

多因素助力 人民币汇率稳定有底气

□中金所研究院首席经济学家 赵庆明

6月3日人民币对美元汇率中间价上调96个基点



5月以来，人民币汇率再次临近“7”的整数关口。市场上关于是否保“7”的争论再起,大部分研究员和专家认为,人民币汇率破“7”的可能性较小,但也有部分专家认为没有必要守“7”,不必过分关注所谓整数位。笔者认为,保持人民币汇率相对稳定有助于我国利益最大化,而且在经济基本面良好等有利因素支持下,我国也完全有能力实现人民币汇率稳定。

汇率稳定有助我国利益最大化

受外部不确定因素影响，市场上出现一些担忧,导致人民币汇率出现一定幅度走低,这是市场的正常反应。有观点认为,不必过分关注整数位,过去几年人民币汇率经历了破8、破7,并没有出现什么大碍。笔者认为,首先,汇率上的点位或整数关口不是简单的数学问题。当数字与金融结合,与投资者的心理结合,就可能会发生奇妙的“化学反应”,整数关口不再是没有任何意义。

2015年8月以来，人民币汇率大幅走低时,资本流出压力都会增加。尽管2017年初以来,完善了外汇管理,堵上了很多技术层面的“漏洞”,资本外流受到了很大程度上的抑制,但从今年1-4月的数据看,在股市和债市存在大量外资流入的情况下,我国外汇占款仍出现小幅下降，这说明管理上仍有继续完善的空间。

其次,在新兴市场和发展中国家,容易出现跨市场风险传染。笔者曾运用严谨的计量方法,对2018年土耳其、阿根廷、俄罗斯等新兴市场国家出现的“汇股双杀”行情时的股价与汇率的关联性,以及股市与汇市的波动溢出效应进行了实证检验,结果表明新兴市场和发展中国家出现“汇股双杀”行情时,更多的情况是汇市下跌的风险向股市单方向传导,汇率下跌是股指下跌的主因,以及汇市向股市的短期冲击波动溢出效应更显著。

再有,即使在发达国家市场,也并非完全放任汇率不管，对于仍然实行有管理的浮动汇率制

度”的我国来说,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，是体现有管理浮动汇率制度的应有之义。市场也有失灵的时候,尤其外汇市场,汇率“超调”并非罕见,所以可以时常看到很多国家对外汇市场实施干预。日本是一个典型的案例,日元是国际外汇市场主要的交易对象之一，日元的外汇市场早已经成为全球化、有深度和广度的外汇市场，但是在一些关键时点以及日元汇率涨跌幅度过大过快时，日本央行都会通过直接入市等方式对市场进行干预。

对我国来说,经过多年的建设和发展,尽管外汇市场取得了长足发展，但与发达国家成熟的外汇市场、浮动汇率制度的需求相比,仍然有待成熟完善。

整体上看,我国汇率市场化仍是一个漫长的过程,将会循序渐进推动,这一方面是改革开放积累的宝贵成功经验,另一方面也是因为外汇市场建设不可能一蹴而就。尽管推进汇率市场化已经成为我国既定的改革方向，汇率市场化意味着逐步让市场发挥更大作用，汇率波动会更显著,波动会成为常态,但只要保持着“有管理”,就意味着不会完全放任波动,货币当局仍会“该出手时就出手”，尤其是在市场情绪异常和汇率到了关键点位时。

有能力维持人民币汇率相对稳定

外部不确定因素的增加，在汇率走势上出现一定的反应是必然也是正常的。我国已成为全球

第一大出口国，人民币汇率的变化具有国际影响力,如果人民币汇率出现大幅贬值,与中国在出口上存在竞争关系的国家，其货币也必然会出现竞争性贬值，这不仅对冲了人民币汇率贬值促进出口的效果,而且可能导致国际外汇市场的混乱。

笔者认为,人民币大幅贬值没有必要,保持人民币汇率相对稳定更符合我国利益最大化，而且我国也完全有能力实现人民币汇率相对稳定。首先,我国经济基本面良好，能够继续实现较高增速,并且经济增长的质量会更高,汇率走势主要取决于经济基本面。今年以来,我国经济开局良好,主要宏观经济指标保持在合理区间，增速好于预期。从全年看,经济增速能够落在目标区间之内,继续保持较高增速。良好的经济基本面将继续为人民币汇率稳定提供坚实的根本支撑。

其次,我国持有的巨额外汇储备构成人民币汇率稳定的“压舱石”。外汇储备的作用就是在特殊时期弥补国际收支逆差,干预外汇市场,维持汇率以及金融体系的稳定。另外,2015年8月以来,我国货币当局积累了应对外汇市场异常波动的丰富经验。

再次,从微观层面看,面对外部不确定因素增加,我国出口商可以采用技术改造升级、优化流程等多重措施降低成本。2005年以来,我国汇改的一项重要成就是,人民币汇率的适度升值不仅没有降低我国企业国际竞争力,反而变压力为动力,促进了我国产业升级,提高了制造业的国际竞争力。

持续扩大,从2009年到2018年的十年时间内,商品与服务净出口对GDP增长的贡献率有7个年份为负。任何一个成功跨越“中等收入陷阱”的经济体,无一不是通过内生结构转型实现,而非长期通过货币贬值促进出口。

从某种意义上而言,长期依赖货币贬值保护的是低端产能,这将阻碍经济结构转型。有人以日本作为例子,认为“广场协议”是导致日本经济失去几十年的罪魁祸首。笔者认为,中国和日本的汇率问题没有可比性,“广场协议”是多个央行联合进行的汇率干预,继而引发汇率预期的大幅改变,美元相对日元贬值幅度达到60%,远远超过基本面的变化。而当前美元兑人民币接近“7”,回到2010年的水平,人民币没有出现超越基本面变化的升值。

再者,不能理想主义地认为参与汇率汇兑的都是理性经济人，更不能忽视投机因素可能会起到推波助澜的作用。汇率不仅与企业经营有关,和居民生活也息息相关，预期在汇率变化中起到了非常关键的作用。

最后,不能用所谓连续函数来解释关键点位的重要性,整数关口往往也是心理关口。不仅是经济现象,很多日常生活也都是连续函数,但关键点位依旧很重要。人民币破不破“7”是很多研究报告、社交平台或者媒体观点交锋中频繁被讨论的对象。因此,在缺乏基本面支撑的情况下,人民币跌破整数关口一样会引起预期的自我加强,这是市场非理性心理决定的。

近期多位央行官员和学者发声稳定人民币汇率信心,经验显示这种预期管理是有效的。笔者也认为,人民币汇率没有持续大幅走低的基础,目前将进入平稳波动阶段,不会破“7”。

人民币汇率不会破“7”

汇率整数关口往往也是心理关口,笔者认为,人民币汇率跌破“7”既没有基本面支撑,也是弊大于利。

首先,市场存在人民币贬值有利于出口,从而有利于经济的看法,这是短视的。我国经济亟待结构转型,2018年人均GDP已接近1万美元,2018年商品贸易顺差占GDP比重已降至2.6%,服务逆差

多措并举推进 债市法治化市场化建设

□中国社科院投融资研究中心主任 黄国平

债券融资作为企业直接融资的重要方式,不仅是优化企业财务结构和降低企业融资成本的重要工具,还具有完善企业融资渠道和促进市场价格发现的基本功能,为宏观和货币政策提供执行基准和传递渠道。未来需要在金融监管、市场发行和公司经营与治理等方面上采取措施,完善机制,打破债券市场“刚性兑付”,促进债券市场长期稳定、健康发展。

进一步完善我国债券市场

近年来,我国债券市场违约事件有所增加,这既有外部环境的原因,也有违约主体经营不善方面的因素。同时,在一定程度上也显现出我国债券市场和债券发行的监管仍有待完善。

一是经济结构转型升级过程中,部分地区和行业发行主体利润增速呈下滑态势,债券市场风险不断累积。2011年后,多年高速增长的中国GDP处于新旧动能转换之中,产能过剩和宏观经济增速放缓导致整个社会需求疲弱以及相关价格下降,侵蚀企业利润,企业盈利能力及偿债能力减弱,从而导致前期举债扩张的部分企业,无法按期偿还到期债券,债券违约增加。

二是金融严监管和“去杠杆”背景下,信用和融资环境收缩导致部分行业和企业(尤其是民营企业 and 中小企业)融资和再融资难度增加,企业资金链断裂而产生债券违约。2015年以来,部分产能过剩行业的企业“加杠杆”的发展方式愈益困难,融资利率及融资难度急速上升。2018年4月27日,《关于规范金融债权资产管理业务的指导意见》(简称“资管新规”)的发布导致表外融资规模收缩,社融增速下降,企业融资出现缺口。同期,债券一级市场发行结构整体呈现短期化、高等级化特征,低评级民营企业信用利差不断扩大,债务融资成本不断推高,造成较大财务负担。外部信用和融资环境急剧收缩和恶化的情况下,民营和中小企业也由于抵御风险能力较差,易发生债券违约事件。

三是部分违约主体公司治理混乱,盲目和激进扩张,甚至粉饰和造假财务报表。部分企业为增加企业市场占有率或多元化发展,采取激进扩张的战略,不通过举债收购进行扩张,形成不合理的融资结构导致企业短期内偿债负担过重,企业流动性持续承压,融资成本不断上升,最终资金链断裂、债券发生违约。某些违约主体的控股股东、实际控制人以及公司高管人员利用他们的决策和控股地位,进行诸如违规担保、非法资金拆借和关联方交易等违法违规操作,造成公司经营不确定性,影响日常生产经营活动,使公司陷入困境,发生违约。甚至部分公司通过财务造假,粉饰报表,虚增企业账面现金,虚增企业流动资产,导致企业存在大额账面资金时却出现债券违约的情形,严重损害投资者利益。

防范出现过债券违约现象

适度理性的债券违约有助于市场的法治化建设,提高投资者风险防范意识,尤其对长期形成的“刚性兑付”的认知偏差具有重要纠偏作用。然而,过多违约事件的发生则会产生一些不利影响,值得警惕和防范。

其一,违约频发推升融资和再融资成本,增大投融资风险。债券违约增多条件下,投资者对风险溢价要求提高,带动债券利率抬升,导致实体融资成本上涨。一方面,违约事件频发会直接推动债券发行价格上升,这在违约占比较大的钢铁、煤炭等产能过剩行业中尤为明显。同时,违约事件集中发生也会对债券收益率产生上行压力,这也会进一步推升发债成本,最终会传导到其它债务融资市场上。另外,债券违约还导致其他融资渠道受限,加剧市场再融资风险。

其二,违约频发恶化金融生态环境,诱发区域性信用风险。一方面,在债券违约高发的市场环境下,金融市场风险偏好呈现下降。在市场整体强烈的风险规避偏好情况下,个别风险事件引发局部性和区域性信用风险抬升,恶化行业 and 区域金融生态环境,导致相关行业和区域企业市场融资更为困难。另一方面,高频率违约会导致部分区域内联保、互保企业相互支持作用减弱。一旦有一家企业出现违约,对相关多家企业的资金需求会顿时加大,企业资产可能

被冻结,从而引爆区域性信用风险。

其三,违约频发加剧流动性压力,危害金融稳定 and 安全。债券市场作为金融市场的重要组成部分,是创造金融体系流动性的重要手段之一。但在大范围违约事件冲击情况下,债券作为质押品进行再融资的能力将大幅下降,机构被迫去杠杆,腾挪资金,配置安全资产,导致市场内部分流动性快速消失。同时,债券违约可能导致持有相关债券的金融产品(如银行理财、券商资管产品、公募基金等)面临集中赎回风险,个别产品赎回很可能快速向更大范围扩散,金融市场风险迅速上升。另外,债券违约以及由此引发的诸如债券抛压、金融产品赎回等会加剧市场恐慌情绪蔓延,导致金融机构对流动性的敏感度增强。

四举措促进债市健康发展

从长远来看,适度理性和可控的债券违约是我国信用债市场健康发展的必由之路,也有利于我国债券市场打破长期形成的“刚性兑付”认知偏差。然而,债券市场违约事件较高发生频率,则可能在短期内推升债务融资成本,降低市场流动性,甚至破坏金融安全,危害金融稳定。为此,需要在金融监管、市场发行和公司经营与治理等方面上采取措施,完善机制,打破债券市场“刚性兑付”,促进债券市场长期稳定、健康发展。

其一,加强债券发行事前监管,完善信息披露制度。债券违约风险主要是企业能否按时还本付息,这与企业的经营情况有着密切联系。当前部分承销机构盲目鼓励企业进行发债融资,而不考虑企业的真实需求及财务状况,尽取调查不充分,信息披露不完善,这导致投资者对企业实际经营情况没有合理判断。加强事前监管,完善信息披露,促使发行业企业及主承销商及时、准确披露企业经营及财务状况以及影响企业金融和财务风险的重大事项,这不仅有助于监管部门、评级机构和投资者,通过披露信息能够更加准确评估发行人信用风险,同时也便于市场和监管跟踪分析,评估和预警违约风险,减少投资者损失。

其二,完善信用评级体系,促进评级结果客观公正。长期以来,我国信用评级市场未出现债券违约,这导致我国信用评级体系在债券市场发展初期未被重视。有序、健康的债券市场需要更加科学、客观和公平的信用评级体系。完善的信用评级体系是投资者防范投资风险、进行合理投资选择的重要前提,也是资本市场保持公平、公正的重要手段。为此,需要保证评级机构的独立性和权威性,使评级机构尽职尽责,发挥其应有作用。同时,对违法、违规的评级机构应给予严厉处罚,甚至取消其评级牌照。另外,借鉴和引进国际评级机构先进经验和手段,促进我国评级体系的建立与完善。

其三,建立有效处置机制,妥善处理债券违约。随着我国经济增速的降低,加之到期债券数量的增加,债券违约将不再罕见,建立有效的违约处置机制已是当务之急。我国债券市场的违约处置机制尚不成熟,债券投资者在发生债券违约后处于相对弱势地位,违约处置进展缓慢,求偿难度较大。目前,我国债券发生违约后,务实可行的做法是债权人与债务人协商解决,以将双方损失降至最低,这种方法的前提是债务人具备一定的偿付能力和良好履约意愿。

另外,我国也已推出信用风险缓释工具,建立了市场化债转股机制,以及债券匿名拍卖等违约处置机制,但这些处置方式在实际运用中尚存在问题,债权人利益无法得到有效保护。为此,需要探索建立合理有效的债券违约处置机制和破产、清算等偿债保障制度,保障投资者的合法权益。例如违约处置方式中,违约主体可通过债务重组、出售资产、债转股、寻求银行信贷支持或政府救助等方式应对债券违约,制定合理可行的偿债方案,严格执行执行。

其四,完善公司治理机制,合理优化债务结构。当前,部分企业违约源于公司治理出现问题。有些企业甚至在其主营业务未发生经营不善的情况下出现违约,主要原因在于激进的扩张导致债务负担加重。为此,企业应完善公司治理机制,优化自身债务结构。在进行战略扩张前,制定详尽的计划,避免因激进扩张导致债务和管理失控。尤其是在债务期限的安排上,应避免频繁的“借新还旧”,避免流动负债过高导致短期偿债压力巨大,同时控制债务成本与债务比率,保证企业短期偿债能力,避免短期流动性不足导致违约发生,给企业自身和债券市场带来不良后果。

视觉中国图片