



您的位置：首页 - 最新观点

周子衡：期待清晰完整的汇改方案(7月30日)

文章作者：

2005年7月22日，作为全球最清晰汇率安排的人民币巨轮驶离奉行了近8年的盯住美元的锚地。前一天晚间（7月21日），中国人民银行宣布人民币对美元升值2%（新汇率为1:8.11），且参考一篮子货币决定汇率，有中国特色的“固定汇率”机制在这一天成为历史。

长期奉行清晰而稳定的人民币汇率制度事实上是一种有中国特色的“固定汇率制”，它曾使包括中国在内的一系列国家或地区的经济受益。“7·21”名义上终止了“人民币—美元”挂钩的固定汇率时代，预示着中国将面对一个未来更趋复杂的国际货币体系。但一切才刚刚开始！

汇率转轨是一项复杂的系统工程，币值的调整可以说到做到，汇率形成机制的调整就需要一个渐进的过程了——这似乎成为汇率改革的“国际惯例”。与众不同的是，中国没有为汇率改革设定任何过渡期或时间表，而“7·21”变化的宣示意义超过了经济意义。未来，中国还需要一个表达更为完整、全面与贴切的汇改方案以明确汇率体制的众多不确定性问题。

问题一：“8·11”是最后一个“盯住汇率”，还是首个“篮子汇率”？

首先需要明确的是，美元对人民币1:8.11的汇率水平是根据新的汇率形成机制——即参考一篮子货币所做出的，还是根据以往盯住美元的机制而做出的？如果是“篮子汇率”，则说明央行推行的汇率改革已经“一步到位”，也就没有必要探讨渐进性的问题了；如果是“盯住汇率”，则说明汇率形成机制尚在调整之中，“8·11”是新旧机制混合的产物；当然，还有一种可能性，汇率机制已经形成，币值调整却在途中渐进，即“初始汇率”。

7月21日，央行新闻发言人答记者问中明确指出，本次汇率调整“主要根据我国贸易顺差程度和结构调整的需要来确定，同时也考虑了国内企业进行结构调整的适应能力。”简言之，“8·11”不是首个“篮子汇率”；同时，鉴于名义上放弃了“盯住汇率”，“8·11”也不能被视为最后一个“盯住汇率”。那么，这一汇率水平将持续多久，央行是否会再度调整，就成为关注焦点。7月26日，央行新闻发言人郑重声明，“8·11”并不是连续调整中的“初始汇率”，且其作为汇率合理均衡水平测算的产物，它已经基本到位。

可以说，就汇率机制和币值变化趋势而言，“8·11”能够说明的问题是非常有限的。

问题二：渐进改革是否意味着渐进升值呢？

人民币汇率的日浮动0.3%，在操作上为人民币渐进升值做出了技术性的铺垫，使许多人联想到渐进升值的汇率改革路线图。但就有限的信息来判断，这只能是一种臆断。由于中国政府并没有明确做出升值预期，更没有设定升值幅度目标，因此，便不能以汇率水平的渐进变化来评估汇率改革成败。

7月26日的央行声明指出，机制渐进是原则，汇率水平是否渐进不在此列。

问题三：人民币是否步入了“再升值”的不归路呢？

回答这一问题，单纯依靠经济意义上的解释或推理来做分析是不完整的。鉴于人民币汇率改革的目标和方向已然确立，且人民币名义上已然与美元脱钩，因此，不宜持续高估人民币汇率改革所面临的外部压力。如果人民币对美元升值10%–15%的较早预期成为现实，至少也需要不间断地持续向上浮动40–50个工作日，这无疑会冲击国际货币或金融市场，产生不稳定，并最终使人民币脱离均衡、合理的汇率水平。因此，就此认为人民币将踏入连续升值的不归路同样也是一种臆断。

但是，有一点是清楚的，人民币将进一步升值的普遍预期没有变，压力依然存在。

问题四：何谓“一篮子货币”？何谓“参考”？

人民币脱钩美元是本次汇率改革的关键，是为“破”；参考一篮子货币是脱钩后的一种安排，是为“立”。但是，央行7月21日仅公布了人民币对美元的新比价，而没有同时公布人民币对欧元、英镑、日元等主要国际货币的比价，在实际操作中，依然依照美元与其他主要国际货币的市场汇率来换算出相应的人民币汇率。因此，脱钩美元在技术上还需要更进一步；同时，人民币对于欧元、英镑、日元的其他主要国际货币的独立浮动还有待日后的检验。

参考一篮子货币，来分别决定人民币对各篮子货币的汇率，还是由此决定人民币对美元的单一汇率呢？央行新闻发言人在答记者问中指出“……参考一篮子货币计算人民币多边指数的变化，对人民币汇率进行管理和调节……”这里面还是存在许多需要消化和理解的内容，尤其是“参考”的理论含义和政策意义。

问题五：贸易权重与货币权重，孰为“重”？

参考一篮子货币是着眼于主要国际货币的市场变化，考虑市场供求变化是着眼于对外贸易和国内企业结构调整的适应能力，但是，二者并不始终存在足够多的交集以方便决策。这样，是否需要在“贸易”和“货币”两个因素的基础上再设定一个“贸易—货币”权重？或者说，是否需要在决定汇率水平的两大依据——“一篮子货币”与“市场供求”——间制定一套抉择机制？这是新机制有待明确的一个根本问题，是“据此形成有管理浮动汇率”的关键环节之一。

问题六：汇率机制与汇率水平，孰为“重”？

汇率形成机制是“因”，汇率币值水平是“果”。对于决策层而言，“因”重于“果”；对于市场方面或经济社会而言，“果”重于

“因”。在汇率渐进改革中，往往存在“因果顺置”或“因果倒置”等多种复杂局面。这就需要通过提高“因果关系”的解释力。一个完整有效的汇率改革方案意味着能够疏通机制和币值的因果关系的。

“7·21汇改”之前，人民币汇率机制清晰、水平稳定，托庇于单一盯住美元的类似“固定汇率”；汇改启动后，即须兼顾机制清晰和水平稳定，两全齐美非常态，汇改于此存在相当程度上的权衡和一定意义上的取舍。

文章出处：《证券市场周刊》2005年第29期

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307  
版权所有：中国社会科学院金融研究所