完善中间价定价机制的措施。

二、人民币汇率政策寻求稳定性与灵活性的平衡

2015 年 8·11 汇改以来，人民币汇率政策力图在提高汇率灵活性和保持汇率稳定之间寻求平衡。

2016 年 10 月，周小川行长在第四次二十国集团（G20）财长和央行行长会议上指出，中国努力在提高汇率灵活性和保持汇率稳定之间寻求平衡，将坚定不移地继续推进汇率市场化改革。

2016 年中央经济工作会议提出实施增加汇率弹性与保持汇率相对稳定性的汇率政策。

2017 年 5 月商务部公布的《关于中美经贸关系的研究报告》，进一步肯定了中国努力在提高汇率灵活性和保持汇率稳定之间求得平衡的做法，明确指出，该取向有效避免了人民币汇率无序调整导致的负面溢出效应和主要货币的竞争性贬值。

提高人民币汇率灵活性和保持汇率基本稳定的内在逻辑上是一致的，提高人民币汇率灵活性，意味着人民币兑美元中间价汇率双向浮动、弹性增强；人民币兑美元市场汇率将更多地顺应市场趋势波动。在保持汇率相对稳定的基础上，逐步走向更加有弹性、市场供求发挥更大作用的汇率制度。

三、新机制加大投机者做空人民币的风险

中间价加入逆周期因子汇改新举措从出台的时间点上看，有分析认为是针对穆迪下调中国评级，意在严防 2016 年 3 月穆迪和标普一起下调中国评级，国际空头乘机做空人民币图利的事件重演。

2017 年 5 月 24 日，穆迪将中国主权债务评级从“Aa3”下调一级到“A1”，依据是预计未来数年债务上升和经济放缓将削弱中国的财务实力。当日晚上，穆迪又将香港的长期信用评级由“Aa1”下调至“Aa2”，以反映在两地的紧密经济、金融及政治关系下，内地信贷趋势将对香港信用状况有重大影响。离岸市场人民币兑美元一度下跌接近 6.90。

新汇改举措推出之后人民币走势逆转。在香港外汇市场上，一些金融机构购进人民币，减少人民币的拆出，人民币流动性紧张。财资市场公会公布的银

2017 年第 34 期总第 226 期

行同业人民币隔夜拆借利率快速攀升，市场上具有期货性质的翌日隔夜（tomorrow next）拆借利率更高见 100 厘水平，利率飙升大幅抬升了做空人民币的成本。6 月 1 日，离岸人民币兑美元汇率一度接近 6.73 的水平。

在新的汇率形成机制下，投机者看空、做空人民币面临更大的操作风险。

一是人民币汇率主要反映经济基本面，从经济是否健康、金融是否稳定观察，人民币没有持续贬值的基础。

二是从汇率政策选择看，人民币贬值不是选项。汇率贬值在理论上有利于出口，但今年以来中国的外贸数据显示外贸回稳向好，无须通过货币贬值提升竞争力。汇率贬值会导致资金外流，资金外流不仅不利于投资、消费，而且会增加经济、金融风险。

三是从中国人民银行管理汇率预期的能力看，工具箱里有足够的工具，还有高达 3 万亿美元的外汇储备，中国人民银行有能力有条件随时出手教训人民币空头、管理汇率预期。

四、人民币对美元双向波动的时代即将开启

在中间价中加入“逆周期调节因子”有助于扩大汇率双向波动幅度、增强弹性，淡化贬值预期。从近期人民币汇率波幅扩大的情况来看，离岸市场人民币兑美元升值超过 1000 点子，显示外媒猜测人民币将重回与美元挂钩的老路是伪命题，新汇改不仅不会降低人民币汇率的弹性，而是提高了汇率的灵活性，人民币不仅可以小幅贬值，而且可以有所升值。

今年以来，美元汇率一反去年年底以来大幅度走强的趋势，出现了一轮反高潮，年初至今几乎对所有主要货币全线下挫。未来一个时期，美国持续加息虽是市场焦点，但是，美国利率曲线趋于平缓，显示债市对联储局的加息指引持怀疑态度。美国十年期国债孳息目前只有 2.2%，远低于 2014 年初 3%左右水平。因此，总体而言，美国货币政策正常化步伐温和，不会长期支持美元不断攀升，美元指数从年初高位回落 6%。

今年年初以来，人民币汇率走势总体平稳，在美元大幅走贬的情况下，人民币对美元中间价、在岸价和离岸价均窄幅波动，汇率弹性不升反降，与政策方向和要求存在一定差距。人民币横盘格局持续时间较长，暗藏隐忧，即随着

美联储加息和缩表的推进，一旦美元由弱转强，人民币的贬值压力亦将随之加大。

人民币对美元贬值的压力已经明显减少，人民币对美元汇率整体大致稳定的可能性上升。人民币对美元名义汇率在2014至2016年连续三年累计贬值13%。但是，人民币实际有效汇率反而是升值近4%。从2005年7月汇改至今，人民币兑美元升值21%；兑一篮子货币并经通胀调整后，人民币的实际有效汇率累计升值40%，两倍于兑美元升幅。

因此，从实际有效汇率的角度看，人民币整体汇率稳中有升。

从名义汇率的角度看，本次新汇改举措推出之后人民币走势的逆转，亦可能意味着由此开启人民币对美元双向波动的新时代。

五、发挥加入SDR的制度红利，保持人民币在国际货币体系中稳定地位

汇改新举措强化中国人民银行对人民币汇率的预期管理，亦向市场传递了促进人民币国际使用的政策取向。

2017年政府工作报告提出："坚持汇率市场化改革，保持人民币在全球货币体系中的稳定地位"。显然，人民币国际化的最终目标是为解决现行美元主导的国际货币体系制度性缺陷提供新的公共产品和解决方案，加深中国与全球金融体系的融合，在维护和保持全球金融稳定方面承担更多的国际责任。

人民币正式加入SDR，尽管人民币汇率波动加大对离岸市场流动性产生一定的影响，人民币国际支付地位（SWIFT）4月份人民币在全球货币支付使用中的占比降至1.60%，人民币在全球货币使用量的排名下滑至第七位。但是，加入SDR的制度红利还有很大的发挥空间，这个制度性红利至少有三个方面的体现：

1、提升市场对人民币的信心。人民币国际化的本质是市场信任度，在保证经济安全的前提下稳步推进国际化，为各国外汇储备币种构成提供多样性的选择，有利于保持人民币在全球货币体系中的稳定地位。

2、加大人民币市场的深度和广度。随着中国与全球金融体系融合的加深，国内金融市场进一步国际化。在沪港通、深港通和基金互认之后，债券通

即将开通，其内涵是通过内地和香港的基础设施机构之间的合作，让境外投资者更便捷地投资内地银行间债券市场（CIBM）。债券市场正在成为两地资本市场互联互通的主战场。境外长期投资者偏好投资固定收益类资产，在全球央行保持低利率政策的背景下，国内债券收益率相比而言具较大吸引力。

3、各国央行和主权机构增持人民币资产的意愿将有所增强。人民币可以首先成为“一带一路”区域关键货币，并逐渐在全球金融治理中发挥更为积极的作用。

2016 年全年境外机构已累计增持人民币债券 1763 亿元。境外机构在中国银行间债券市场的占比由 2016 年年初的 1.56%提升至 1.78%。相比德国、英国、美国等发达国家境外投资者在本国债券市场的占比，中国的比例仍然偏低，与一些新兴市场国家如马来西亚、印度尼西亚、阿根廷、韩国相比，也有不小差距，中国债券市场中的境外投资者占比依然有大幅提升的空间。2015 年以来，境外机构在中债登的开户数明显增加，截至 2017 年 2 月开户数已经上升至 464 户。境外投资者迫切需要减少持有人民币的操作难度，获得更多和更加便捷的渠道增持人民币资产。

随着以上三个方面的制度性红利的逐渐释放，人民币的全球影响力将有显著的提升。当然，保持人民币在全球货币体系中的稳定地位是一项长期目标，需要久久为功、持续推进。

从汇率制度角度看，加入 SDR 之后，人民币作为首只来自新兴市场的国际货币，其国际货币属性将会引起国际市场的关注。国际货币本身决定了人民币的汇率机制将追求清洁浮动的长远目标。但是，人民币来自新兴市场的特殊性，又决定了汇率机制的市场化改革将是一个长期、渐进完善的过程。因此，对稳定性与灵活性双重目标的追逐和权衡将是人民币汇率机制的一个重要考虑。

8·11 汇改两周年：
改革与稳定提升人民币汇率国际影响力

周颖刚[1]、王艺明、程欣、揭咏诗[2]

2017 年 8 月 11 日是人民币中间价改革两周年，值此汇改两周年之际，厦门大学经济学科更新了人民币汇率国际影响力指数，发现 2015 年 8 月 11 日人民币中间价改革使人民币汇率的国际影响出现显著下跌，之后随着人民币汇率定价机制改革的不断深化以及美元加息、英国脱欧公投、人民币正式加入 SDR、美国大选等一系列国内外重要事件的发生，人民币汇率的国际影响力显著回升，如图 1 示。

图 1

一、人民币国际化进程中的汇率定价机制改革回顾

2005 年 7 月 21 日，中国人民银行宣布进行汇率机制改革，开始实行以市场为基础的、参考一篮子货币进行调节的、有管理的浮动汇率制度，人民币兑美元一次性升值 2.1%，开启了人民币汇率市场化和国际化之路。

2005 年 7 月到 2008 年 7 月，人民币汇率总体呈现单边升值走势，人民币对

[1] 周颖刚，厦门大学人民币汇率国际影响力指数课题组成员、中国人民大学国际货币研究所特约研究员
[2] 王艺明、程欣、揭咏诗，皆是厦门大学人民币汇率国际影响力指数课题组成员

2017 年第 34 期总第 226 期

美元升值 21%，而中国对美国贸易顺差反而大幅增长。2008 年国际金融危机发生，许多国家货币对美元大幅贬值，而人民币兑美元汇率保持了基本稳定。

2010 年 6 月 19 日，央行决定进一步推进人民币汇率形成机制改革,增强人民币汇率弹性（也称“二次汇改”），人民币汇率开始呈现有涨有跌的双向波动。除了上述两次汇改，央行又分别在 2007 年 5 月 21 日、2012 年 4 月 16 日、2014 年 3 月 17 日三次扩大在岸人民币汇率（CNY）的波动区间。

2015 年 8 月 11 日，央行宣布调整人民币对美元汇率中间价报价机制，做市商参考上日银行间外汇市场收盘汇率，向中国外汇交易中心提供中间价报价。汇改当天人民币中间价一次性贬值超过千点，在岸人民币汇率（CNY）跟随中间价一次性贬值近 2%，对全球汇率市场产生了重要的溢出效应。“8.11”汇改，使得人民币兑美元汇率中间价更能反映外汇市场供求力量变化，但引起了人民币加入竞争性贬值的市场恐慌，人民币贬值预期骤然升温，如图 2 示。

图 2

2015 年 12 月 11 日，中国外汇交易中心发布“CFETS 人民币汇率指数”，指数参考了包括欧元、澳元、墨西哥比索等 13 种与人民币直接开展交易的货币的表现，强调要加大参考一篮子货币的力度，以更好保持人民币对一篮子货币汇率基本稳定。

2016 年 2 月，在央行与 14 家报价商深入、充分沟通的基础上，明确了“上日收盘价+一篮子货币汇率变化”的现行人民币兑美元汇率中间价定价机制，提高了透明度和市场化水平。

2016 年 10 月 1 日人民币正式加入国际货币基金组织（IMF）特别提款权（SDR）货币篮子，人民币以 10.92%的权重成为第三大权重货币，这意味着人民币作为国际储备货币将对全球货币体系带来非常深远的影响。

2016 年 12 月 29 日，中国外汇交易中心将“CFETS 人民币汇率指数”篮子货币数量由 13 种调整为 24 种，新增篮子货币权重累计加总 21.09%，基本涵盖我国各主要贸易伙伴币种，进一步提升了货币篮子的代表性。

2017 年 5 月 26 日，人民银行宣布引入逆周期调节因子，把“收盘价+一篮子”的中间价定价机制，转变为“收盘价+一篮子+逆周期因子”的定价机制，主要目的是适度对冲市场情绪的顺周期波动，缓解外汇市场可能存在的“羊群效应”。

回顾人民币国际化进程中的汇率机制改革，特别是 8.11 汇改两周年来，人民币汇率定价机制不断修正和完善，汇率、干预、管制三个外汇政策工具的组合使用也在加强。

二、几次汇改对人民币汇率国际影响的不同效应

图 3 绘制了从 2005 年 1 月 3 日到 2017 年 8 月 3 日在岸人民币汇率（CNY）国际影响力的走势。图中的五条指数分别是：人民币汇率国际影响力指数（红色）衡量人民币汇率对 G20 经济体货币汇率的平均净影响力；人民币汇率对发达经济体货币的影响力指数（绿色），衡量 CNY 对 7 种发达经济体货币（美元，欧元、英镑、澳元、加元、日元、韩元）的平均净影响力；人民币汇率对发展中国家货币影响力指数（蓝色）衡量了 CNY 对 9 种发展中国家货币（阿根廷比索、巴西雷亚尔、印度卢比、印尼卢比、墨西哥元、俄罗斯卢布、沙特里亚尔、南非兰特、土耳其里拉）的平均净影响力；人民币汇率对亚洲国家货币影响力指数（黄色）衡量 CNY 对 G20 中五个亚洲国家货币的平均净影响力；人民币汇率对金砖国家货币影响力指数（紫色）衡量了 CNY 对金砖五国中其它四国货币的平均净影响力。

图 3

从图 3 可以看出，人民币汇率（CNY）的变化对 G20 经济体货币及其不同组合的影响总体呈现不断上升的趋势。其中，2005 年 7 月 21 日的汇改是个标志性事件，指数值向上跳跃，由负变为正，说明人民币对其它货币的影响开始大于其它货币对人民币的影响；2010 年 6 月 19 日的“二次汇改”之后，人民币汇率的国际影响上升趋势明显。

与前两次汇改不同，2015 年 8 月 11 日人民币中间价改革使人民币汇率国际影响力的五个指数不同程度下跌，人民币汇率对发达经济体货币的影响力指数跌幅最大，跌幅接近 10%，这可能是因为 8.11 汇改造成人民币贬值预期骤然升温，加大资本外流的压力。2015 年 12 月，央行强调保持人民币对一篮子货币汇率基本稳定，人民币汇率的国际影响力有明显回升。2016 年以来，随着英国脱欧公投、人民币正式加入 SDR、美国大选、美元加息等一系列国内外重要事件的发生，人民币汇率的国际影响力继续回升。

这可能有几个方面的原因：一是全球频发的黑天鹅事件给全球经济金融体系带来巨大的不确定性，虽然人民币汇率有所下跌，但较其它货币汇率变动仍保持相对稳定，而人民币在全球货币体系的稳定表现，使之成为一种可能的避险货币，有助于人民币汇率国际影响力的提升。正如中国人民大学发布《人民币国际化报告 2017》指出的，人民币为国际社会提供新的“安全资产”并补充流动性。

另一方面，人民币汇率定价机制改革不断深化，汇率、干预、管制三个外汇政策工具的组合使用也在加强。为了打破单边贬值预期，央行不断修正双锚

机制并引入了 “逆周期因子”，使得今日中间价=前日收盘价+权重系数*一篮子货币汇率变动+逆周期因子，加之资本管制的加强和市场预期管理政策的配套跟进，人民币汇率的国际影响有明显提升。

更为重要的是，经济金融稳定是货币稳定的基础。7 月 14 日-15 日召开的 2017 金融工作会议，强调金融为“国之重器”，确立“服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革”三位一体的工作主题，特别设立国务院金融稳定发展委员会强化金融监管框架；7 月 17 日，中国公布经济“半年报”，工业增加值和 GDP 数据均强于预期，随后离岸在岸市场均看涨人民币对美元汇率。这些事件的影响在短期内都不明显，但长期而言，将对人民币汇率的国际影响产生积极效应。

2017 年第 34 期总第 226 期

从二十三年改革历程看两周年的 8·11 汇改

谢亚轩 [1]

8 • 11 汇改两周年之际，不少研究者撰文对其作出回顾、总结和评价。毫无疑问，尽管汇改带来的冲击波渐趋平静，人民币汇率也已初步实现了双向波动，但对于8·11汇改的目的、功过以及下一步的改革措施等问题可以说仍充满争议。

一、时过两年仍饱受争议的 8·11 汇改

当前多数的分析和评价主要聚焦于 8·11 汇改所取得的主要成绩。

首先、人民币能贬能升，实现双向波动。人民币兑美元汇率从改革开始时的 6.2097 一路贬值到 2017 年初的 6.9557，贬值幅度达 12%。其间，人民币汇率虽在 2016 年 2 月至 4 月等为数不多的几个时段内出现过小幅的回升，但均不持续，也未改变市场预期。真正的变化始于 2017 年 5 月中旬，人民币展开一轮持续的回升，升幅超过 3.5%。至此，人民币汇率在汇改两年的时间内实现双向波动。

其次、外汇市场基本实现供求平衡。证据之一是代表零售外汇市场供求状况的银行结售汇逆差规模由 2015 年下半年的月均 600 亿美元，下降到 2017 年上半年的月均 156 亿美元。证据之二是代表央行向市场提供外汇流动性规模的外汇储备变动量（国际收支口径），由 2015 年第三季度最多的减少 1605 亿美元，到 2017 年第二季度外汇储备不减反增，8·11 汇改以来首次增加 316 亿美元。

第三、人民币汇率形成机制不断完善。根据央行的表述，2015 年 12 月 11 日，中国外汇交易中心发布人民币汇率指数，加大了参考一篮子货币的力度，初步形成了“收盘价+一篮子货币汇率变化”的人民币兑美元汇率中间价形成机制。2017 年 5 月，外汇市场自律机制进一步将中间价报价模型调整为“收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”，减少外汇市场中存在的顺周期行为。

第四、人民币汇率单边贬值预期得到分化。虽然不像股票市场中“三根阳线改变观念”那么简单，但 2017 年 5 月中旬以来人民币汇率的持续回升确实开始

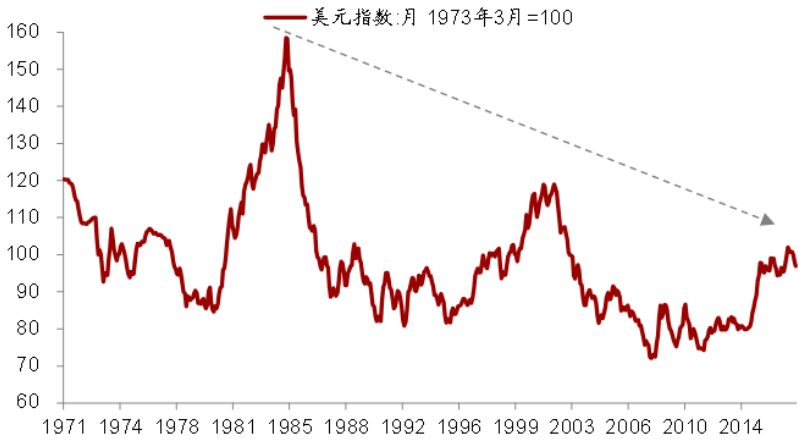
[1] 谢亚轩，中国人民大学国际货币研究所特约研究员、招商证券研究发展中心宏观经济研究主管、董事

分化之前盛行的人民币贬值预期。2017 年 8 月 7 至 11 日这一周，美元指数下降 0.42%，而人民币兑美元汇率上升 0.76%，表明存量结汇和市场供求状况的改变已开始推升人民币汇率。

第五、人民币资本项目可兑换进程继续推进。2016 年 2 月以来，中国债券市场先后经历对外国中长期投资者放开投资额度限制，允许部分投资者进入外汇市场买卖外汇衍生品对冲汇率风险，债券通开通等等重要事件，资本项目可兑换进程得以继续推进。

不过，在以上种种正面评价之外，也有一些观点对 8·11 汇改以来的变化提出质疑。比如人民币汇率近期的回升究竟是什么因素造成的，逆周期因子的贡献有多大？到 2017 年 6 月为止，外汇占款数据显示外汇市场的供求平衡仍然离不开央行所提供的流动性，外汇储备二季度的回升也许更多来自储备自身产生的收益。不可否认的是，出于逆周期宏观审慎的要求，远期购汇的企业仍然需要缴纳 20%的保证金，个人和企业对外投资等方面的购付汇因受到更严真实性审核的要求而降低效率，在央行干预和管制条件下实现的外汇供求平衡、汇率回升以及预期的改善真实吗？能够稳固吗？更进一步而言，逆周期因子的引入是否包含主观成分，是否“摊薄”了市场供求因素对汇率的决定作用，汇率形成机制改革的下一步究竟是在市场化方向上的前进还是倒退呢？

图 1：1973 年以来的美元指数走势



资料来源：Wind，招商证券

二、九问：我们为什么要汇改？

2017 年第 34 期总第 226 期

要想准确评判 8·11 汇改，必须先准确理解 2005 年的汇改；要想准确理解 2005 年汇改，必须先准确理解 1994 年汇率并轨改革。两周年之际评判 8·11 汇改，更应该把这次汇改放在一个二十三年汇率形成机制改革的历程中，放在市场化改革的整体政策框架内，放在一个发生了并仍在发生剧烈变迁的国际经济和金融格局中进行评价，这样才能更客观、全面和公正。“不忘初心，方得始终”，不妨从追问“我们为什么要汇改”这个问题开始，来看看是不是“因为走的太远，而忘记了为什么要出发”。

一问:我们为什么要汇改？回答：希望人民币汇率能够浮动。1994 年人民币推行汇率并轨改革，将双轨并行的 5 元人民币兑 1 美元的官方汇率与调剂中心 10 元至 12 元的调剂汇率并轨到 8.7，并事实上采取了盯住美元的汇率安排，对稳定和发展当时的国内经济和战胜亚洲金融危机功不可没。2005 年 8 月，考虑到浮动汇率安排在应对外部冲击等多个方面优于固定汇率，能够避免固定汇率（就像赤壁之战前连接的战船）可能导致金融危机的国际传染（火烧连营）和汇率制度的崩溃（断缆崩舟），中国宣布汇改并正式走向浮动汇率安排。人民币汇率从 2005 年开始基本呈现持续升值的趋势，最高在 2014 年初曾升至 6.0406。2005 年至 2015 年期间，央行数次调高汇率的日内波幅至中间价基础上的±2%，以期提升汇率的弹性，但目前看这一政策措施的真实效果存疑。原因之一是中间价的形成未真正实现浮动，中间价就像即期汇率的“锚”，锚不开启，即期汇率的波动性难提升。2015 年 8·11 汇改在中间价的形成中引入市场供求因素，真正提升汇率的波动性。即期汇率从汇改初期的 6.2097 贬值到 2017 年初的 6.9557，再回升到目前的 6.67 左右。尽管“7”这样的整数点位也许还有心理阴影，但经历了长期和渐进的浮动汇率改革，特别是 8·11 以来汇率“能贬能升”的实践，社会公众对于汇率波动的耐受度和接受度在上升。

二问:我们为什么要汇改？回答：希望人民币汇率能够由市场供求决定。汇率的浮动只是表象和结果，汇率也不能乱浮动，而是能够跟随国内和国际宏观环境变化，由外汇市场供求所决定的浮动。1994 年的汇率并轨合并双轨制汇率，形成单一汇率，为此后的市场化改革奠定基础。2005 年和 2015 年 8·11 汇改的目标均强调“市场供求为基础”的浮动汇率。衡量汇率由市场决定程度的方法之一是看央行对外汇市场的干预力度，可以观察的指标是外汇占款余额的变化。在多数

的情况下，人民币汇率的形成均非完全由市场所决定，要受到央行干预的影响。但 2012 年下半年和 2014 年上半年都曾经出现过连续数月外汇占款变化接近于 0 的情形，表明央行当时已退出常态式干预，汇率由外汇市场供求所决定。8·11 汇改后，外汇市场供求明显失衡，汇率呈现单边贬值压力，需要央行持续向市场提供外汇流动性，外汇占款月度最多下降超过 7000 亿人民币。不过，2017 年 7 月外汇占款变动已收敛到 46 亿元人民币，表明央行有望再次退出常态式干预，人民币汇率再次由市场供求决定。

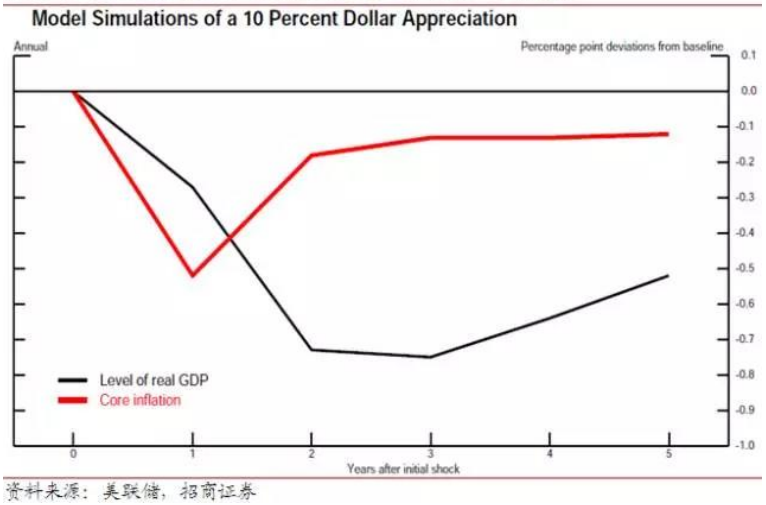
三问:我们为什么要汇改？回答：希望通过汇率浮动维护货币政策的有效性。1994 年至 2005 年，人民币汇率基本盯住美元，但中国当时有比较严格的外汇管制，因而基本可以实现货币政策的有效性。但在 2005 年以后，特别是随着外汇管制的放松和国际资本流动规模的上升，中国货币政策的有效性受到一定的限制。国际货币基金组织现任首席经济学家 Obstfeld 的研究证明，新兴经济体可以通过提高汇率的灵活性来一定程度上实现与发达经济体利率的脱钩，从而避免完全被全球金融周期所裹挟。社科院肖立晟的研究认为，人民币汇率的波动率仅为新兴经济体平均水平的 1/3，而中国短期利率的波动率则为新兴经济体的 3 倍，汇率弹性的不足制约了货币政策的有效性。他的研究表明人民币汇率的波动性在 8·11 汇改后有所提升。笔者认为，2011 年至 8·11 汇改前中美 10 年期国债收益率之间的平均利差为 145 个基点，8·11 汇改后平均利差收窄至 99 个基点。如果说经济增速的走低是中国在 2014 年以来多次降息的充分条件的话，汇改后人民币汇率弹性的提升是中国央行在美联储收缩货币政策的条件下采取反方向政策操作，并且中美长债利差能够系统性收窄的必要条件。

图 1：1973 年以来的美元指数走势

资料来源：Wind，招商证券

四问:我们为什么要汇改？回答：希望通过提升汇率弹性缓解外部冲击。中国所面临的主要外部冲击之一是汇率冲击，以美元指数为代表。事后看，1994 年汇率并轨时，恰好是美元指数由弱转强，从 80 升至 2002 年 120 高位的起点。如果不是因为 94 年汇率并轨时的一次性调整，那么人民币在此后的 7 年中跟随美元持续走强很可能对国内经济造成更为严重的通缩效应。美元指数从 2002 年开始回落，人民币从 2005 年开启汇率浮动的安排，兑美元开始逐步升值，避免跟随美元对其他货币贬值的幅度过大，影响中国的结构改革。更值得强调的是 2014 年以来美元指数的再次走强和 8·11 汇改的作用。8·11 汇改前，由于汇率弹性不足，人民币指数从 2014 年 5 月的 108 快速上升到 2015 年 8 月的 125.9，上升 16.5%。8·11 汇改后，美元指数曾一度上升到 103，但汇率浮动使得人民币指数回落到目前的 116。进一步看，由于中国在经济学意义上的“大国”地位和反馈作用，8·11 以来人民币汇率的浮动对抑制美元走强冲击的强度方面发挥积极作用。2015 年底，美联储副主席 Stanley Fischer 利用联储的模型测算认为，广义实际美元指数升值 10%，美国 GDP 在之后的三年中下降 1.5 个百分点。8·11 汇改后，人民币汇率参考一篮子货币兑美元的波动进一步加大：美元指数强，人民币兑美元就弱。而人民币在按照贸易加权的广义美元指数中的占比已经从 90 年代后期的不到 7%，上升到目前的近 22%。如果人民币盯住美元汇率，这 22%部分不随美元变化，美元升值 10%就可能只导致美国 GDP 下降 1.2 个点。8·11 汇改后人民币兑美元波动性的上升使得强美元对美国经济的负面影响更为显著，弱化了美元指数进一步走强的基础。

图 3：广义美元指数上升 10%美国 GDP 下降 1.5 个百分点



资料来源：美联储，招商证券

五问:我们为什么要汇改？回答：希望汇率的浮动能够为人民币找到一个稳定的“锚”。1994 年至 2005 年人民币汇率盯住美元，以美元为锚。2005 年至 2015 年，人民币虽渐进升值，但仍未摆脱以美元为锚的影响。8·11 汇改通过中间价市场化改革打碎了美元之锚。虽然说“不破不立”，但建立一个具有公信力的人民币币值的新锚却绝非易事。现代信用货币的条件下，各个国家的币值本质上都是一个信心问题。人民币的信心从哪里来？该如何“锚定”？归根结底，其信心的来源是保守的货币政策和对内的币值稳定。币值的对内和对外稳定应该是统一的，不少实行浮动汇率的新兴经济体采取通货膨胀目标制，以期通过对内的币值稳定来锚定汇率。8·11 汇改之后公众对于人民币币值稳定所产生的恐慌和寻锚的经验使得中国的货币政策走得更远。中国央行在货币政策目标的关切内容上已从传统的通货膨胀扩展到“通货膨胀+资产价格”两个维度，在政策应对上从一般意义上的货币政策扩展到“货币政策+宏观审慎政策”的双支柱政策框架。我甚至认为，这一点可以说是 8·11 汇改所获得的最大的成果之一。

六问:我们为什么要汇改？回答：希望通过汇率的浮动促进中国经济结构转型。1994 年的汇率改革纠正了此前存在的人民币汇率高估问题，有助于中国通过发展外向型经济实现全面的工业化和经济的赶超。2005 年以来提升汇率弹性的改革希望通过汇率的灵活调整促进经济结构的转型。中国金融四十人论坛高级研究员张斌博士的一个研究认为，2010 年以后，中国的需求结构已逐步转向以教育、医疗、通讯、科研、金融、公共管理和社会组织等人力资源密集型服务的需求。但其供给却不仅受限于技术和人力资本，也受制于过度的政府管制，短期难以提高。这方面的表现之一是“出国旅游热”、“出国留学热”甚至“出国就医热”。央行行长周小川曾以“中医”来比喻对中国经济结构失衡的纠正，言其温和渐进，讲究君臣佐使的配伍。在这个中医药方中，人民币汇率是其中重要的一味“药材”。与劳动力价格和出口退税等财税政策这些其他“药材”相比，汇率具有可加可减的灵活性、渐进性和可控性等特征，也许更能满足当前供给侧结构改革的需要。

七问:我们为什么要汇改？回答：希望汇率的浮动能够促进国际资本的自由流动。尽管大规模和外生的国际资本流动可能对一国的经济和金融稳定产生冲击，但一般而言，放松外汇管制，实现国际资本的自由流动有利于福利水平的提升，

因而可以视为中国中长期改革的一个方向。“不可能三角”理论强调了资本自由流动需要一个浮动的汇率搭配，才能保证货币政策有效性不受影响。国际货币基金 2016 年《全球经济展望》认为，过去数年新兴经济体的经验表明，有弹性的汇率的确能够减少国际资本外流的冲击。2013 年以来，包括中国在内的新兴经济体出现了有史以来最严重的国际资本外流，比较而言，巴西和俄罗斯等汇率弹性更高的经济体，其国际资本外流的规模相对较小。从中国的经验看，1997 年亚洲金融危机期间，中国同样出现了明显的国际资本外流压力，为维护固定汇率的稳定，我们当时只能采取严格的外汇管制措施加以应对。2005 年到 2015 年，人民币的渐进升值事实上加剧了投机性的国际资本流入。8·11 汇改后中国出现前所未有的国际资本外流，这可以视为人民币汇率这个价格调整不能快速起效的结果，也从反面证明进一步提升人民币汇率弹性的重要意义。

八问:我们为什么要汇改？回答：希望汇率的浮动能够推动人民币资本项目可兑换的进程。国际资本流动是“表”，人民币资本项目可兑换是“里”，前者是“果”，后者可谓是“因”。人民币资本项目可兑换与汇率的市场化决定同样互为表里，但关于两者改革的顺序仍存在巨大争议。中国在 1996 年实现经常项目的可兑换，但资本项目可兑换的进程则比较漫长。2014 年之前，中国主要面临国际资本大规模涌入的局面，因此资本项目可兑换的改革主要侧重于“促流出”。2014 年下半年开始，特别是 8·11 汇改后，中国面临国际资本的大规模外流，在这种情况下改革的侧重点因势利导转为“扩流入”，着力推进中国债券市场的对外开放。尽管为防范大规模的国际资本流动冲击，中国采取了一些逆周期宏观审慎的措施，但希望只是安装“纱窗”，“打开的窗户不会再关上”。

九问:我们为什么要汇改？回答：实践表明，汇率形成机制的改革难以一蹴而就，我们需要一直在路上。此前，关于汇率形成机制改革应该何时推进有两派观点，Eichengreen 认为应该在经济状况好，升值趋势中推动汇率市场化改革，中国其实在 2005 年到 2015 年的汇改就属此种情形。而 Detragiache 等发现，在 1980 到 2005 年间，“退出”固定汇率往往在贬值压力情况下实现，“穷”才不得不思变，他们认为升值趋势中难以推行真正改革。8·11 汇改以来中国的实践，在一定程度上可以作为这一观点的注脚。我认为，“功不唐捐”过去二十三年中国的汇改历程表明，升值预期也好，贬值预期也罢，可能都是人民币走向浮动汇率所

必不可少的过程。2016 年初，金融市场对人民币汇率一片恐慌的时候，我曾将浮动汇率与中国经济的关系比喻为过敏源和有机体，认为中国需要经历一个战胜“浮动恐惧”，对浮动汇率“脱敏”的过程。简单说，“过敏”是有机体免疫系统因不能识别过敏源，将其视为异物而产生的不良反应。8·11 以来，中国经济主体（有机体），第一次真正接触一个向下浮动的人民币汇率（过敏源），自然将其视为异常现象，视为汇率崩溃和金融体系危机的前兆，因而产生恐慌购汇，加速偿还外债，股票市场“熔断”等等不良反应（过敏）。但是，正如越干净的环境中，人越容易过敏一样，人民币汇率向下波动带来的恐慌一定程度上缘于我们“孤陋寡闻”，大家没有真见识过“贬值”。如何治疗过敏？办法之一是小剂量频繁接触过敏源，使得有机体的免疫系统慢慢“认识”过敏源，大家成为老朋友，才不会再次出现过敏反应。8·11 汇改以来的贬值预期及其带来的一系列调整，也许就是中国经济逐步“认识”浮动汇率必需经历的过程。不上完这一课，看来我们的汇改还不能考虑毕业。

三、从二十三年的逻辑看汇改的下一步

经历二十三年汇改，今天再次追问：我们为什么要汇改，我们仍然要回答，汇改是为了提升人民币汇率决定的市场化程度，最终实现浮动汇率制度，实现“清洁”浮动，在人民币实现资本项目可兑换及国际资本自由流动的前提下，仍能够保证货币政策的有效性，这才是汇改的“初心”。

从过去的历程看，人民币汇率形成机制改革具有两个非常突出的特点，一是目标明确，始终以市场化和浮动汇率制度为目标，即使在大的内外冲击下也不动摇；二是过程渐进，改革的步伐强调渐进性，在国内和国际经济金融形势发生巨大变化的时候，改革的进程可能会暂停，以期建立一个窗口观察期，但其目是为了稳健推进改革。此前，央行周小川行长曾再次强调：“人民币汇率改革的方向仍旧是：以市场供求为基础，参考一篮子货币，实行有管理的浮动汇率机制”。有鉴于此，预计近中期，比如“十三五”期间，汇改可能采取的下一步措施包括：以中间价形成机制改革为主，浮动区间的调整和扩大为辅。“参考一篮子货币”的机制仍可能进一步完善（逆周期因子的引入就是例证），比如纳入经济增速和通胀等更多宏观数据。“有管理”，也不可能马上取消，但央行希望退出常态式

2017 年第 34 期总第 226 期

干预。如果外汇供求形势进一步好转，目前实行的逆周期宏观审慎措施有望逐步取消。利用外国直接投资和开放债券市场是“扩流入”的主战场，仅依靠“控流出”难以实现外汇市场和国际资本流动的平衡。在此条件下，人民币汇率有望实现更大的波动率，打破价位禁忌，能升能贬，真正做到市场主导的双向波动。

风险管控：应权归银行，而非监管机构[1]

史蒂夫·汉克[2]

知己莫过己。对于金融机构及其所涉风险而言，情况亦是如此。外界机构永远无法理解银行内部日常运营。此外，金融机构投资时要计算风险；最为了解这些风险的莫过于金融机构自身，而非政府和其他各方。既然这些银行最了解他们所要承担的风险，难道不该由他们自行决定如何利用其资本吗？

在过去几年中，高层政客、国际金融圈和业界许多德高望重的专家就提升银行资本金比率达成了共识。例如，2013 年阿那特•阿德玛蒂（Anat Admati）与马丁•赫威格（Martin Hellwig）出版了一本新书：《银行家的新衣：银行业的困境与出路》。他们在书中主张大幅提升银行资本金比率，比率应高于巴塞尔协议 III 中所规定的数字。这本书受到了诺贝尔奖得主罗杰·梅尔森（Roger Myerson）的赞赏，他认为该书“应获得与凯恩斯《就业、利息和货币通论》相提并论的全球关注”。可是，资本更多，银行就一定更稳、更强、从而能更好地对抗周期性冲击吗？即便是并非银行的雷曼兄弟公司，在破产之前都有远超法定最低水平的缓冲资本。除非监管机构对银行管理过于干涉，使银行失去自主管理权，银行就总有可能吸纳低质量的资产，即便拥有大量缓冲资本也无法保护储户。

2009 年以来，多数银行对新监管热的反应就是落荒而逃。他们限制了私营企业债券持有，增加了低风险的现金储备和政府债券持有（根据巴塞尔协议 III，现金和政府债券因被认为“无风险”而无需资金后盾）。公司从银行业获得资金时面临的新困难可能会阻碍经济增长与创新，国际货币基金组织和经合组织有时都会默认这一点。因为银行的信用额度对某些企业来说是流动资金的关键来源，尤其是那些交易产品、大宗商品和债券的企业。因此，对信贷的限制对经济构成了顺周期、供给侧的限制。无论人们怎么评价量化宽松时代美联

[1] 翻译：郑泽，北京外国语大学高级翻译学院研究生；审校：陆可凡；原文于 2017 年 7 月 30 日发表于《福布斯》杂志

[2] 史蒂夫•汉克，中国人民大学国际货币研究所国际顾问委员、约翰霍普金斯大学应用经济学教授

储货币政策的宽松，事实都令人堪忧：美国的广义货币量总体增长自 2008 年以来仍在继续，并未得到控制。

央行与主要监管机构在经济下滑期间（即 2008 年末和 2009 年）强化对银行资本的额外要求，对需求的周期性疲软雪上加霜。几十年来，因此导致的资产价格的疲软令一些银行甚至更不安全，正如欧文·费雪（Irving Fisher）在 1933 年的书《大萧条的债务通货紧缩理论》中所警示的那样。费雪指出，目前我们可能面临着一个悖论。借方偿还银行债务，但在这个过程中他们破坏了货币平衡，影响了股票、房产和土地的价值。这就加重了剩余债务所造成的实际负担。用他的话来说，“人们努力摆脱债务。却越陷越深。”

诚然，金融危机最严重阶段至今已有时日，资产价格有所恢复，美国银行也重增信贷。然而经济却没有火力全开地运转。现在的银行所提供的贷款种类没有 2008 年之前齐全，非银行机构通过与银行交易期权和衍生品避险的成本也高于从前。金融业资本与资产比例的上升对美国经济的供给侧构成了结构性障碍，这一点尚具争议。

银行资本金比率居高不下，从周期性和结构性方面破坏了美国经济。出路在何方？每个银行股东都非常希望确保管理层不要过度冒险（就他们所吸纳的资本而言）。必须强调，大稳健时期（2007 年前的 20 多年中）宏观经济表现稳定，当时银行的资本与资产之比远低于现在。解决方案是解除不合时宜而且过分的银行资金要求，让银行和其他金融企业回归市场规律调解。银行应该花更多时间管理风险，而不是应对监管机构与政客。

Let Banks Manage Risks, Not Regulators

Steve H. Hanke[1]

No one knows yourself better than you do. The same concept applies with financial institutions and the risks they take. An outside entity will never understand the day-to-day operations that occur within the walls of a bank; moreover, the calculated risks that a financial institution takes when investing is best understood by the financial institution itself, not the government or any outside party. Shouldn't these banks, therefore, determine how to utilize their capital if they are the ones who best understand the risks they take?

In the last few years, a consensus for higher bank capital ratios has been established among politicians at the highest levels, in international financial circles, and among many of the respected academics working in this field. For example, in 2013, Anat Admati and Martin Hellwig published a new book, *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do About It*. In it, they advocate for substantial increases in capital ratios over and above the figures mandated under Basel III. The book was praised by Nobel laureate, Roger Myerson, who described it as being "worthy of such global attention as Keynes' *The General Theory*." But, is it necessarily true that banks with more capital are safer and stronger, and hence more resilient in coping with cyclical shocks? Even Lehman Brothers, which was incidentally not a bank, had a capital cushion that comfortably exceeded the regulatory minimum just before it went bankrupt. Unless regulators are so intrusive as to undermine the autonomy of bank management altogether, there is always a risk that banks will acquire assets of such low quality that high capital buffers would fail to protect depositors.

[1] teve Hanke is a professor of applied economics at The Johns Hopkins University and a senior fellow at the Cato Institute.

Since 2009, the reaction of most banks to the new regulatory frenzy has been to run scared. They have restricted claims on the private sector and expanded low-risk holdings of cash reserves and government securities. (Under the Basel III rules, cash and government securities require no capital backing as they are deemed to be "risk-free"). The new difficulties that companies face in raising finance from the banking industry may hamper growth and innovation, as even the IMF and the OECD sometimes quietly acknowledge. Since bank credit lines are a key source of working capital for some businesses—notably those which trade products, commodities, and securities—the restriction on credit has acted as a pro-cyclical, supply-side constraint on the economy. For all the talk about the looseness of the Fed's monetary policy in the QE era, the inconvenient truth is that overall broad money growth in the U.S. has remained rather subdued since 2008.

By enforcing extra bank capital requirements in the middle of an economic downturn (that is, in late 2008 and 2009), central banks and the main regulatory agencies aggravated the *cyclical* weakness in demand. For a few quarters, the resulting depression in asset prices made some banks even less safe, illustrating the warning by Irving Fisher in his 1933 book, *The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*. As Fisher noted, a paradox might be at work. Borrowers repay bank debt, but in the process they destroy money balances and undermine the value of stocks, houses, and land. That increases the real burden of the remaining debt. In his words, "the mass effort to get out of debt sinks us more deeply into debt."

Sure enough, it has been some years since the worst of the crisis, asset prices have recovered, and American banks have started once more to expand their lending. However, the economy is not firing on all cylinders. Banks today are not providing the same full range of loan facilities as before 2008, while the cost to non-banks of hedging risk (through arranging options and derivatives with banks) is higher than before. Arguably, the increase in capital-asset ratios in the financial sector constitutes a *structural* impediment to the supply-side of the American economy.

High bank capital ratios have damaged the American economy on both a cyclical and a structural basis. The solution? Every bank shareholder has a strong interest in ensuring that managements do not take on too much risk relative to the capital entrusted to them. It must be emphasized that the stable macroeconomic performance of the Great Moderation (in the 20 or so years prior to 2007) occurred while banks operated with much lower capital-asset ratios than now. The solution is to scale back untimely and excessive bank capital requirements and restore market discipline on banks and other financial businesses. Let banks spend more time managing risks and less time managing regulators and politicians.

2017 年第 34 总第 226 期

无现金社会之限
现金与电子：兼容并存[1]

露丝·尤林[2]

关于现金已走到尽头的报道属极度夸张。现金拥有易携带、易分割和耐用性等优点，因此可能继续发展。

无现金社会与无纸办公室实现的可能性相当，而后者早在二三十年前就能够实现。正如电子邮件和云计算等技术与纸张并存一样，信用卡、电子钱包和加密电子货币等发明将会与现金互补，而不是取而代之。

尽管各国对促进选择多样性与社会包容性的技术的欢迎是正确的，我们也不能忽视现实。全球 38%的人口没有银行账户，尽管这部分人在全球财富中所占的比重微乎其微。全球对自动提款机的需求与日俱增，年增长率约为 5%。2016 年 12 月，英国的自动提款机出纳的现金总量创下历史最高记录。许多人认为瑞典是全球最不依赖现金的经济体。然而由于公众反馈，瑞典也在审视其移除提款机的政策。

尽管现金交易占比将会下降，但全球现金流通总量将会在接下来的十年中，保持 3-4%的年增长率。

获得金融服务对于实现联合国 2030 年可持续发展目标至关重要。但世界许多地区尚未具备无现金交易所需的基础设施。影响基础设施发展的原因包括成本高昂、地理因素和政治因素。

而在有基础设施的地方，即便是设备的暂时性失灵都有可能导致严重问题。2016 年 10 月，英国连锁超市阿斯达联网出现了问题，导致电子支付无法进行，引发了消费者的强烈不满。

[1] 翻译：郑泽，北京外国语大学高级翻译学院研究生；审校：陆可凡

[2] 露丝•尤林，托马斯德纳罗印钞公司全球销售总监

联合国难民事务高级专员办事处报告称，每周都有 100 万儿童出生后无出生证明。没有出生证明意味着没有身份证明、没有银行账户、没有获得金融工具的资格。

人口变化也令问题进一步复杂化。老年人通常比年轻人更不易使用电子产品。此外，向无现金社会转型有可能会加深社会最富有阶层与最贫困阶层之间的鸿沟。

全球纸张产量仍在增长。尽管电子邮件与其他技术产生了影响，数字技术与实物显然能够并存。

目前尚没有一个国家能够为实现无现金社会提供健全又绝对可靠的基础设施。数字技术所带来的机会仍在增长。但是现金将会与数字技术共存，成为开放而包容社会的一个关键部分。

2017 年第 34 总第 226 期

Limits of a cashless society
Cash and digital: co-existing for inclusion

Ruth Euling[1]

Reports of the end of cash are greatly exaggerated. With qualities including portability, divisibility and durability, cash is forecast to continue expanding.

A 'cashless society' is about as probable as the 'paperless office' that some insisted was within reach 20-30 years ago. Just as technologies like email and cloud computing came to co-exist alongside paper, innovations including credit cards, digital wallets and cryptocurrencies are complementing cash rather than replacing it.

Although countries are right to welcome technologies that promote diversity of choice and social inclusion, one cannot lose sight of the facts. Around the world, 38% of the population do not have bank accounts – although the proportion of global wealth this represents is tiny. The demand for ATMs continues to grow globally, with numbers set to increase by around 5% per year. December 2016 saw more cash withdrawn from ATMs in the UK than any month in history. Sweden, which many consider to be the economy least dependent on cash worldwide, is reviewing its policy of removing ATMs as a result of public feedback.

While the proportion of transactions carried out in cash will decline, the total volume of cash in circulation globally is expected to rise by 3%-4% a year over the next 10 years.

Access to financial services is key to achieving the United Nations' sustainable development goals by 2030. However, the infrastructure needed to support cashless transactions is unavailable in much of the world. High costs, geography and political priorities are among the reasons inhibiting the expansion of this infrastructure.

[1] Ruth Euling is Global Sales Director at De La Rue.

Where the infrastructure does exist, even temporary breakdowns can cause major problems. In October 2016 Asda, the UK supermarket chain, incurred the wrath of customers when a loss of internet connection prevented electronic payments from being processed.

The Office of the UN High Commissioner for Refugees reports that 1m children per week are born without their births being registered. No birth certificate means no proof of identity and therefore no bank account or access to financial tools.

Changing demographics further complicate the issue. Aging populations are less digitally savvy than younger ones. In addition, there is a risk any pronounced shift to a cashless society would further exacerbate the differences between the wealthiest and poorest parts of society.

Global paper production still shows growth, despite the impact of email and other technologies, a clear indication that the digital and the physical can co-exist.

No fully accessible and reliable infrastructure for a cashless society is yet on offer. Digital opportunities are certainly growing. But cash will continue to co-exist with digital offerings, and as a key component of an open and inclusive society.

系列三：人民币国际化动力分析[1]

编者按：

人民币国际化是中国人民大学国际货币研究所（IMI）的重点研究领域。自 2012 年研究所首次发布《人民币国际化报告 2012》并首创人民币国际化指数（RII）以来，已经连续四年编写并发布《人民币国际化报告》。尽管时间不长，报告因其独立性、客观性和决策参考性，得到了社会各界尤其是政策部门的高度关注。同时报告还被译成英文和日文同步发布，在国内外理论与实务界均产生较大影响。《人民币国际化报告 2017》主题为“强化人民币金融交易功能”。在历史经验借鉴、理论分析和实证研究基础上，本报告致力于针对“为什么要强化人民币金融交易功能”以及“如何强化人民币金融交易功能”等问题做出回答。报告不仅充分论证了强化人民币在国际市场上金融交易功能的必要性，为之提供了理论、实证以及历史经验等多方面的证据，还具体探讨了强化人民币金融交易功能的主要实现路径，并就其中存在的问题与解决方案进行了分析，为扫清制度和技术层面的障碍与制约因素提供决策参考。《IMI 研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告 2017》节选系列文章，以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告 2017》第一章。

2016 年，在多重压力下，人民币国际化依然取得了诸多突破性进展。跨境人民币使用政策框架进一步完善，国际货币职能从初始的贸易计价结算向贸易、金融交易及储备领域全面拓展，国际货币合作稳步开展，清算体系基本覆盖全球，人民币国际化长期趋势总体向好，前景广阔。

第一，国际金融合作与架构改革取得进展，人民币正式加入 SDR 货币篮子。2016 年，全球市场波动加剧，金融脆弱性普遍上升。在 G20 框架下，中国主动作为，重启国际金融架构工作组，推动国际货币体系改革，不仅提升了自身的金融话语权，也为维护全球经济金融稳定发挥了积极作用，以大国责任与担当为人民币国际化注入正能量。10 月，人民币正式加入 SDR 货币篮子，标志着人民币迈入国际货币行列。IMF 对人民币的国际背书，极大地提振了市场信心，人民币成为全球央行外汇储备货币的重要选项之一，有助于带动海外投资者配置人民币资产，夯实人民币国际金融交易与储备职能。同时，中国积极推进人民币货币互换体系扩容至 36 个国家和地区，加强与 IMF、世行、亚行、欧洲复兴开发银行

[1] 整理人，中国人民大学财政金融学院博士生李胜男、中国人民大学国际货币研究所研究合作部副主任安然

等国际多边组织的合作，并在金砖国家新开发银行、亚投行等平台上取得实质性进展，为人民币国际化营造了良好的国际环境。

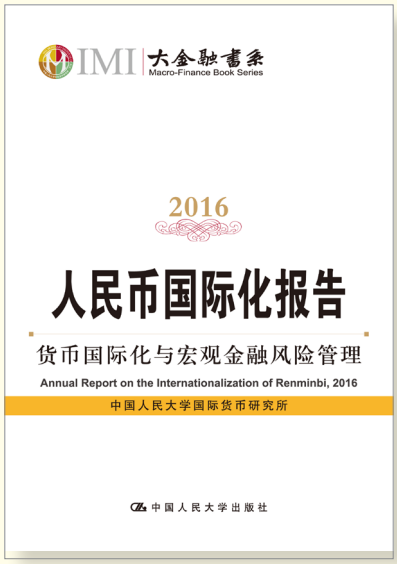
第二，中国经济总体稳中向好，改革开放进程不断深化。一国经济实力对该国货币国际化具有基础性作用。2016 年，中国经济运行稳中向好，依然位居世界前列，对全球经济增长贡献超过 30%。供给侧改革持续推进，“三去一降一补”初见成效；全面深化改革，注重简政放权、优化服务，强化创新引领，全面实施《中国制造 2025》，培育发展新动能；促进区域城乡协调发展，倡导绿色环保，致力于改善民生，保障社会和谐稳定。在全球政经风险上升、国内结构性问题突出的特殊时期，中国经济依然表现出自身的韧性与潜力，发展质量与效益均有所提高，对人民币国际化形成坚实支撑。

第三，“一带一路”与各类试验区构筑开放平台，中资企业加快海外布局。新时期，中国不断提高对外开放水平，构筑对外开放新格局，为人民币国际使用提供坚实载体。一方面，“一带一路”战略有序推进，中国加强双边、多边务实合作，大批重点建设项目落地，区域经贸交流加深，为人民币区域使用增添有利条件。超过一半的人民币结算发生在“一带一路”沿线区域。另一方面，中国进一步完善外贸及投资环境，以试点促创新、促推广。2016 年，自贸区建设进入 3.0 时代，上海等自贸区在金融开放、跨境人民币使用方面的成果进一步推广，并新设七个自贸区试验区，十二个跨境电子商务综合试验区，在人民币国际化领域积极探索。云南瑞丽中缅货币兑换中心、广西区域性跨境人民币业务平台、霍尔果斯离岸人民币金融业务试点地区等，则进一步为人民币区域使用打开了边境窗口。新时期，中资企业加快“走出去”，掀起海外布局与并购浪潮，积极参与全球价值链整合，推动人民币对外直接投资高速增长。

第四，跨境使用渠道有序开通，人民币清算体系基本覆盖全球。2016 年，跨境人民币使用政策兼顾功能拓展与风险防控，遵循“成熟一项、推出一项”、风险可控、服务实体经济需求等基本原则，支持人民币国际化发展。一方面，重点放宽资本流入方向汇兑交易，取消境外机构投资者投资银行间债券市场的额度限制，银行间同业存单市场进一步向境外机构开放，国际货币基金组织、亚洲开发银行等境外央行类机构相继获准成为银行间外汇市场会员。尽管人民币境外债券发行遇冷，但熊猫债市场发展迅速，人民币计价央票、人民币绿色债券、SDR 计

价债券等也取得了突破性进展；人民币外汇直接交易业务快速推进，2016 年新增 11 种货币对，基本涵盖国际主流货币以及主要的新兴市场经济体货币，人民币成为交易量最大的新兴市场货币。人民币股市互联互通机制进一步完善，沪港通运行良好，深港通也于年末如期启动。另一方面，更加重视法规制度、监管框架、配套设施等基础性建设，推动会计准则、监管规则、法律规章与国际金融市场接轨。2016 年，中国完善外债和资本跨境流动管理的宏观审慎政策框架，秉承本外币一体化管理思路，在深化开放的同时防范套利投机行为，加速外汇交易系统等硬件设施建设。在清算安排方面，人民币清算行体系基本覆盖全球，特别是 2016 年将美国、俄罗斯纳入离岸人民币清算体系中，具有标志性意义；人民币跨境支付系统 CIPS 运行良好，直接参与者由投产时的 19 家扩展至 27 家，480 家间接参与者覆盖 6 大洲 78 个国家和地区，为人民币国际化进程积蓄长久能量。

《人民币国际化报告 2016》



《人民币国际化报告 2016》的主题为“货币国际化与宏观金融风险管理”。报告聚焦于人民币国际化新阶段的宏观金融管理问题，对人民币加入 SDR 后的宏观金融政策调整及其可能诱发的国内宏观金融风险展开分析，包括汇率波动和汇率管理，以及跨境资本流动对国内金融市场的冲击、银行机构国际化风险和实体经济风险等重要议题。报告建议，要加强宏观审慎管理，抓住重点，推进供给侧改革，防范系统性金融危机，为实现人民币国际化最终目标夯实经济基础并提供根本保障。

具体而言，一是应当进一步推动汇率市场化改革，完善人民币汇率制度，从管理浮动逐渐过渡到自由浮动。二是资本账户开放要与汇率制度改革相互配合，坚持“渐进、可控、协调”的原则，适应中国经济金融发展和国际经济形势变化的需要。三是应充分借鉴国际经验，明确当前我国金融监管改革的原则，构建符合中国实际的宏观审慎政策框架，为加强系统性风险管理提供制度保障。

中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载