

人民币与非美元直接交易：为何进展缓慢？¹

2014年9月29日，央行宣布从30日起，在银行间外汇市场开展人民币对欧元直接交易。这是继美元、日元、澳元、新西兰元及英镑后，第六个与人民币实现直接交易的世界主要货币。在此之前，人民币对上述货币的中间价汇率，是根据人民币—美元、美元对其他货币汇率套算结果形成的；而在直接交易启动之后，将根据做市商的报价形成。

人民币与非美元货币的直接交易，能够促进中国与其他经济体的双边经贸关系。以人民币—欧元的直接交易为例，这将有利于：（1）形成人民币对欧元的双边汇率，（2）降低经济主体的汇兑成本，（3）促进人民币与欧元在双边贸易和投资中的使用，（4）并且进一步有利于加强双边金融合作，推动人民币国际化的发展。

人民币与欧元，以及其他主要货币的直接交易，能够节约经济主体的汇兑成本，这是上述几个积极影响当中最为基础性的因素。还是以欧元为例，此前的人民币—欧元交易，需要分拆为人民币—美元、美元—欧元的交易，这样就凭空多出一个环节，所以交易成本额外地增加了。因此，人民币—欧元的直接交易，将使汇兑环节从两个，减少为一个。

但是，分析近年来的实际数据表现，人民币和非美元货币的直接交易，在节约汇

¹ 本文得益于作者与李刘阳先生的交流，当然文责自负。

兑成本方面的表现，并不显著。近年来，人民币—美元的直接交易买/卖价差比例一直为 0.4%（本文所使用的汇率数据，均来自中国银行外汇牌价）。而人民币对其他主要货币的表现是：2012 年 6 月 1 日直接交易启动前，人民币—日元卖/买价差比例为 0.8%，之后该比例变成 0.7%，下降了 0.1%。2013 年 4 月 10 日启动的人民币—澳元直接交易，2014 年 3 月 19 日启动的人民币—新西兰元直接交易，以及 2014 年 4 月 18 日启动的人民币—英镑直接交易，这些货币的差价缩小情况，都和人民币—日元非常相似。

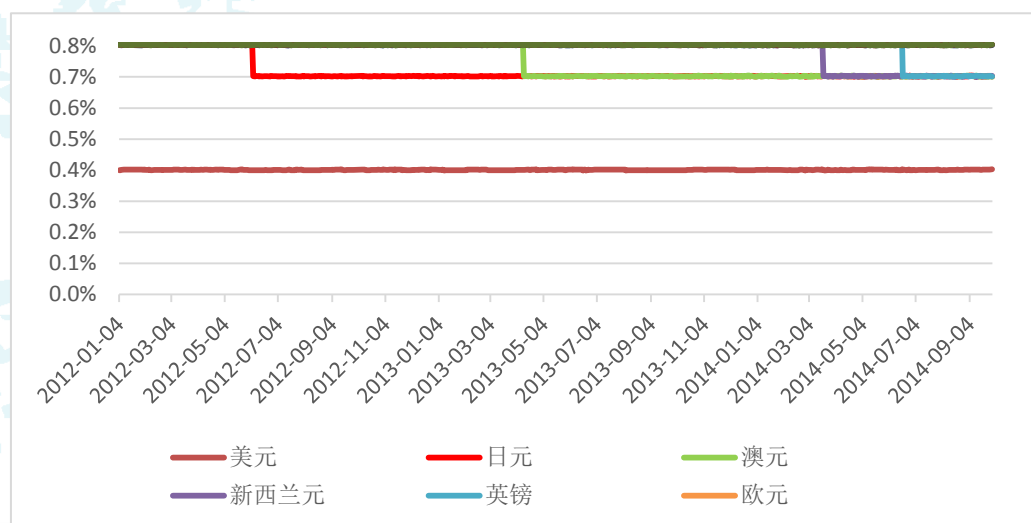


图 1 人民币对主要货币的卖/买价差百分比

数据来源：中国银行

对于人民币—日元、人民币—澳元、人民币—新西兰元、人民币—英镑，这些已经实现直接交易的货币对，其买卖价差的比，在直接交易之前都是人民币—美元的 2 倍（0.8%/0.4%）；而在直接交易之后，也仍然是人民币—美元的 1.75 倍之多。虽然这只是中国银行的买卖价格差比例，但整个市场平均价差在美元和其他货币上的表现，都与此类似。可见，人民币对这些非美元货币的直接交易，虽然可以在一定程度上降低汇兑成本，从而可能惠及一些个人业务（例如旅游、留学）和国际交易，但其成本降幅远低于我们的直观感受（交易环节减少一半）。

不仅如此，由于第三方货币对在全球外汇市场的交易规模巨大，比如美元—日元、美元—英镑等，这些货币对的交易市场流动性很强、交易成本极低，因此有时候交叉

套算汇率甚至还可能优于直接交易。有的做市商，甚至只是为了完成做市指标，而在完成直接交易量的任务。

人民币对其他非美元货币的直接交易，为何至今发展缓慢、实际效果并不明显？

日本经济学家露口洋介，是日元—人民币直接交易政策的最早提出者之一，并因此作为日本财政部在该领域的顾问。他认为，其中一个原因是企业、机构对于直接交易政策的利用率太低（类似的情况，也不同程度的存在于各国的自由贸易区协定（FTA）当中）。因此，需要积极对企业和机构进行这方面的政策宣传。此外，货币国际化进程中的网络效应，在人民币和其他货币的直接交易中也同样起到了阻滞作用。

除此之外，一笔金融交易通常还要考虑以下三个因素：收益性、流动性、安全性。我们也可以从这三个方面来理解，为什么人民币对非美元货币的直接交易发展缓慢。虽然经验上人民币与其他非美元货币交易的流动性较差，但这方面数据不可得，所以我们只分析收益性、安全性。

在收益性方面，与套算汇率、或者交叉盘的交易相比，直接交易的启动有可能为交易者减少了成本。但是如上文所述，这种交易成本的节约尚不显著。

安全性角度，在此可以理解为人民币对各种货币的汇率波动风险。而这一因素，正是人民币—美元，和其他人民币参与货币对的最重要区别。目前人民币汇率在很大程度上仍然参考着美元汇率，也就是说人民币对美元汇率最为稳定；而与此同时，人民币对日元、澳元、英镑、新西兰元等却存在较大的波动风险。

以2012年1月4日到2014年9月29日近两年时间为例，人民币对美元汇率的最高点、最低点，其波幅约为5.5%，同期人民币对其他货币的波幅分别是：日元32.7%，澳元24.0%，新西兰元14.9%，英镑15.8%，欧元11.9%，瑞士法郎13%，新加坡元9.1%，加元18%。如果是更短期的角度，则对其他货币而言，人民币对美元的波动几乎可以忽略。

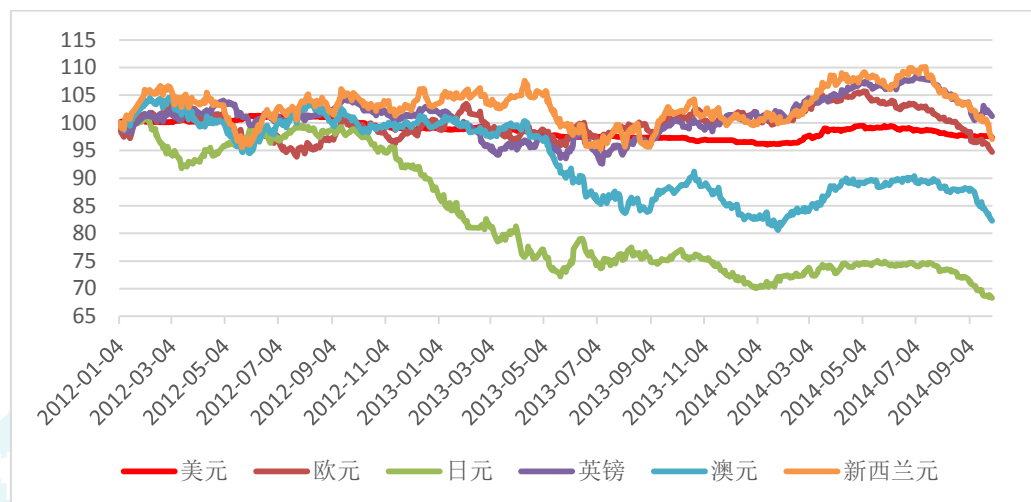


图2 主要货币兑人民币中间价汇率指数 (2012年1月4日=100)

数据来源：中国银行

可见，如果从事贸易结算、跨境贷款、直接投资等，包括投机性业务在内，人民币—美元的交易是更为安全的，而人民币和其他非美元货币的交易，反而会招致更大的汇率风险。这就强化了人民币—美元交易市场的流动性、并降低了交易成本；而与此同时，挤压了人民币和其他非主要货币交易的发展。

由此可见，人民币和其他主要货币的直接交易虽然已经陆续放开，但仍然发展缓慢、收效甚微。而人民币和其他主要货币的直接交易，在事实上所起到的去美元化作用也是比较小的。因此，从这个角度来看，人民币汇率制度本身的改革、汇率形成机制本身去美元化，将是非常重要的一个环节。这方面改革取得实质性的进展，才可能推动人民币和其他主要货币直接交易的发展。

(徐奇渊 中国社会科学院世界经济与政治研究所)

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。