

中银证券全球首席经济学家管涛：

分析人民币汇率走势 逻辑比结论更重要

境内外舆论过度炒作人民币汇率

中国证券报：近期人民币汇率升值，监管层密集发声，人民币汇率双向波动成为常态。此时发声有何深意？

管涛：近期，境内外汇市场涨涨跌跌的顺周期“羊群效应”有所抬头。5月25日至27日，人民币汇率在冲击6.40关口之际，境内银行间市场日均即期询价交易成交量达到509亿美元。同期，人民币汇率转为持续升值预期且出现了跳升。这既不利于外汇市场有序运行，也会加大出口部门财务困难。因此，最近一个时期，中央多次开会强调要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，与调控大宗商品价格上涨已经相提并论。

而在近期人民币加速升值背后，有境内外舆论对于人民币汇率市场化改革和人民币汇率走势的借题发挥和过度炒作。针对市场上的诸多议论或揣测，央行密集发声：一是指出人民币汇率的走势将继续取决于市场供求和国际金融市场变化，双向波动的常态不变；二是明确央行保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定的政策不变，未来一个时期继续实施以市场供求为基础的、有管理浮动的汇率制度安排不变；三是澄清不会将汇率用作刺激出口或抵消大宗商品价格上涨的工具；四是引导市场树立“风险中性”意识，避免单边赌人民币升贬值的“炒汇”行为，同时督促金融机构不仅不能帮助企业“炒汇”，自身也不宜“炒汇”；五是警告不要恶意操纵市场、操纵舆论。这有助于引导市场预期，维护外汇市场平稳运行。5月28日，银行间市场即期询价成交量为366亿美元，较前三日均成交量回落了28%。

中国证券报：有观点认为，人民币升值是为了缓解输入性通胀压力，对此怎么看？

管涛：2017年，人民币汇率止跌回升，扭转了2015年“8·11”汇改以来持续单边下跌的走势。自2018年起，央行已明确表示回归汇率政策中性，退出外汇市场的常态干预。所以，人民币汇率涨跌是外汇市场供求和国际金融市场变化综合作用的结果。不论人民币汇率涨或者跌，都不是央行汇率政策的目标。这波始于去年6月份以来的人民币行情，就是在中国疫情有效防控、经济率先复苏、贸易较大顺差的背景下，由于中美利差和美元走势变化，导致人民币汇率有涨有跌的双向波动。

如今年一季度，由于10年期美债收益率飙升，中美国债收益率收敛，美元指数反弹，外资流入减缓，导致人民币汇率冲高回落，3月份单月下跌抹去了前两个月的所有涨幅。4月份以来，又因为美债收益率下行，中美国债收益率重新走阔，美元指数走弱，外资回流中国，导致人民币汇率重新走强。

当然，汇率波动本身对国际收支平衡和宏观经济运行有自动稳定器的作用。如从月均人民币汇率收盘价看，今年4月份同比上涨8.5%，同期PPI上涨9.1%；前4个月月均人民币汇率收盘价累计上涨7.3%，同期PPI累计上涨4.4%。如果没有人民币升值，PPI的涨幅将会更大，但这



中银证券全球首席经济学家管涛日前接受中国证券报记者专访时表示，汇率作为总量工具，不可能对冲个别大宗商品价格的大涨。股市涨跌和人民币升值之间的关系是不稳定的。简单把人民币升值当作A股的利好恐怕要十分慎重，尤其是目前外需对中国经济复苏较为重要，而外贸企业又深受升值困扰的情况下。

应将“双循环”新发展格局对汇率的影响视为中性，其本身不能决定人民币的升贬值。

● 本报记者 焦源源

对我国出口竞争力的影响有限，但人民币升值仍与原材料涨价和国际运费飙升一道被列为影响外贸企业的重要因素。最近一个时期，国内许多会议都在研究部署保持人民币汇率基本稳定和原材料保供稳价的工作。

股市和汇率关系并不稳定

中国证券报：人民币升值态势对当前股市会产生哪些影响？

管涛：股市涨跌和人民币升值之间的关系是不稳定的。比如，2005年“7·21”汇改至2014年底，人民币汇率总体持续单边升值，热钱流入中国内地炒楼炒股的传闻不绝于耳，但期间A股涨涨跌跌，且总体上跌的时间长，涨的时间短。当前，美联储超宽松货币政策

支撑得密切关注；其次，人民币升值对中国经济有利有弊，而且其利弊是动态发展演变的，简单把人民币升值当作A股的利好恐怕要十分慎重，尤其是目前外需对中国经济复苏相当重要，而外贸企业又深受升值困扰的情况下；再次，国际货币基金组织和美联储均一再预警资产价格虚高风险，提示押注货币政策持续宽松的资产价格随时可能出现剧烈调整，我们要警惕由此引发的海外金融市场震荡对国内的传染效应。

当然，如果我们基于对国内经济基本面研究的价值投资，而不是跟风北向资金“抬轿子”，则无需介意国内资本的短期波动，这与人民币升值并无必然联系。

中国证券报：当前国际环境下，人民币国际化迎来哪些机遇？

管涛：中国综合国力增强，对外交往扩大，内外币值稳定，人民币国际化具有

较大潜力和空间。目前，境内外对于国内加快金融开放和人民币国际化的呼声很高。但“十四五”规划已明确提出，要稳步推进人民币国际化，坚持市场驱动和企业自主选择，营造以人民币自由使用为基础的新型互利合作关系。

未来一个时期，中国经济面临转型升级、攻坚克难的关键时期，内外部都有诸多不确定、不稳定性因素。“十四五”规划的编制原则之一就是处理好发展和安全的关系，越开放越要强调安全发展。我们要避免不成熟的开放，导致金融开放和人民币国际化政策出现反复，甚至酿成影响现代化进程的系统性风险。

况且，既要稳妥又慎重地推动人民币国际化，并不影响我们在时机成熟情况下，创造条件、适时推进相关工作。现在，国内政策上基本是本外币统一待遇，外汇可以做的，本币也一样可以做，给市

场提供了公平选择的机会。所以，人民币国际化更多取决于市场接受和认可，是一个顺其自然、水到渠成的过程。比如说，人民币国际化试点是从跨境贸易开始的，但迄今为止，外贸进出口中以人民币计价结算的比重也只有15%左右。由此可见，在贸易领域还要进一步发挥市场主体的主观能动性，在培育市场需求方面还需要下大力气，以提高市场对人民币的认知度和接受度。政府则主要是进一步疏通政策障碍、完善基础设施，给人民币跨境使用提供一个更便利、低成本的市场友好型环境。

中国证券报：人民币这波行情将如何演绎？

管涛：5月27日，监管层再次发声，指出未来影响汇率的因素很多，人民币既可能升也可能贬，没有任何人可以准确预测汇率走势；不论是短期还是中



视觉中国图片 制图/王春燕

是汇率变化的结果而非汇率政策的目标。同时，汇率作为总量工具，也不可能对个别大宗商品价格的暴涨。

此外，汇率不论涨跌都是有利的有弊的。人民币升值固然有助于降低进口成本，部分对冲大宗商品价格上涨的影响，却会给出企业造成一定的财务压力。国内出口企业从出口报关到收汇通常有一定的时间差，疫情大流行造成国际物流受阻，进一步延长了这个账期。而出口收汇又绝大部分是美元，人民币持续单边升值可能给企业造成汇兑损失。在国内企业汇率风险管理意识和能力不足的情况下，更是如此。

实际上，在美元指数走弱的情况下，大部分非美货币兑美元都出现不同程度的升值，人民币多边汇率（即汇率指数）涨幅仅为人民币兑美元双边汇率涨幅的一半左右。这意味着本轮升值

外溢效应非常强，美债收益率处于历史低位，美元的避险属性下降，美股上涨带动全球风险偏好上升。从交易上看，外资的资金成本非常低，体现为美元贬值人民币升值，可能会通过以下途径影响我国股市：一种是直接买A股，美股贵了以后外资就得去找别的资产，北向资金持仓总额和标普500指数走势相当接近；另一种就是资产再平衡，外资增持人民币债券，国内安全资产被挤出后，内资也得买一些风险资产；再一种是受益于全球低利率、宽流动性，以及市场风险偏好的改善，人民币升值有可能能进一步提振国内投资者的信心。

不过，关于人民币升值吸引外资增配人民币资产的判断值得商榷。首先，人民币升值对存量外资是增加其汇兑收益，对增量外资却是加大其投资成本，外资会不会在人民币汇率上追逐差

较大潜力和空间。目前，境内外对于国内加快金融开放和人民币国际化的呼声很高。但“十四五”规划已明确提出，要稳步推进人民币国际化，坚持市场驱动和企业自主选择，营造以人民币自由使用为基础的新型互利合作关系。

未来一个时期，中国经济面临转型升级、攻坚克难的关键时期，内外部都有诸多不确定、不稳定性因素。“十四五”规划的编制原则之一就是处理好发展和安全的关系，越开放越要强调安全发展。我们要避免不成熟的开放，导致金融开放和人民币国际化政策出现反复，甚至酿成影响现代化进程的系统性风险。

况且，既要稳妥又慎重地推动人民币国际化，并不影响我们在时机成熟情况下，创造条件、适时推进相关工作。现在，国内政策上基本是本外币统一待遇，外汇可以做的，本币也一样可以做，给市

场提供了公平选择的机会。所以，人民币国际化更多取决于市场接受和认可，是一个顺其自然、水到渠成的过程。

比如说，人民币国际化试点是从跨境贸易开始的，但迄今为止，外贸进出口中以人民币计价结算的比重也只有15%左右。由此可见，在贸易领域还要进一步发挥市场主体的主观能动性，在培育市场需求方面还需要下大力气，以提高市场对人民币的认知度和接受度。政府则主要是进一步疏通政策障碍、完善基础设施，给人民币跨境使用提供一个更便利、低成本的市场友好型环境。

中国证券报：人民币这波行情将如何演绎？

管涛：5月27日，监管层再次发声，指出未来影响汇率的因素很多，人民币既可能升也可能贬，没有任何人可以准确预测汇率走势；不论是短期还是中

长期，汇率测不准是必然，双向波动是常态，各方都要避免被预测结论误导。

所以，我一般不会去预测人民币汇率走势，而一直主张分析人民币汇率走势，逻辑比结论更重要。汇率是两种货币的比价关系，因此，研判人民币兑美元汇率走势不仅要看中国，还要看美国。从国内来说，疫情控制较好，疫苗产能足够，经济持续复苏，出口景气较好，货币政策周期持续领先美联储，中美正向利差，均是利好人民币的因素。但最大问题是，市场对上述的利好已经听多了，未来我国经济增速前高后低，能否走出经济下行通道，市场如何判断这个问题就显得尤为重要。

从海外来讲，主要还是看美国和美联储怎么实现政策转向。外界对美元贬值和美元升值的逻辑都很清晰。美联储调控的两大目标物价稳定和就业最大

新发展格局对汇率的影响为中性

中国证券报：人民币持续升值将如何影响进出口？外贸企业如何应对？

管涛：人民币升值对于进口来说，确实可以节约成本，因为大部分贸易都是以美元结算的。去年至今，出口并没有受到汇率升值的影响，主要原因是全球疫情反复导致海外生产复苏不足，我国生产率率先恢复，加上产业链齐全，很多国家只能买中国商品。然而，未来，欧美和其他新兴市场生产恢复后，人民币升值可能会影响到出口竞争力，中国目前全球出口市场份额有可能会出现回落。

去年，不少出口企业在人民币单边升值的阶段没有做好汇率对冲准备。由于外汇收款存在延期，出口企业拿到美元后再换汇，出现了亏损。如果企业的出口能以人民币结算，或者将汇率波动纳入出口定价条款，又或者进口时候赚来的美元付款，中间不进行换汇购汇，汇率风险就下降了。但是，不是所有企业都兼具进出口功能，而且也难以做到进出口额平衡。如果企业看不准汇率，可以咨询专业机构做汇率风险对冲，主动降低汇率风险，而不是追逐涨跌。最近，央行和外管局就一再强调，加快发展外汇市场，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，为进出口企业提供汇率风险管理服务。

中国证券报：有观点认为，“双循环”新发展格局将助推人民币升值。在新格局下，人民币有哪些新的使命？

管涛：从理论上讲，“双循环”新发展格局属于长期的结构性政策，对汇率既有贬值也有升值方面的影响。一方面，“双循环”新发展格局是以扩大内需为主体的战略，这将减少我国对外贸易顺差。假定其他条件不变，这有可能令人民币汇率贬值。另一方面，如果通过“双循环”新格局，使得我国经济更有质量、有韧性，这可能会对人民币汇率形成利好的支持。特别是在实现“双循环”的过程中，逐渐通过科技创新，加快技术进步，提高全要素生产率，这对人民币汇率中长期来看也将起到积极作用。所以，我们更多将“双循环”新格局对汇率的影响视为中性，其本身不能决定人民币的升贬值，而取决于所处发展阶段、内外部环境，以及实施成效等。

在新发展格局下，顺应谨慎推进人民币国际化的需要，应通过健全开放、有竞争力的外汇市场，以更便捷、更低成本的交易，吸引境外主体更多使用人民币计价结算，更多持有人民币金融资产。

独立董事在中国特色现代公司治理中的定位

● 北京上市公司协会副秘书长 黄清

独立董事起源于美国，根据美国1940年《投资公司法》，独立董事是指独立于管理层，不存在影响其做出独立判断的董事会成员。1999年美国证监会在《建议规则》中要求独立董事在上市公司董事会中占比超过三分之二，2002年美国萨班斯法案要求上市公司董事会审计委员会必须全部由独立董事组成。

1993年青岛啤酒在香港上市，独立董事引入中国企业，2001年中国证监会发布《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，标志着独立董事制度在中国正式建立。二十年来，独立董事在中国公司，特别是上市公司治理体系中扮演重要角色，在提高公司治理能力中发挥重要作用。特别是，在中国公司赴境外上市时，独立董事制度与国际资本市场认可的公司治理体系接轨，有利于中国公司海外融资，实现国际化发展，提高全球竞争力。

我国已形成较为完整的制度体系

为保障独立董事依法合规地履职尽责，我国已经形成了较为完整的上市公司独立董事制度体系。在法律规范层面主要包括公司法、证券法，在规范性文件层面主要包括《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》《上市

公司治理准则》《上市公司章程指引》等，在自律规则层面主要包括中国上市公司协会《上市公司独立董事履职指引》，上海证券交易所《股票上市规则》《上市公司独立董事年度报告期间工作指引》《上市公司独立董事备案及培训工作指引》，深圳证券交易所《股票上市规则》《上市公司规范运作指引》《独立董事备案办法》等。

据Wind数据统计，截至2020年1月31日，4214家A股上市公司共聘任独立董事13222名，平均每家上市公司聘任3.14名。其中，上海证券交易所1835家上市公司共聘用独立董事5922名，平均每家聘用3.24名；深圳证券交易所2379家上市公司共聘用独立董事7300名，平均每家聘用3.07名。独立董事规模呈现“三人现象”，与董事会规模“九人现象”相适应，满足独立董事不少于董事会人数1/3的比例要求。

制度设计尚需完善

独立董事是个“舶来品”，内涵和外延的精确表述需要学术研究，公司和市场的高度共识需要时间磨合，既存在制度设计还有欠缺亟需完善；又存在实务操作流于形式，必须纠正等诸多问题。

一是独立董事制度与监事会制度如何协调。在公司法中，关于独立董事制度只有一条，第122条“上市公司设立

独立董事，具体办法由国务院规定”，关于监事会制度比较成熟具体。通过行使监督权保障上市公司和股东利益，独立董事制度和监事会制度为上市公司发展提供了双重保证。在实践中，独立董事是公司外源性监督者和中小股东的吹哨人，外部人监督内部人相对容易；监事是公司内部人，自己的刀割不了自己的把。如何设计独立董事制度，既发挥独立董事作用，又不越俎代庖，与监事会职责重叠冲突，混淆独立董事表决权和监督权的界限，使得独立董事和监事在公司治理中发挥两个积极性，意义重大。为实现独立董事制度和监事会制度的优势互补、协同效应，要对两者的监督权进行错位，确定监督内容，划分监督阶段，明确监督责任，做到监督有序、监督有力、监督有效。

二是独立董事独立于谁。按照《上市公司治理准则》要求，独立董事不得与其所受聘上市公司及其主要股东存在可能妨碍其进行独立客观判断的关系；不得在上市公司兼任除董事会专门委员会委员外的其他职务；应当独立履行职责，不受上市公司主要股东、实际控制人以及其他与上市公司存在利害关系的组织或者个人影响。这些要求并未明确独立董事应该独立于谁。在实践中，上市公司对独立董事独立性的理解五花八门，有的理解为独立于控股股东、实际控制人，代表中小股东利益；有的理解为独立于

其他董事，针对相关事项享有特别职权；有的理解为独立于经理层，防止内部人控制。凡此种种，不一而足。独立性必须正名，否则，名不正则言不顺，言不顺则事不成。对独立性的不同理解导致制度设计的南辕北辙，各项制度相互掣肘、左右互搏，无效空转、劳民伤财。

三是独立董事如何“懂事”。按照《上市公司治理准则》要求，独立董事应当依法履行董事义务，充分了解公司经营运作情况和董事会议题内容，维护上市公司和全体股东的利益，尤其关注中小股东的合法权益保护；独立董事应当按年度向股东大会报告工作。在实践中，独立董事一般是经济学家、行业专家、会计专业人士和法律专业人士等，是在领域的成功人士，具有一定社会声誉，兼任担任独立董事。这些兼职独立董事因其社会属性，通常会将其主要时间和精力履行其应尽的独立董事职责。一些独立董事或工作繁忙；或身兼数职，分身乏术；或激励不足，敷衍塞责；没有利用自身优势，在战略咨询、专业支持、商业判断、财务审计、合规经营、关联交易、对外担保、利润分配、提名任免和薪酬激励等重大事项方面发挥独特作用。这与独立董事勤勉义务边界不清晰有关，应该细化独立董事勤勉义务，促使独立董事行权尽责，充分发挥其专业性，体现其价值。独立董事勤勉义务的重点

是监督上市公司真实准确完整及时有效地披露信息，保障广大投资者的知情权。独立董事有效性的发挥还取决于获取公司信息的成本，成本越高，有效性越低，反之亦然。为解决信息不对称问题，上市公司应该建立向独立董事报送信息制度，定期召开独立董事沟通会，组织独立董事调研公司核心业务，降低独立董事获取公司信息成本。薪酬激励对独立董事发挥作用是有效的，社会声誉对独立董事勤勉尽责的激励作用更大。

四是独立董事如何选任。在实践中，独立董事大多数是由董事会提名，董事会一般由大股东控制，独立董事实质上是由大股东提名，由监事会、机构投资者和中小股东提名比例不高。在提名独立董事时，大股东愿意选择提名“合作”独立董事，而不是“尽职”独立董事。在独立董事履职时，尽取监督比敷衍监督的履职成本更大，独立董事必然选择成本较小的策略，这就导致在独立董事市场中“劣币驱逐良币”的逆淘汰现象。

为解决逆淘汰现象，避免独立董事成为形式主义，一是应搭建全国统一的独立董事信息库，收集独立董事候选人的履历信息、专业背景、任职情况、诚信记录、考核评价等数据，为上市公司选任独立董事提供丰富权威的信息；二是在董事会审议提名独立董事人选时，提名独立董事的大股东所委派的董事应回避表决；三是为发挥累积投票制的作用，在股东大会选举独

立董事时实行差额选举，减弱大股东对独立董事选举的绝对控制。

五是独立董事如何制衡。在董事会中，独立董事是一种制衡力量，需要“铁石心肠”。发挥独立董事制衡作用，应该赋予独立董事一些特别职权。比如，为防止利益输送，重大关联交易应由独立董事同意后，再提交董事会讨论；独立董事对重大关联交易发表事前意见，可以聘请专业机构辅助其履职，上市公司应当承担所需费用；为鼓励独立董事大胆发挥制衡作用，上市公司应当为独立董事购买履职责任保险。

既与国际接轨又与中国文化融合

中国特色现代企业制度需要健全以公司价值创造为战略导向，以党的领导和公司治理为主要手段，股东会、党委会、董事会、监事会、职代会、经理层等治理主体紧密配合，各司其职、各负其责、协调运转、有效制衡的公司治理体系。

独立董事制度是中国特色现代公司治理的改革创新成果，需要进一步健全完善。通过修改法律法规、规范性文件 and 自律规则，使独立董事制度既与国际规则接轨，有利于中国公司境外融资，改善中国营商环境；又与中国文化融合，有利于上市公司规范运行，提升抗风险能力，促进上市公司治理体系和治理能力现代化。