

■ 高端访谈

# 连平:坚持汇率市场化改革方向

□本报记者 李刚



交通银行首席经济学家连平在接受中国

证券报记者专访时表示,当前和未来一个时期,面对错综复杂的内外部形势,货币当局和外汇管理部门在必要的时候,可以运用包括调节供求关系、调整汇率机制、增减交易成本、直接参与交易和引导市场预期等各种方式和手段,对过度的汇率波动进行管理,以避免汇率超调给经济运行带来负面影响。

连平认为,未来应坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度;坚持市场化改革方向,逐步扩大人民币汇率弹性;与其他相关改革开放举措同步协调推进,稳妥实现汇率自由浮动目标。



## 持续大幅贬值可能性较小

**中国证券报:**近期人民币汇率波动成为市场关注的焦点,这一轮下跌与“8·11汇改”开始时的情况有哪些不同?下半年影响人民币汇率走势的不确定性因素有哪些?

**连平:**近期人民币汇率下跌明显与“8·11汇改”时下跌不同,首先在成因方面。“8·11汇改”时人民币贬值初始是一次性官方主导,加上对美国有启动加息的预期以及2015年底后步入加息通道。当前贬值的背景相对较为复杂。一方面是美国加息步伐有所加快,外部环境对人民币汇率产生影响;另一方面,当前我国经济增长速度可能略有放缓,经常账户顺差明显收窄以及货币政策稳健偏松也可能有一定程度的影响。但人民币贬值压力主要来自明显变差的国际经济环境。

**中国证券报:**人民币国际化可从哪些方面进一步推进?

**连平:**人民币国际化是一项长期的战略性任务,未来人民币国际化应在不同的市场背景下,突出不同的发展路径。在人民币汇率稳定、特别是升值预期较强时期,可以加大人民币经常项和作为资产货币(非居民持有)的跨境使用力度;在贬值预期较强时,则可以加大人民币资本项和作为负债货币(非居民持有)的跨境使用力度。应当认识到,人民币国际化稳步推进还应以实体经济为基础,特别是要以跨境贸易和直接投资的稳健发展来带动人民币在全球的使用,不宜让人民币国际化过多地依赖币值自身的强弱。

未来人民币国际化在贸易、投资和金融等领域将会有更大的拓展空间。伴随着我国进出口贸易的持续增长和定价能力的提升,人民币在我国对外贸易中使用的比重会进一步提升。当前,我国已进入对外投资

**中国证券报:**针对外汇市场可能出现的顺周期波动,人民币汇率政策框架是否会有变化?

**连平:**针对外汇市场可能出现的顺周期波动,人民币汇率政策框架可能会立足以下四个支点。一是坚持汇率市场化改革的方向,增加汇率弹性,允许汇率在合理均衡水平上双向波动,提高汇率波动的容忍度和市场主体的适应能力。

二是不实行竞争性贬值,不以货币贬值作为应对贸易摩擦的工具,即使是进行逆周期调节也主要以稳定市场汇率、避免汇率超调的负面效应为主要目标。

三是坚持底线思维,必要时运用宏观审慎政策

较快发展的阶段,由于人民币汇率相对较为稳定,对外投资中使用人民币会逐步地,更多地为东道国所接受。随着我国资本市场的扩大和进一步开放,境外机构到境内发行人民币债券的需求会稳步上升。未来一个时期,“一带一路”的贸易投资和金融领域将是人民币国际化的重要方向。伴随着人民币在“一带一路”沿线国家贸易、投资、金融中使用的扩大,相关国家官方以人民币作为外汇储备必然会有同步增加。

**中国证券报:**在当前国内外复杂的经济形势下,如何协调汇率市场化与货币政策之间的关系?

**连平:**随着经济全球化的发展,发达国家货币政策的溢出效应往往是新兴经济体陷入危机的重要推手,导致新兴经济体货币政策难以保持其独立性,甚至丧失其有效性。近来美联储和部分发达国家推进加息,导致一些新兴经济体资本大幅外流,货币迅速贬值,其货币政策不得不大幅收紧,甚至

## 坚持汇率市场化改革方向

对外汇供求进行逆周期调节,维护外汇市场平稳运行。当前央行虽然已基本退出常态化外汇干预,但当外汇市场出现剧烈波动时,即汇率明显超调时,央行仍会采取相关措施保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定,决不会坐视不管。

四是合理运用调节方式。当局调节汇率的方式涉及多个维度,包括调节供求关系、调整汇率机制、增减交易成本、影响引导预期、直接参与交易,等等。必要时当局可以选择性地运用多种工具对超调的汇率进行调节。尤其是在市场供求关系和汇率形成机制方面依然存在较大的调整空间。必要时还可以运用外汇储备入市进行干预,这当然应该是发生在不得已时,通常情况下不会运用。

**中国证券报:**如何看待进一步深化汇率市场化改革的时间窗口?

**连平:**根据我国的中长期规划,汇率市场化改革是我国金融改革开放的重要目标之一,而合理的波动幅度是汇率市场化的主要特征。对于开放度较大的经济体来说,汇率浮动有助于调节国际收支不平衡,缓冲外部经济变化的负面效应。长期以来人们习惯于人民币汇率保持稳定,对汇率的“浮动恐惧”依然存在,有的领域这种理念还

汇市场发展之间的关系?

**连平:**汇率市场化改革仅有放宽幅度和逐步扩大弹性还不够,还要不断发展和完善多层次外汇市场,扩大外汇市场交易主体以增强市场力量,完善市场基础设施建设,以功能健全、产品丰富的外汇市场体系为汇率市场化改革提供良好的微观基础。

当前应加快推动外汇期货、外汇期权等外汇衍生品市场的发展。这既有利于在人民币汇率波动扩大情况下,通过提供各种有效的工具,帮助个人和企业规避汇率波动风险,同时还有助于完善人民币汇率定价机制。建议在条件成熟的情况下,逐步拓宽个人和企业参与外汇市场投资的渠道,改变外汇市场目前以机构投资者为主的多元化水平不高的市场主体结构。

以极高利息加以应对,破坏了国内经济运行的原有政策环境,扰乱了经济周期性运行的应有轨道,经济体遂陷入危机状态。

2015年底以来,美联储持续加息,中美利差明显收窄。但在此期间,我国还曾经历了一个降息过程,之后基准利率保持不变。之所以这次我国货币政策与美国货币政策可以明显不同步而负面压力不大,“8·11汇改”后人民币汇率的弹性增加是重要原因之一。

可见,汇率市场化所带来的汇率灵活性增强是我国货币政策保持独立性和提升有效性的重要条件和手段。反过来,我国货币政策保持好独立性和有效性将有助于宏观经济金融的稳定,保持经济平稳增长和国际收支总体平衡,从而也有助于缓解汇率单边运行的压力。两者之间也存在相互影响、相互促进的关系。未来,应通过深化汇率市场化改革来进一步增强汇率弹性,同时提升货币政策有效性。

根深蒂固。随着我国经济进一步对外开放,人民币国际化和资本和金融账户可兑换的推进,必然要求增强人民币汇率的弹性,未来经济主体应逐步适应人民币汇率波动。

从内外部环境来前瞻、综合考量,当前和未来一个时期并非是人民币汇率实现自由浮动的最佳时机。未来五至十年外部挑战和严峻环境将持续存在,而内部动力转换和结构转型正处在关键阶段,我国有必要在相关经济领域保持政策和管理的主动性和可控性,而汇率政策毫无疑问是重要组成部分之一。

尤其应该看到,当前一系列相关配套的基础和条件尚未达到和完善。利率市场化正处在攻坚阶段,最终完成仍需假以时日,而汇率市场化与利率市场化通常是协同推进;资本和金融账户可兑换的关键项目仍有一定管制,在市场真实需求基础尚且不足的情况下,又何谈汇率的完全自由浮动;外汇市场有待进一步开放,市场参与与结构多元化通常容易形成汇率单边走势;目前汇率中间价波动依然较小,迅速实现完全自由浮动,步子跨度明显太大等等。

未来一个时期,我国仍应保持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度;坚持市场化改革方向,逐步扩大人民币汇率弹性;与其他相关改革开放举措同步协调推进,稳妥实现汇率自由浮动目标。

## 当前经济主体对汇率预期更趋平稳

四是2018年7月3日之前,离岸人民币汇率的走势并未明显领先和超越在岸,显示离岸做空的头寸准备不足。这与2015年8月汇改后,离岸市场的走势远远领先在岸市场,离岸市场做空和做空人民币的声音甚嚣尘上的情况,有显著的不同。

五是央行退出外汇市场的“常态化”干预,汇率波动更多由市场因素决定。

### 三因素决定人民币汇率走势

当前人民币汇率走弱与2015年至2016年的情形有许多不同之处,其背后原因有哪些,根据中国人民银行的表述,中国实行“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”。这其实就决定人民币汇率走势的三个因素:外汇市场供求、篮子货币汇率和央行对人民币汇率的管理或者说政策态度。这三个因素既是人民币汇率的决定因素,也是理解当前人民币汇率呈现新特点的关键。

首先,央行的汇率政策意图旨在充分发挥市场供求的作用,但也并非不关人民币走势。从2015年“8·11汇改”以来,市场一直在猜测央行的汇率政策意图,产生了各种各样似是而非的观点。事实上,2015年汇改甚至是2005年汇改的政策意图,从来都是指向由市场供求决定的浮动汇率制度。本轮人民币汇率波动中,央行退出常态化干预、汇率走弱的速度快以及有强有弱,涨跌互见等特点,都与央行发挥市场供求作用的政策意图密切相关。需要强调的是,发挥市场供求的基础性作用与央行对外汇市场的关切并不矛盾,但是央行采取措施干预外汇市场的前提条件,一定是市场失灵或者说“追涨杀跌”的顺周期行为和“羊群效应”。

其次,篮子货币汇率走势对人民币汇率影响显

著。从2015年8月汇改特别是2016年年中以来,人民币汇率与美元指数代表的篮子货币走势就呈现密切的相关关系:“美元强,人民币弱;美元弱,人民币强”。

不过,与2015年至2016年不同的是,美元指数出现冲高回落的走势,笔者曾指出美国经济基本面对美元指数走高幅度的约束作用已有体现。这使得市场不再像2016年底美元指数持续走高时那样,认为美元指数可能将冲击120甚至更高的高点,而是更为理性看待美元指数走强的程度。既然市场不认为美元将持续冲高,因而对人民币人民币走弱的担忧也有所减弱。

第三,外汇市场供求对汇率影响的基础性作用越来越强,外汇需求得到一定释放,外汇供给渠道得到拓宽。2015年至2016年是外汇需求得以释放,逐步趋于稳定的阶段,突出表现在两方面:一是从2016年年中以来,偿还非居民外债的进程已结束。2016年二季度至今,中国的外债余额停止下降,连续7个季度合计上升3461亿美元。外债项下由外汇需求转变为外汇供应。二是2016年11月底央行等四部委加强对外资管理的措施,有效阻止少数大企业的无序对外投资和购汇行为。017年中国对外直接投资规模为1019亿美元,较之2016年回落52.9%。2018年第一季度,中国对外直接投资净流出181亿美元,同比下降12%。这一阶段外汇需求的释放,为外汇供求状况进一步取得基本平衡奠定基础。

### 汇率中性理念亟待建立

2017年6月至2018年6月人民币有效汇率长达一年时间的上升,与过去两个月的快速回落与外汇市场供求状况的改变密切相关。特别是证券项下的国际资本流入是人民币汇率表现相对强势,有效汇率升值,在部分时间段与美元指数的走势出现背离的主要原

## 土耳其里拉暴跌 加速欧美货币政策分化

□国开证券研究部分析师 王鹏

近期土耳其货币里拉汇率出现大幅下跌,随之欧元、英镑汇率也出现较大幅度下跌。欧元下跌的连锁反应是推升美元指数被动上升,而美元指数上升又对其他新兴市场国家的汇率产生较大压力。对此,笔者预计,土耳其里拉巨幅波动将使欧元区与美国货币政策分化预期进一步加深。

今年以来,全球经济一改去年“欧强美弱”的局面,无论从实体经济、货币政策以及资产走势上,均呈现出“美强欧弱”的趋势。在实体经济方面,今年上半年,无论是制造业PMI或服务PMI,欧元区均呈现持续减弱的态势,欧元区经济的疲软态势超出市场预期。

与之相反,今年以来,美国实体经济持续向好。从美国PMI数据来看,自2017年7月开始,无论是制造业PMI还是非制造业PMI均出现稳步上升势头,从2017年7月之前的55中回升至目前的60附近。从通胀数据来看,美国核心CPI同比较快增长,从2017年5月份的1.7%提升至2018年5月的2.2%,触及并超过了美联储中期通胀目标2%的水平。

欧美实体经济运行的反差使欧美央行货币政策分化严重。在6月议息会议上,美联储上调全年加息次数达到4次,并上调了2018年经济增长预期0.1个百分点至2.8%,核心PCE上调至2%,宽松的金融条件与财政刺激,使得美联储对美国2018年经济增长保持乐观。相反,欧元区则表现地较为鸽派,在近期的欧元区央行议会上,欧元区央行均表示将在今年年底结束QE,并且在10-12月每月购买150亿欧元债券而不是直接将购债规模降为0,给予市场更加充裕的缓冲时间。同时,还表示加息至少要到明年夏天,加息时点较市场预期也有所延后。

在欧美货币政策分化的背景下,当前土耳其里拉的暴跌或强化欧洲央行宽松货币政策延后的预期,进而造成欧美货币政策预期的进一步分化。因为土耳其里拉暴跌引发的欧元、英镑大幅下跌,市场担心欧元区银行对土耳其的贷款出现大面积坏账。

据国际清算银行统计,截至目前,西班牙、法国和意大利银行分别向土耳其借款达833亿美元、384亿美元、170亿美元,该三国的外国贷款占到土耳其银行资产的40%以上。而意大利、西班牙均是今年以来国内政局不稳导致其国债收益率大幅上升的欧元区国家。在意大利以及“欧猪国家”政府债务不堪重负的情况下,一旦其银行业出现风险,唯一的解决办法或许只有欧央行的货币政策宽松,更不用说当前出现的意大利偏右翼的执政当局财政更趋独立以摆脱欧洲央行的局面。因此,一旦欧元区银行对土耳其里拉下跌造成大面积坏账,解决的办法或许就是以时间换空间,欧元区以延后的宽松货币政策来解决面临的银行业坏账问题,而这将进一步加剧欧美货币政策的分化。

未来土耳其里拉大幅下跌对全球汇率如何演化,笔者认为,目前欧元对美元的大幅下跌正在反映市场对欧央行宽松货币政策延后的预期。在欧央行做出宽松货币政策延后表态之前,因土耳其里拉暴跌引发的欧元下跌或许仍未完结。从目前欧元兑美元的点位来看,距离2017年2月份的1.03的低位仍具有10%左右的下跌空间,英镑兑美元距离2016年10月英国脱欧期间的低点仍有6%以上的跌幅空间。可以看出,欧元下跌的空间是存在的。

但是,下跌空间的存在并不等于一定悲观。未来如果欧央行表态延后宽松的货币政策,或已是欧元下跌的尾声,仅仅是表明针对欧元利空政策的出尽。而从美国自身来看,美国实体经济一旦受非美经济体和市场波动持续发酵的影响也出现波动,美联储加息一旦达不到市场预期,美元指数将呈现企稳或反转。

从全球各国政府宏观政策协调来看,虽然当前欧元、英镑仍在下跌趋势中,这是美元指数被动上涨的主要动力,但是,如果假设按照欧元兑美元汇率至近几年来1.03的低位计算,则美元指数将被动上涨至105附近,这将成为美元指数近十年来的最高值,无疑会对美国实体经济造成较大压力,届时以美国为核心的全球国家间的货币政策协调机制或成为焦点,但出现该局面的概率并不高。

对于新兴市场国家而言,主要压力来自于欧元下跌推升美元被动上涨。当前,虽然非美经济体货币与美元极易形成“负反馈效应”的局面,但由于全球经济一体化的程度较高,美国一旦受到非美经济体以及全球市场的影响,其货币政策低于市场预期,美元的上涨将会停止,加上“美国并不希望美元指数过高”的全球国家宏观政策协调,美元指数或过上可封顶。

对于人民币汇率而言,正如央行二季度货币政策执行报告中所表明的,“目前外汇市场总体预期平稳,同时坚持底线思维,必要时通过宏观审慎政策对外汇供求进行逆周期调节。”可以看出,虽然未来人民币汇率仍将跟随美元波动,美元上涨的空间决定人民币汇率贬值的幅度。但是,在美元“上可封顶”以及我国宏观审慎政策逆周期调节工具充足、逆周期调节经验较为丰富的内外条件下,市场各方适应人民币波动幅度加大的能力,较2015-2016年已大大加强。