


# 形成人民币汇率的市场特征

## ——汇率与货币评论(2)

其仁其文



周其仁  
北大国家发展研究院教授  
qizhou@gmail.com

把世界吵得翻天覆地的人民币汇率,是在一个中国的市场上形成的。这个市场叫中国外汇交易中心,总部在上海外滩中山北一路 15 号,曾经的华俄道胜银行旧址。与纽约、伦敦、东京那些外汇市场不同,中国外汇交易中心是一个有形市场,比较容易观察。再加上历史不长,弄清来龙去脉不算太大的难题。

1994 年前的中国有外汇交易,但没有统一市场。那时,人民币换美元的需求是通过两条轨道来实现的。第一轨是计划轨,就是按政府的官方牌价结汇。不论企业还是个人,有了外汇收入,都要以 5 元多人民币兑 1 美元之价,结算给政府。人民币估值如此之高,应该是那时中国的创汇能力不足,政府希望以较少的人民币代价购得全部外汇。不过,这样打算盘有一个代价,就是谁也不愿积极创汇。政府低价购汇,如同当年低价收购农副产品一样,降低了刺激生产者努力的诱因。

逼来逼去就逼出了第二轨。路径大体如下:国家从上世纪 80 年代开始逐步提高购汇牌价,然后又推出“外汇留成”制度,即允许创汇企业留下一个比例(20%)的外汇自用,并可以把这部分留成的外汇,拿到“外汇调剂中心”去,看有没有谁的出价比官方外汇牌价更高。由于低于真实市价的“平价外汇”永远短缺,需求就永远旺盛。大家你争我夺出价,就把计划外的外汇调剂价格拉高了。外汇双轨制应运而

生:牌价外汇 5 元多兑 1 美元,调剂中心的可以 8 元、9 元、甚至 10 元兑 1 美元!后者才是市场,因为凡想多要美元的,无须喊叫,也无须左打报告右审批的,拿人民币出价就是了,游戏规则是出价高者得美元。

拜改革开放大潮之福,外汇市场轨的力量越来越大。到 1993 年中国第一次汇改前夜,中国全部外汇的 80%来自调剂中心即市场轨,仅有 20%来自计划轨。中国的第一次汇改,大刀阔斧完成了汇率双轨的合并,也把分布于各地、分散定价的外汇调剂中心,整合成统一竞价的外汇市场,这就是中国外汇交易中心的由来。自此,直接以行政命令为人民币汇率定价的时代结束了。今天的人民币汇率,是在外汇交易中心这个市场上形成的。

中国外汇交易中心的确是一个市场。不过,这个市场尚带有转型经济的若干制度特征。我观察了几年,发现至少有两个特点值得特别留意。第一个特点较为明显,中国外汇交易中心是一个仅仅设在中国的市场,在世界其他地方别无分店。这个特点,区别于全球主要外汇市场。当今世界,人们不仅可以在美国境内买卖美元、也可在美国境外买卖美元,正如人们可以在欧洲境内外、日本境内外买卖欧元或日元一样。可是人民币的交易就仅限于中国,中国人可以在中国买卖外币,外国人也可以在中国买卖外币,但外国人却不可以在中国境外买卖人民币。

之所以境外要求人民币升值的呼声嘹亮,原来是因为他们无从拿美元买人民币!这方面,香港是个例外。在这个全球第五大外汇市场上,自 2003 年以后是可以合法买到一些人民币的。并不例外的是,香港因此也就没有很高的关于人民币汇率的呼声,因为无论哪种汇率主张,在香港总可以通过对人民币的出价行为来表达。

另外一个特点较为隐蔽。中国外汇交易中心是一个交易所类型的市场,实行会员制。所有在中国有权合法经营外汇业务的商业银行和其他金融组织(包括其分支机构),经中国人民银行和外汇管理局的审查批准,都可以成为中国外汇交易中心的会员。进入中国的外汇,无论来自贸易顺差、外国直接投资,还是所谓的“热钱”,都是先与这些会员“结汇”,然后再由会员机构在中国外汇交易中心这个“银行间市场”上竞买竞卖各自持有的外汇头寸。现在全球高度关注的“人民币汇率”,就是中国外汇交易中心的会员们,每天在这个市场上竞争的结果。在这个意义上,说人民币汇率是在市场供求竞争中形成的,此言不虚。

不过,在中国外汇交易中心所有可以入场交易的会员当中,有一个特超级会员。这就是主管中国外汇市场的央行及外汇管理局。在这里,像所有其他会员一样,央行可以进场购汇。加上“特超级”的修饰语,是因为央行不但是日益成长的中国外汇市场上的最

央行购得数万亿美元储备所付出的惊人庞大的人民币,与“基础货币”有关。这是央行不同于任何其他入市的政府机构的真正特别之处。这一点,对我们全面理解在市场供求中形成的人民币汇率,至关重要

后买家,而且在事实上购入了进中国外汇的绝大部分。读者常听到的早就过了 2 万亿美元的“中国国家外汇储备”,其实全部是由央行购入的外汇。要说明的是,特超级会员也还是会员,因为今天的中国再也不要求强制结汇,央行进场购得了外汇的绝大部分,仅仅是因为它的出价最高!

作为一个政府组织,央行进场大手购汇,这件事情要怎样看?我的看法,央行入场购汇,与政府其他机构进入市场采购商品,没有本质上的不同。当然,在自己主管的市场里从事采购活动,裁判员兼运动员,确有一个角色冲突问题。不过,好在外汇交易非常透明,中国外汇交易比其他政府机构入场的市场一般来说更为干净。横竖游戏规则是一样的,大家出价竞买,央行出价高就央行得。这里没有超级特权,公众也从来没有为这个环节的丑闻所困。

问题是央行购汇的购买力来源。我们知道,央行不是普通商业组织,无从通过向市场出售商品和服务来获取收入。央行也不是财政部或国资委,可以向商业机构或个人直接征税,或通过出售国有资产或权益来形成自己的购买力。央行购得数万亿美元储备所付出的惊人庞大的人民币,与“基础货币”有关。这是央行不同于任何其他入市的政府机构的真正特别之处。这一点,对我们全面理解在市场供求中形成的人民币汇率,至关重要。下周再谈吧。