

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 125 期

125

进博会配套研讨会：汇率决定和风险防范



上海发展研究基金会
Shanghai Development Research Foundation

地址：上海市黄浦区龙华东路868号办公A楼802室 Address: Rm 802, Office Building A, 868 Longhua East Road, Shanghai, China
邮编：200023 ZipCode: 200023
电话：86-21-62188752 Tel: 86-21-62188752
传真：86-21-62188714 Fax: 86-21-62188714
网址：www.sdrf.org.cn WebSite: www.sdrf.org.cn



上海发展研究基金会编
二〇一九年十二月

序 言

上海发展研究基金会于 1993 年成立，以积极推进经济、社会、城市发展决策咨询事业为宗旨；以募集、运作资金，研究、交流、资助、奖励有关经济、社会、城市发展决策咨询项目为业务范围。

2005 年以来，上海发展研究基金会在业务开展方面进行了更多有益探索，推出了每月的“上海发展沙龙”主题活动，与上海市社会科学界联合会合作，邀请国内外知名的学者、专家和实业界人士进行演讲，与听众进行交流。时至今日，沙龙已经成为了基金会有一个品牌。

从 2007 年开始，基金会在每年的年中举办“世界和中国经济论坛”，重点分析全球经济对中国的影响；在每年的年末举办“中国经济论坛”，着重分析当年的经济形势，展望来年的经济走势。

2009 年和 2010 年，基金会又分别召开了“中国经济：未来三十年”、“中国的城市化：目标、路径和政策”国际研讨会，邀请了海内外著名学者、经济学家、投资者、金融和商界人士，围绕相关问

题进行了研讨。

基金会从 2009 年开始至今，与上海财经大学高等研究院合作，每年连续合办“户籍制度、土地制度和城市化”专题圆桌讨论会，针对城市化相关问题进行了深入研讨。

基金会也将知名专家和基金会自身的部分研究成果编撰成书，“上海发展研究基金会丛书”已出版了《中国经济：未来三十年》、《中国的城市化：目标、路径和政策》、《新型城市化：抉择和路径》、《国际货币体系改革》、《国际货币体系再思考》、《名家谈中国经济未来》。

我们希望能够将有价值的见解与朋友们分享，因此把沙龙和研讨会的一些精彩内容陆续编辑成册，称为“研讨实录”，不定期的发行，旨在将这些活动的互动过程尽量原汁原味地呈现出来。希望各位朋友能够给我们提出更多更好的建议，以使基金会能够更上层楼！

是为序。

上海发展研究基金会理事会会长

Handwritten signature in black ink, reading '胡旭照' (Hu Xizhao).

编者的话

11月7日，上海发展研究基金会与上海市国际贸易促进委员会在国家会展中心（上海）共同举办了与第二届中国国际进口博览会配套的“汇率决定和风险防范”研讨会。研讨会得到了浦发银行的支持。

上海市人民政府副秘书长陈鸣波代表吴清副市长作了开幕致辞。上海发展研究基金会张立平副会长、上海市国际贸易促进委员会杨建荣会长、上海浦东发展银行王新浩副行长也分别致辞。上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德和光明食品国际有限公司财务总监、总会计师赵健福一起发布了配合研讨会的研究报告《汇率决定、趋势分析和风险应对》。

在“专题一：人民币汇率制度演变历史、现状和未来趋势”中，对外经济贸易大学副校长丁志杰先生作了题为“国际货币体系中人民币与人民币汇率”的演讲。他从四个方面介绍了国际货币体系中的人民币和人民币汇率。这四个方面分别是当前国际货币体系与货币区、人民币加入SDR后作为新

的国际货币特征、人民币是为数不多的强势货币以及当前人民币汇率的新特点。就这四个方面的具体内容而言，丁先生从两大货币区（美元区、泛欧元区）内国家数量及占全球国家比例、人口、GDP 等方面介绍当前国际货币体系与两大货币区；人民币占 SDR 权重和加入 SDR 前后的人民币兑 SDR 汇率以及人民币利率变化情况三个方面介绍人民币加入 SDR 后作为新的国际货币特征；从 1994 年至今、2010 年至今、2014 年至今，三个时间段的升贬值情况反映人民币是为数不多的强势货币；最后丁志杰先生从美元指数与人民币中间价情况、央行外汇占款变动、离岸人民币兑美元汇率与在岸人民币兑美元汇率的关系介绍人民币汇率新特点。

在“专题二：人民币、美元等主要货币汇率走势”中，三位专家分别从中国国际收支、人民币汇率的衡量指标及合理区间、美元指数的主要影响因素和未来走势介绍了人民币和美元汇率相关情况。

招商证券首席经济学家谢亚轩先生作了题为“中国国际收支的新形势与新动向”的演讲。他总结了我国收支的五个新形势，分别为贸易摩擦导致货

物和服务支出出现收缩、初次收入项目“意外”转为顺差、直接投资流入下降，净误差与遗漏项目规模大、证券投资项目持续出现国际资本净流入、今年第二季度国际储备资产再次减少。他进而指出中国国际收支新形势所揭晓的三个问题：贸易摩擦加大全球衰退风险，证券投资项目下的国际资本流动对我国影响力上升，央行并未放任人民币汇率波动。

华东师范大学经济与管理学部金融学吴信如教授作了题为“人民币汇率的衡量指标、合理水平与目标区管理”的演讲。他认为，作为人民币汇率衡量指标，有效汇率优于双边汇率。有效汇率的目标应该是兼顾稳定和浮动。在当前发生贸易摩擦的时候，吴信如先生从恶化贸易条件、产生成本推动型通货膨胀、遭全球贸易伙伴的反对和攻击三个方面认为人民币贬值不是一个合适的措施：

上海发展研究基金会何知仁研究员作了题为“美元指数趋势分析”的演讲。他认为，美国经济韧性相对较强，政策空间相对较大，未来2年美国占全球经济的份额会保持稳定。经济基本面不支持美元指数在短期内转熊。美元仍将是重要的

国际交易货币、储备货币和避险货币。未来 2 年国际金融市场不确定性较高，风险事件或驱动美元避险需求。总体来看，美元指数可能在 2020 年继续强势，2021-2022 年逐步转为贬值趋势。这意味着，2020 年非美货币存在一定的贬值风险。

在“专题三：防范汇率风险的实务性操作”中，二位专家介绍了实务操作。

兴业研究首席汇率分析师郭嘉沂先生作了题为“人民币外汇市场现状与未来”的演讲。她指出，从事外汇市场交易的动机有四种：刚需、投机、套利、资金。从市场参与者的结构来看，企业占比较高，成熟的市场应有更多外地交易商和金融机的加入，未来会允许更多的非银机构进入人民币市场。中国大陆已是全球第八大外汇交易中心，但交易规模仍很小，只有 2 千多元美元，而美元外汇市场则有 5 万多亿的规模。目前，企业的套保比例仍偏低，人民币套保比例只有 0.4%。企业避险意识也在逐渐提高的过程。套保的基本思路是要企业的多部门协调，不要把衍生品的涨跌作为成功与否的标准，套保的目的在于规避汇率风险。

上海浦东发展银行总行金融市场部总经理薛宏立先生作了题为“‘浦银避险’助力实体企业行稳致远”的演讲。他认为，现在汇率的决定在某种程度上已经变成事件驱动，甚至 twitter 驱动了。对于企业来说，可能既没有专业能力，也没有时间来关注这些变化，而交易员是时刻盯着这些变化的，所以要让专业的人做专业的事。目前的情况是：企业对于市场风险的管理意识不足；避险衍生工具相对较为复杂，企业难以储备足够的专业人才；避险工具相对较为分散，少有适合企业的个性化组合方案。浦发银行能够提供这方面的服务。

更为详细的精彩内容，请大家阅读本期《研讨实录》。

乔依德

上海发展研究基金会副会长兼秘书长

二〇一九年十二月三日

目 录

上海市人民政府副秘书长陈鸣波致辞	1
上海发展研究基金会副会长张立平致辞	5
上海市国际贸易促进委员会会长 杨建荣致辞	7
上海浦东发展银行副行长王新浩致辞	10
丁志杰：国际货币体系中人民币 与人民币汇率	18
谢亚轩：国际收支的新形势和新动向	47
吴信如：人民币汇率衡量指标、合理水平 与目标区管理	60
何知仁：美元指数趋势分析	73
郭嘉沂：企业在汇率避险当中的建议	85
薛宏立：“浦银避险” 助力实体企业 行稳致远	95

开幕式致辞

乔依德（主持人，上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：各位来宾，今天下午的进博会配套研讨会“汇率决定和风险防范”现在开始。首先我们以热烈的掌声欢迎上海市政府副秘书长陈鸣波先生为我们致辞！

上海市人民政府副秘书长陈鸣波致辞

陈鸣波（上海市人民政府副秘书长）：进博会期间论坛非常多，我今天已经参加了五场，这是第六场，后面还有两场。前排的领导也都有好几场，都感到很高兴。为什么？习近平总书记到上海来了五天，他在这么多年中对一个城市的关心和热爱是少有的。另外，习近平总书记对我们也提出新的要求，这个我就不再多说了。

我是走过路过不肯错过。今天，既有年纪轻的人，又有老一代的人，大家都聚在一起，我尽可能把我掌握的信息让大家知晓一下。我刚才跟几位老领导说了，因为吴清副市长去北京了，我今天是代表他，很高兴能参加今天的“汇率决定和风险防范”研讨会。

首先，我代表上海市人民政府对这次会议的召开，表示热烈的祝贺，对各位嘉宾的到来，表示诚挚的欢迎。尤其向长期以来在上海国际金融中心建设中大家给予的支持和关心，表示衷心的感谢。到2020年，国家要求上海基本建成国际金融中心，我们的压力还是很大的，虽然上海有很多的优点，但是上海的国际化程度还是不够的。我们出台了很多政策。

到目前为止，上海已经成为全球金融要素市场最齐备的城市之一，包括股票、债券、期货、货币、票据、外汇、黄金等等，金融市场年成交额超过了1600万亿。昨天在上海国际会议中心，上海市委市政府举办了一场城市推介会，李强书记讲了半个小时，应勇市长对上海的了解很清楚，讲到了

各种数据，其中就讲到了 1600 万亿。上海已经成为中外金融机构最重要的聚集地之一，各类持牌金融机构已经超过了 1600 家，其中外资金融机构占 30%。上海金融市场直接融资额占全国直接融资总额 85% 以上。上海已经成为我国金融开发创新最前沿的先进区之一。最近一期全球金融中心指数排名中，上海保持第五位。但是我们雄心勃勃，希望两三年里能往前再进一步。

刚才也说了，习近平总书记对上海有新的要求。我们金融到底怎么办？陆家嘴国际金融中心后面怎么办？临港新片区的金融到底怎么开放？还有投融资交易平台能不能进等类似的问题。如果这些问题没有突破，上海虽然叫国际金融中心，但在全球来说还是有差距的。因此，我们绞尽脑汁在思考金融怎么开放。

今天我们的论坛很重要，比较专一。随着中国持续推进高水平的对外开放，全球的投资者将会在一个平台上竞争。当然现在还做不到，但我相信迟早会做到，到底是三年五年还是十年，我不知道。汇率的形成机制一定会市场化，或半市场化，或

75% 市场化，汇率双向的波动将更加常态化，汇率水平将更加准确地反映中国经济的基本面和市场供求情况。国家主要领导也一直在想这个事情。市场主体对于风险防范的需求也将更加多元和丰富，这也是上海在国际金融中心建设过程中的一个课题。

今天的论坛以“汇率决定和风险防范”为主题，我认为是切合时代背景的，具有重要的意义，尤其是在中国更加开放的当下。希望各位能够展开深入探讨，给我们一些建议，主办方能形成一些真知灼见。最后预祝本次论坛圆满成功，谢谢大家！

乔依德：非常感谢陈鸣波副秘书长给我们做了非常精彩的致辞。从我个人角度看，他的致辞非常亲切，非常接地气，既传达了习总书记对我们殷切的期望，也非常直率地讲出上海在建设国际金融中心中面临的问题和挑战。在座的每一位，特别是上海市民，应该都很关注这个问题。他提到一个核心的问题，2020 年建成上海国际金融中心，落地是在上海，但是有相当一部分决策权不在上海，这个怎么来突破？上海发展研究基金会是一个非政府、非营利的研究组织，我们一定会根据陈副秘书长讲的

内容做进一步的研究。

下面我们欢迎上海发展研究基金会副会长张立平先生致辞！

上海发展研究基金会副会长张立平致辞

张立平（上海发展研究基金会副会长，国盛集团原董事长）：尊敬的陈鸣波副秘书长，尊敬的杨建荣会长，尊敬的王新浩副行长，尊敬的各位来宾、女士们、先生们，大家上午好！

在这秋高气爽的时节，各位来到上海参加“汇率决定和风险防范”研讨会，在此我谨代表这次会议的主办方之一——上海发展研究基金会向各位来宾表示热烈的欢迎！

上海去年成功地举办了第一届中国国际进口博览会，今年继续举办第二届，今年的参展企业数量远超首届，盛况空前。国家主席习近平在开幕式上发表了主旨演讲，表明我国推进新一轮高水平对外开放的决心。进博会在上海举行，既是中央对上海信任，更是上海的重大机遇，是上海打造国际经

济中心、金融中心、航运中心、贸易中心的一个好机会。

上海发展研究基金会是一家成立于 26 年前的非政府、非营利的研究型公益组织。基金会立足于上海，以促进对上海持续发展的研究、推进决策咨询事业为宗旨。我们在与企业的接触中，发现他们对了解汇率制度、把握汇率趋势有迫切的需要。汇率是一国货币与另一国货币的比率，并将同一商品或服务的国内价格与国外价格联系起来。对于进出口商而言，汇率始终是一个需要考虑的重要因素。所以，我们和上海市国际贸易促进委员会一起合办了 this 与进博会配套的关于汇率的研讨会。

今天的研讨会，我们邀请了资深学者和具有丰富实际操作经验的专家。专家学者们将既分析人民币汇率制度演变的历史、现状和未来趋势，帮助进出口商有宏观上的把握；也研判国际主要货币的汇率走势，介绍防范汇率风险的实务性操作，向进出口商提供实务上的知识和经验。我相信这次会议必能为大家带来丰硕的收益。

为了配合研讨会，在光明食品国际有限公司的

支持下，基金会前期做了基础性的研究，完成了《汇率决定、趋势分析和风险应对》研究报告，等一会我们就要在这里正式发布这份报告。研讨会在筹备过程中，得到了浦发银行各方面的支持，在此我们对光明食品国际有限公司和浦发银行表示诚挚的感谢。

最后，我衷心祝愿这一次讨论会取得圆满成功，也希望来自国外和国内的朋友们在进博会期间满有收获。谢谢大家！

乔依德：感谢立平副会长。下面邀请这次会议的另外一个主办方——上海市国际贸易促进委员会——的杨建荣会长致辞，大家热烈欢迎！

上海市国际贸易促进委员会会长杨建荣致辞

杨建荣（上海市国际贸易促进委员会会长）：尊敬的鸣波副秘书长、立平副会长、各位嘉宾、各位来到今天会场的同事，大家下午好！

鸣波副秘书长代表市政府和吴清副市长做了重要的致辞，主办单位立平副会长做了致辞以后，我

觉得我这个就可以简单一点，准备的稿子就不用了，你们都讲了。

我作为主办方之一的上海国际贸易促进委员会，也代表我们国际商会，对于各位领导在百忙之中出席今天的研讨会表示感谢；也对各位来到会场，参加“汇率决定和风险防范”的主题研讨表示热烈的欢迎。

这次第二届中国国际进口博览会，可以说是按照习总书记的要求每年要办、越办越好。总体上，进博会的开局是非常圆满的，也非常顺利的。我刚才跟鸣波副秘书长报告了，上海市贸促会比较全面地进入了进博会的各项工作。

第一个是，作为商务部指定的全国六家招商招展的承办机构之一，我们负责汽车零部件和相关消费品的招商和招展。在这个过程中，跟去年第一届相比，我们也确实感受到招商招展的活动进行得非常顺利，“一展难求”确实是符合实际情况的。去年第一次招展的时候，我到越南、菲律宾等东盟国家，他们对我们举办的进口博览会，几乎是不了解，也不知道我们举办的动机是什么，所以会花很

多时间做介绍和推荐。但是今年非常顺利，我觉得这是非常好的。

第二个是，我们参与了很多内外宾的接待工作。我刚才跟鸣波副秘书长报告了，今天上午我接待了来自卢森堡的商会会长，他是卢森堡前财政部长和司法部长。他非常关注中国在转型的条件之下，市场经济因素、市场环境的发展。在中美贸易争端的背景之下，我觉得越来越多的国家和机构是理解我们、支持我们。

所以，在今天下午这么多平行的论坛中，这个主题非常有意义。作为全球第二大的经济体、最大的进出口贸易国，现在到了这样一种环境条件下，我们一方面要勇于探索和实践，另一方面理论研究也要能够跟上实践。今天的研讨会非常及时，也非常必要。所以衷心感谢大家来参加这次会议，特别是感谢各位专家能够发表你们的真知灼见，为上海金融中心和其他中心的建设作出你们的贡献。再次感谢大家！谢谢！

乔依德：非常感谢建荣会长简短有内容的致辞。作为我个人也特别感谢建荣。去年年底我想到要开



这个会，我跟他说，他一口答应。可以说，没有建荣会长、没有贸促会的支持，今天的会就不一定能开得起来。我对此表示感谢。前面讲到了浦发银行在各个方面给予我们支持，下面我们邀请浦发银行副行长王新浩发言，大家热烈欢迎！

上海浦东发展银行副行长王新浩致辞

王新浩（上海浦东发展银行副行长）：尊敬的鸣波副秘书长、立平副会长、建荣会长，各位领导，女士们、先生们，大家下午好！

感谢在座各位在参加中国国际进口博览会期间，莅临由上海发展研究基金会和上海市国际贸易促进委员会主办，浦发银行支持的“汇率决定和风险防范”的研讨会。

中国国际进口博览会是世界上第一个以进口为主体的大型国家级展会，为参展商和采购商带来可贵的机会。规模不断扩大的进博会代表中国和国际多边贸易发展的新趋势。根据海关总署的有关数据显示，2018年我国进出口总额再创新高，超过了

30 万亿元（以人民币计）比 2017 年历史高位还多了 2.7 万亿元。在贸易总量保持稳定增长的同时，近年来进口贸易正占据越来越重要的位置。从 2016 年开始，中国进口规模增速已经反超出口规模。在进口贸易规模迅速增长的背后，我们关注到两个重要的变化趋势。

一是交易合作方范围不断扩大。据悉，本届进博会吸引了来自全球 150 多个国家和地区的 3000 多家企业代表来参加；新交易对手带来交易币种的增加。企业从原来关心人民币对美元等主要外汇的汇率变化，转向对包括新兴市场货币在内的汇率情况都要关注。企业经营受汇率波动的影响进一步扩大。昨天人民币兑美元的汇率有 300 个基点的变动。二是市场汇率波动日趋频繁。早前人民币汇率在较长时间内都呈单边的变化趋势。2017 年后，宽幅双向波动频繁。可以明显的感觉到汇率市场的不确定性越来越高，预判的难度加大，越来越多的企业迫切需要加强跨境贸易过程中对汇率风险的管理，特别是需要金融机构提供专业资金避险的服务，来帮助企业从容应对市场汇率波动的风险。

浦发银行秉承以客户为中心的服务理念，长期以来积极关注公司客户开展跨境贸易和经营过程中的资金避险需求，通过境内外一体化服务平台，不断完善相关产品的体系，为客户提供更加优质便捷的资金避险的服务。例如，浦发银行作为首批在上海自贸区上线 FT 账户体系的商业银行，在业内率先落地了基于 FT 账户的汇兑业务，以及配套灵活的避险产品组合，帮助区内企业利用 FT 平台同时对接境内外市场，以最优价格办理结售汇衍生品的交易。在 FT 的平台上，结售汇率既可以选择境外的汇率，也可以选择境内的汇率。在实现跨境资金避险的同时，大幅降低交易成本。仅今年前 10 个月，FT 平台就累计办理代客结售汇超过 240 亿元人民币。目前浦发银行在香港、新加坡和伦敦等主要金融中心设有分支机构，通过所在金融市场的交易优势，提供货币互换、期权组合等丰富的金融衍生品。2018 年浦发银行在新加坡设立了大宗商品中心，针对大宗商品贸易，强化包括汇率避险在内的一揽子综合金融服务。近期，还推出针对东南亚地区的越南盾、印尼盾、马来西亚林吉特、泰铢等小

币种业务，为企业与东盟国家开展贸易提供市场避险和支持。此外，浦发银行还推出了浦银避险品牌专业金融服务。利用浦发银行在债券、外汇、贵金属、大宗商品及衍生品交易等领域的交易能力，依托投研一体化优势，打造金牌讲师队伍，专门为客户提供专业市场咨询和策略建议；针对客户需求，量身设计定制化的综合服务的方案。

本次研讨会以“汇率决定和风险防范”为切入点，邀请了诸多行业内专家共聚一堂，围绕人民币汇率制度的演变、当前主要货币的基本面以及防范汇率风险的实务性操作等方面展开研讨。浦发银行很荣幸能够受邀参与其中，并将在防范汇率风险实务性操作环节中，进一步参与讨论和交流，希望能为本次研讨会提供有益的借鉴和参考。

最后祝各位嘉宾在本届进博会期间参展顺利、收获满满，并预祝本次研讨会圆满成功，谢谢大家！

研究报告发布： 《汇率决定、趋势分析和风险应对》

乔依德：感谢王行长的致辞。在开幕式之前，我想利用几分钟时间跟大家简单介绍一下我们做的研究报告。立平副会长在致辞当中提到，在座各位也拿到了我们做的一个研究报告，题目是《汇率决定、趋势分析和风险应对》。根据题目，研究报告分三个大部分。汇率问题是错综复杂的，涉及到内外各种因素，可以说在经济学当中，没有哪一个问题像汇率问题那么复杂，引起经济学家那么多的分歧。研究报告分为三个方面：

第一，梳理一下汇率是怎么决定的，理论框架是怎么样的。同时，简要叙述主要的货币，特别是美元跟人民币的汇率制度是怎么一回事。

第二，对前的一些主要的货币近期的趋势进行了分析。我们不讲五年，不讲十年，那个时候谁都

讲不清楚。我们就讲最近一段时间里，汇率变动的大致趋势。

第三，企业怎么应对汇率的风险。报告中介绍了很多防范风险的方法，特别在研究报告最后给了一个附录——在风险防范当中，成功以及失败的案例——给大家参考。

刚才讲了，这个研究报告得到了光明国际的支持，我们非常感谢。下面我们就邀请光明食品国际国际公司财务总监、总会计师赵健复先生致辞，大家热烈欢迎！

赵健福（光明食品国际有限公司财务总监、总会计师）：各位下午好！

光明集团是上海的一家大型国有企业。一方面作为上海特大型城市的食品安全和食品供应的保障者，另一方面这几年光明集团作为国际化的运作者，从2009年开始走出上海、走出国门，在新西兰、澳大利亚、西班牙、法国、以色列、英国等都有投资项目，将当地最好的食品资源和食品品牌带回到国内。这样我们不可避免地在海外投资、融资，包括进口贸易过程中，有很多的外汇的风险，

也是我们在国际化的过程中碰到很重要的课题。光明国际是光明集团在境外的公司，我们叫海外总部，统一管理光明集团在境外的投资、融资和进口贸易。这次进博会里面有一个很大的场地，将我们海外企业的产品做了一个展示。

在做外汇的过程中，我们也碰到了很多的问题，也有一些教训，也积累了一些经验。上海发展研究基金会作为一个非政府非营利的研究组织，找到了企业发展过程中的痛点，并提出这样的课题，双方一拍即合，共同做出研究报告。今天我对这份报告的发布表示衷心的祝贺，希望光明国际跟各类机构未来能够进一步合作，在汇率决定风险方面进行探讨，同时预祝我们研讨会圆满成功，谢谢！

专题一：人民币汇率制度演变历史、 现状和未来趋势

乔依德：下面我们进行专题研讨环节。主持人是上海浦发银行总行国际业务管理部总经理任军先生。下面我们热烈欢迎任总给我们主持。

任军（主持人，上海浦东发展银行总行国际业务管理部总经理）：非常感谢乔秘书长。我们接下来开始讲实战的内容，实际的东西。我希望大家今天把乔秘书长和光明集团合作带来的这份研究报告，有空仔细研读一下。这份报告对于“汇率决定、趋势分析和风险应对”进行了非常详尽的研究，我相信这份报告与我们请来的几位专家的观点和判断是非常契合的。我们先进入第一个专题。

第一个专题是“人民币汇率制度演变历史、现状和未来趋势”。随着对外开放以及中国国力的增强，人民币在国际货币支付体系的地位提升速度非

常快。银行使用的一个非常关键的 SWIFT 系统，全称是“环球同业金融的电讯系统”。按照它 8 月份统计的数据显示：人民币作为第五大支付货币，从 7 月份市场占有率的 1.81% 已经升到了 2.22%，创造了 2016 年 1 月份以来的新高。对于融入国际货币体系的人民币以及其他货币的变化，我相信大家都非常感兴趣。

首先，我们请对外经济贸易大学副校长丁志杰作演讲，主题是“国际货币体系中人民币与人民币汇率”。

丁志杰：国际货币体系中人民币与人民币汇率

丁志杰（对外经济贸易大学副校长）：谢谢乔秘书长的邀请，谢谢任总的介绍，我今天很高兴能在进口博览会上跟大家汇报最近的想法。我讲四个问题：

第一个问题，当先国际货币体系与货币区。二战以后，确立了以美元为中心的国际货币体系，美元取得了与黄金同等的地位，这是非常令人惊讶的

事实。战后的发展，特别到了 70 年代初，布雷顿森林体系崩溃，全球进入浮动汇率体系。在这个浮动汇率体系下，汇率的浮动对发展中国家来说是一个灾难，使得发展中国家的货币大幅度贬值，经济发展出现了中断。进入新世纪以来，国际货币格局出现了新的现象，就是欧元的横空出世。1999 年欧元启动，形成了欧元区，最初有 11 个成员国放弃自己的本币，共同使用欧元。欧元区的出现，一定程度上构成了对美元的绝对国际货币地位的挑战。在这个基础上，应该说到目前为止的最近 20 年，出现了一个新的现象——“货币区”。不像之前美元是绝对的主导，现在开始出现多元化的格局。“货币区”目前只有两类：一个是美元区、一个是欧元区。

对我们现在来说，货币区是新鲜项。但我们仔细回顾历史就会发现，在两次世界大战期间，也出现了货币区。1929-1933 年大萧条前后，西方列强纷纷组建自己的货币区，这个时候最典型或最有影响力的货币区是法郎区，英镑区，还有德国的马克区。那时候美元区还不存在，因为美元在当时还没

有在国际货币体系中确立自己的地位。这个货币区的现象值得我们深思。

2008 年国际金融危机爆发之初，美元区有 67 个国家，泛欧元区是 43 个国家。2019 年，泛欧元区增加到 44 个国家，但是美元区的国家减少到 39 个。我们讲的美元区，是各个国家把美元作为法定货币，还有把自己国家的货币与美元挂钩的。美元区的范围，包括东加勒比海地区、北美、中东地区。欧元区的国家总体是稳定的。欧元启动以后，来自美国的学者都认为欧元是一场迟早要失败的实验。但是 2011 年欧债危机爆发以后，欧元区的国家由 16 个增加到 19 个。这是第一个大家可以观察到的。

货币区	2008		2010		2013		2016		2019		
	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比	
美元区	8+59	35.64%	9+42	26.98%	9+36	23.56%	9+31	20.83%	8+31	20.31%	
泛欧元区	欧元区	16	8.51%	16	8.47%	17	8.90%	19	9.90%	19	9.90%
	盯住欧元	27	14.36%	28	14.81%	27	14.14%	25	13.02%	25	13.02%
	合计	43	22.87%	44	23.28%	44	23.04%	44	22.92%	44	22.92%
其他	78	41.49%	94	49.74%	102	53.40%	108	56.25%	109	56.77%	
合计	188	100%	189	100%	191	100%	192	100%	192	100%	

图 1：两大货币区经济体数量和占比变化

如果看两大货币区的比较，数量上是欧元区国家多。从人口上来看，两个区基本上差不多，五亿多人口。从 GDP 上看，美元区是 23 万亿；欧元区是 14.4 万亿，大概是美元区的三分之二。泛欧元区主要的 GDP 是在于欧元区（19 个欧洲国家）。除了 19 个欧洲国家以外，欧元区主要是在非洲，非洲过去是法国的殖民地，法国放弃了法郎使用欧元以后，非洲的法郎区就变成了欧元区。

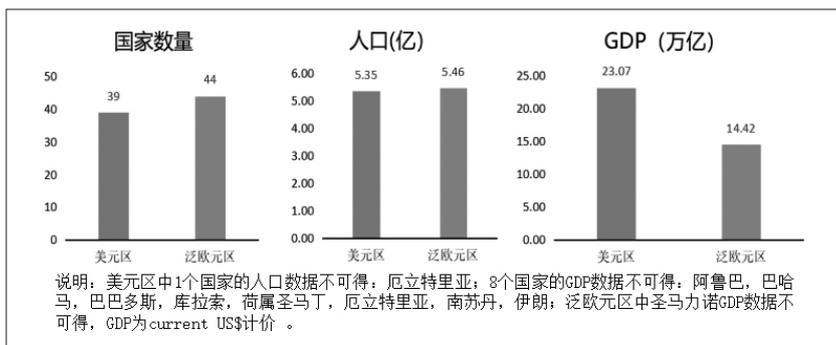


图 2：2018 年两大货币区国家数量、人口和 GDP 比较

我们还可以观察到，除了两大货币区以外，57% 的国家不属于这两大货币区。1998 年国际金融危机以后，亚洲开始与美元脱钩，形成一个事实上的真正的“去美元化”。我们可能从媒体上、报告中看到很多关于俄罗斯要“去美元化”、哈萨克

斯坦要“去美元化”，但是真正“去美元化”最坚决的应该是图 2 显示的欧元区。欧元区的发展是欧洲国家及其相关国家力争摆脱美元，包括在支付清算等领域，开始形成自己的相对独立的体系。

2008 年危机以后，美国人在世界各地到处罚款，罚款最多的就是欧洲的金融机构。欧洲的金融机构都在抱怨美国的长臂管辖，就像梦魇一样，随时可以来临。这给我们一个什么启示？未来人民币要国际化，它的空间在哪里？现在不属于两大货币区的，第一个是在亚洲，在亚洲货币体系中，各国货币与人民币的关联性在逐渐提高；第二个是“一带一路”，特别是中亚国家以及过去前苏联的卢布区。这是一个很泛的区域。

从 1973 年开始实行浮动汇率以来，用美联储 OITP 指数画了过去、现在、未来的历史（图 3）。可以看出，美联储 OITP 指数的在 1973 年是 2，到 1997 年 1 月份的时候变成了 100。那现在美元指数是多少？172 左右，反映美元对包括人民币在内的 19 种货币的升值程度从 1973 年到现在，已经超过 80 倍。这是什么概念？意味着这些国家的货币总体

贬值了，只剩下 1/80 不到，就是 1.2% 左右。

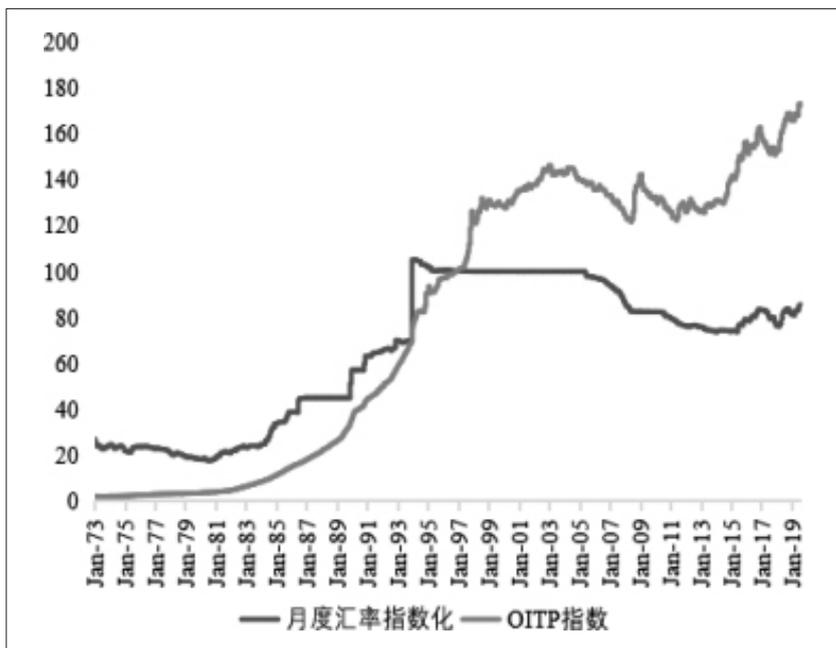


图 3：人民币汇率指数与美联储 OITP 指数
(1973-2019 年)

很多地区为什么会陷入中等收入陷阱或者是低收入陷阱，就是因为它的货币不论是对内还是对外不断贬值。看人民币的话，人民币从 70 年代到 80 年代，一直到 90 年代初，实际上也是一个贬值的态势。但是 1993 年十四届三中全会确立了中国要建立社会主义市场经济体制以后，中国开始建设社

社会主义市场经济，人民币汇率改革以及经济的发展使得人民币企稳。2005年人民币再次汇改以后，出现了一个单边升值态势。这是“二战”以后发展中国家的货币史上从未出现过的一个现象。作为发展中国家的货币，竟能出现如此巨大的升值，反映出我国改革开放40年经济发展的成就。

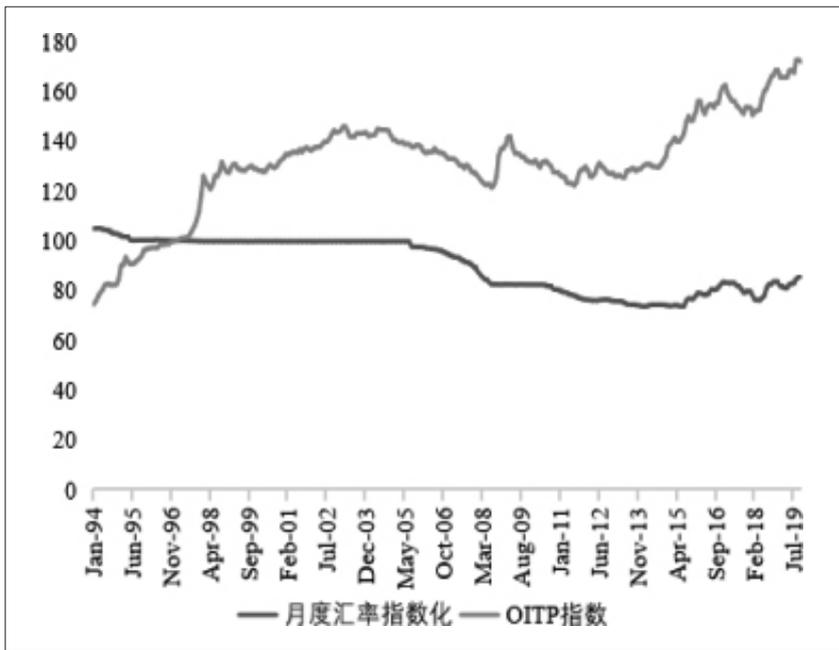


图 4：人民币汇率指数与美联储 OITP 指数
 （1994-2019 年）

图 4 是 1994 年以来人民币汇率指数与美联储

OITP 指数。可以更清晰的看到，人民币已经主导 OITP 汇率的走势。如果不把人民币放进去，OITP 指数这条线会更陡峭，意味着美元升值更多，而发展中国家贬值更多。津巴布韦的货币归零了，最近委内瑞拉的货币也归零了，还有国家的货币也接近于归零，货币的币值在流通中面值从 1 元到 1 亿元，实际上是接近归零。

总结可以得出，第一，中国汇率的稳定以及最近 20 年来人民币汇率稳中有升，给发展中国家的汇率管理带来了重要的启示。中国解决了其他发展中国家过去一直都没有解决的问题，就是汇率的稳定问题。第二，人民币汇率的稳定可能在未来国际货币体系中能够给其他货币提供有益的连接。

第二个我要谈，从 SDR 看人民币作为国际货币的特性。

2016 年，人民币加入了 SDR，成为与美元、欧元、日元、英镑共同作为国际货币基金组织的定值货币。人民币的初始权重是 10.92%。很多人不太了解，SDR 里各种货币的含量是不变的。从 2016 年 10 月 1 日到现在， $1\text{SDR}=0.58252\text{ 美元}+0.38671$

欧元 +1.0174 人民币 +11.900 日元 +0.085946 英镑。
SDR 汇率是不需要交易的，而是计算出来的。若知道这五种货币相互汇率，比如说要想计算越南盾对于 SDR 的汇率，就把这五种货币在越南盾的汇率上乘进去就可以得出来。

人民币加入 SDR 以后，表现如何？图 5 反映 SDR 五种货币的权重变化，比如说中国初始权重是 10.92%，如果现在的权重是 10.82% 的话，那就意味着人民币相对于 SDR 篮子里其他四种货币出现了贬值。

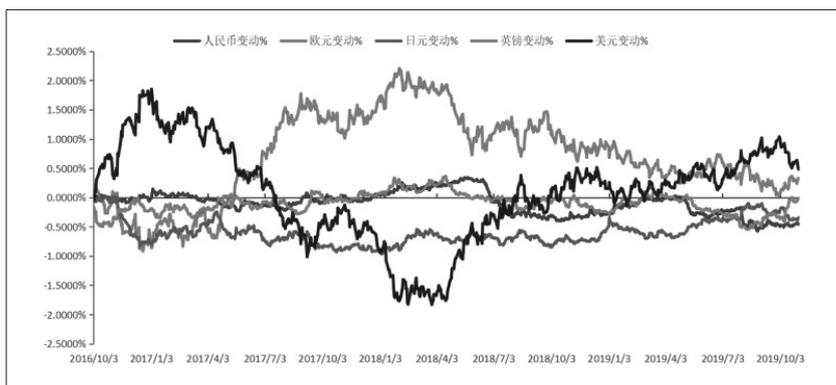


图 5：人民币入篮以来 SDR 篮子货币权重变

图 5 实际上很有趣，有两个重要的特点。红线是人民币权重变化。可以看到人民币的权重变

化很小，也就是说人民币对于 SDR 来说保持相对的稳定，而且是稳中略有强势，平均下来大概在 10.98% 左右。但是 2018 年的 7 月份发生变化。中美经贸摩擦，美国宣布对中国加征关税以后，人民币出现贬值，人民币开始偏离了零轴向下。最近人民币又要上升回来了，很快会回到起点。从汇率的角度来看，人民币实际上是最稳定的。

表 1：五国货币 SDR 货币权重变化

货币种类	人民币	欧元	日元	英镑	美元
初始权重	10.92%	30.93%	8.33%	8.09%	41.73%
最高权重	11.26%	33.14%	8.40%	8.45%	43.58%
最低权重	10.35%	30.01%	7.36%	7.55%	39.90%
平均权重	10.82%	31.63%	7.73%	7.99%	41.82%
日最大升值幅度	0.3413%	2.2051%	0.0707%	0.3626%	1.8522%
日最大贬值幅度	-0.5717%	-0.9164%	-0.9664%	-0.5448%	-1.8310%
平均变动幅度	0.1726%	0.8686%	0.5957%	0.1553%	0.6579%

我们还可以观察到权重的变化。表 1 中，到目前为止人民币每天的波幅平均大概是 0.1726%。欧元、日元、美元的波幅超过 0.5%，只有英镑和人民币的波动是接近的。也就是说在过去一段时间，尽管英国经历了脱欧等波折，但是英镑的汇率总体

上是相对稳定的。同时也看出人民币的稳定性。

图 6 是放大后的人民币汇率的波动态势。可以观察到 2018 年 7 月份以后，人民币汇率的走势改变了。可以说从 2018 年以来中美经贸摩擦是影响人民币汇率的最大因素和最大的不确定性。

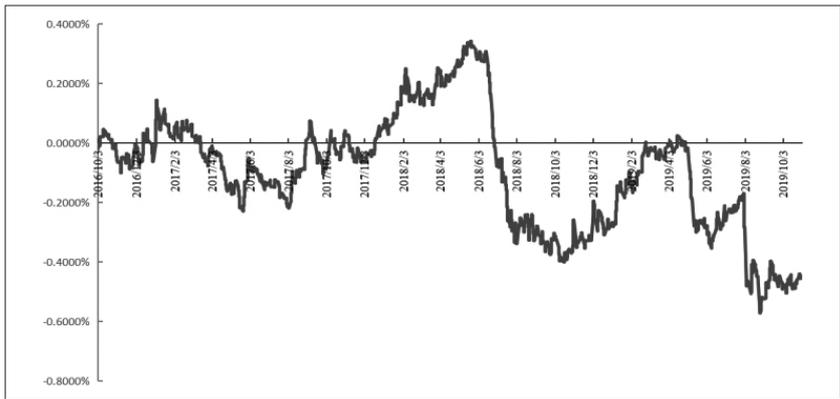


图 6: 人民币占 SDR 权重变动

因为 SDR 对各种货币都有波动，表 2 显示的就是人民币入篮以来，美元、欧元、日元、英镑、人民币对 SDR 的汇率变化。人民币的波幅是 0.1658%，与美元接近，比剩余其它货币都要低，说明人民币还是很稳定的。美元低是有它的道理，因为在 SDR 这个篮子里，美元占比 40% 多，它对自己不动，对剩余 60% 动。而人民币只占了

10%，从这个角度看，人民币汇率是非常稳定的，这是一个特征。

表 2：人民币入篮以来 SDR 篮子货币
对 SDR 汇率的变动比较

货币种类	最大日升幅	最大日跌幅	平均日变幅
人民币	0.8443%	-1.4820%	0.1658%
欧元	1.0709%	-1.0820%	0.2158%
日元	2.2132%	-2.9282%	0.3320%
英镑	2.3797%	-2.2332%	0.3175%
美元	1.0554%	-0.7077%	0.1540%

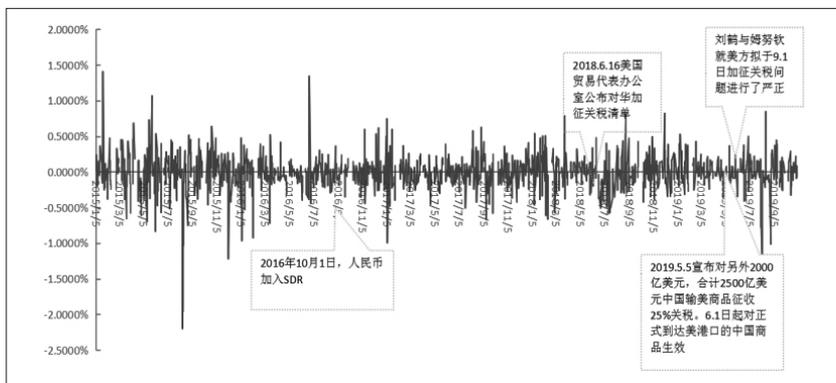


图 7：入篮前后人民币对 SDR 汇率的变动比较

图 7 显示的是人民币加入 SDR 前后，人民币对 SDR 的汇率的变化。2016 年 10 月份之前波动

很大，加入 SDR 以后权重稳定了。也就是说人民币加入 SDR 是标志性的、有实质性的意义。近期人民币波动变大，主要是中美贸易摩擦的三个重要事件。



图 8：人民币加入 SDR 前后利率变化

图 8 显示的是人民币与四大发达国家货币的相比，币值稳定，但是利率怎么样？SDR 也有利率，SDR 利率是根据篮子货币的三个月短期国债的利率加权。在人民币加入 SDR 以前，SDR 的利率就是 -0.05% ，因为当时美国、英国、欧元区和日本三年期的国债利率加权是负数。人民币加入以后，SDR 利率就开始转正。图 8 中上面的曲线是中国三年期国债的利率，目前人民币的利率和 SDR 的利

率还差 1.5 个百分点。

自从去年开始，中国加快了金融开放的速度，外资不断涌入，尤其是最近一段时间，外资每天都以 50 亿左右的规模流入中国的股票市场。大家调侃外资在唱多，内资在唱空。为什么外资会掺多？人民币币值的稳定，以及相对高的利率收益，使得人民币具有相较于这四种篮子货币的优势，尤其是对各国外汇储备管理者的吸引力会更大。

我再讲第三个问题，人民币是为数不多的强势货币。

人民币在国际货币体系中的地位很独特，未来对国际货币体系应该有所贡献。今天讲的这个问题，大家可能不以为然。如果是十天前或两个月以前，讲人民币是强势货币，底下估计嘘声一片。因为那个时候人民币刚刚破 7，但是今天我们回到 7 以内，现在是 7 左右。为什么说人民币是为数不多的强势货币？用事实说话，我们用国际清算银行（BIS）的数据。BIS 发布的数据是一个加权的有效汇率指数，即在多边的一个汇率体系里，所有国家汇率升值贬值加起来是 0，一个升值了另一个就是贬值。

表 3：1994 年以来升值贬值高的货币
(BIS 数据，截至 2019 年 5 月)

升值经济体	升值幅度	贬值经济体	贬值幅度
立陶宛	134.28%	土耳其	-99.68%
拉脱维亚	73.03%	俄罗斯	-97.32%
瑞士	68.46%	保加利亚	-96.08%
中国	59.12%	罗马尼亚	-95.37%
捷克	54.76%	巴西	-94.34%
斯洛伐克	49.35%	阿根廷	-94.28%
爱沙尼亚	48.40%	印度尼西亚	-84.25%
欧元区	47.70%	墨西哥	-82.58%
塞浦路斯	45.39%	南非	-73.65%
新加坡	41.09%	阿尔及利亚	-71.63%

1994 年到今年 5 月，人民币的升值幅度是 59.12%，排在第四位。升值浮动超过我国的有立陶宛、拉脱维亚和瑞士。立陶宛和拉脱维亚是前苏联国家，后来加入欧元区，得益于欧元汇率的稳定。瑞士是欧洲的中立国。这三个国家的 GDP 加起来总和还没有上海大。这个角度来看，几乎找不到一个大国有如此高的升值幅度，但是中国实现了。从 90 年代以来，真正能升值的货币就是欧元区，知道抱团取暖还是很重要的。欧洲一些国家放弃了自己的货币，共同使用一种货币。有些专家学者认为火烧赤壁的风险很大，即使冒着这个风险，也比独自

飘浮要更好。从表 3 贬值的经济体可以看出，委内瑞拉已经 100% 把它剔除出去了；90 年以来，土耳其贬值大概是一块钱只剩下了 3 分钱；俄罗斯也是如此。还有就是美洲的拉美国家，阿根廷、巴西货币贬值也是很高的。

第二个时间刻度是 2010 年以来，经济危机爆发。2010 年到现在，人民币的升值幅度是 19.62%，在这些经济体里也是靠前的。

表 4：2010 年以来升贬值高的货币

升值经济体	升值幅度	贬值经济体	贬值幅度
冰岛	28.50%	阿根廷	-88.02%
瑞士	26.49%	土耳其	-70.07%
以色列	25.24%	俄罗斯	-43.56%
美国	23.44%	南非	-38.38%
阿联酋	22.07%	巴西	-35.98%
泰国	20.96%	印度尼西亚	-27.25%
中国	19.62%	墨西哥	-27.22%
沙特阿拉伯	17.98%	哥伦比亚	-26.32%
新加坡	16.21%	印度	-24.04%
中国台湾	14.28%	阿尔及利亚	-21.98%

还有 2014 年下半年以来，2014 年美联储停止量化宽松，美国逐渐回归了货币正常化，进入了加息的通道。美元指数从 2014 年 6 月份不到 80，很

快升到 100 以上。在这个过程中人民币也，升值 5.45%，但是我们跌出了前十，这个很正常，因为在和美国打贸易战。

表 5 是贬值的国家，特别是阿根廷的货币，从 2014 年到现在贬值了 76%，也就是只剩下四分之一。大家知道有一部电影叫《阿根廷请别为哭泣》，其实阿根廷在货币的问题上一直在哭泣。

表 5：2014 年下半年以来升贬值最大的货币

升值经济体	升值幅度	贬值经济体	贬值幅度
美国	22.49%	阿根廷	-76.26%
阿联酋	16.44%	土耳其	-58.09%
沙特阿拉伯	16.35%	俄罗斯	-35.99%
泰国	16.01%	哥伦比亚	-32.44%
冰岛	13.71%	墨西哥	-26.31%
以色列	12.38%	巴西	-26.04%
香港	10.67%	阿尔及利亚	-18.40%
中国台湾	8.48%	澳大利亚	-15.96%
捷克	7.68%	马来西亚	-14.12%
保加利亚	6.74%	加拿大	-13.71%
中国	5.45% (12)		

我们讲人民币是一种强势的货币，不是我们自己这样认为，从过去的事实来看，人民币确实强势。如果一个国家的货币长期在升值之列，而且在前十，在这个国家很幸福。我们当年出国还有置

装费，国家给你一笔钱做一套西装，个人是做不起的。现在我们大家随便穿着自己的休闲服就出去了。

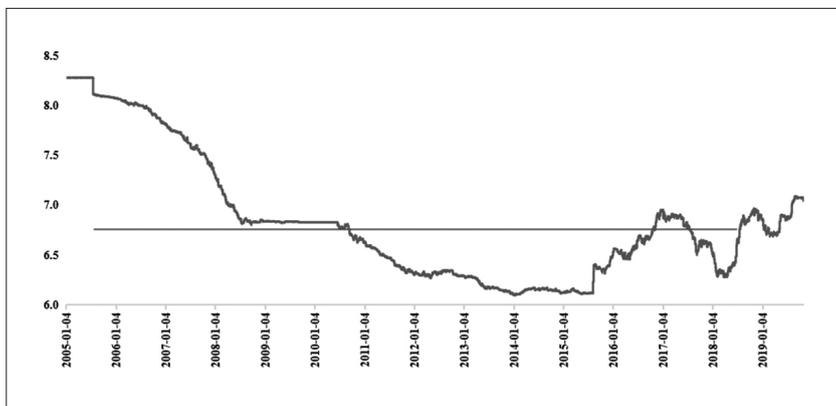


图 9：2014 年以来美元指数与人民币中间价

我讲第四个问题，当前人民币汇率的特点。从汇率历史来看，2005 年汇改，人民币汇率经历了一个单边的升值，这个升值一直到 2010 年左右。在这个过程中人民币稳步升值，要解决当时人民币被低估的问题。但是 2011 年欧债危机爆发以后，我们的汇率开始有所波动。恰恰是这个波动给我们找到了市场的依据，大概在 2012 年左右人民币汇率没有明显的低估，也没有明显的高估，调整基本到位。调整到位了以后，2015 年汇改，人民币出现了

一轮贬值，到了 2017 年的下半年人民币又开始上升，2018 年 7 月份人民币又贬值了，然后破 7。这是近期发生的。

近期发生的事情我们怎么来理解呢？图 10，红色的线是人民币中间价，蓝色的线是美元指数。我们最重要的问题在于什么？2014 年 6 月份开始美元升值，当时人民币对美元的汇率是不动的。正是因为这段时间人民币积累的贬值压力，最后到了 2015 年 8 月 11 日汇改，人民币开始贬值。

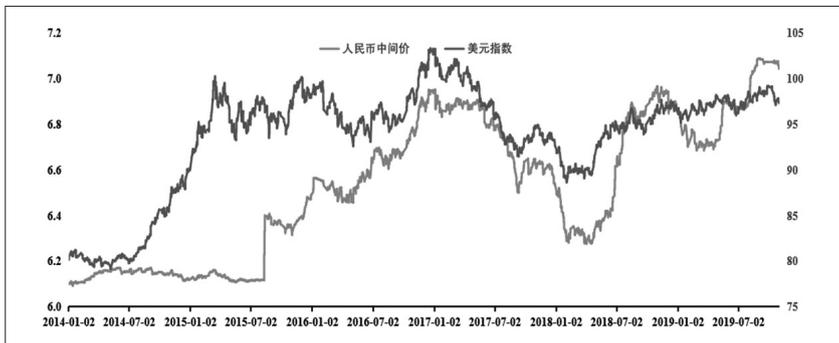


图 10：2014 年以来美元指数与人民币中间价

这个的启示是什么？很多人都批评 811 汇改，说人民币贬了，我们还损失了一万亿美元的外汇储备。其实不对，以前人民币贬值压力已经积累了，越晚改越被动，代价越大。这给了我们一个启示，

人民币在汇率管理上不能出现明显的高估或低估的情况。

人民币到 2016 年中旬调整完毕，开始出现小幅升值，升到大家都很高兴的时候，中美经贸摩擦发生了。说中美经贸摩擦对人民币汇率没有影响，那是不顾事实，一定会产生影响，为什么会产生影响？因为美国人对我们征关税，一定会影响到我们的出口，从而使外汇的供求会受影响，使得我们的货币产生贬值。

随着中美经贸摩擦的起起伏伏，今年 8 月 5 号人民币破 7，所有人都认为完了。很多经济学家说 7.8 能不能挡得住，未来会到多少。但是没有想到的是，短短两三个月的时间，人民币的汇率就回归 7 了，这反映了人民币汇率的弹性。而且在这个过程中，人民币汇率的弹性是扩大的。图 11 显示了 2018 年以来的汇率，在过去人民币汇率和美元之间有一定的联系，这个联系是什么？就是人民币参考一篮子货币，这个篮子里面美元占到一半左右，所以美元升 1%，人民币就贬 0.5%，美元贬 1%，人民币升 0.5%，就是一半。

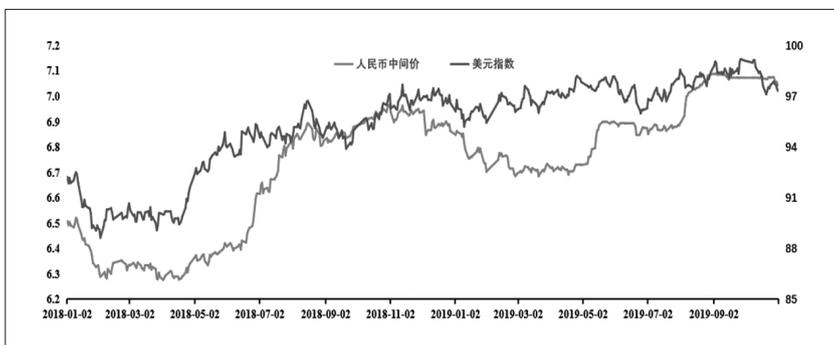


图 11: 2018 年以来美元指数与人民币中间价

到了 2018 年 7 月份，人民币开始涨，和美元汇率之间没有呈现比例关系，说明什么？人民币在中美经贸摩擦进入实质性阶段的时候，我们的管理者利用这样的机会，把我们过去一直被牵着走的个绳子斩断了。



图 12: 2017 年以来央行外汇占款变动

图 12 展示的是什么呢？是人民币汇率的变动。美国说中国进行汇率操纵，那中国到底有没有操纵？人民币归 7 到底是市场的行为，还是政府的行为？我们观察这张图就知道，反映政府干预汇率最典型的，就是看外汇账款，买卖美元花了多少钱，或者收回多少钱。

大家看这里非常明显，2017 年以来人民币的外汇账款有几个月份出现了比较大的减少，意味着央行在往里面投放美元收回人民币。如果我们要操作汇率，让人民币人为低估，我们应该不断买美元，实际上这个数据没有看到，我们更多的是在人民币有贬值压力的时候，为了稳定汇率而投放了美元。美国把中国列为汇率操纵国，说我们意图通过压低汇率而获得竞争优势，这没有任何的证据支持。

美国人明明没理，但是他就说他是正确的，给你安一个罪名，无中生有，有时候遇到父母不讲理的时候就是这样，尤其我对我孩子就是这样。

接下来我们会看到，在人民币升贬的过程中，我们观察到的境内市场和境外市场。CNH 是香港离岸的汇率，应该说在 2018 年以后，离岸市场的

汇率对境内市场的汇率影响是加大的，尽管离岸市场的流动性在减弱。这也说明我们在汇率管理上的放松，用更市场化的利率来引导国内市场的走势，没有进行直接的干预。这也给大家一个启示，人民币汇率越来越市场化，我们在汇率上更多由市场做基础性决定。

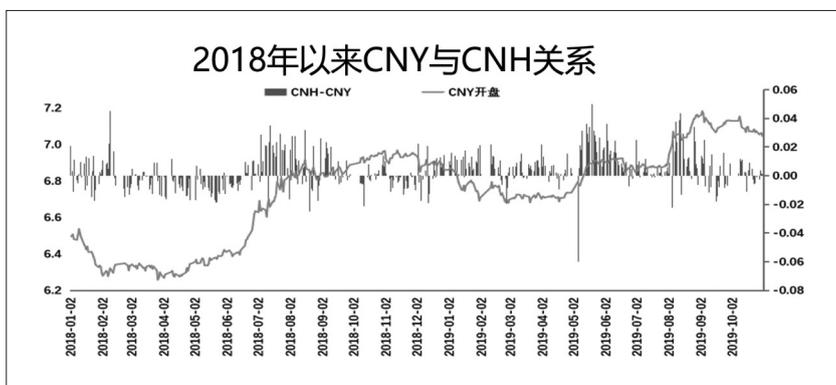


图 13：2018 年以来 CNY 与 CNH 关系

图 14 是美元指数。实际上在 2018 年我做过一个预测，我觉得美元接着应该进入一个贬值阶段，到 85 左右。美元过去是很强，美元指数在 95 以上。在 95 到 85 之间应该属于中性的，85 以下是弱美元。我们看到了美元在 1998 年的上半年由强势状态进入中性状态。美元今年一直在 97 到 98，这

也和中美经贸摩擦有关。

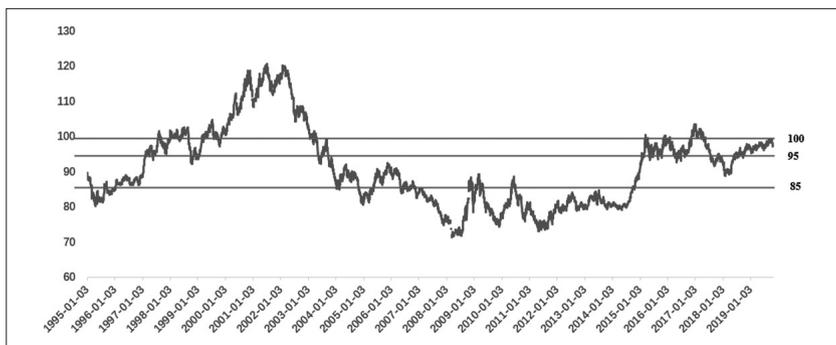


图 14：1995 年以来的美元指数

美国在全球掀起了贸易冲突，就是美国人让其他国家采取措施减少美国的贸易逆差。这样就避免了美国在经济复苏时贸易逆差扩大。特朗普一直抱怨两个问题，一是美联储降息不够快。二是美元汇率太强，其实美元汇率太强，就是因为美国打贸易战，这和美国的经济增长是没有关联的。

人民币在过去两年波动幅度比之前的两倍还多。这个意思就是咱们现在的汇率风险是在变大的。所以汇率风险的管理成为一个很重要的工作。随着人民币市场化程度的提高，人民币汇率的弹性扩大，人民币波动也会较大，这需要我们更加重视汇率风险管理。

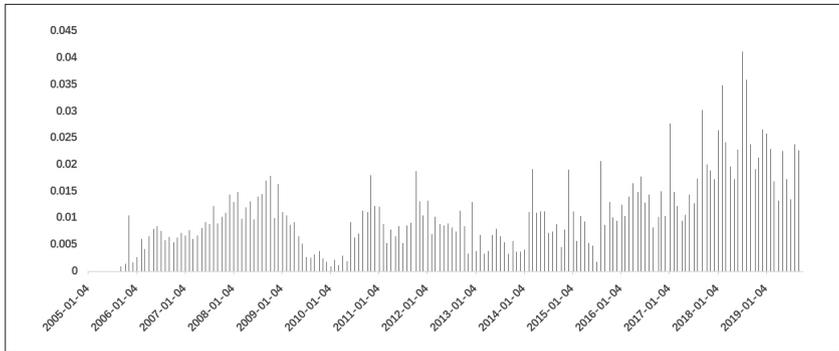


图 15：2005 年以来人民币汇率波动
 （最高价 - 最低价，月度）

最后我作讲一个总结。

第一，人民币国际化的潜在空间巨大。我们周边既不属于美元区，也不属于欧元区，而且中国通过货币的连接来实现区域利益的提高。货币区的发展给我们一个启示，在未来人民币国际化的过程中，特别是在“一带一路”的建设中，要加强与“一带一路”沿线国家建成国别层面、区域层面的货币金融合作，当然前提是互利共赢。我们推本地结算一直不好，原因是你的货币和他的货币没有关联，如果使用对方国家的货币我们受损，对方国家使用我们的货币他们受损。尽管总体的利益是提高，但是谁也不愿意做受损那一方，所以大家还是

选择美元。这也是为什么俄罗斯去美元化，一直不成功的地方。未来我们加强要在货币金融方面的合作，这是一个重要的契机。

第二，人民币汇率的稳定性高，在利率上也相对较高。这有助于人民币国际化，过去两年金融开放取得的成绩和这个是有高度关联的。还有更重要的一点，人民币汇率的稳定为世界其他发展中国家提供了重要的借鉴。

第三，人民币是为数不多的强势货币，而且不仅仅是在今天，未来也是这样。过去中国的高速增长支撑了人民币的强势，未来中国经济的高质量发展会成为人民币强势的重要经济基础。

第四，随着人民币汇率改革的深化，汇率的变动，弹性的扩张等，人民币汇率的波动也加大了，汇率风险应该引起我们的重视。2014年以前，我闭着眼睛说汇率都能说的准，因为那是一个单边的走势，而且大家认为我是“汇神”。但是现在我不轻言，因为双边的波动特征，以及这种波幅，很难提前作出判断。

对于涉外企业来说，汇率风险管理不应该以投

机为目的，应该基于套期保值。对于市场或管理者来说，应该提供更多的避险工具。谢谢大家。不对的地方请指正。

任军：丁教授请留步。刚才丁教授从整个国际货币体系，包括人民币加入 SDR 篮子以后的变动，以及人民币汇率的特点，提出了很好的建议。因为丁教授发言非常精彩，我们留一个互动环节，大家有什么问题？

提问者：我想问一下，目前央行也提出了电子货币，这对人民币汇率的稳定会产生什么样的影响？人民币汇率其实是贸易、政治等多方面原因的产物，未来汇率在贸易博弈中将有什么样的走势？

丁志杰：这两个问题都很难回答。第一个问题是央行不久将推出数字货币，央行说这个货币实际上替代 M0，让兜里面的现金消失，这样减少印刷成本。大家知道另外一个数字货币就是天秤币 (Libra)，它是全方位的，而且特别对发展中国家构成巨大的冲击。如果从这样的角度看，我们央行数字货币的用途，总的来说对汇率不会产生太大的影响。但是不排除 FaceBook 借中国推出数字货币，

夸大它的威胁和风险等，那是另外一回事。

第二，就汇率来说，我首先要声明，我是坚定地信奉市场的。但是在汇率问题上是有很大误区的。大家认为汇率管理是干预、抑制市场的作用，其实并不是这样。我们知道物价的稳定是天经地义的。猪现在变成宠物，而且是很昂贵的宠物了。单个物价是由市场来决定的，但是总体的宏观物价是需要通过宏观管理实现稳定的。在物价上，微观和宏观是分离的。但是汇率不一样，汇率既是一个微观价格，也是一个宏观价格，所以我们在汇率问题上要管理。但是怎么来管理，不同的时期不一样。就像我刚当父亲的时候，我对孩子看着就烦，随着我步入中年以后，开始有爱意了，现在等他快离开我的时候，我感觉不舍。也就是说一个国家在经济发展不同的阶段，管理方式是不一样的，不能要求中国在 20 年前就有市场化的手段，只能通过对微观企业的约束来实现。后来我们有钱了以后，我们通过大量买卖外汇，通过外汇账款的变动来实现。现在中国随着市场经济的建设和完善，我们开始越来越多地使用市场化的手段进行管理，这是毋庸置疑的。

中美经贸谈判也把人民币汇率作为重要的议题。中国肯定不会出卖自己的国家利益或主权，这是一个前提。第二，我们实际上也需要借机推出很多改革，我们的汇率弹性在扩大，这就是抓住危机带来的机遇。因为在正常情况下要扩大的话，实际上会面临很多的质疑和风险，甚至使得改革夭折。谢谢。

专题二：人民币、美元等主要货币汇率走势

任军：非常感谢丁教授精彩的分享。我们进入第二个主题，第二个主题是大家非常关注的人民币和美元等主要货币汇率的走势。中美作为两个最大的经济体，美元和人民币汇率的波动，对我们在座的很多企业，包括我们的金融机构，是非常引人关注的话题。目前大家都在问，人民币和美元的汇率是否处在合适的水平，未来有什么变化趋势？今天我们请了下面的三位嘉宾，就人民币和美元的汇率走势，给大家包括分享一些思考。有请三位专家上台就坐。首先有请招商证券首席经济学家谢亚轩先生给我们分享他的观点，题目是“国际收支的新形势和新动向”

谢亚轩：国际收支的新形势和新动向

谢亚轩（招商证券首席经济学家）：大家下午

好，感谢大会主办方的邀请。刚才丁校长讲的非常精彩，我也非常有收获。乔会长发布的报告我也仔细阅读了，非常有启发。围绕人民币汇率和美元走势，我讲一点稍微底层的東西。大家都知道汇率最终由市场决定，市场背后的供求关系体现在国际收支平衡表里。所以我依据今年上半年的平衡表跟大家分享两大方面的内容，虽然平衡表只公布了上半年的，但是里面有一些非常重要的信息和趋势值得在这分享一下。15分钟的时间我讲两部分的内容，第一：平衡表有什么特别的新趋势，我觉得有五点值得大家重视。第二：这五个新趋势背后，我觉得最重要的三个信息，或者揭晓了三个问题，是可能和汇率有关系的三个问题。

- ❑ 贸易摩擦导致货物和服务支出出现收缩。
- ❑ 初次收入项目“意外”转为顺差。
- ❑ 直接投资流入下降，净误差与遗漏项目规模大。
- ❑ 证券投资项目持续出现国际资本净流入。
- ❑ 第二季度国际储备资产再次减少。

图 1：中国国际收支的五个新形势

平衡表从上到下看，上面第一大部分是经常账户，所以前两个趋势跟经常账户有关，第三、第四个趋势跟资本和金融账户有关，最后一个是储备资产的变化，还是有些不同之处。

第一，最重要的显然是货物服务。上半年我们的货物服务很重要的一个趋势，就是中国不管是货物还是服务贸易出口，受到了贸易摩擦负面影响而出现下降或增速下降的时候，你会发现进口的增速下降的更快。所以我们才要开进博会，这一点其实很重要，后面我再讲。本来我们还预计全球经济要复苏，但是贸易摩擦带来很重要的变化。

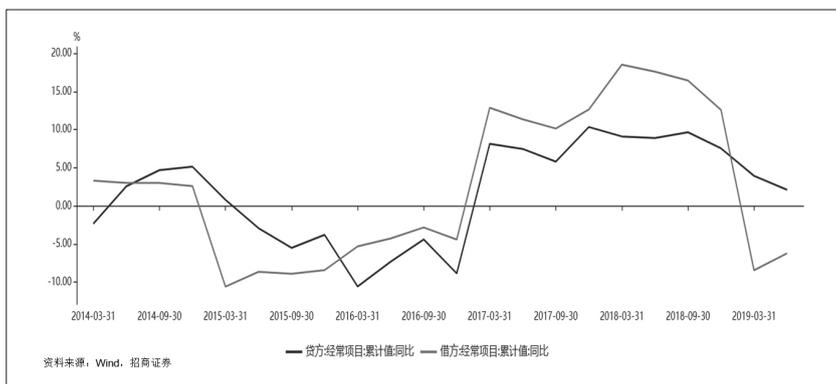


图 2：贸易摩擦使得货物和服务支出下降速度更快

第二，过去叫收益项目，现在叫初次收入，主

要衡量的是红利、利息、工资收入等，今年上半年出现了小幅的顺差。从 2010 年来看，收益向下出现顺差也不是第一次，但我还是觉得这个值得分析。我们都知道一般是资本净输出国才应该有收益向下的正收入，我们本来早就应该有收益向下的顺差，但是迟迟没有。有很多学者批评我们对外资产的经营不好，收益率太低。但是收益率低往往意味着没有承担更高的风险。在全球不确定的情况下，究竟是安全更好，还是收益更好，这是值得讨论的问题。这是第二个值得关注的内容。

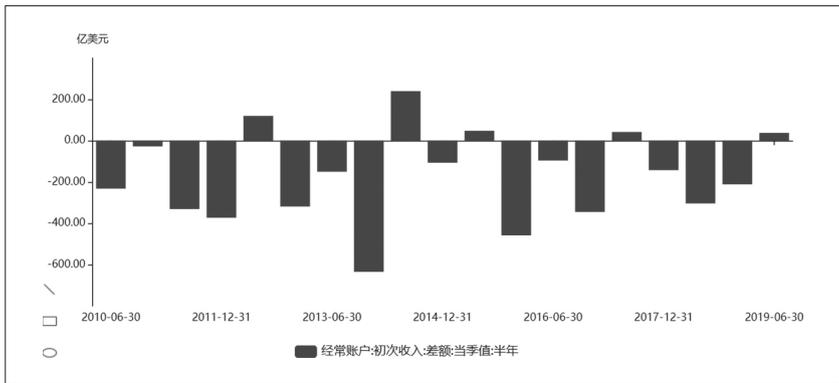


图 3：初次收入项目“意外”实现顺差

第三，资本和金融账户下直接投资。我们获得的外国直接投资的增速有回落，我们的对外直

接投资也有一个增速的回落，当然不是从今年开始，2017年就出现了很明显的增速回落。对外直接投资涉及到资本转移的问题，大家很担心贸易摩擦之后，会不会有大量的企业从中国外迁，像三星把惠州的厂关了，像曹德旺先生把资本转到国外去建厂。从对外直接的角度来说，这种情况并不明显，和这个有关的是净误差与遗漏这个项目，从去年四季度开始这个项目的规模比较大。



图 4：直接投资流入规模下降

我不太同意有些学者把净误差与遗漏视为资本外逃，可能是多统计了收入或者少统计了支出，究竟是什么，我们其实无法下一个定论。但是可以看出来，从去年下半年到今年上半年的净误差与遗漏

有明显的增长。如果和官方的对外直接投资增速回落放在一起，可以看到贸易摩擦对产业转移还是会有影响的，可以这么推测。

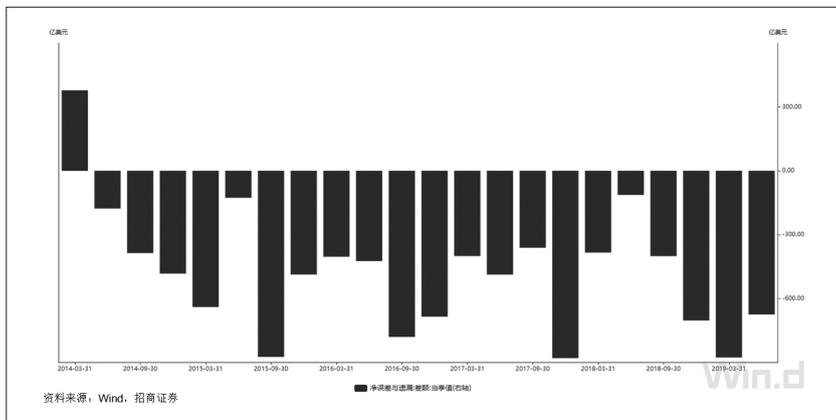


图 5: 净误差与遗漏项目过大

第四，我们可以看到证券投资的重要性明显上升。图 6 的蓝色柱子是直接投资项目，过去我们的比较喜欢直接投资，直接投资有很多的好处，2017 年以前直接投资项目在规模上远大于证券，证券无非就是股票和债券两大市场。但是从 2016 年以后，特别是 2017 年的某些季度，包括今年上半年的个别季度，证券投资项下的资本流动规模已经超过了直接投资，我觉得这是未来的趋势。因为随着市场开放，直接投资变化慢，证券投资变化比较快。同

时，我也要强调一点，证券投资项目波动性高，好的时候来的多，不好的时候走的也快，这个要适应，这是金融市场开放的必然伴生品。

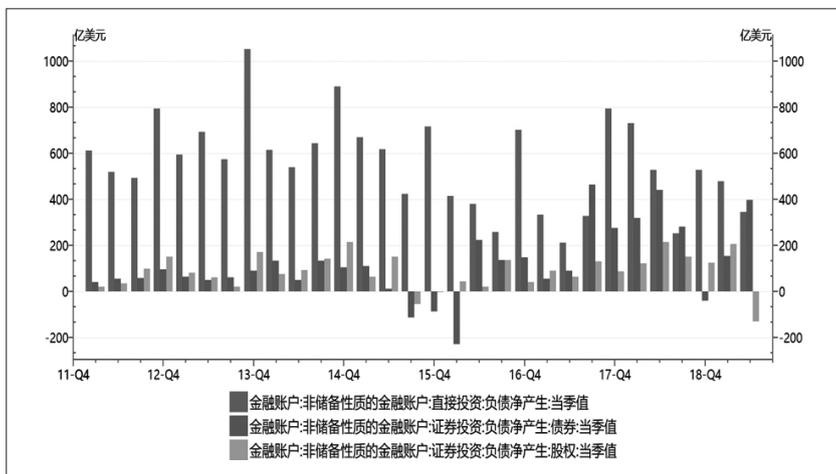


图 6：证券投资的重要性逐步上升

第五，去年四季度和今年二季度国际储备都是向上的。大家都知道读平衡表，储备项目在 0 以上就表明咱们的储备资产是下降的。在 0 以下表明储备资产是增加的。正常情况下，我们的外汇储备超过 3 万亿美元，这 3 万亿美元应该会产生收益的。所以其他情况不变，储备应该有一个正常的增长，比如说 2016 年到 2017 年，甚至到 2018 年初都有这种情况。我的估算是，每个季度大致有两三百亿

储备的正常增长，这是应该要有的。但是如果储备在 0 以上，储备下降了，很简单，意味着央行在国际市场上抛出了储备来稳定汇率，这个发生在去年四季度，也发生在今年二季度，数据显示是这样的。

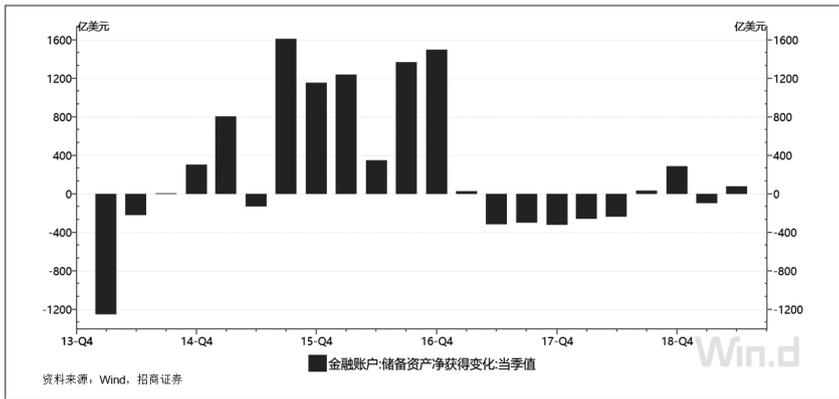


图 7：二季度国际储备资产再次下降

- 覆巢之下无完卵，贸易摩擦加大全球衰退风险。
- 证券投资项目下的国际资本流动影响力上升。
- 央行并未放任人民币汇率波动。

图 8：中国国际收支新形势揭晓的三个问题

这是大家要重视的中国国际收支的五个新形势，跟以前有些不太一样的，值得再去深入的分

析。分析来看，我觉得这些信息解答了三个疑问：

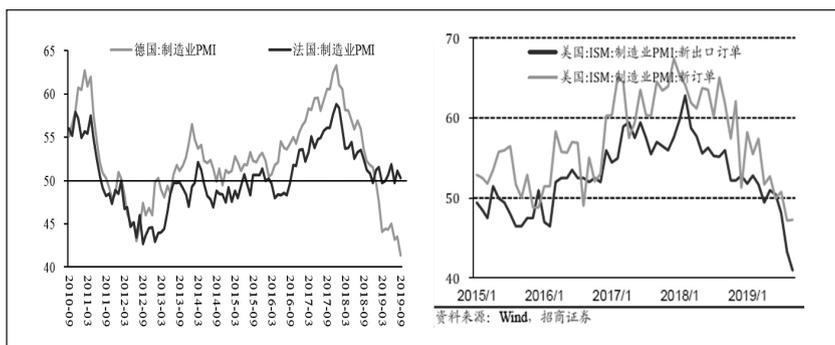


图 9：中美贸易摩擦的负面影响
从中国向更多经济体扩展

第一，中美贸易摩擦的影响如何？当然对中国的影响非常显著，我们的出口明显下降。如果看前三季度的中国经济，实体经济、消费、投资进出口等，从各方面的数据来看，客观的说中美贸易摩擦对中国的总需求产生了显著的冲击，不仅影响中国的出口，而且还影响到了我们的消费，甚至是投资。这个影响是全面深入的，这个不可否认。但是我想从平衡表强调更重要的一点，当我们出口下滑的时候，我们的进口下降得更快，说明了什么？说明我们是一个全球工厂，我们是全球生产的中枢，我们的出口的绝不只是中国的商品，我们的进口往

往是为了出口，所以当出口受损的时候，进口一定会受到更严重的影响，受影响的也不只是中国。

图 9 的左边，是说法国和德国的 PMI 的表现。2018 年下半年以后，德国的经济表现明显弱于法国。右边是说美国，最新情况表明美国也出现了更多负面的迹象，包括和出口有关的情况。

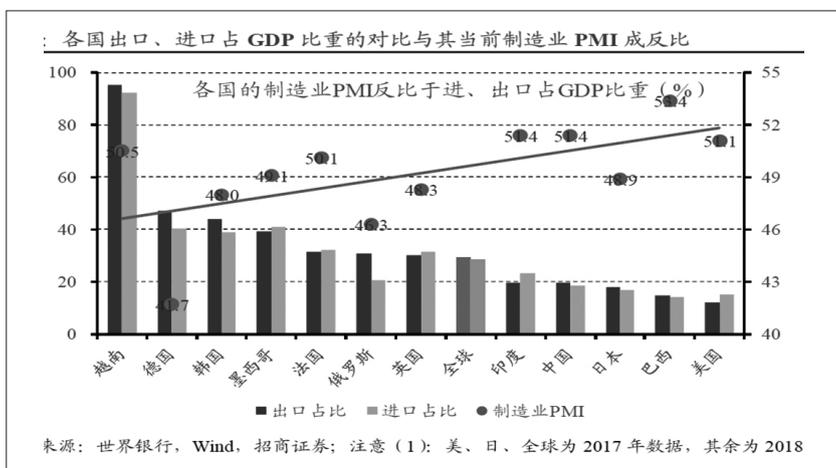


图 10：越是依赖外需，经济受影响越大

我们用了各个经济体的对外依赖度，或者 PMI 的表现。简单的说，在全球的贸易摩擦的情况下，越依赖外需的的经济体（除了越南经济体受益于中美贸易摩擦之外），经济表现越差。我用这样一个事实来说明，中美贸易摩擦首先冲击的是中国，但

是由于中国是全球制造的中枢，所以影响扩展到了全球。这是从平衡表上进口下降更快，自然推出的一个结果。也就是说这不仅是中美的事情，这是全球的事情。反过来说，全球需要共担，需要加强协调，这是第一个揭晓的问题，这个影响超出中国，扩展全球，美国也不能独善其身。

第二，我刚才已经分享过了，直接投资的波动比较稳定，但是证券投资的波动会比较大。特别是当前全球主要发达国家的货币政策趋向更为宽松，内外的利差扩大，会吸引更多的资本流入到中国。最近中国最高领导人的一系列表态，大家都很清楚，我们在逆全球化的歪风下，选择进一步加大开放。证券项下资本流动的重要性在未来会更为凸显。所以我的团队最新发布的年度报告，我起了一个名字叫“从中国制造到中国资产”。由于贸易摩擦，中国资产更明显地走到了全球投资者的视野中去。

第三，我们的央行在二季度向市场适度投放了流动性来稳定人民币汇率。我们对汇率是负责的，但是如果极限施压，人民币也会产生很强的反制

作用。

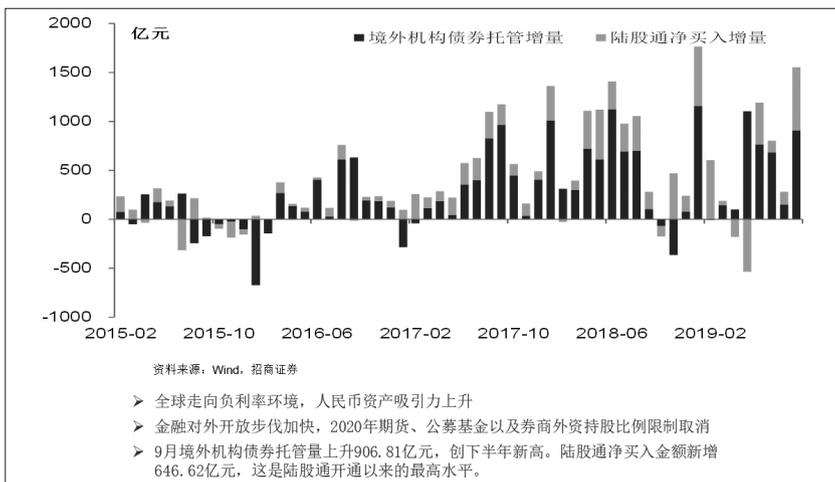


图 11：外资是当前国内资本市场资金重要供给

通过这三点我想强调，全球是一个整体，所以当有一个力量对中国施压的时候，中国一定会有一个反馈，会有一个反作用，认识这一点是非常重要的。2015年811汇改之后美联储的研究结论是：美元升值越多，对GDP增速的影响越大。广义实际美元指数升值15%，会影响三年后GDP下降2至2.5个百分点。即强美元对美国造成很强的负面影响。

两句话。第一句话是，贸易战打压人民币汇率，对其他货币都产生施压，使得美元走强。这是贸易战反噬美国自身的汇率渠道，这一点大家强调

和重视得不够。所以覆巢之下无完卵。打贸易战没有人得利，美国也一样。

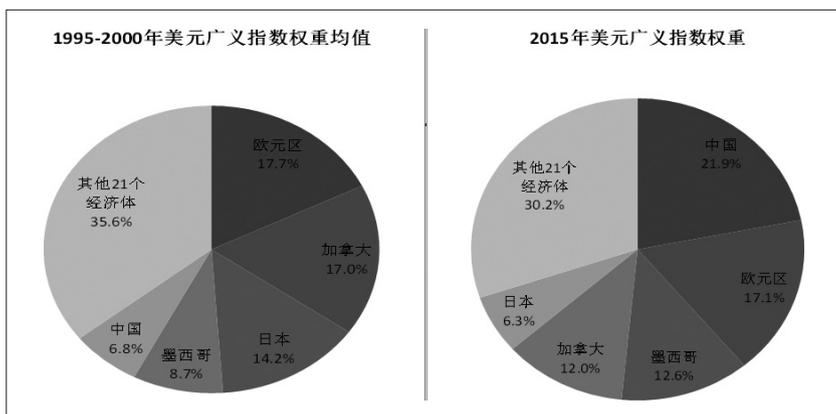


图 12：人民币的浮动为何让特朗普头痛

第二句话，研究美元和美国经济之间的关系要用有效汇率，有效汇率是用贸易加权的。在美元广义指数权重中，人民币占 21.9%，人民币跟美元挂钩不动，那就是人民币和美元共担货币强弱的影响。但是当人民币可以动起来的时候，如果美元强，那就是美国自己的事情。所以人民币增强弹性，对全球的再平衡至关重要。认识到这一点，可能更能明白央行在二季度适度稳定人民币汇率的做法。但是 8 月人民币汇率破 7，对于事后双方坐下谈，甚至接近第一阶段协议，意义更重要。甚至我

认为，人民币破7是双方能够达成第一阶段协议的关键。这是我的看法。

我的结论是：未来的内外冲击会使得汇率更有弹性，所以加强对汇率的研究，包括把汇率风险管理交给最专业的金融机构来负责，可能是未来最好的一个选择。基于此，今天的论坛是非常有必要的。因为时间关系，我先讲这么多，谢谢大家。

任军：感谢谢总，刚才谢总就国际收支的几个方面，以及背后揭示的问题阐述得非常清晰。下面请华东师范大学的吴信如博士来发言，他的主题是“人民币汇率的衡量指标、合理水平与目标区管理”，大家欢迎！

吴信如：人民币汇率衡量指标、 合理水平与目标区管理

吴信如（华东师范大学经济管理学部、金融学教授）：谢谢各位，谢谢主办方给我这个机会。我们经常遇到一个困惑的问题，就是如何来认识汇率和把握汇率，我们关注比较多的是人民币和美元的

比价。

图 1 是我们 1994 年外汇体制改革之后，美元兑人民币的价格。向下代表人民币升值，向上代表人民币贬值，这是人民币和美元的双边汇率。单看双边汇率，有时候很难把握会水平高低，我今天讲的就是这个问题。

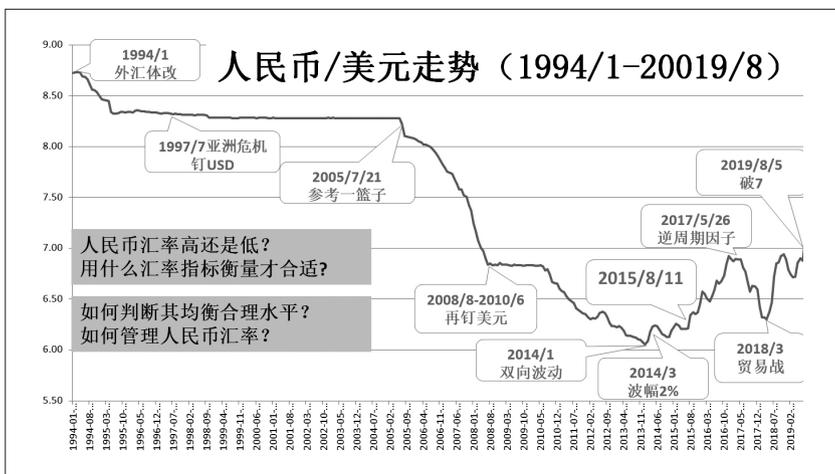


图 1：人民币 / 美元走势

我要谈我的三个思考：

第一，用什么样的指标比较好？

第二，如何判断人民币汇率水平是否合理？

第三，人民币汇率应该采取什么样管理的框架？

图 2 反映美元指数，你从图 1 判断人民币汇率的高低是有问题的，有可能没有考虑到美元水平的高低。因为时间有限，我不会说的太多，大家可以看 2015 年 811 汇改。实际上因为 2014 年 6 月之后美元大幅度升值，一直到 2016 年 12 月，美元指数从 80 涨到了 103，美元涨得非常多，人民币迟迟没有动。到了 2015 年 8 月之后人民币才对美元贬了一下，如果单单看对美元是贬的，但是人民币的汇率水平并没有降低。



图 2：美元指数

比较好的指标应该是有效汇率。中国货币交易中心 2015 年 11 月开始编发了人民币汇率指数。这

个指数几年来的走势基本上和 SDR，还有国际清算银行编的“人民币汇率指数走势”大致是一致的。这个指数是一个多边汇率，是人民币对一揽子货币的汇率，反映了人民币对外币的整体比价，优于人民币对美元的双边汇率。所以我们判断汇率水平的高低，应该是基于有效汇率。有效汇率分为考虑物价的和不考虑物价的，消除了物价的是实际有效汇率，没有消除物价就是名义有效汇率，分别是 R12 和 N12 来表示。

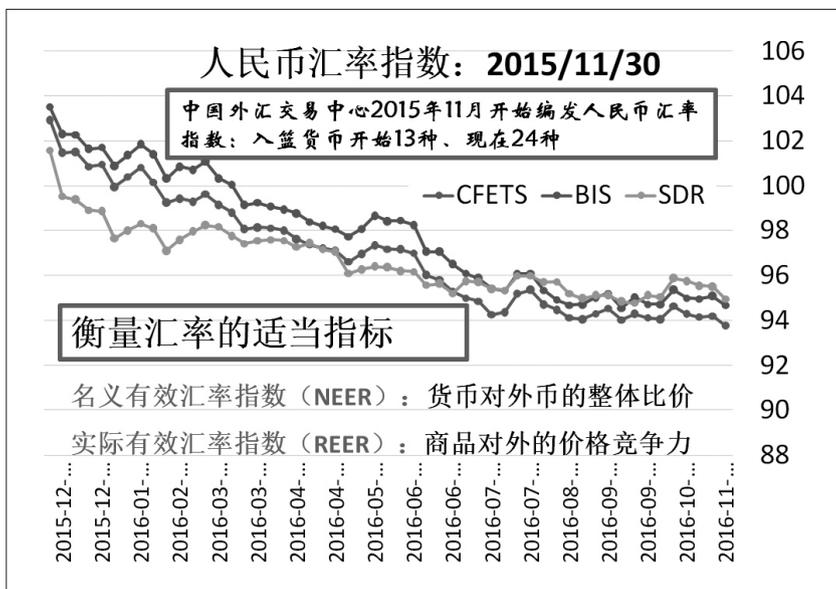


图 2：人民币汇率指数

大家看这张图 2，人民币汇率和经济增长保持对应的稳定关系。从 1994 年到 2018 年这 25 年的时间，当人民币汇率指数相对比较高的时候，经济相对比较弱；人民币汇率指数相对比较低的时候，比如说 2002 到 2006 这段时间，中国的经济增长速度相对较快，背后的道理就是因为汇率指数低，出口更加旺盛，经济更热。



图 3：中国 GDP 增速与 REER 反相关

图 4 是工业生产增速，这是月度的数据。我们工业生产指数的增长率在 15% 以上的时候，工业增长比较快，对应人民币汇率水平比较低的时候；人民币汇率相对高的时候，经济增长速度相对比较慢。

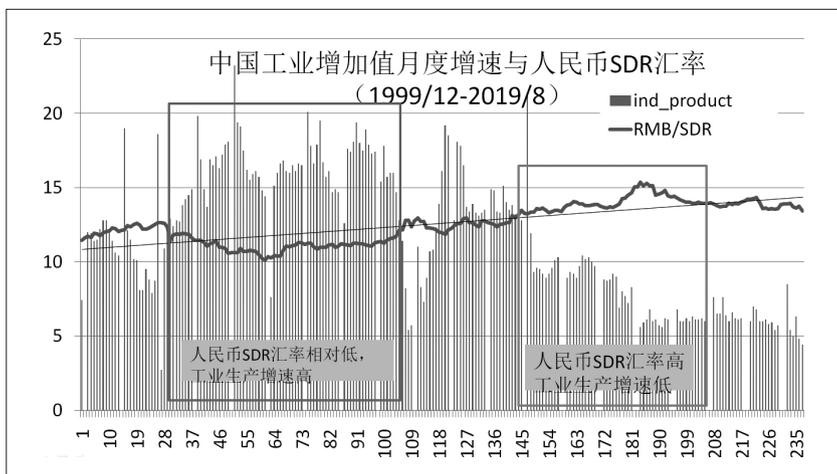


图 4：中国工业增加值月度增速与人民币 SDR 汇率

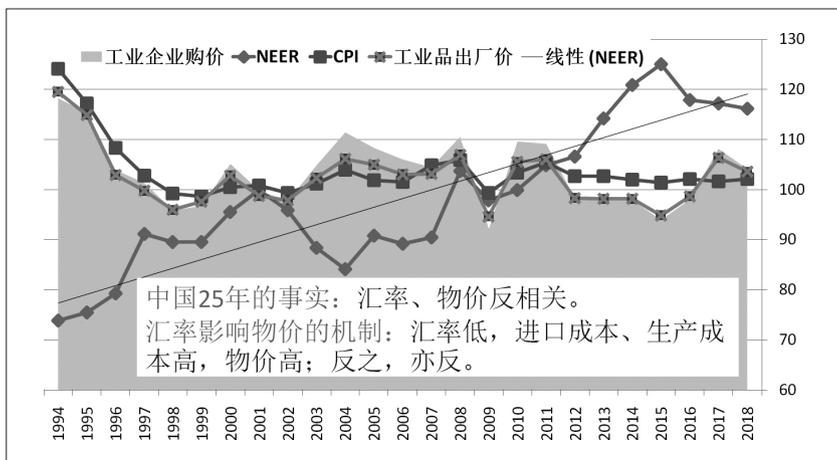


图 5：人民币汇率指数和物价的关系

图 5 是人民币汇率和物价的关系，这个非常显著。红色的线就是人民币的汇率指数，越是向上代

表的水平越高。我加了一个向上的趋势线，在这条趋势线之上，就代表人民币汇率比较高；在这条趋势线之下，代表人民币水平比较低。当人民币汇率指数比较高的时候，物价涨幅比较低，经济比较迟缓；当物价比较低的时候，通货膨胀就比较高，经济增长比较快。用汇率指数衡量的人民币汇率和经济基本面有很好的对应关系。

我在2010年9月份和交大的潘英丽教授，在《上海金融》发表了文章“人民币有效汇率管理：一个动态目标区方案”，主要是给出了人民币汇率管理的动荡目标区，相当于给大家一个工具，你可以根据这个工具来判断人民币汇率水平的高和低，在什么情况下管理，什么情况下不要去管理。

这是一个动态目标区，中心目标汇率是可以调整的，是不断向上的调整，这个速度是多少？大概是每年2%的速度。为什么是大约2%的速度？就是丁教授讲的经济学的重要问题，一个经济体如果人均收入、劳动生产率增长快的话，这个经济体的货币长期来讲是升值的。中国在过去几十年，经济增长速度比发达国家快了平均6个百分点，人均收入要快

到 3-5 个百分点。这样一个长期的经济增长速度，劳动生产率的差异，决定了中国的汇率长期是走强的，这和丁教授的观点是一样的，人民币未来是一个强势的货币，这个目标区的设定一直向上走的。



图 6：人民币有效汇率管理动态目标区

为什么会有一个上下轨呢？就是我们能够容忍的汇率波动的幅度。丁教授说他是一个市场主义者，我也是。人民币汇率既要波动，也要稳定。为什么要稳定？因为我们国家是一个制造业大国，稳定了我们的汇率，就是稳定了我们的就业，稳定了我们的出口，稳定了我们的经济。随着资本开放程度越来越高，我们的汇率允许一定的波动幅度。

有人对 2015 年的 811 汇改颇多微词，刚才丁教授也讲到了。在我这里看得非常清楚。2015 年汇改前的汇率远远高出中心目标的水平，高出 10%。离岸市场提前做出了反映，预期人民币应该贬值。我有个学生在做外汇，他以前在香港生活，他的预期和我的预期不谋而合。我们 2015 年 8 月份虽然贬值了，但是人民币有效汇率依然处在高水平，什么时候开始下来？到 2016 年底美元开始走弱之后，我们的汇率才开始下来。

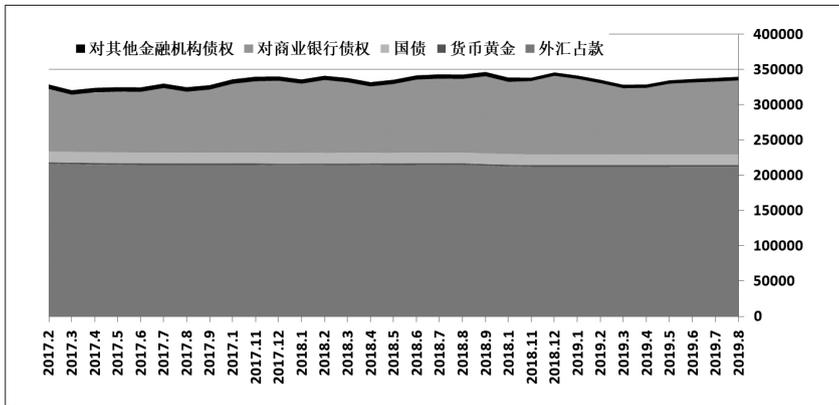


图 7：央行资产中的外汇储备稳定

几年之前我在交大的一个会上讲，2016 年之后我们走在正确的道路上。这样一个目标区可以作为我们判断汇率水平的参照，如果汇率处在目标区内，

我们的外汇市场是不需要干预的；出了目标区的上轨或下轨，这个时候人民银行才要预。这个是我大约十年之前的工作，今天在这给大家来说一下。

目前的汇率水平怎么样？我的判断是，目前的人民币汇率水平是适当的，是不需要干预的。大家看图 7，就是中央银行的资产结构，绿色的是外汇储备。2017 年初到现在，绿色的面积所对应的高度基本上保持不变。

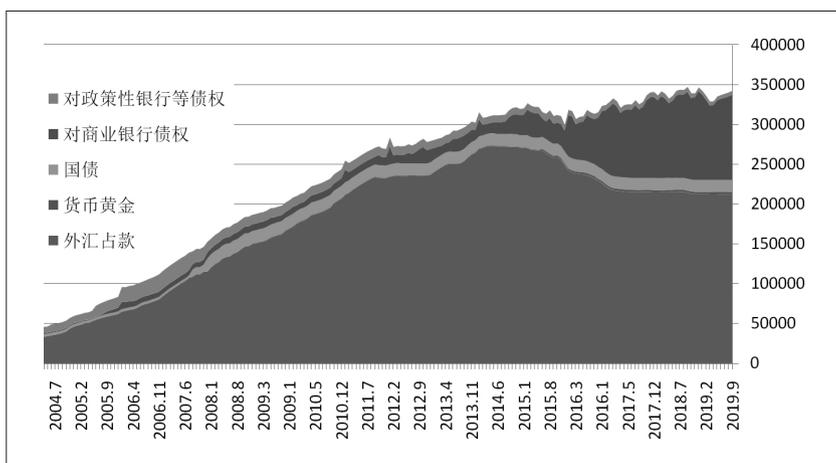


图 8：中央银行主要资产（2004/7-2019/9）

我们来看图 8，看一个变的，2004 年到 2019 年中央银行资产的结构。之前外汇账款不断增加，2014 年我们的外汇储备是 3.9 万亿美元，这个时候

外汇账款是 27-28 万亿元人民币。绿色的是国债，一直是 1.5 万亿人民币的国债。红色的是黄金，虽然加大了黄金的购买，现在持有 1840 吨黄金，但在中央银行的资产结构中是很小的一部分。从这个图可以看出，人民银行从 2017 年初到现在的两年多时间里，很少干预外汇市场，汇率主要是由市场供求来决定的，这是我说人民币汇率目前这个水平比较合适的第一个理由。

第二个理由就是刚才谢亚轩博士讲到的，我们现在经常项目顺差占 GDP 只有 0.4%，远低于 3% 的均衡水平。



图 9：目前人民币有效汇率在目标区中轨附近：
无须干预

第三个理由，图9的实际汇率是一条蓝色的线，正好处在中位。如果考虑目标区上下10%的幅度，目前人民币汇率是不需要干预的。人民币不存在长期贬值的预期，短期有可能会下去，也有可能会上来，长期来讲不存在贬值趋势。

刚才两位在报告中讲了一个问题，在2018年中美贸易战开战之后，人民币汇率几次贬值，社会上有一些人讲中国有杀手锏来应对美国加关税，就是人民币的贬值。我对以人民币贬值应对美国的贸易挑战，是坚决反对的。

为什么？因为如果人民币大幅度贬值，就会使我们国家的贸易条件恶化，我们用更多的财富才能换别人更少的财富。现在经济发展到这个程度，我们的生产能力这么强，已经过了靠贬值靠贱卖自己的商品阶段了。如果贬值本币，会导致通货膨胀。我们要大量进口矿石、石油这些生产资料，如果人民币贬值，意味着购买生产资料的成本上升，企业的加工成本上升，将导致工业品出厂价格上升，然后传导到消费者价格中间去。这会产生输入性的、成本推进型的通货膨胀，而且这种通货膨胀是螺

旋式的。所以，我是反对靠贬值本币来应对贸易战的。

我们不要过多地看好美元，理由有这么几点：

第一，美国是现在世界上最大的债务国，净外债接近 10 万亿美元，相当于其 GDP 的一半。

第二，美国政府现在没有偿还的债务是 23 万亿美元，是其 GDP 的 1 倍多。美国如果每年经济增长 2%，都不够还利息。美国就是在玩庞氏博弈，未来不可能偿还你。如果偿还外债的话，只有一种办法，就是印美元。但如果靠印美元来偿还债务的话，人们对没用的信心会发生什么样的变化？

第三，英镑和欧元。特别是英镑早已经是利空出尽了，英镑目前的汇率处在过去 30 多年的低点。欧元区也经过了很多劫难，风雨过后是彩虹。英镑和欧元未来长期是走好的，这就意味着美元是走弱的。所以大家不要过好的看美元。我要报告的就这么多。

任军：谢谢吴博士的精彩发言，我们现在有请上海发展基金研究会研究员何知仁先生发言，题目是“美元指数趋势分析”，大家欢迎。

何知仁：美元指数趋势分析

何知仁（上海发展基金研究会研究员）：各位嘉宾下午好，很高兴在这个场合跟大家分享一点关于美元的看法。我想大致讲三个方面：

第一，美元指数的含义和重要性。第二，从经济的角度大致判断美元指数的走势。第三，从金融的角度判断美元指数走势。我们看的不是日度的波动，是年度的，是未来两三年的。

美元指数是美国洲际交易所发布的一个综合反映美元强弱的指标，现在是六种货币，欧元、日元、英镑、加拿大、瑞典和瑞士货币的加权比例。权重最大的还是欧元，达 57.6%。美元指数有好几个，美联储还发布贸易加权美元指数，这个指数把发展中国家，包括中国都涵盖进去了，但是这个美元指数是日度交易的美元指数。

我今天分析的美元指数是比较重要的，一方面是因为它是六种货币加权计算得到的，另一方面是因为它在市场上有比较强的影响力，对一些不包括在

这个篮子里的货币有一定的定价影响，市场会盯住这个美元指数。美元走强，一些非美货币就会走弱。同时，它也是国际大宗商品的定价基础之一，绝大多数的国际大宗商品价格和美元指数是反相关的。

从经济角度来看美元指数，图 1 中蓝色的线是美国 GDP 占全球 GDP 的百分比，它和美元指数是高度相关的。根据 IMF 最新预测，2019-2020 年美国 GDP 占全球的份额可能上升。美国的相对经济地位还是比较稳定的，所以在未来一到两年，从经济的角度，美元基本面还没有转为熊市的基础。

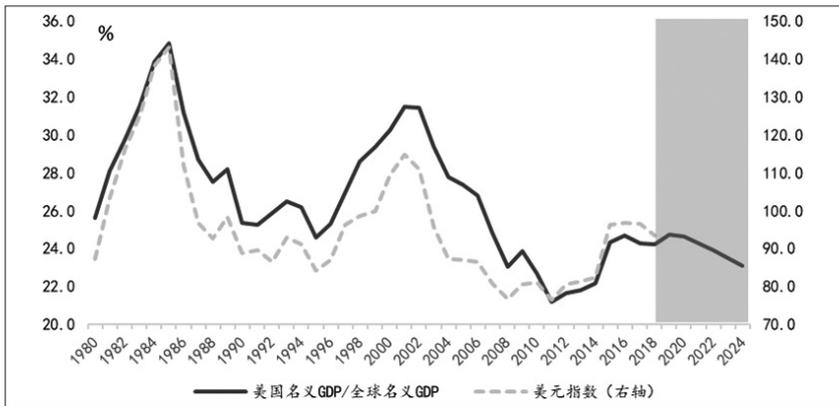


图 1：IMF 最新预测，2019-2020 年美国 GDP 占全球的份额可能上升

刚刚看的是名义 GDP，图 2 是实际 GDP。从

金融危机以后，美国的经济韧性较强，特别是今年中国经济的增速还是下得比较快的。美国和中国经济增速之差比前几年收窄了。我并不是说美国经济还是会走强，从现在的一些指标来看，确实会往下走，但是现在离欧元区、日本还是有点差距。二季度美国的 GDP 增速是 2.3，欧元区是 1.4，日本是 1.0，美国即使在后面一年增速下行，还是高于欧洲和日本的经济增速。所以从实际 GDP 的角度来看，美国占世界的份额，确实在一两年内不会下降。

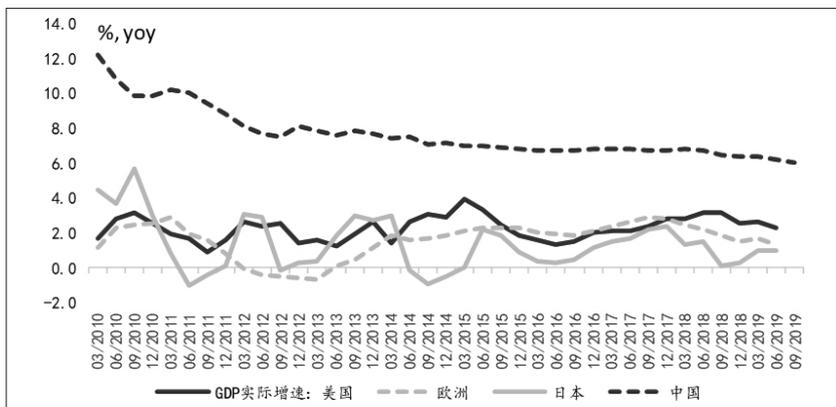


图 2：从目前看，美国经济韧性较强，
政策空间较大

这段时间讨论比较多的，是美国经济增速是否会断崖式下滑，甚至进入衰退？很多人从美国国债

长短期利率倒挂，来预测美国会陷入衰退。图 3 确实反映了这个情况，黄色的线是十年期美国国债利率减去两年期美国国债利率。黄色的线接近零，下穿到负值就是倒挂了。

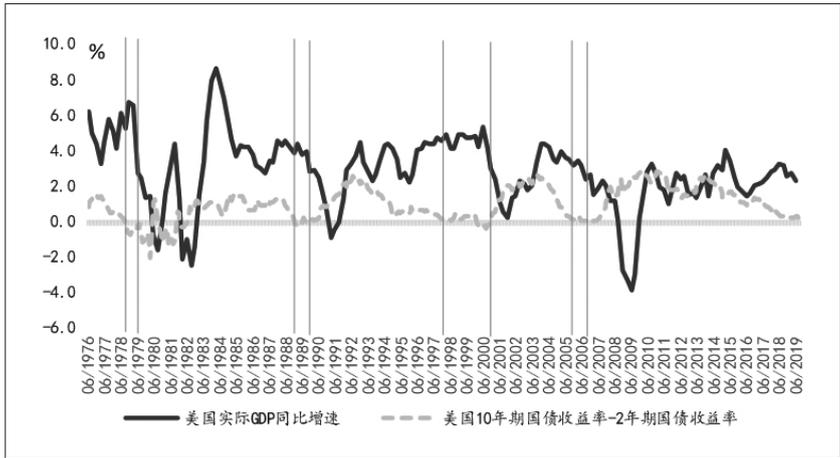


图 3：往后看，美国经济增速是否会断崖式下滑？

国债利率倒挂经常在后面三四个季度引起经济断崖式下滑。我们看前面几次确实都是。2019 年 9 月，这个利差缩小到 5BP 以内，是不是预示着后面美国经济也会断崖式下滑？我这里暂时给出的答案是，未必。

图 4 的黄色区域是美国的政策利率。以往每次国债利率倒挂之后，政策利率继续加息，加息后经

济断崖式下滑。1978年，1988年都是。2000年也是继续加息，最后导致2000年经济断崖式下滑，2006年也是。利率倒挂并不直接影响经济下滑，而是在这个倒挂之后，政策利率继续往上加，使得经济最后难以承受。这次的情况有点不一样，就是2019年9月倒挂了，其实美国在2018年12月份就停止加息了，2019年4月份已经提前降息了，由此引导短期利率下降了，最近一段时间已经扩大到23个BP了。所以在美联储果断降息的基础上，有可能会打破倒挂的魔咒。

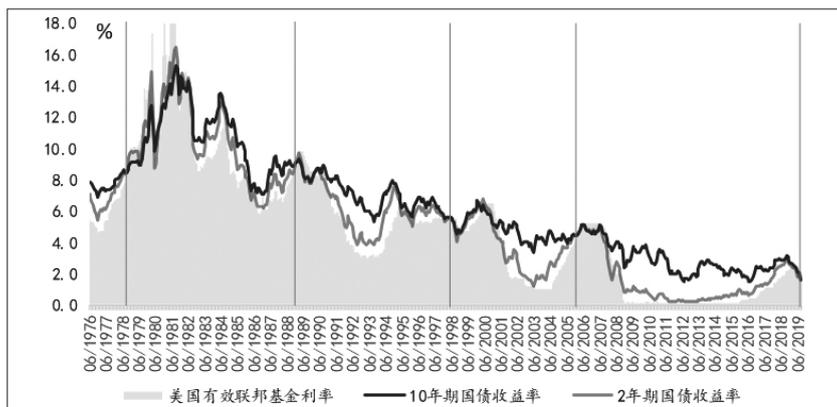


图 4：美联储果断降息，或打破“倒挂魔咒”

最后一点是跟经济有关的。大家觉得美国经常账户逆差太大，会导致国际市场对美元失去信心，

这个假设已经被证伪了。因为从金融危机以后，美国经常账户逆差占 GDP 的比例已经降到 3% 以内，一直维持到现在，这也不是美元贬值的原因。

第三部分，就是从金融的角度来判断美元走势。首先我们看到图 5 黄色的线是波动率指数，反映的是市场对波动率的感知，也是对风险的感知。这个指数和美元有一定的相关性的。大家都感觉风险比较大的时候，美元有一个升值的动力，因为美元被人理解为具有避险属性。这个风险偏好，现在正在慢慢从底部往上升。美联储从 2015 年加息，一直加到 2018 年 12 月份，这个全球流动性的收紧，对于全球的风险大概有一个滞后两年的作用，从历史经验看是这样。从这个来推论的话，2021 年全球波动率指数会上升，这就会激发一些风险事件，从而驱动对美元的避险需求。

还有一个大家担心的是，美股现在一直是牛市，美股调整会引发美元贬值吗？从历史数据看好好像也不是，因为每次美股刚刚调整的时候，美元指数还是往上升的，可能要调整一段时间以后，美元指数再拐头向下，这可能也是因为美元的避险属性

导致的。

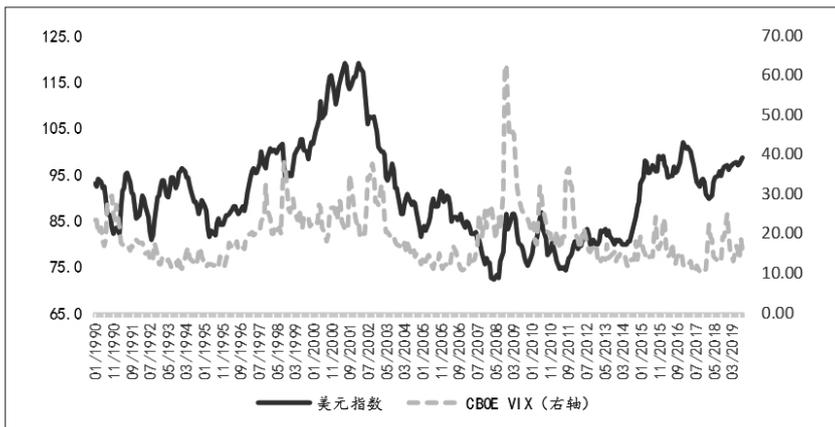


图 5：美元具有国际避险属性

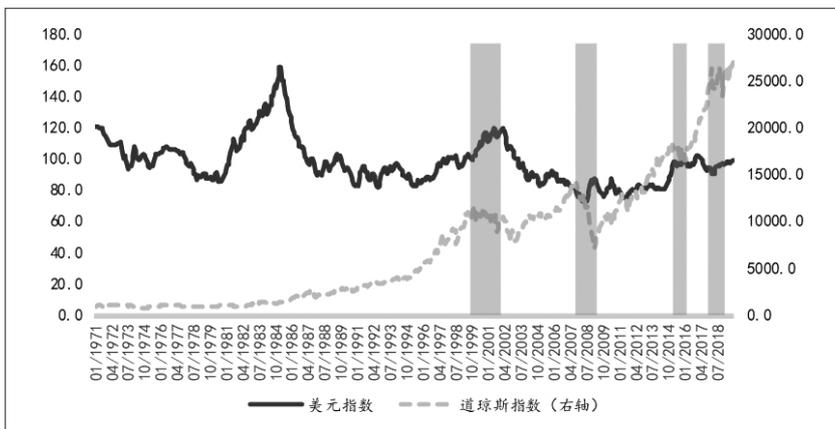


图 6：美股回调会引发美元贬值吗？

结果大概率相反

美元仍然在国际体系中占据主导地位，商品交

易的媒介属性，以及储备属性仍然很强。2018 年全球外汇储备中以美元计价的比重，仍然是非常高的，占 62%，跟 90 年代的水平相比没有什么下降。

根据最近三年的调查，全球外汇交易量中，美元交易的比例仍然将近 90%，相比金融危机前没有任何下降。所以这个地位仍然在，基本的交易和储备需求仍然在。有人担心中国经济赶上去，会不会威胁到美国的国际储备货币地位？我想大家多虑了，短期内不可能，在未来相当一段时间内都不会发生。因为英国大概从 1855 年就已经低于美国的 GDP 了，但是英镑在全球储备中的地位一直在 60% 多，英镑对美元汇率一直在 4.9 的比例，维持在一九三几年，80 多年后还是维持了英镑作为国际储备的地位。现在中国的 GDP 只占美国的三分之二，所以这个事情离我们还很遥远。

大家是否觉得美元是非常强的货币？其实也不是，我只是说现在美元经过了那么长时间的牛市，可能没有那么快转为熊市，其经济基础还是韧性比较强的，货币政策的空间相对比较大，经常账户也比较好。而且未来两年国际金融市场不确定依然较

高，可能会驱动美元的避险属性。

所以，美元在 2020 年仍然可能在一个比较高的位置。但是到 2021 年到 2022 年，和吴老师说的一样，还是会走弱。这意味着未来一年，非美货币可能存在一定的贬值风险，特别是金融地位比较薄弱的货币。因为美元强势的话，对它们来说总是不好受的。我今天就分享这么多，谢谢！

任军：谢谢。你认为 2020 年美元还是比较稳定的，后面就有点像吴教授讲的不是那么稳定。现在到了提问时间，时间关系我们安排三个问题。

提问者一：从中国的国际收支状况来看，中国进博会的召开加强了进口的力度，从国际收支来看会导致逆差吗？

谢亚轩：这是去年到今年大家很关注的问题。中美贸易如果谈不成，咱们出口受损；谈成了咱们必须得进口买美国的东西，会不会导致进口明显增长之后持续会有逆差？我的看法是，经常账户更多是由一些中期的、三五年的宏观变量来决定的。我预计，中期来看经常账户还是小幅顺差为主的局面。2018 年第一季度，我们国内经济特别好，进口

增长的比较快的情况下出现了阶段性逆差。因为由于我们要加大进口，会不会导致逆差的出现？我的看法是，如果加大对美国的进口，有可能意味着对其他经济体的一种替代效应。我的基本判断是：三到五年经常账户还是以小幅顺差为主，但是中间由于周期因素的影响，有可能会阶段性出现逆差，这是我的基本判断。

提问者二：我想问一下何老师，从2016年开始感觉美元进入了一个强势的周期，我们的很多客户坚定地看涨美元。但是最近这段时间美联储降息三次，想问一下，是不是已经呈现出了美元指数扭转性的趋势性变化，还是说这样的说法是为时稍早？

何知仁：我觉得第一要看这个降息是不是在预期内，美联储这次10月份的降息基本上是在预期内的。第二要看降息有没有用，如果这个降息对经济是有效的，我觉得不会直接成为美元指数转弱的原因。第三要看其他国家降息不降息，我们中国也降了，欧元也降了，如果大家都降息，也会转嫁一部分贬值的压力。所以美元指数是非常复杂的问题，刚刚其实有很多都没有说。还要看欧洲的情

况，还有欧美贸易摩擦的不确定性。现在英国脱欧的形势又变乐观了。这些因素都会影响美元的走势。我刚刚只是从其中几个比较重要的逻辑来看，当然也不排除美元正在一个调整的周期，但是我觉得还是会反弹。

提问者三：想问一下谢博士，你刚才注意到误差项现在变得很大，前面大家都讲到中国对外汇市场的干预并不多。但是另外一方面，我们国家资本项目的管制也加强了，加强了管制之后，有各种各样的办法绕过这个管制，造成误差项的扩大，所以误差项的扩大在某种程度上反映了在汇率上并不完全是放任的。这会不会对汇率有影响？

谢亚轩：误差与遗漏的原因很复杂，2015年以来明显加大了，而且是在向下的方向，所以意味着要么高估了收入，要么低估了支出，这个是事实。但是这跟干预不干预有没有关系。是否干预，要看平衡表上的储备，这个很清楚。从储备变化的角度来说，央行常态式的干预基本不做了。但是压力大的时候，是可以在市场里做的，因为我们的货币制度有管理这几个字，没有拿掉。如果误差与遗漏

大，意味着有统计不到的流出。

任军：我想听听吴教授对这个话题的观点，因为我看你的PPT里也讲到了。811汇改那天对我们的压力是满大的，断崖式地一下子发生变化，有些客户没有做套期保值或锁定远期汇率，当时的损失还是很大的。当时811汇改的原因是因为基差太大，在哪个时间点上，央行还会出现调整？

吴信如：关于误差与遗漏，刚才谢博士已经讲了。大家比较习惯看美元，811汇改人民币对美元贬了，可能形成了人民币进一步贬值的预期，在这种贬值预期下就会出现一种货币替代，用预期强势的货币替换弱势的货币。可能有一些个人和企业有货币替代的行为，可能也有人利用这个时间在国外做了什么事。但是没有办法统计，就是一个遗漏。刚才丁教授也讲了这个问题，811汇改是向离岸人民币汇率靠拢，离岸人民币汇率比较及时地反映了人民币币值过高的状况。现在来讲，在岸和离岸人民币的汇差已经很小了，估计以后不太会出现像811这样的事情。

任军：谢谢，再次感谢三位嘉宾的精彩分享。

专题三：防范汇率风险的实务性操作

任军：今天进入最后一个专题，前面几位专家都谈到了汇率的波动趋势会越来越大，所以我们在这里非常高兴地请到两位在金融界的资深专家，他们会从实战的角度跟我们分享操作的案例。首先请郭嘉沂女士做分享，她今天谈的是“企业在汇率避险当中的建议”。大家欢迎！

郭嘉沂：企业在汇率避险当中的建议

郭嘉沂（兴业研究首席汇率分析师）：感谢主办方，废话不多说了，直接开始今天的演讲，我今天演讲主要分两部分：第一部分，给大家介绍当前人民币外汇市场的现状，再展望一下未来；第二部分，针对现在企业常用的避险策略和工具给大家做简要的介绍。

首先我们来看当前人民币外汇市场主要参与者的结构，主要分成三块：第一块就是实需盘，就是进出口企业有外债的，另外就是个人的用汇。第二块是非商业投寸，这块在人民币外汇市场是比较小的一个力量，因为整体来看还是实需的原则，但是这些年境外投资者对于人民币资产配置规模有所上升，所以在外汇市场的影响力也在逐渐上升。但是投机在境内是不允许的，只是在境外市场是可以。第三块很重要，因为现在的汇率机制还是有管理的浮动汇率，所以特别需要关注央行和外管的行为。他们现在在外汇市场，不是像在 811 那个时候直接在市场做干预，而是通过做周期因子，还有美元流动性的调控，还有在离岸市场，通过调控人民币（比如通过发离岸央票）来对外汇市场形成影响。

具体的动机来看有四种，就是实需、套利、资金、投机。在一个成熟的外汇市场，这四种力量都是被允许的。也没有说谁更好，或者谁不好。但是在当前主要还是实需和资金的力量，资金的盘主要是在第二级市场做一个操作，但是未来随着汇率市

场化的程度越来越深化，套利盘和投机盘也是应该被允许的。

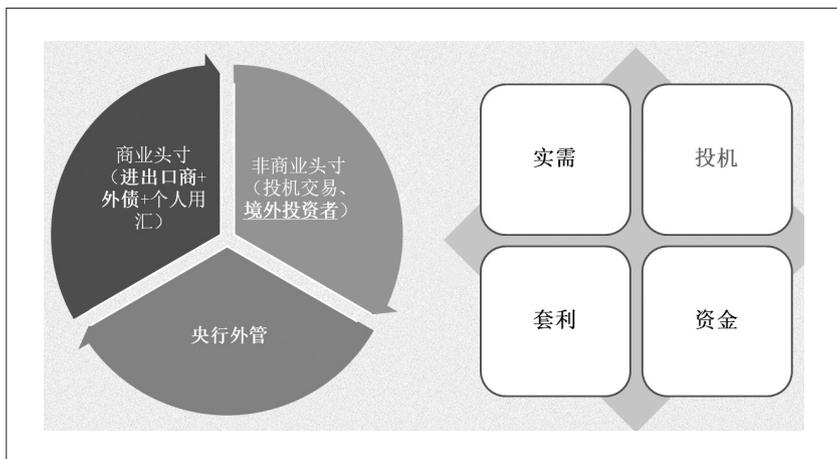


图 1：人民币外汇市场发展现状与未来

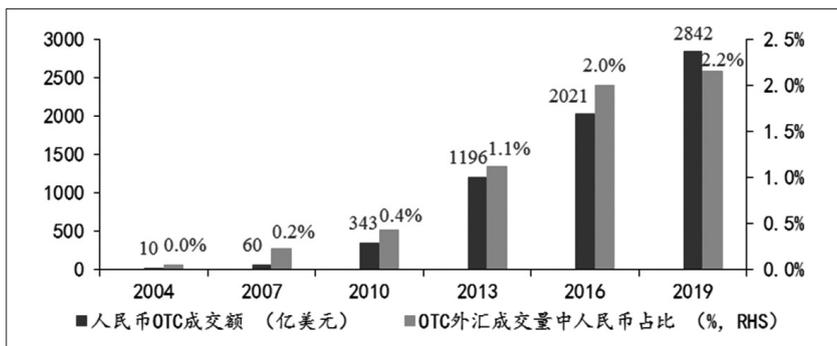


图 2：人民币外汇交易 OTC 日均成交量变化图

从 2004 年到现在全球人民币外汇市场的日均交易量的变化，可以看到在 2014 年人民币结束单

边的升值之后，这几年人民币外汇的交易量大幅上升。现在全球 OTC 的占比是 2.2%。但是跟主要的货币比，我们现在的差距很大。

我们现在也是 SDR 货币之一，但是跟主流的，比如说美、欧、日、英这些货币相比，我们现在的交易规模还是很小的，只有 2 千多亿，但是美元有 5 万多亿，所以未来整个市场的发展空间还是巨大的。

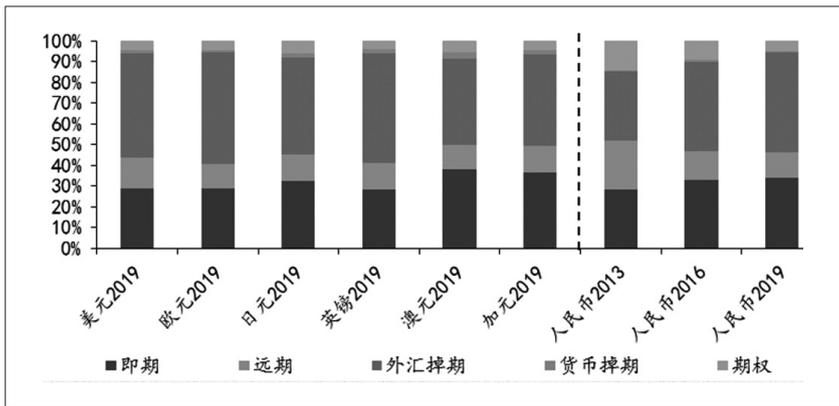


图 3: 外汇合约成交量占比 (分币种): 结构近似

再来看交易结构，整体人民币外汇市场和主流币种的交易结构已经比较相似了。但是期权的交易量还是偏少，期权是从 2014 年开始的，之前只可以买，不可以卖期权。结束单边升值以后，放开了

卖出期权，让企业有更多的期权组合工具去对冲汇率风险。未来期权这块的交易量还会继续上涨。

刚才讲的是分币种的，我们再看分区域的数据。中国大陆境内外汇市场的成交额这几年也快速上涨，到了2019年的4月份最新的数据，大概日均1360亿美元的日均成交额。

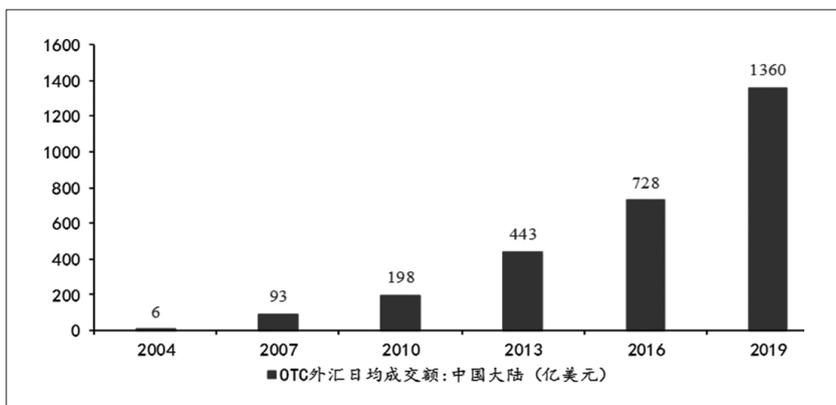


图 4：中国大陆 OTC 日均成交额

现在在全球来看，中国大陆是排在第八大外汇交易中心，前几大就是英国、美国、新加坡、中国香港。

从市场参与者的结构来看，在中国大陆境内，企业参与外汇市场的占比还是很高的。主要的原因是我们还是遵守实需原则，所以外汇市场很多时候

就是服务于实体企业的。对于成熟的一个市场，其他金融机构和外地的交易商的占比，未来会逐渐上升。

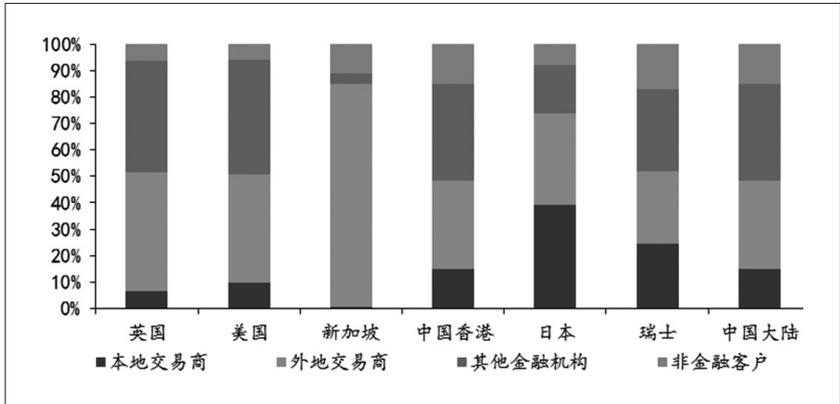


图 5：市场参与者结构：企业占比较高

外管今年又批了三家券商可以直接进入银行间市场，过去银行间市场基本上是银行在做，所以未来这个结构也会发生变化。

虽然说企业在市场的占比还是比较高，但是并不代表我们的企业现在套期保值的比例已经很高了。人民币的套保比例其实很低，只有 0.4% 的水平，跟主流的货币比是很低的。

国家这几年大的方向是三个原则，虽然在不同阶段改革的侧重点有所不同，但是大的方向还要继

续推动汇率市场化，也就是说汇率的弹性，波动水平会逐年提升。另外，资本金融账户要持续开放，今年的额度已经取消了，准入的国别也取消了。还有就是推动人民币国际化，第一阶段在跨境贸易结算方面，第二阶段是人民币作为投融资货币在国际上的应用。

具体到银行间市场，未来会允许更多的非银机构，还有大的集团企业，直接进入到银行间市场，而不是说跟银行做代客交易。另外，人民币期货市场最后会建立起来为现在境内是没有人民币期货市场的，但是境外人民币期货市场已经开展得如火如荼了。我们也会看到最终跨境资金的流动会更加活跃，允许更多的内资走出去，吸引外资走进来。企业的避险意识这些年也处在逐渐提高的过程。

接下来讲一下现在企业应用比较多外汇避险的工具。这是 2018 年外管局发的新文，鼓励企业做一个汇率套保的动作。

过去要做外汇套保必须有实际的外汇收支行为，就是有美元的收支。但是在 2018 年的时候，只要有外汇敞口，不需要你有实际的外汇收支。

可能外汇收支都是人民币，但是在报表上面有实际外汇的敞口，都可以做避险。

企业分类		外汇收支行为	
		有	无
外汇敞口	有	远期全额交割	远期差额交割 <ul style="list-style-type: none"> • 外币计价，人民币结算 • 境内子（母）公司并表
	无	灵活运用衍生品、调整收付款时间来规避外汇风险，同时防范贸易背景“滥用”	—

**图 6：面对汇率波动加剧，
外管局鼓励企业合理汇率避险**

对于既有外汇收支行为，又有外汇敞口的话，我是鼓励你去做一个远期全额交割。但是如果只有敞口，没有实际收支的话，可以做差额交割，去做期权。例比如说，一些外币计价，人民币结算的贸易，境内的子母公司并表动作，都是允许你去做外汇套保，这也是对实需原则逐渐放开的举措。

对外企业套期保值的基本思路，参考国际上成熟的大型企业整体的流程图，涉及到很多部门的协调，最终你会选择一个套保的比例。最近年底也给我们企业开策略会，套保比例建议 20% 可以做近

期，60% 可以做远期，20% 可以做期权。套保比例可以选择这样的匹配。

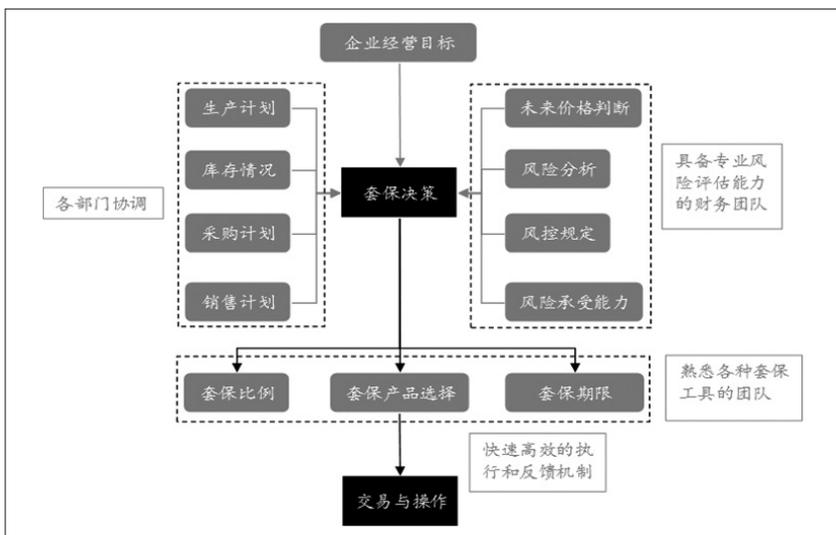


图 7：企业套期保值决策的基本思路

另外套保期限也很重要，这要跟你的账期做匹配，最终做一个交易和决策，一定不要将衍生品的涨跌作为衡量一个套保是否成功的判断依据，更多的是要跟自己的成本汇率做一个对比。

最后讲一下三种市场上实需。第一种是结汇的，就是出口企业，主要的工具远期结汇。如果你做期权，其实一个是卖出看涨，一个是买入看跌。这两个基础结构还可以去拼很多复杂的结构。比如

说买期权是要花钱的，你不想花这个钱，可以卖一些期权，然后把期权费做成零。这需要你对市场有一些判断。

另外是购汇方向，远期购汇现在有 20% 的风险准备金，所以你通过买看涨期权是一个很好的替代，完全没有风险。但是套保的成本比做远购更低。你也可以通过买入看涨和卖出看跌做组合去做一个套保。

最后一种是对于有外币债务的，比如说有发美元债或者有一些外币融资，更多去做一个货币调期。做远期购汇更多是套保你的本金，成本要高一点。你做货币调期，可以本金利息都套保。另外一种只是套保利息，做无本经营交割的产品。因为现在人民币远期市场的活跃度很低，没有中长期的，报价也会不好。在货币调期市场，主要是做一年期以上的，比如五年或更长期限的结构。

今天就分享这些，谢谢大家。

任军：不好意思给你的时间比较短，但是我发现你用这么短的时间，能把这么复杂的东西讲这么清楚，把客户的需求，包括套保的原理全部讲出来

了。接下来我们欢迎薛总发言。

薛宏立：“浦银避险”助力实体企业行稳致远

薛宏立（上海浦东发展银行总行金融市场部总经理）：我今天的演讲主要是推出我们的品牌，包装一下，从卖产品往卖策略走。把我们的策略和交易能力输出给大家，让大家来评判。

整个 2018 年是不平静的一年，市场的不确定性，尤其是汇率的不确定性越来越高。年初的 6.8，后来到 6.7，前一段时间冲到 7.17，又回到 7，今天下午又到了 6.98，直接跳空 200 个点，因为商务部宣布中美之间达成按阶段取消关税的协议。

从这个过程可以看出来，我们的汇率波动是非常大的。尽管有各种各样的汇率决定理论，但是近期汇率的决定变成了事件推动型，推特驱动型，并且这个驱动常常是一个惊喜。作为一个企业来讲，你既没有这么专业的能力，可能也没有这么多的时间，晚上发一个推特你会盯着吗？你很难。有一个细节，我们商务部下午发消息的时候是 3 点 35 分，

但是市场汇率直接跳空 200 个 BP 是 2 点 35 分，你想想等你知道的时候机会早失去了。但是我们的交易员是盯着的。所以说专业的人，干专业的事，你的风险交给我。

其实伴随着汇率还有一个利率的问题，像 LPR 过去几年都没有动了，今年突然跳开了。前两次 LPR 下降是央行和不情愿的十几家银行撮合，说降 5 个，第二次再降 5 个，这次是银行来降。未来 LPR 的波动也将成为一个常态，而利率汇率常常是连在一起的。

波动和不确定性永远是市场的主题，我们能确定的只能是不确定性。刚才我说了汇率，N 多的惊喜，不单是今天下午是跳了 200BP 到 6.98，也可能在未来的一段时间，特朗普为了自身的选战，为了逃避，或者缓冲弹劾的需要，有可能要强硬起来了，汇率可能波动更大。

这种情况下，有风险敞口的企业，不管是进出口的，还是资产负债表有风险敞口的，都要去做好套保。过去我们的企业，尤其是中小企业，可能在套保或避险意识上不足，不管是认识不足，还是避

险工具相对比较复杂，可能是避而远之，或者一些可选择的交易工具比较分散，企业较难根据自身情况去选择。过去这一两年在市场上，尤其是大企业的事件，也给大家敲响了警钟。

避险意识的培养要避免两种倾向：一是对风险敞口装聋作哑，踩西瓜皮，滑到哪是哪；另一种是用了一两单的赌博式交易，就把所有的避险工具拒之门外。这都不可取。这里面还有两点，第一，避险形式不重要，各种工具的组合有银行给你提供策略，锁定敞口最重要。第二，避险是要付成本的，当期不付，未来也要付。所谓的无成本避险，是把当前的成本推到未来，那一定是一个潜在大成本。你短期做一些卖入和买出的对冲安排，玩一玩可以。但如果要配合资产负债表做套保，我劝你不要这样做。我们过去出的一两单大的亏损事件，几乎都是无成本套保。

针对这种现象，浦发银行根据自身的专业能力，包括在利率的、汇率的、贵金属的、大宗商品这方面的交易能力，为我们的客户找到不确定中的确定机会。以专业交朋友，以策略促合作，我们

为企业提供策略服务，就是推出我们的普银避险品牌。

刚才郭女士也说了，避险就是避险，不能用衍生工具去赚钱。我们并不反对，首要是避险，其次捎带为你赚点小钱是可以的，但是不能倒过来。2004年到2010年间，我们包括银行、国内一些大央企、国企，都受到当时国外大银行的忽悠，由于当时的日元和美元汇率从130破了80，造成了巨大的亏损。

所以我们执行一个开放、整合、贴心的原则。开放就是以品牌为先导，从提供产品到提升策略。整合是把我们自身的业务线整合起来。原来各位做避险的，要从做外汇的找外汇，从做利率的找利率，从做大众商品找大宗商品，每一个有5%的成本。但是现在内部做整合，本来加起来15%的，内部整合只有7%，或者6%，其余的8%-9%我们与客户来共同分享，降低成本。贴心服务是我们以专业交朋友，最基本的一点就是我们每年会发布普银避险的市场展望蓝皮书，今年的主题是波动稳中求胜，把我们对市场的判断贡献给大家。

普银品牌在 2017 年底推出，这两年来形成自己的优势，以自营、交易能力作为普银避险代客业务的基础。我们的黄金、白银，交易中心的利率互换和外汇期权等交易，市场交易量均为全市场第一。我们的 LPR 利率互换的交易量 1-8 月份占全系统的 40%。我们的交易能力让我们有信心给大家提供专业的服务。

产品	简介	产品应用
比例远期	在交割日结汇量可能翻倍的前提下，大幅改善客户远期结汇汇率。	适合人民币升值预期强烈，能满足结汇量翻倍交割的客户。
结结赢	优化短期限客户结汇价格，远端有可能需要进行结汇交割（交割价格优于远期结汇价格）。	适合人民币升值预期强烈市场，有近、远两端结汇需求的客户。
滚动增利型远期结汇产品	提升客户结汇价格，在人民币升值幅度大于下限汇率的情况下，给予客户收益补贴。	预期人民币升值幅度有限。
互币利	适合持有美元资金，希望提高存款收益，或转换为人民币资金使用的客户。	客户美元资金获得高收益，保本保收益，无任何风险
利率互换产品	为非法人类金融机构、实体企业提供定制化的利率风险管理服务。结合客户需要提供定制化，个性化的服务。	将浮动利率资产负债转化固定利率，锁定收益、融资成本；或将固定利率转化为浮动利率，获取利率变化带来的收益。

图 1：“浦银避险” 汇率、利率产品

我们贴合客户的需求，推出了一系列的产品，包括汇率的、利率的，还有借着金融科技推出的 API，我们的外汇联盟，我们的商品联盟等，通过这个平台给大家提供服务。我们目前已经服务 2000 多家企业客户，通过交易终端盒 API 直联的方式，间接或直接满足客户的交易需求。

未来我们浦发银行将以打造高效、直达、智能



共享的数字生态银行为契机，向企业客户提供更优质的服务。行稳致远是一家企业长久发展的基石，浦发银行愿意与企业客户共同成长，为中国企业在国内外市场的汪洋大海中乘风破浪，保驾护航，更好地服务实体经济发展。只有客户好，浦发银行才会好。谢谢大家！

任军：感谢薛总，薛总介绍的避险产品可以帮助客户规避这些风险。

通过上面三个环节的介绍，我们在座的很多来宾对今天的主题，包括汇率决定、趋势分析、汇率风险应对，有了一个比较完整的了解。感谢在座的嘉宾，感谢在座的很多朋友，能够光临这次研讨会。最后祝各位朋友在本次进博会中交易圆满成功。我们的会议到此结束，谢谢大家！

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）