



管涛：今年人民币大概率没有去年那么强



意见领袖 | 管涛（中银证券全球首席经济学家）

谢谢张主编。尊敬的霍局长，尊敬的李扬院长、王理事长、吴巡视员，以及各位来宾，下午好！今天非常高兴参加这个论坛，首先对上田八木货币经纪公司开业表示热烈的祝贺。我是研究外汇问题的，从自己专业的角度，谈一谈加快境内外汇市场发展的一些思考。



去年5月底人民币曾经跌到2008年全球金融海啸以来的新低，没想到之后人民币汇率震荡升值，到今年5月底6月初，人民币出现了一波急涨行情。在此背景下，央行直接或间接通过不同的渠道密集发声。如5月27日，央行通过全国外汇市场自律机制工作会议发出一些重要的观点，第一，提示大家不要猜汇率，汇率猜不准是必然，波动是常态。第二强调，汇率维稳政策不变，有管理浮动汇率制度不变；第三强调，不要恶意操控

市场、恶意制造单边预期，提示企业应该注意风险中性意识，久赌必输。

我是研究外汇的，经常给大家讲汇率问题。讲到汇率，大家说，你直接告诉我人民币到底升值还是贬值，最近人民币会不会升破六。但正如格林斯潘讲的，做了半个世纪的汇率预测，发现这个事情要抱有谦卑的心态。所以我讲汇率问题，不直接讲结论，而是讲逻辑，向大家分享汇率问题的分析框架。

今年我强调较多的逻辑是，研究汇率问题，不能忽视汇率是一种相对价格。就是说，研究汇率不能只关心本国会发生什么，还得研究海外会发生什么，特别是一些主要经济体会发生什么。如果仅就中国谈中国，研究人民币汇率，肯定是会出问题的。而且，外汇市场存在多重均衡，由基本面变化不能简单线性外推人民币必然升值或者贬值。这样的情况下，汇率波动是一个常态，应对汇率波动，预案比预测重要。从企业层面来讲，这个“预案”就是汇率风险管理。

去年以来，人民币出现了先抑后扬、大起大落的走势。经历了一段时间持续单边升值后，今年双向波动比较明显，上半年大概是 W 走势，先涨后跌再涨再跌的折返跑。半年下来，人民币涨了 1%。年初有人预测人民币会升破 6。当时我就说这是小概率事件，大概率事件是今年人民币没有去年那么强。

今年上半年的汇市行情表明，人民币汇率双向波动是可能的。这里面除了市场的原因，也有政策的因素。预测人民币破六的朋友可能会讲，如

果没有近期的汇率预期管理，人民币破六的可能性还是蛮高的。但我们要知道，中国是从 1994 年初开始实行有管理的浮动汇率制度。去年底中央经济工作会议公报，重提保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。汇率维稳政策已是一张明牌。如果离开政策单纯讨论市场决定的人民币汇率走势，肯定背离了基本国情，忽略了基本的政策逻辑。

管理汇率波动风险的手段之一，就是要运用一些避险工具。这些方面最近外汇局讲了很多，一再强调“三管齐下”，政策做一点，银行要做一点，企业要树立风险中性意识，避免“炒汇”。

李扬院长提到了要加快人民币国际化。现在大家对于人民币国际化还是很很不满意的，认为同中国的经济实力、开放程度相比，还是比较低的。但我认为，同中国金融开放程度、市场发展状况、金融监管水平相比，应该是相适应的。

我们其中一个短板是外汇市场不发达。国际货币基金组织披露八种储备货币的币种构成，人民币全球日交易量是最低的。根据 2019 年国际清算银行抽样调查的结果，美元日成交量是 5.8 万亿美元，人民币是 2850 亿美元。全球人民币外汇交易中，在岸市场的现货交易占比是 52%，但远期和期权的占比仅有 1/3。可见，境内外汇市场主要的短板在于外汇衍生品市场不够发达，整体上外汇交易量也是比较低的。

市场缺乏深度广度，流动性不够，容易出现价格的大起大落，这是很多国家非常担心的问题。比如新加坡，金融监管非常好，各方面的经济条

件也比较好，但他们一直实行新元非国际化的策略，限制非居民持有新元资产，主要顾虑就是考虑到新加坡是小型开放经济体，金融市场太浅，资金大进大出有可能造成汇率和资产价格的剧烈波动。中国是大型开放经济体，所以我们在金融开放问题上采取了更加进去的态度。但我们的问题是，很多金融市场大而不强。

人民币汇率市场化改革为外汇市场发展带来了重要的契机。通常大家都以为汇率市场化改革就是改进汇率调控机制，如中间价报价机制和汇率浮动区间的调整。但这只是人民币汇率形成机制改革的一个部分，实际上还有两个重要的内容，一个是发展外汇市场，一个是理顺外汇供求。比如说，我们经常会被问到一个问题，如果明天完全没有管制了，人民币到底是升值还是贬值。这个问题可能就不好回答。因为现在，我们对外汇收入支出还有较多限制，外汇供求是被扭曲的，而扭曲的供求就会导致扭曲的价格。因此，通过外汇体制改革，减少对外汇收支活动的干预就是很重要的内容。

发展外汇市场也是汇率市场化改革的重要内容，这也是三位一体的改革，包括扩大交易主体、放松交易限制、丰富交易产品。大家都知道，1994年起，我们就开始实行以市场供求为基础的、有管理浮动的汇率制度。因为在并轨之前，存在双重汇率，所以那时候汇率制度被称之为以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度。后来，很多人将“单一的”理解成单一盯住美元的汇率制度。这其实是对人民币汇率制度的误解。亚

洲金融危机期间，人民币不贬值是汇率政策操作，而非重归盯住美元的汇率制度安排。2005 年“7.21”汇改，一次性升值 2%以后，实习以市场供求为基础、参考一篮子货币调节、有管理的浮动汇率制度是重归真正的有管理浮动，增加汇率弹性。

“7.21”汇改以后，我们在银行间市场鼓励“两非”（即非银行金融机构和非金融企业）入市。现在，银行间外汇市场上，银行仍然是主要的交易主体，同时还有一些非银行金融机构，比如证券公司、基金公司、财务公司，以及非金融企业。但是，我们发展“两非”入市至今，效果不如预期。全球外汇交易中，非金融机构占比是 52%，而我们 2020 年此项占比仅有 1.1%。因为在鼓励“两非”入市的同时，没有提供相应的产品，没有改变交易的规则，导致“两非”机构入市只不过把在银行柜台做的结售汇业务拿到银行间市场做，对于活跃外汇市场交易作用有限。

下一步我们要增加不同偏好外汇市场的参与者。中国外汇市场是分层的市场，包括银行结售汇市场（外汇零售市场）和银行间市场（外汇批发市场）。结售汇市场是汇率执行的市场。企业规模再大，也不是汇率的决定

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_32972

