

# 匯率由官方決定到市場決定

# 人民幣國際化之路

# 穩中有序



## 人民幣國際化大事記

- 2007年** 首隻人民幣債券登陸香港。
- 2009年7月** 上海等5個境內城市率先啟動跨境貿易人民幣結算試點，人民幣國際化正式起航，2011年8月，跨境貿易人民幣結算境內地城範圍擴大至全國。
- 2010年起** 境內企業對外直接投資（ODI）、境外直接投資（FDI）人民幣結算陸續開始試點。
- 從2012年起** 個人經常項目跨境人民幣業務試點陸續啟動，並於2018年最終擴展到全國。
- 2013年起** 境外人民幣放款、跨國企業人民幣資金池、全口徑跨境融資等相關融資業務陸續放開。
- 2015年** 首筆離岸人民幣央票落地倫敦，RQFII試點擴大至美國等17個境外國家和地區，可投資額度達14,600億元。
- 2016年10月** 人民幣正式加入國際貨幣基金組織（IMF）特別提款權（SDR）貨幣籃子。

回顧人民幣匯率70年軌跡，人民幣匯率在建國初期計劃經濟時代只是外貿內部核算和編制計劃的工具，實行固定匯率制，由國家制定和嚴格管理。1978年改革開放後，為解決外匯短缺、國際收支持續惡化、外匯儲備下降的困難，逐步形成官方匯率與外匯調劑匯率並存的雙重匯率制度，市場供求開始對人民幣匯率發揮作用。

### 2005年改掛一籃子貨幣

到1994年國內出現經濟過熱，匯率高估且套利空間巨大，人民幣匯率實現並軌，實行以市場供求為基礎、單一的、有管理的浮動匯率制。2005年官方宣佈開啟以市場供求為基礎、參考一籃子貨幣調節、有管理的浮動匯率制，人民幣不再盯住單一美元，逐步增大匯率波動幅度。2014年再推中間價形成機制改革，打開中間價「黑匣子」，讓市場在匯率形成中發揮決定性作用。

對外經濟貿易大學金融學院教授丁志傑接受香港文匯報訪問時認為，回顧人民幣匯率改革，市場化的取向和目標始終沒有改變，儘管由於複雜的國內外經濟金融形勢下，改革過程中出現走走停停，甚至有所反覆。同時，通過漸進式改革和積極管理，在不同時期設置不同的匯率穩定機制，令匯率有序調整，沒有出現大震盪。

### 發展中國家 罕有無慣性貶值

中國亦是為數不多沒有發生貨幣危機的發展中國家。70年代布雷頓森林體系解體後，美元對包括人民幣在內19個新興市場國家貨幣匯率指數（OITP指數），從1973年1月的2.1287升至2018年8月的163.4462，美元對這19種貨幣升值幅度超過75倍，1997年至今20餘年OITP指數升幅也達63%。而人民幣同期走出相反軌跡，對美元整體處於升值態勢，1994年以來對美元升值最高超過42%，2005年以來升值最高超過35%，避免了其他發展中國家面臨的貨幣貶值慣性。

至於未來，丁志傑認為，真正的有管理浮動的匯率是適合中國國情的制度選擇。雖然中國從90年代開始一直宣佈人民幣實行「有管理的浮動匯率制度」，在不同時期賦予「有管理」不同內涵，但離真正的有管理浮動還有差距。

### 未來淡出匯率管理目標

按國際貨幣基金組織的界定，真正的有管理浮動屬於浮動匯率，匯率主要由市場決定，沒有公開的匯率管理目標，允許存在基於匯率穩定的政府干預。丁志傑認為，未來「參考一籃子貨幣進行調節」，這一公開的匯率管理目標有必要淡出或取消，逐步放鬆外匯市場套期保值或投機性交易，推進利率市場化等。未來人民幣有機會被更多亞洲國家選擇作為貨幣錨，成為與美元區、泛歐元區並列的人民幣區，在區域內輸出貨幣穩定和經濟發展紅利。

新中國成立70年來，從計劃經濟體制走向市場經濟體制，人民幣匯率作為貨幣的一種價格，也從由官方決定轉由市場供求決定。其間歷經四輪市場化取向的漸進改革，在成功解決匯率高估問題的基礎上實現人民幣穩中有升，避免了其他發展中國家面臨的匯率貶值慣性和貨幣危機困境。讓匯率主要由市場決定，協調好政府與市場作用，實行真正的有管理浮動，是中國近中期匯率機制改革方向。

■香港文匯報記者 海巖 北京報道

## 人民幣匯率4輪改革軌跡

改革開放前的計劃經濟時期，人民幣匯率僅是外貿記賬核算工具，實行單一固定匯率制度，人民幣兌美元匯率2.4618這一比率從20世紀50年代直到70年代初。1973年布雷頓森林體系崩潰，人民幣改按一籃子貨幣計算的浮動匯率制度。由於美元走弱，人民幣對美元升值。政府基於保值目的將人民幣高估，到1979年年底人民幣兌美元在1.5左右。

### 第一輪：匯率雙軌

上世紀80年代，改革開放後，中國從計劃經濟向市場經濟轉軌，面臨出口企業虧損、國家外匯短缺、國際收支持續惡化等問題，於是實行雙重匯率制度，先後引入貿易內部結算價和外匯調劑匯率，與官方匯率並存，分別調節計劃外和計劃內的外匯收支行為。1986年後外匯調劑價格放開，通過匯率變化來平衡外匯供求關係，市場供求狀況開始對人民幣匯率發揮作用。

### 第二輪：匯率併軌

1994年中國外匯管理體制進行重大改革，實現匯率併軌，實行以市場供求為基礎、單一的、有管理的浮動匯率制度，人民幣兌美元並軌在8.7，並實行強制結售匯制度，建立銀行間外匯市場，銀行間美元交易在央行公佈的基準匯率基礎上可以有0.3%的浮動區間。央行可通過銀行間市場報價買賣美元，從而穩定匯率。正因此，1997年亞洲金融危機爆發後，在周邊貨幣都出現大幅度貶值並導致人民幣承受很大貶值壓力的情況下，中國政府兌現人民幣不貶值的承諾。

### 第三輪：浮動匯率

2000年中國加入WTO後，中國的國際收支順差逐年擴大，外匯儲備快速積累，再加上強制結售匯制度導致基礎貨幣被動投放，引發國內通脹風險上升；與此同時，國際上關於人民幣匯率低估的聲音越來越大，2005年7月中國政府宣佈實行以市場供求為基礎、參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度，人民幣匯率不再盯住單一美元，同時兌美元匯率一次性從8.2765調整到8.11。此外，外匯市場引入做市商機制、遠期和期權交易，人民幣匯率日波動幅度分三步從0.3%擴大到2%。改革後3年裡，人民幣對美元單邊升值20%左右。2008年國際金融危機爆發後，人民幣匯率暫時放棄參考一籃子貨幣，重新恢復對美元的匯率穩定。

### 第四輪：打開中間價「黑匣子」

2014年下半年美元出現趨勢性走強，人民幣兌美元匯率選擇保持基本穩定，人民幣被動升值。2015年8月11日匯率改革再出發，主要內容是完善人民幣兌美元匯率中間價報價機制，以增強中間價市場化程度和基準性，打開中間價黑匣子，讓市場在匯率形成中發揮決定性作用。

## 國際化步伐隨金融開放加快

人民幣國際化自2009年啟動至今只有十年，卻經歷從快速推進到明顯放緩的起伏，2018年以來隨着中美貿易摩擦升級，人民幣國際化亦跟隨國內金融市場開放再次提速。

2008年全球金融危機爆發後，中國政府為減少過度依賴美元的風險開始大力推動人民幣國際化，並三管齊下：一是鼓勵在跨境貿易與投資中使用人民幣進行結算，二是大力發展境外離岸人民幣金融中心，三是中國央行與其他央行簽署雙邊本幣互換。

隨後五六年間，人民幣國際化快速推進。2015年人民幣跨境貿易結算規模達到7.23萬億元人民幣，在中國全部跨境貿易結算中的比重由2010年初從零起步，到2015年第三季度達到接近三分之一的歷史峰值；當年在全球跨境結算規模比重為2.8%，上升到全球第4位。

### 里程碑——納入IMF貨幣籃

作為里程碑事件，人民幣從2016年10月起被正式納入IMF特別提款權

(SDR)的貨幣籃子，佔比達到10.92%，在美元、歐元之後權重位列第三，超過了日圓與英鎊。人民幣順利入籃，反映國際社會對於人民幣國際化所取得成績的認可。

反思2010年到2015年人民幣國際化快速推進的進程，中國社科院世界經濟與政治研究所研究員張明指出，當時人民幣兌美元匯率單邊持續升值，中國與美國又存在較大利差，大量跨境套利交易藉着人民幣跨境貿易和投資結算的偽裝進行，造成了人民幣國際化一定的泡沫。而2015年811匯改後，人民幣兌美元匯率由升值轉為貶值，美聯儲進入加息周期而中國連續降息和降準，使得中美利差明顯收窄，跨境套利的人民幣需求立即消失，人民幣國際化進程從2016年開始隨之明顯放緩。

### 改革未完成 需增加匯率彈性

隨着近兩年中國加快對外開放金融市場，人民幣國際化步伐也悄然提速。一方面，通過境內外資本市場互聯互通機

制，向外國投資者開放金融市場，提供更多人民幣計價的金融產品；去年內地推出使用人民幣計價的石油期貨合約，允許境外投資者直接參與。另一方面，鼓勵「一帶一路」沿線使用人民幣，培育人民幣在海外的真實需求。

到去年底，人民幣為全球第5大支付貨幣，僅次於美元、歐元、日圓與英鎊，人民幣在國際支付規模中的比重在2%上下。不過，無論在結算貨幣還是儲備貨幣方面，人民幣所佔份額都遠低於美元、歐元，也顯著低於日圓、英鎊。

張明認為，人民幣匯率市場化改革沒有完成，匯率缺乏彈性仍是人民幣國際化的一大障礙。當前中國央行仍在通過資本外流管制、逆週期因子等來穩定人民幣匯率，未來要持續推動人民幣國際化，需加快人民幣匯率形成機制改革，讓人民幣匯率在更大程度上由市場供求來決定。



## 外匯儲備成為改革後盾

外匯儲備作為一國經濟金融實力的標誌，建國70年來也經歷從短缺到快速增長，2014年達到3.99萬億美元高峰，並至今連續13年佔據全球最大外匯儲備國地位，與此同時，外匯儲備也常常充當影響人民幣匯率改革和貨幣政策的重要角色。

### 連續13年膺最大外匯儲備國

1994年匯率改革的一個目標就是「增加儲備」，當時採取官方匯率貶值、出口退稅、經常項目可兌換等措施支持製造業和出口部門快速發展，也使得經常賬戶順差不斷擴大，外匯儲備快速增加，從1993年的212億美元增加到2005年8,188億美元，2006年首次突破萬億美元。

2005年中國宣佈人民幣匯率不再盯住單一美元後，人民幣兌美元進入升值通道，中國不得不在外匯市場大量買入美元，以緩和人民幣升值，但同時向社會釋放大量人民幣流動性，央行又通過公開市場操作、提高準備金率等對沖。其間，中國外匯儲備從2005年7月的7,330億美元增加到2014年6月的3.99萬億美元高峰。

2015年央行改革中間價形成機制，引發人民幣匯率持續貶值，資本外流風險加大，央行不得不动用外匯儲備，入市干預穩定匯率，外匯儲備逐步降至3萬億元左右。到2017年資本外流減少，外匯干預逐步減少，外匯儲備開始小幅回升，至今仍保持3萬億元以上。