

重磅话题

# 勇于改革主动作为是汇改成功的关键

——“8·11”汇改三周年之再思考

王有鑫 谢峰

“8·11”汇改即将走过第三个年头，人民币兑美元汇率经历了从贬值到升值再到贬值的完整过程。在此过程中及时梳理总结汇率管理的有效方式，将为下一阶段应对外部冲击做好政策储备，也将为深化人民币汇率形成机制改革创造条件。

## 一、“8·11”汇改以来的改革举措和背景

2015年8月11日中国人民银行宣布改革人民币汇率中间价形成机制，由原来做市商报价基础上加权决定的不透明定价，转变为做市商在银行间市场开盘前参考上日收盘价，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化形成的透明定价。理论上，这一透明化举措会使人民币汇率市场化程度进一步提高。但由于2014年下半年以来，中国经济进入新阶段，中间价形成机制透明化的改革举措被市场误认为中国政府有意放任人民币贬值，人民币市场汇率，尤其CNH出现短期急剧下挫。

为了稳定金融市场，中国人民银行进一步完善人民币汇率中间价(CNY)形成机制。2015年12月11日中国外汇交易中心首次发布CFETS人民币汇率指数，以更好地保持人民币对一篮子货币汇率基本稳定。由此，人民币汇率中间价形成机制开始公式化，即人民币汇率当日中间价=前日收盘价+参考一篮子货币汇率。其中，“收盘价”主要反映外汇市场供求情况，“一篮子货币汇率变化”则为保持人民币对一篮子货币汇率基本稳定所要求的人民币对美元双边汇率的调整幅度。这进一步提升了人民币汇率形成中市场的参与度。

2017年，面对经济去全球化的逆风，为应对国际金融无序的波动，人民币汇率的管理有必要加强。2017年2月份，中国外汇交易中心对人民币兑美元中间价定价机制进行微调，将一篮子货币汇率计算时段从原来的24小时缩短为15小时，即从下午4:30开始计算到次日7:30，避免了美元日间变化对次日中间价重复影响，亦可防止日内投机“中间价模型和收盘价价差”的行为。

2017年5月份，中国央行宣布在人民币汇率中间价中引入逆周期调节因子。至此，新的中间价形成公式为：当日中间价=前日收盘价+一篮子货币汇率+逆周期调节因子。这一新的人民币汇率形成公式表明有管理的浮动汇率制在浮动和管理两个方面形成了新的平衡，进而使汇率如同利率一样成为宏观经济调控的重要手段。

随着2017年汇率再次进入强势周期，央行顺势暂停逆周期调节因子的操作，再次提高了汇率调控的灵活性和主动性，有效实现了无论升贬，皆能从容应对的目标。2018年第二季度以来，随着人民币汇率再次进入贬值阶段，市场上再次出现了重启逆周期调控因子的呼声，但从目前情况看，汇率双向波动正在形成，暂时没有必要重启逆周期调控因子。

## 二、“8·11”汇改成效显著

第一，汇率受市场供求影响加大。中间价与前一日收盘价价差较汇改前



制/王琳

明显缩窄，中间价更能体现市场供求变化。在2015年汇改前7个多月时间里，中间价汇价都低于前一日收盘价，也就是说，政策主导下的中间价高估了人民币汇率，日均大约高估907基点。而“8·11”汇改以来，该情况已经得到明显改善。截至2018年8月7日，中间价日均低于前一日收盘价27个基点，而且中间价也不总是低于前一日收盘价，部分交易日甚至高于前一日收盘价，价格操纵色彩明显降低，中间价更能反映市场供求变化。

第二，人民币汇率有升有贬，基本实现双向波动。在2005年汇改之后，人民币经历了大约十年的升值周期，呈现单边走势，市场对汇率走势预期较为一致。而“8·11”汇改后，人民币波动性明显提高，有升有贬，市场预期分化。“8·11”汇改以来，人民币兑美元汇率走势可大致分为三个阶段：第一阶段是贬值阶段，从2015年8月10日至2017年1月3日，人民币即期汇率从6.2097贬至6.9557，贬值幅度高达10.7%；第二阶段是升值阶段，从2017年1月4日至2018年3月30日，即期汇率从6.9485升至6.2733，升值幅度达10.8%，已基本收复“8·11”汇改以来的贬值幅度。第三阶段是新一轮贬值阶段，从2018年4月至今，即期汇率从6.2803贬至8月6日的6.8420，跌幅达8.2%。尤其是6月15日以来的一个半月时间，汇率贬值接近6.5%，贬值速度加快。

第三，政府对汇率波动容忍度更高，调控手段由之前的直接入市干预转为主要采取市场化手段。在“8·11”汇改之后的第一轮贬值阶段，央行为了稳定汇率和跨境资本流动，初期主要采取直接入市干预的方法，但结果并不好。其本质是牺牲外汇储备来保证汇率稳定，代价是外储急剧下滑。从2015年8月份到2016年6月份，央行外汇储备累计减少4461亿美元。在此期间人民币经历了两轮急跌，即期汇率累计贬值幅度高达6.5%。因此，以外

汇储备打击空头势力，效果有限，只能做到延后而无法从根本上消除贬值预期。之后央行转变汇率调控思路，从保持人民币兑美元中间价稳定，转为兑一篮子货币汇率稳定，在危机时主动上调中间价释放贬值预期。汇率管理策略相应的从保汇率变成保储备，直接入市干预减少，增加逆周期调控因子、利率调汇率、征收托宾税等市场化手段和窗口指导增加，最终实现了汇率稳定。

今年二季度以来的本轮贬值阶段，央行并未采取过多直接干预措施，对汇率贬值容忍度提高。而且在贸易摩擦背景下，汇率贬值客观上也会起到对冲关税的效果，有利于实体和出口部门渡过难关。因此，从这个角度看，只要没有跌破潜在的风险底线，央行不会轻易出手干预外汇市场，汇率更多将由市场力量和外汇供求决定。

第四，居民和企业更加理性，疯狂购汇行为减少，本轮贬值并未导致大规模资本外流。在第一轮贬值阶段，资本外流非常严重，根据笔者测算，2015年和2016年人民币贬值预期最浓厚之时，境内居民和企业每年通过合法和非法项目外流的资本超过5500亿美元。

最近两年，随着汇率波动性提高，居民和企业变得更加理性，恐慌性的购汇行为减少，本轮汇率贬值并未带来大规模的资本外流。观察非储备性质的金融账户，2017年以来逐渐由逆差转为顺差，且顺差规模不断扩大，2018年一季度顺差988.7亿美元，同比增长168.3%，二季度初步值依然保持顺差。与此同时，今年以来外汇储备余额逐渐稳定在3.1万亿美元左右，二季度银行代客结售汇每月均保持顺差，合计顺差444.8亿美元，代客涉外收付款逆差也逐月收窄。而且过去资本外流的主要目的地美国对中国资本的吸引力也在下降，今年上半年中国对美国直接投资骤降90%。

## 三、未来汇改方向

因为当前的房地产调控政策，因城施策这个主题并没有改变，而上半年国内的房地产市场之所以仍然是绝大多数城市的房价还在持续上涨，最为重要的是不少三线城市、四线城市借助于棚户区改造，全面拉动当地的住房市场繁荣，推动当地房地产市场价格上涨。上半年不少三、四线城市的房价持续上涨，不仅让更多的居民涌入房地产市场，也让当地的投资市场和土地市场出现难能可贵。可以说，只要因城施策的房地产调控政策不改变，三、四线城市肯定会借助于这项政策来发展当地的房地产市场并以此来带动当地的经济增长。因为，就目前经济形势来看，对于国内三、四线城市，无论是人力资源及技术，还是市场环境来说，除了房地产市场之外，这些城市很难找到带动当地经济发展的增长点。如何保证当地房地产市场发展与繁荣，已经成了这些城市经济增长的护身符，所以只要因城施策的房地产调控政策不改变，绝

未来随着市场化程度的提高以及政府干预的减少，汇率的弹性和双向波动性必然继续扩大，这是正常现象。虽然人民币不存在持续贬值基础，但在美联储加息和贸易摩擦升级的关键时刻仍面临阶段性波动压力。监管层对汇率波动容忍度提高，但不会放任汇率大幅贬值不管，央行应进一步完善人民币汇率形成机制，不断完善外汇管理框架。

在中间价继续发挥作用的情况下，常态下可采取“中间价管理+资本流动管理”两件工具达成汇率管理目标；特殊时期，在中间价管理的基础上，综合运用口头干预和外汇干预，必要时可加强资本流动管理。这是央行目前正在使用的汇率管理框架。

表1：不同情境下的汇率管理工具搭配

情境	汇率管理工具
常态	中间价管理+资本流动管理
特殊时期	中间价管理+口头干预+外汇干预
危机时刻	中间价管理+口头干预+外汇干预+资本流动管理

资料来源：作者整理

未来准备好向自由浮动的汇率管理框架过渡。汇率形成机制改革的终极目标依然是自由浮动。但是自由浮动并不意味着放弃管理。随着人民币兑美元汇率双向浮动格局确立，外汇市场产品极大丰富，市场广度深度提升，市场主体更加成熟，能够有效对冲风险，中间价可以择机退出历史舞台。自由浮动下的汇率管理框架常态下，可以使用“货币政策+口头干预”达成汇率管理目标，同时将该资本流动税率降为零，但是保留这一工具作为政策选择；特殊时期，采用“口头干预+货币政策+资本流动管理+必要的外汇干预”等工具进行综合管理。通过完善汇率管理框架，加强监测和预警，使汇率在常态和特殊时期均能保持合理均衡上的基本稳定。(王有鑫、谢峰系中国国际金融研究所研究员)

大多数三、四线城市就一定借助于该政策来发展当地的房地产市场。所以就下半年国内房价走势来看，房价上涨幅度将全面下降，但上半年国内房价上涨的趋势并不会逆转，只不过房价上涨幅度减小而已。由于房价涨幅在下降，不少城市对房地产投机炒作及投资行为要进行全面封杀，那么下半年房地产投机炒作者进入房地产市场障碍增加、意愿下降，所以住房的销售面积和销售总额增幅也会降低，但住房销售总额增幅度仍然会保持高于住房销售面积增幅度这样的格局。无论是下半年还是全年，房地产销售创历史记录的格局还会继续，只不过会比早几年的增幅小一些。

下半年的国内房地产市场形势基本上不用过多担心，仍然会向好。但再远一点来看，国内房地产市场的总体格局正在发生较大变化。深圳模式的试点已经揭开了序幕。(作者系青岛大学经济学院教授)

## 宏观数据

# 下半年通胀水平大幅上涨可能性较小——7月份物价数据点评

连平 刘学智

7月份CPI同比上涨2.1%，涨幅略有扩大，食品价格和非食品价格涨幅都有上升。CPI上涨主要受季节性因素影响，不包括食品和能源的核心CPI涨幅为1.9%，连续3个月持平，不存在通胀压力。

## 一、食品和非食品价格同比涨幅都有扩大

2018年7月份CPI涨幅比上个月扩大0.2个百分点，CPI环比上涨0.3%，降幅比上个月扩大0.4个百分点。剔除食品和能源的核心CPI为1.9%，连续3个月持平。

7月份CPI涨幅略有扩大，食品价格和非食品价格涨幅都有上升。食品价格同比上涨0.5%，涨幅扩大0.2个百分点。7月份全国大范围高温炎热和暴雨天气，影响农产品的生产和储运，导致鲜菜、鸡蛋、奶类、肉类食品价格都有明显上涨。猪肉价格环比上涨2.9%，同比为-9.6%，跌幅收窄3.2个百分点。非食品价格同比上涨2.4%，涨幅扩大0.2个百分点。7月份是假期旅游旺季，旅游类价格环比上涨7.9%，飞机票、旅游和宾馆住宿价格都有明显上涨。受低基数及国内成品油调价的影响，交通工具用燃料价格同比上涨22.2%。CPI上涨主要受季节性因素影响，不包括食品和能源的核心CPI涨幅为1.9%，连续3个月持平，不存在通胀压力。

## 二、PPI近5个月首次收窄

2018年7月份PPI同比上涨4.6%，涨幅比上个月下降0.1个百分点。同比涨幅同比上涨0.5%，涨幅扩大0.2个百分点。新涨价影响约为0.6个百分点，PPI环比上涨0.1%，涨幅比上个月下降0.2个百分点。工业生产者购进价格指数(PPRM)同比上涨5.2%，比上个月上升0.1个百分点。

7月份PPI涨幅近5个月首次收窄。生产资料价格环比和同比价格都有回落，是影响PPI涨幅下降的主要原因。生活资料价格保持平稳，同比涨幅略有扩大。从流通领域主要生产资料价格走势来看，7月份有50%的产品价格上涨，42%下降，8%基本持平，价格下降的产品有所增多。从价格同比涨幅来看，黑色金属类和有色金属类产品价格涨幅下降明显，其中有色金属冶炼和压延加工产品价格环比-1.6%，降幅最大。石油、天然气、煤炭

# 关税减让效应显现

——评2018年7月份进、出口数据

蒋冬英 李苗献

以美元计价，中国7月份出口同比增长12.2%，前值11.3%，笔者的预期10.0%；进口同比增长27.3%，前值14.1%，市场预期16.5%，笔者预期19.0%；贸易顺差280.5亿美元，前值416.1亿美元，市场预期389.2亿美元，笔者预期360亿美元。以人民币计价，中国7月份出口同比增长6%，前值3.1%，市场预期5.6%；进口同比增长20.9%，前值6.0%，市场预期12.5%；贸易顺差1769.6亿元，前值2618.8亿元，市场预期2271.7亿元。

## 一、出口：负面冲击何时现？

7月份出口增速较6月份回升0.9个百分点至12.2%，超市场预期2.2个百分点。这与笔者7月27日发布的报告《“双稳”并行——7月份宏观经济指标预测与8月份政策前瞻》基本一致，由于中美贸易摩擦进一步升级，美国贸易代表办公室拟对中国出口的2000亿美元商品加征25%的关税且特朗普威胁对中国出口5000亿美元商品加征关税，企业提前出口动机强化，使贸易摩擦的出口透支效应仍在延续。具体分国别观察，7月份中国对美出口同比增长11.2%，共拉动整体出口增长2.1个百分点，随后中国对东盟出口拉动整体出口增长1.9个百分点。

值得关注的是，8月7日，美国贸易代表办公室宣布将从8月23日开始对额外160亿美元的中国进口商品加征25%的关税，中美贸易摩擦进一步升级。那这是否意味着不断升级中美贸易战对我国出口具有无限期透支效应？贸易战对我国出口的负面冲击将何时显现？出口提前透支效应的前置条件为有单可出，自中美贸易战爆发以来，中国出口数据表现坚挺，表明我国出口有单可出。有单可出折射外需绝对水平仍维持相对高位，从绝对水平观察，前期美欧日制造业景气水平绝对高位，构成我国出口订单的刚需。作为硬币的另一面，我国PMI新出口订单于岁末年初屡创新高，为当前出口数据提供了订单基础；但是自6月份以来，我国PMI新出口订单指数已经连续两个月位于荣枯线下，这意味着出口订单

等能源类产品价格环比涨幅显著收窄，由于受到同比基数低的影响，石油和天然气开采业价格同比涨幅42.1%，是主要工业产品价格涨幅最大的一项。7月份PPI同比涨幅比CPI同比涨幅高出2.5%，二者差值比上个月减小了0.3个百分点，PPI和CPI之间剪刀差现象有所减弱。预计三季度仍将呈现剪刀差现象，四季度可能会有明显收窄。

## 三、整体物价有望维持在低通胀水平运行

猪肉价格环比上升、同比降幅收窄，预计逐渐迎来上行周期。三、四季度回升的可能性较大，可能会带动食品价格小幅上升。中美贸易摩擦有升级风险，关税上调可能导致部分进口商品价格上升，也会对国内物价带来抬升作用。在国内需求稳中趋缓、狭义货币M1增速低位徘徊的背景下，未来CPI缺乏显著反弹的动力。从翘尾因素来看，7月份之后将显著回落，因此下半年通胀水平大幅上涨的可能性较小。我们维持全年CPI同比上涨2%左右的预测。

国际大宗商品缺乏持续上涨动力，不会带来明显的输入性通胀抬升PPI。最近国际原油价格略有回落，整体在70美元/桶的水平，布伦特、OPEC一揽子原油价格略高于70美元/桶，WTI原油价格略低于70美元/桶。在当前经济环境下，工业需求不会大幅走强，需求拉动PPI大幅上升的可能性较小。财政金融政策从之前略微偏向于适度宽松调整，积极财政政策要更加积极，稳健的货币政策要松紧适度，货币当局不会大量释放流动性，也不必担心通胀卷土重来。但由需求和货币供给适度增加可能带来的价格抬升，需要引起关注。三季度之后翘尾因素大幅走弱，也不会支撑PPI显著上行。影响PPI的最大不确定性因素是伊核问题，如果未来伊核问题进一步发酵，可能会引起国际油价较大波动，需要持续关注。财政政策稳增长重点在促进基建投资，可能对相关工业产品价格带来推升作用。总体来看，预计三季度PPI可能在相对高位盘整，四季度回落的可能性较大。综合CPI和PPI来看，整体物价有望维持在低通胀水平运行，为国内货币政策提供宽松的操作空间。(连平系交通银行首席经济学家、刘学智系交通银行金融研究中心高级研究员)

基础薄弱，施压未来出口。展望未来，从季节性观察，第三季度为圣诞节出货旺季，而为避免出货遭受后续可能贸易制裁，企业将在第三季度出口节奏提前，即圣诞节前将于7月份及8月上旬集中出口。

这也就意味着，第三季度出口走势将为前高后低，整体出口增速仍有望维持在8%左右。进入第四季度，订单订单削弱叠加关税落地概率加大，贸易战对出口的负面冲击将集中凸显。

## 二、进口：关税落地叠加基建投资预期

进口方面，继6月份进口增速腰斩后，7月份进口增速大幅反弹13.2个百分点至27.3%。进口增速大幅反弹主要受汽车及其零部件关税减让及国内基建投资上涨预期影响，具体而言：

第一，2018年4月份公布的汽车进口关税减让政策于7月份正式落地，大幅拉动汽车及其零部件进口增速。具体分产品观察，7月份汽车和汽车底盘进口同比增长72%，增速创2012年2月份以来的单月最大涨幅，提振我国进口增速回升0.3个百分点。

第二，剔除关税减让政策影响的汽车及其相关产品观察，7月份原油、铁矿石及其精矿、未锻造的铜及其铜材主要原材料进口增速增高助推整体进口增速大幅反弹。7月份政治局会议强调财政方面要加大基础设施领域补短板力度，这意味着下半年基建投资增速有望回升。在基建投资增速回升预期之下，铁矿石及其相关原材料进口增速仍有望维持高位。

展望未来，关税减让将刺激相关产品进口及消费投资活动，根据笔者测算，汽车关税减让将刺激汽车进口数量增长55.1%，进而拉动名义进口增速增长12%。同时基建投资增速反弹将进一步维持铁矿砂等原材料进口。由此，年内进口增速仍有望保持在15%以上。(蒋冬英、李苗献系兴业经济研究咨询股份有限公司研究员)

本版文章仅代表作者个人观点  
不代表本报观点

本版主编 姜楠 责编 徐建民 制作 李波  
E-mail:zqr2@sohu.net 电话: 82031730

# 下半年房地产市场会走向何方？

易宪容

7月31日，中共中央政治局会议表示，“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”可以说，这是对下半年中国房地产市场走向的重要部署，它将决定下半年中国房地产市场的基本走向。

与以往的房地产调控政策相比，这次会议对房地产调控政策提出了不同要求。这主要有两个方面。一是决心解决房地产市场的问题；二是坚决遏制房价上涨而不是坚决遏制房价过快上涨。这就意味着当前国内房地产市场的问题是比较大的，要坚决下决心解决，否则会危害整个中国经济未来成长。而解决房地产市场的问题，就是不能再让如此之高的房价再上涨。下半年国内各城市的房价只能企稳或下跌，不能够再上涨。可以说，这两条原