

新金融评论

New Finance Review

2015年第5期（总第19期）

专题

- “八·一一”汇改阶段性回顾与总结 管涛
- 人民币汇率的三个误区及未来路径分析 彭文生 张文朗
- 新汇改后的汇率走势及对宏观经济的影响 鲁政委

理论前沿

- 提升我国债市的利率传导效率 马骏 贾彦东 安国俊

改革实践

- PPP“冷热不均”的原因分析与政策建议 魏加宁

宏观经济

- 旧经济、新经济与增长趋缓 黄益平 王戴黎
- “一带一路”战略与“大国金融”意识 刘尚希 孟艳

新金融

- 共享经济时代：商业银行面临的冲击及应对策略 李麟 冀相豹

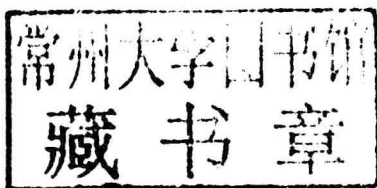
 上海新金融研究院
SHANGHAI FINANCE INSTITUTE

 中国金融出版社

新金融评论

New Finance Review

2015年第5期（总第19期）



责任编辑：张 铁

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

图书在版编目（CIP）数据

新金融评论（Xinjinrong Pinglun）. 2015年. 第5期：总第19期/上海新金融研究院. —北京：中国金融出版社，2015.10

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8274 - 2

I. ①新… II. ①上… III. ①金融—文集 IV. ①F83-53

中国版本图书馆CIP数据核字（2015）第296182号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路2号

市场开发部 （010）63266347，63805472，63439533（传真）

网上书店 <http://www.chinafph.com>

（010）63286832，63365686（传真）

读者服务部 （010）66070833，62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 175毫米×250毫米

印张 10.25

字数 150千

版次 2015年10月第1版

印次 2015年10月第1次印刷

定价 40.00元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8274 - 2/F.7834

如出现印装错误本社负责调换 联系电话（010）63263947

新金融评论

New Finance Review

顾问：(按姓氏拼音排序)

陈雨露 方星海 胡怀邦 胡晓炼 蒋超良 姜 洋 李剑阁 林毅夫
秦 晓 沈联涛 屠光绍 万建华 王 江 翁祖亮 吴敬琏 吴晓灵
谢 平 易 纲 余永定 朱 民

编辑委员会主任：钱颖一

编 委：(按姓氏拼音排序)

管 涛 黄益平 李迅雷 连 平 廖 岷 王 庆 缪建民 阎庆民
袁 力 张 春 郑 杨 钟 伟

主 编：钱颖一

执行主编：王海明

特邀编辑：郭 凯

编 辑：廉 薇 王乾箏

《新金融评论》是上海新金融研究院主办的经济金融类学术刊物，致力于发表权威、严谨、高标准的政策研究和基础研究成果，强调学术性和政策性的完美结合。中国金融四十人论坛为本刊提供学术支持。

“中国金融四十人论坛”(CF40)是中国领先的非官方、非营利性的独立智库，专注于经济金融领域的政策研究，由40位40岁上下的金融精锐组成。上海新金融研究院(SFI)是由中国金融四十人论坛举办的非官方、非营利性的独立智库，与上海市黄浦区人民政府战略合作。

联系电话：021-33023256

联系地址：上海市北京东路280号7楼7层《新金融评论》编辑部

投稿邮箱：cfr@sfi.org.cn

目 录

2015年第5期

总第19期

专 题

- (1) “八·一一”汇改阶段性回顾与总结 管 涛
- (16) 人民币汇率的三个误区及未来路径分析 彭文生 张文朗
- (34) 新汇改后的汇率走势及对宏观经济的影响 鲁政委

理论前沿

- (55) 提升我国债市的利率传导效率 马 骏 贾彦东 安国俊

改革实践

- (69) PPP“冷热不均”的原因分析与政策建议 魏加宁

宏观经济

- (81) 旧经济、新经济与增长趋缓 黄益平 王戴黎
- (105) 金砖国家金融合作研究 上海新金融研究院课题组
- (122) “一带一路”战略与“大国金融”意识 刘尚希 孟 艳

新金融

- (140) 共享经济时代:商业银行面临的冲击及应对策略 李 麟 冀相豹

“八·一一”汇改阶段性回顾与总结*

◎ 管 涛

摘要：到目前为止，此次汇率制度改革总体上是成功的。人民币汇率市场化取得重大突破，当前汇率水平变化是市场化改革的自然结果。改革的挑战主要包括：寻找改革最佳时机、资本外流压力加大、人民币贬值预期加剧、市场干预措施重启、市场预期引导难度增加。展望改革前景，近期要稳定市场预期，中长期要建立可信的汇率制度，同时，要摆正汇率政策定位：大国经济对内平衡优先。

关键词：汇率改革 资本外流 贬值预期 对内平衡

一、汇改取得阶段性成效

2015年8月11日上午9时25分，人民银行发布《中国人民银行关于完善人民币兑美元汇率中间价报价的声明》提出，为增强人民币兑美元汇率中间价的市场化程度和基准性，中国人民银行决定完善人民币兑美元汇率中间价报价。自2015年8月11日起，做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上

作者管涛系中国金融四十人论坛高级研究员。

* 本文为作者在2015年9月20日CF40第135期双周内部研讨会“人民币新汇改阶段性回顾与总结”上所做的主题演讲，由中国金融四十人论坛秘书处整理，经作者审核。

日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向中国外汇交易中心提供中间价报价。当然，这一声明是否属于改革，需要分析央行的观点，也要看央行的实际行动。到目前为止，改革总体上是成功的。9月16日，路透社发表评论“人民币汇率趋稳预示着中间价改革成功”，对此次汇改给予了肯定性的评价。

（一）人民币汇率市场化改革取得重大突破

在短期内，尽管市场化改革遇到了很多困难和挑战，但改革预设的目标基本上已经达到。汇率中间价形成机制的市场化，意味着中间价主要参考上一交易日的收盘价来制定，可以看到央行遵守了自己确定的中间价形成规则。中间价反映了市场的供求关系，而且从过去的不可交割价格变成了可交割价格，改革的初步目的已经达到，外媒也对改革给予了肯定。

与国内和境外机构仅关注汇率水平变化不同，一些国际组织和政府主体对我国的市场化改革方向给予了肯定，比如：国际货币基金组织就此发表声明称，人民币汇率中间价新机制是受欢迎的新举措，已经宣布的调整对特别提款权货币篮子没有直接影响，市场决定的汇率有助于特别提款权的运作，中国可以并且应当在两三年内实现自由浮动汇率；标准普尔评级公司表示，随着跨境资金流动增加，中国扩大人民币汇率的交易灵活性可能有助于维持货币政策的灵活性，更好地维持物价稳定。扩大汇率灵活性还可能鼓励中国企业对冲外汇风险，防止过度对外融资，从而防止主权信用评级风险的积累；美国财政部宣称，虽然判断人民币汇率中间价变化的全面影响为时过早，但中国已表明此次公布的变化是在汇率市场化方面走出的另一步。

汇率市场化改革是加快人民币资本项目可兑换和国际化的重要配套制度建设。从长远看，改革为未来的宏观调控拓宽了空间，而非带来竞争性贬值，应该从机制上来看待此次汇改。

（二）当前汇率水平变化是市场化改革的自然结果

最近，笔者提出了一个概念，要区别 depreciation 和 devaluation，前者是

由于市场力量导致的汇率下跌，后者是由于人为因素或官定价格导致的下跌，现在人民币汇率下跌是市场化后前期供求失衡压力和市场看空情绪的集中宣泄。

首先，从国际收支口径来看，从2014年第二季度起，我国季度资本项目持续逆差（见图1），截至2015年第一季度，累计逆差1539亿美元，2015年第二季度逆差635亿美元（含净误差与遗漏）。

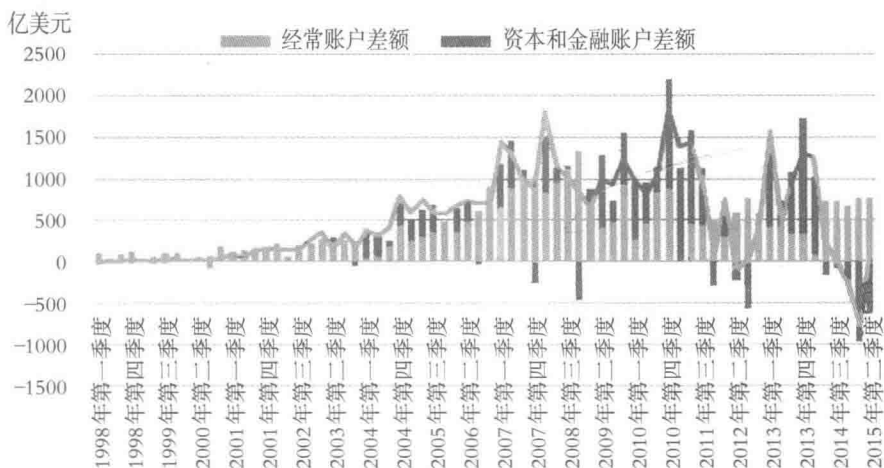


图1 资本项目持续净流出

通常认为，资本流出的原因包括藏汇于民和债务去杠杆（偿还外债）。从国际投资表来看，2015年3月末，对外金融资产中储备资产占比为59%，较2013年末减少了6个百分点；对外金融负债中债务负债占比为30%，较2013年末下降了4个百分点。从流量看，2014年第二季度至2015年第一季度：资产项下净流出4095亿美元，负债项下净流入2557亿美元，可见“藏汇于民”是当前我国资本流出的主要渠道，是外汇由国家集中持有到民间分散持有导致的变化，而债务偿还直到2015年第一季度才出现了259亿美元的净流出。资产项下的净流出中，对外直接投资占22%，对外证券投资占9%，其他投资占68%，这体现了“宽进严出”的资本管理体制下，顺周期的跨境资本流动特征。如果后期由于各种原因导致债务偿还时资本流出扩大，将会加大短期资本流出压力。个人认为，2015年第三季度债务偿还因素的影响会非常大，过去开展利差交易有3%-4%的收益，但现在基本全没有了。

在对外投资中，主要是直接投资（ODI）、对外证券投资和其他投资，分别占22%、9%和68%（见图2）。现在看来，新开放的资本项目交易和对外证券投资并非主要的资本流出渠道，传统渠道仍然是主要渠道。这种情况说明资本流出不是开放资本交易而导致的，资本流出状况与资本项目开放本身没有关系，新渠道现在的影响还不是很大（见图3）。

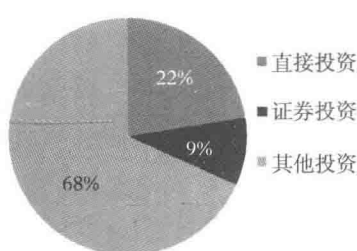


图2 资产项下资本流出渠道构成
(2014年第二季度至2015年第一季度)

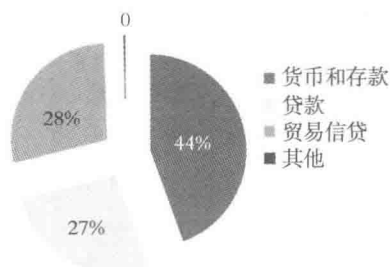


图3 其他投资资产项下的差额构成
(2014年第二季度至2015年第一季度)

其次，从外汇储备变动情况看，2014年6月以来，外汇储备余额持续下降，到2015年7月末累计减少3419亿美元（见图4、图5）。外汇储备余额下降包括汇率和资产价格带来的估值损失，以及外汇储备的实际减少，2014年第三季度至2015年第二季度累计减少962亿美元，同期外汇储备余额减少2994亿美元。

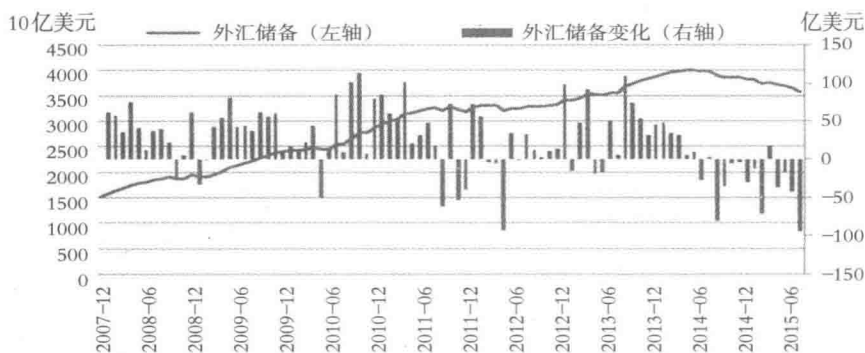


图4 外汇储备余额下降

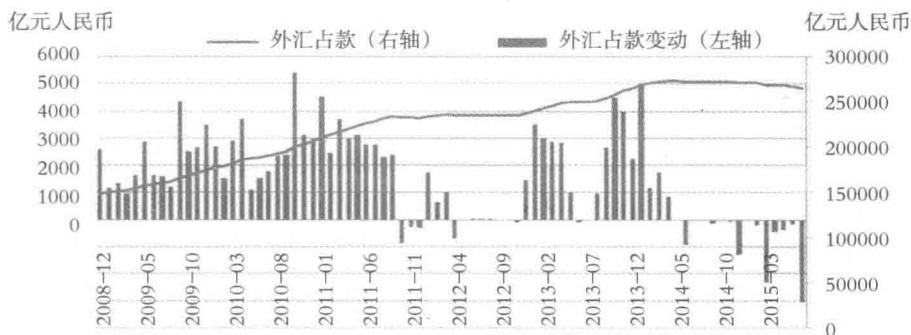


图5 央行外汇占款下降

最后，从外汇供求状况看，2014年7月以来，即远期结售汇持续逆差（见图6），在岸市场外汇供不应求，到2015年7月累计达2905亿美元，同期贸易顺差5389亿美元（商品和服务贸易顺差合计3894亿美元）。特别要指出的是，7月份逆差561亿美元，环比增长7倍，主要是由于6月、7月份的股市振荡对外部市场产生了影响，加大了外汇流出的压力。估计这一因素在8月份的影响也不小。现在金融开放后，金融市场高度一体化，“一荣俱荣，一损俱损”的传染效应非常明显。



图6 外汇市场持续供不应求

（三）外汇市场局面可控

虽然汇率水平出现了调整，但迄今外汇市场局面还处于可控状态。主要原因是：（1）我国外汇储备充裕；（2）我国的银行间外汇市场以机构为主，

外汇市场中的二三十家做市商的交易量已经占市场交易量的90%以上；(3) 央行具有市场信誉，且积累了比较丰富的经验，在一定程度上，相对于其他监管部门，市场更相信央行的能力。

路透9月16日发文指出“人民币汇率趋稳预示中间价改革成功”。中间价与交易价的偏离趋于收敛，中间价的基准地位和代表性增强。中间价和交易价均从近期高点回落，境内汇率预期保持了基本稳定（见图7）。境内外差价有所收敛，境内人民币流动性保持充裕（见图8）。

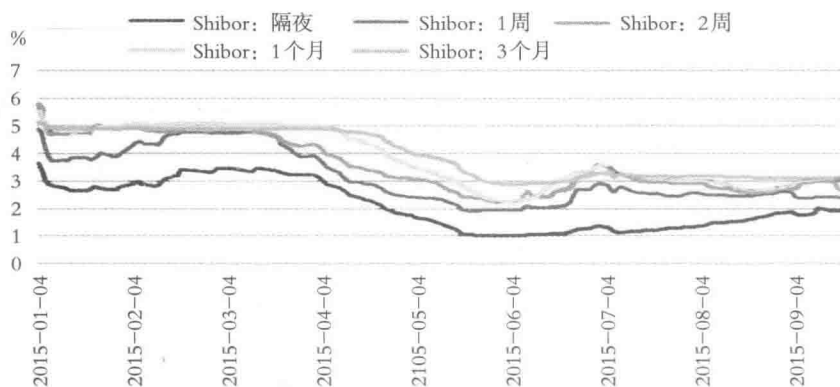


图7 市场利率保持了基本稳定

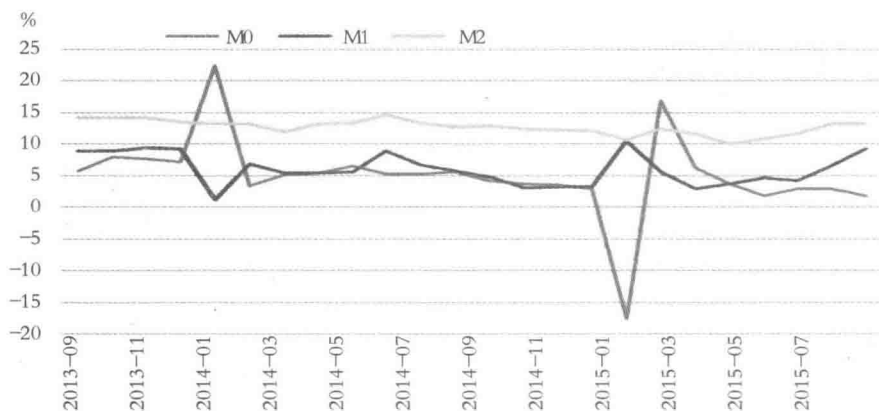


图8 市场流动性基本充足

二、汇改面临五项挑战

(一) 寻找改革的最佳时机

有观点认为,此次汇改时机不太好,因为股市仍处于振荡中,调整尚未到位,而汇市又开始出现较大的震动,导致两条线作战,加大了改革的复杂程度。但笔者认为,既然明确了汇率市场化改革是大势所趋,要进行改革,就不可能找到所谓的最佳时机,任何改变都需要冒险。评价改革是否处于比较好的时机要从两个维度来考察,一是目前改革的有利条件,二是评估不改革需要承担的风险。

目前改革的有利条件包括:其一,人民币汇率处于均衡合理水平,不存在大幅升值或者贬值的基础,这是市场的基本判断。对于是被高估还是低估有不同的看法,但应该是在均衡合理水平附近波动,均衡合理水平不是一个点,而是一个区间。其二,前期虽然出现了一定程度的资本外流,外汇储备有所减少,但仍属于意料之中的调整。国内外情况总体而言对中国不利,加大了资本流出的压力,但这种调整的幅度,由于中国经济体量较大,外汇储备较多,所以国际收支处于基本平衡的范畴。国际收支平衡并非要求收支相抵为零,还是允许一定程度的顺差或逆差。其三,从1994年汇改以后,主动、渐进、可控的汇率形成机制改革中,央行积累了丰富的调控经验,确立了良好的市场信誉,这是我们改革的底气。即使现在不改革,将来一定能找到非常好的时机吗?现在股市面临调整,将来股市一定会好起来吗?不一定。我不是专业人士,无法对股市前景做出准确的判断,但是需要有思想准备,有可能股市在短期内都难以好转。

需要看到,目前不改革的主要风险包括:首先,国内经济结构调整和转型升级不可能一蹴而就,僵化的汇率制度和政策将制约其他政策的调控空间。其次,外部环境具有很多不确定、不稳定因素,人民币作为风险资产,有可能受到大进大出的反复冲击,这与是否进一步加快资本市场开放没有关系。最后,不改变中间价报价方式,交易价与中间价的偏离将继续存在,扩大日波幅以后也只会加剧而不会改善。所以,改革有时也许只能是两害相权

取其轻的选择。但必须清楚知道自己在做什么，清醒认识改革可能产生的后果，中央领导也一直强调要有底线思维，要增强风险管控意识。

（二）资本外流压力加大

前期已经面临资本流出压力，改革后，短期内资本流出压力会进一步加大。8月份，海关进出口顺差602亿美元，环比增长40%，即远期外汇市场供求缺口负965亿美元，增长72%。外汇储备余额下降939亿美元，环比增长121%，虽然尚不清楚减少部分受估值影响和本金减少的比例。金融机构外汇占款减少7238亿元人民币，增长191%，其中央行外汇占款减少3184亿元人民币。由于缺少具体数据，据我估计，主要渠道是加速偿债，因为从理论上讲，汇率调整会导致利差交易无利可图。特别是国内企业的境遇较差，由于担心美元加息，看到欧元、日元在量化宽松，企业就把对美元的利差交易调整为对欧元、日元的利差交易，但经过这一轮人民币调整后，欧元、日元对美元不但没有贬值，反而出现了升值。企业不但失去了3%—4%的利差，还会有汇率损失，它们的调整压力比较大。

不仅国内企业在调整，境外也在减持人民币资产（见图9），对我们而言，这意味着减少了对外的人民币负债。过去，我们一直认为对企业而言，对外的人民币负债不存在货币错配，因此没有风险，可以放松监管，结果到2015年3月底，外债规模达到1.67万亿美元，其中，外币外债是8658亿美元，人民币外债是8047亿美元。在短短的几年内，人民币外债总量已经接近外币

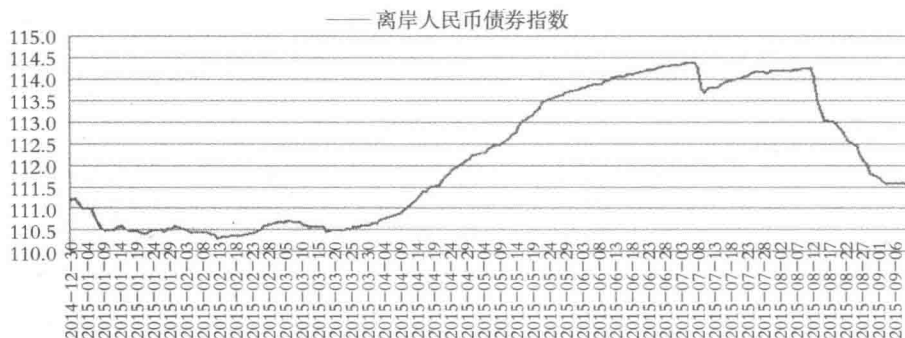


图9 境外减持人民币资产

外债。诚然，对国内企业而言也许不存在货币错配，但因为对外人民币负债对应的是境外持有人民币资产，境外主体持有人民币资产仍承担了相关风险。国内企业减少人民币外债的过程，也就是他们减持人民币资产的行为，同样会影响汇率。近期香港居民将人民币存款调回港币存款的过程，就导致了港元对美元一直在强方保证，香港金管局不得不入市干预。

(三) 人民币贬值预期加剧

经过这一轮调整，人民币汇率有所波动，离岸人民币债券指数下跌（见图9），说明市场都在减持人民币资产，导致人民币资产的风险溢价上升，价格下降。这主要表现在三个方面：其一，此前已经存在人民币贬值压力和贬值预期，经过这一轮调整后，短期内使得这种贬值预期有所加大，CNH与CNY差价进一步扩大（见图10、图11）。7月份时，境内外的日均差价是63

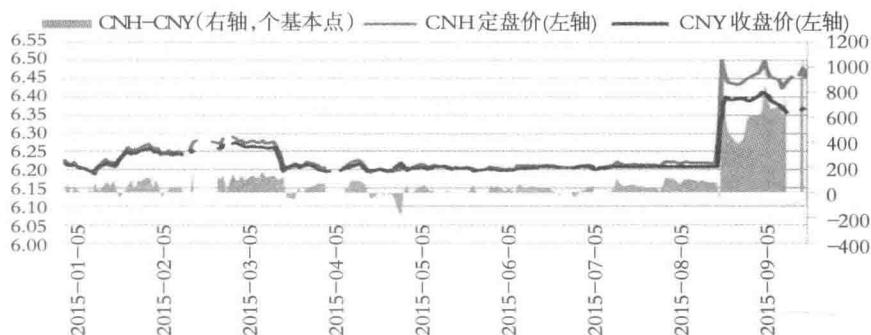


图10 汇改后境内外即期市场汇率差价扩大

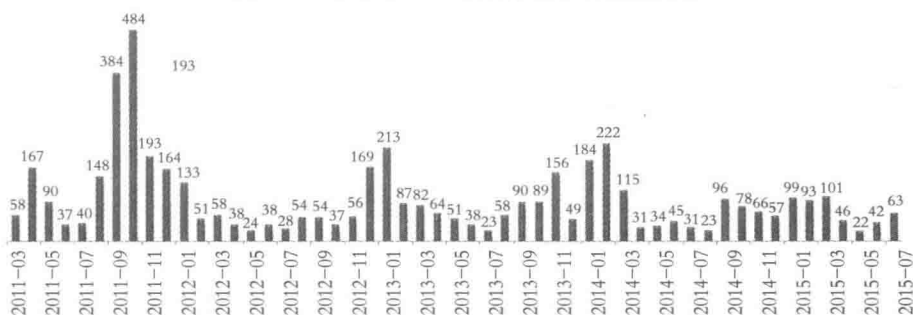


图11 CNH-CNY日均差价 (单位: 个基点)



图12 境内外一年期远期美元升水背离扩大

个基点，到8月份扩大到了491个基点。其二，境外无本金交割远期外汇（Non-Deliverable Forward, NDF）与境内远期售汇（DF）更加背离（见表1）。一年期的美元升水，在境内，从汇改前的4%左右下降至2%左右。笔者认为主要的原因是，原来的中间价是不可交割价格，与市场价偏离了1.5%左

表1 中国银行的远期人民币汇率报价

	7 天	1 个月	3 个月	6 个月	9 个月	12 个月	一年期 美元升水
2015-08-03	6.2118	6.2229	6.2484	6.2894	6.3294	6.3704	4.1%
2015-08-04	6.2119	6.2219	6.2467	6.2894	6.3264	6.3649	4.0%
2015-08-05	6.2121	6.2217	6.2482	6.2896	6.3256	6.3677	4.1%
2015-08-06	6.2117	6.2218	6.2456	6.2872	6.3231	6.3611	4.0%
2015-08-07	6.2120	6.2211	6.2458	6.2863	6.3228	6.3618	4.0%
2015-08-10	6.2114	6.2215	6.2455	6.2855	6.3225	6.3625	4.0%
2015-08-11	6.2680	6.2781	6.3049	6.3463	6.3917	6.4321	3.2%
2015-08-12	6.4337	6.4442	6.4710	6.4845	6.5540	6.5975	4.2%
2015-08-13	6.4200	6.4311	6.4622	6.5004	6.5416	6.5788	2.8%
2015-08-14	6.4062	6.4190	6.4500	6.4950	6.5363	6.5655	2.6%
2015-08-17	6.3940	6.4085	6.4375	6.4835	6.5115	6.5455	2.3%
2015-08-18	6.3942	6.4066	6.4351	6.4755	6.5136	6.5511	2.4%
2015-08-19	6.4038	6.4156	6.4423	6.4844	6.5205	6.5592	2.5%
2015-08-20	6.4046	6.4173	6.4471	6.4901	6.5278	6.5661	2.7%
2015-08-21	6.3983	6.4112	6.4422	6.4863	6.5223	6.5636	2.8%
2015-08-24	6.3993	6.4156	6.4476	6.4943	6.5346	6.5776	3.0%
2015-08-25	6.4201	6.4421	6.4821	6.5361	6.5812	6.6202	3.5%
2015-08-26	6.4351	6.4466	6.4816	6.5347	6.5767	6.6187	3.3%
2015-08-27	6.4197	6.4327	6.4722	6.5143	6.5533	6.5883	2.8%
2015-08-28	6.3967	6.4077	6.4382	6.4682	6.4932	6.5212	1.9%
2015-08-31	6.3933	6.4076	6.4391	6.4706	6.5006	6.5211	2.1%
2015-09-02	6.3785	6.3926	6.4246	6.4596	6.4828	6.5048	2.2%
2015-09-08	6.3885	6.4045	6.4347	6.4660	6.4907	6.5120	2.3%
2015-09-09	6.3862	6.4022	6.4337	6.4657	6.4917	6.5098	2.3%
2015-09-10	6.4062	6.4212	6.4522	6.4862	6.5111	6.5331	2.4%
2015-09-11	6.3919	6.4050	6.4355	6.4667	6.4897	6.5086	2.1%

右，变成可交割价格后，中间价的调整更加市场化，导致价格产生了变化。但可以看到，离岸市场NDF相对于中间价格的偏离进一步扩大了，离岸市场的贬值压力相对更大。其三，汇率动荡后，中国成为近期全球金融动荡的替罪羊。其中重要的原因是美联储加息，过去人民币对美元盯住是一个锚，但现在这个锚没有了，在短期内对国际市场造成了一定的冲击，这将至少需要一个信誉调整的过程。

（四）市场干预措施重启

短期内，市场对改革的反应比较强烈，央行较早地介入进行了外汇市场干预，引入衍生品交易的外汇风险准备金管理，强化对银行结售汇业务真实性审核要求，严格对个人购售汇业务管理。8月13日，央行召开新闻发布会宣布人民币汇率3%的校正基本到位后，市场汇率基本稳定下来了。从外汇储备的变动来看，央行也解释了外汇储备变动的部分原因是央行在外汇市场操作提供外汇的流动性，出台一系列宏观审慎、资本管控措施，这在短期内都是非常有必要的，但确实与市场化方向有一定的背离。

（五）对市场预期的引导难度增加

当前，市场的总体感觉是改革目标非常模糊。过去说是为了提高汇率市场化的形成程度，但市场化才开展几天，已经出现了市场干预。对于3%的调整幅度，市场认为还不够充分。人民币汇率调整后，其他大部分货币也进行了调整。8月份，人民币CNY贬值了2.6%，但人民币NEER和REER分别仅回落1.01%和0.61%，且1-8月份分别累计升值3.82%和3.92%，人民币还是属于强势货币。央行采取了一系列宏观审慎和自主管制措施，影响了市场情绪，政策收紧造成了一定的市场恐慌。

三、汇率改革前景展望

近期重要的是稳定市场预期。我们要正确解读2014年3月的汇改，扩大

人民币汇率浮动区间，人民币从单边升值转向双向波动。如何看待此次改革，到底是改革导致的，还是市场力量作用的结果？按照官方的说法：要相信市场、尊重市场、敬畏市场、顺应市场。我个人认为，当时汇改的主要原因是市场作用。此前，一方面，人民币汇率趋向均衡，为汇率的双向波动提供了宏观基础；另一方面，从2013年开始，市场上人民币的升值预期已经消退。2013年下半年开始，美元对人民币已经转为升水，甚至在2014年年初人民币汇率加速升值的情况下，市场上人民币远期依然是对美元贬值，完全是利率平价反映的远期汇率走势。改革顺应了市场趋势，让调整提前到来，而不是汇率超调后才开始调整，当时是在均衡水平上进行调整，属于比较温和的调整。我认为从那次改革后，我们应更多相信市场，敬畏市场，而不是反之。

目前的情况能否持续，笔者认为有三种可能性。其一，既没有好消息也没有坏消息，市场再度信服了政府的力量，贬值预期消退，重归双边浮动，毕竟人民币正利差、贸易大顺差。其二，内外部环境改善，维持当前汇率水平获得了基本面的支持，货币攻击退潮，重归双向波动。其三，缺乏基本面的支持，货币持续遭受攻击，不断挑战当局的底线和承受力。

四、政策建议：对内平衡应获优先

在近期，应保持对外汇市场的适当干预，甚至采取一些宏观审慎管理措施，这些是必要的但远非足够。要实现目前的汇率稳定、外汇市场稳定的目标，需要采取果断、有效的调控政策和改革措施，改善经济前景、稳定市场信心，这是实现汇率稳定的根本。改善与市场的沟通，减少由于信息不对称增加的市场不确定性，这是减少市场恐慌的关键。周密谋划，针对改革后可能出现的各种后果，拟定和完善应对预案，这是增强市场信心的基础。

在中长期，需要建立可信的汇率制度，要回到1994年确定的以市场供求为基础的有管理的浮动汇率制度，实现真正的有管理浮动。货币要能涨能跌、能上能下，涨跌透明、可解释，从市场上找原因，而不是让市场去猜测汇率政策意图。