

王碧珺

wangbijun@cass.org.cn

反思 811 汇改：做好前瞻性指引、增加公共沟通

2015年8月11日，我国推行了人民币兑美元汇率中间价改革（以下简称811汇改）。此次汇改的初衷是增强人民币汇率形成机制的市场化程度。但突如其来的贬值却在海内外引起了巨大震荡，中国甚至成为近期全球金融动荡的替罪羊，这对我国造成了不利影响。反思这次汇改，我们能从中汲取一些经验教训，从而为下一步汇改服务，并为其他领域的改革提供一些参考。

8月11日上午9时25分，中国人民银行宣布完善人民币兑美元汇率中间价报价。自当日开始，做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上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。811汇改最大的成效在于让人民币兑美元的中间价更好的参考收盘价，这有助于增强人民币汇率形成机制的市场化程度，从而为人民币资本项目可兑换和人民币国际化提供重要的配套制度。

然而，811汇改在海内外引起了巨大震荡，中国甚至成为近期全球金融动荡的替罪羊。汇改头三天，人民币汇率中间价和即期汇率贬值即接近5%。同时，离岸人民币汇率（CNH）波幅剧增，并与在岸人民币汇率（CNY）产生巨大偏离。市场一度怀疑人民币进入贬值通道。而在国际社会，甚至有些声音指责中国启动全球货币贬值大战，输出通缩。就连其后的

全球大宗商品和股市下跌，也将“罪魁祸首”之名扣在中国811汇改头上。

为了慰平动荡和稳定人民币汇率，央行不得不在离岸和在岸市场上进行大规模的外汇干预。同时，为了增加套利成本、压缩套利空间，央行还加强了资本流动管理，并对远期售汇征收20%的准备金。如此一来，本来是汇率市场化的改革，央行却在不得已的情况下加大了对市场的干预。这进一步引来了市场的诟病。

虽然，在国内，811汇改并非外汇储备下降、资本外流的直接起因；在海外，全球金融动荡更多的是受到美联储加息的影响；但是，811汇改成为替罪羊，在海内外引起了巨大震荡，对我国造成了十分不利的影响。反思这次汇改，我们能从中汲取一些经验教训，从而为下一步汇改服务，并为其他领域的改革提供一些参考。

811汇改引起市场巨大动荡的一个原因在于出其不意。汇改前，在岸市场上人民币兑美元的波动率非常低，而在用以满足离岸人民币流动性需求的外汇掉期市场上，美元兑人民币的掉期价格也保持在150个点左右的低位。这都说明了市场完全没有预期到这次汇改，于是也就没有进行套期保值操作用来对冲汇率风险。

事实上，在811汇改前，受到前期美元走强、新兴市场经济体货币普遍贬值、中国经济低迷以及由于股市泡沫破裂导致的货币投放太多等多重因素的影响，人民币实际有效汇率已经偏强，人民币本身存在贬值预期。市场预料之外的811汇改触发了这一贬值预期的自我实现和自我循环，而之前积累的大量美元负债导致汇改后美元买盘需求格外强烈，从而进一步加大了人民币汇率的下行压力，导致汇率超调现象出现。突如其来的人民币贬值让投资者一时不知所措。

如果全球投资者和市场参与者对于此次汇改能提前做好准备，那么市场的恐慌将大大降低，对于改革的过激反应也会相应减少。在这一方面，美联储的经验值得参考。美联储尚未动手加息，全世界已经讨论了一年之久。在这一过程中，各方了解到美联储可能的决策方向和决策逻辑，同时也反复计算了自己可能受到哪些影响，并准备了多种应对预案。可以相信，全球已经对美联储加息做好了准备，可能带来的负面影响也已经逐步消化，于是，美联储什么时候加息就变得非常主动。这提高了美联储货币政策的有效性和可信度，并降低了对市场的冲击和负面影响。

因此，811汇改给当前决策的一个重要启示就是要增加公共沟通，做好前瞻性指引。

具体而言，

第一，发展公开公正的公共沟通模式。对于重大改革和政策的推出，我们要避免搞突然袭击，让各方毫无准备。这可能给社会和市场带来较大的动荡和冲击。同时，我们也要避免

透露内部消息式的沟通模式，这将损害市场的公开、公平和公正。建议研究与市场进行公开公正沟通的新方式和方法，让良好的公共沟通成为我国的新型政策工具。

第二，提前准备一批议题，在重大改革推出前交给市场讨论。我国改革已经进入攻坚期和深水区，无论是金融、财税还是国企、土地，各方面普遍受益和广为接受的改革措施越来越少，达成改革共识的难度越来越大，改革越来越多地触及深层利益关系。建议将重要的改革议题提前交给市场讨论。这一过程不仅有助于提供决策依据并提高决策的精准性，而且有利于各方准备应对方案。

第三，鼓励各方面充分表达意见。如今，没有哪个领域的改革能让所有人满意。表达意见本身代表了希望影响决策。但如果无法改变决策，无论持有是赞是贬何种立场，各利益方都将做好演算，准备应对方案。表达意见越充分，说明事先演算、准备预案的过程越充分，那么改革后产生的冲击相对越小。

最后，对于人民币是否存在大幅贬值的基础，各方有不同的观点。但我们应该避免贬值恐惧。历史上，美元曾经深陷贬值周期。自1971年8月到1979年底，美元指数贬值27%，美国经济也陷入“滞胀”。但随着保罗·沃尔克担任美联储主席、强力提升美元利率，以及里根入主白宫并推行减税、缩支、降低政府干预等措施，美国经济重新恢复增长，并带动了美元出现持续五年的强势上涨周期，自1980年到1985年，美元涨幅超过80%。因此，对于大国而言，汇率是次要的政策，应该从属于对内平衡，汇率水平的变化应该是结果而不是目标。而改善经济前景、稳定市场信心，才是实现汇率稳定之根本。

（作者系中国社会科学院世界经济与政治研究所助理研究员）

IIS 简介：国际投资研究系列（International Investment Studies）是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧珺，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、高蓓、陈博、刘洁、刘一璇与赵奇锋。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

责任条款：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。