

汇率基本稳定是经济健康运行的关键

□交通银行首席经济学家 连平

2016年伊始,中国股市、楼市同时出现剧烈震荡,令人瞩目。外汇储备大幅下降也引发了市场的担忧以及对汇率干预合理性的讨论。人民币贬值预期骤升是受美联储加息、国内经济下行压力不减、资本和金融账户阶段性逆差以及投机猖獗等内外部、短中长期各种因素综合影响的结果。当下,应密切关注资本市场和外汇市场波动所带来的风险,尤其是要警惕各个金融市场相互传染和相互促进可能引发的系统性金融风险。在保持市场平稳运行和规避系统性风险方面,作为人民币资产价值重要标志的人民币汇率,具有牵一发而动全身的关键作用。

一、金融风险增大形势下汇率稳定至关重要

2016年伊始的市场动荡给市场敲响了警钟,今年境外经济金融形势非常复杂,不确定性很大,各种因素相互交织和相互叠加,导致我国金融领域风险增大。

未来仍应防止再次出现股市汇市动荡、资本流出压力加大的不利局面。2016年中国经济增速可能继续小幅下行。在实体经济指标不见明显好转的情况下,加之美国仍有可能再次加息、全球资本市场动荡、地缘政治冲突等导致国际资本风险偏好下降,市场对人民币贬值的预期难以在短期内完全消退。一旦应对不当,特别是若再次出现一次性大幅贬值,不排除在市场恐慌情绪带动下,出现股市、汇市联动杀跌效应,造成市场大幅震荡。曾经出现的汇市动荡表明,人民币离岸市场对在岸市场的影响超乎预期,离岸市场动荡对在岸市场的冲击不容小觑。由于离岸市场投资者对人民币贬值预期受国际市场非理性观点影响较大,而受境内货币当局的影响相对较小,未来离岸市场有可能再次出现动荡、人民币贬值压力加大并带动在岸人民币贬值,对此不能掉以轻心。

当前和未来一个时期,商业银行资产质量仍有下行压力,但风险总体可控。2016年,商业银行不良贷款仍将继续较快增长,风险点也将进一步由民营小微企业向有大中型企业、由沿海地区向中西部地区扩散。特别是在加大去产能、去杠杆力度的背景下,产能过剩相关行业信用风险有加快释放的可能。年末不良贷款率可能会上升至2%~2.2%的水平。小微企业、产能过剩行业、三、四线城市房地产贷款和部分类信贷业务可能是主要的风险点。但结合部分发达国家银行资产质量数据分析,我国商业银行不良贷款增长符合当前经济运行的实际状况,风险水平尚处于合理区间。中国作为中高速增长的新兴经济体,财政和货币政策仍有较大的调节余地,且商业银行对各类风险的内部消化能力依然较强,资本较为充足,拨备覆盖率较高,应该有能力通过多种手段消化存量不良资产。但鉴于目前银行与股市的连接程度以及银行业务国际化程度已大幅提高,未来不排除在资本市场和外汇市场剧烈动荡情况下,银行体系的信用风险、流动性风险和市场风险阶段性大幅上升的可能性。

未来应警惕债券市场出现动荡的可能。2015年下半年股市大幅波动后,大量资金跑步入场,债券市场持续火爆,当前泡沫迹象已经开始显现,债券市场的风险正在上升,目前债市估值过高。在过去的五年内,相同期限的高等级公司债券的收益率,比政府债券要高2到3个百分点,而目前这一差别收窄到1个百分点左右。随着债市火爆,投资者以高杠杆配资投资债券类结构化产品增多。各银行纷纷推出优先劣后级的结构化理财产品,以债券市场各类产品为投资标的,配资杠杆最大可达1:9。尽管债市结构化产品基本不存在被迫平仓的问题,但风险也不容忽视。随着经济下行、企业盈利下降,加之去产能、去杠杆加速,2016年债券违约事件将有所增加。在刚性兑付尚未彻底打破的情况下,债券违约增加对整体债券市场的影响可能较大。

尤其应关注的是,未来股票、债券、外汇、房产、信托、私募等各市场风险互相传染、互相促进,酝酿系统性金融风险。2016年初股市、汇市同时出现剧烈震荡表明,在流动性宽裕、经济下行、实体经济投资回报率较低、市场信心比较脆弱的情况下,过多的资金在各个市场游走炒作,各市场之间极易相互传染,导致整个金融体系的不稳定性与脆弱性明显上升,风险形势更加复杂。即便是单一的个体风险,也可能因“蝴蝶效应”引发系统性风险。尤其是市场形成强烈、持续的人民币贬值预期,推动短期投机资金外逃,应引起高度关注。在股市、债市、信托、私募、理财及P2P等本身因各种问题而十分敏感的情况下,很可能引发上述市场出现共振,导致资金迅速撤出,引发市场恐慌。房地产市场在高库存和部分城市泡沫扩大的情况下,也存在资金大量流出的可能,届时可能引起房价快速、普遍下跌,而人民币快速贬值往往是房价下跌的重要推手。

应清醒地认识到,经过30年的改革开放,我国已是个具有相当开放程度的国家。对于全球投资者包括国内投资者来说,人民币汇率是人民币资产价值的重要标志。人民币持续贬值并形成强烈预期,必然会增强全球投资者抛售人民币资产的动机。中国改革开放30余年来资本大规模流入,注定了持续贬值条件下资本流出会有较大的压力。而正在推进的资本和金融账户开放则将为资本流出提供便利。如果人民币资产价格持续大幅下跌,资本持续大规模流出,则必然会使当前下行压力较大的宏观经济“雪上加霜”。有鉴于此,人民币汇率基本稳定是保持金融市场平稳运行和避免爆发系统性风险的关键。

- 如果人民币资产价格持续大幅下跌,资本持续大规模流出,则必然会使当前下行压力较大的宏观经济“雪上加霜”。有鉴于此,人民币汇率基本稳定是保持金融市场平稳运行和避免爆发系统性风险的关键。
- 当资本流动和本币汇率大幅波动影响本国经济时,外汇储备“该出手时就出手”。既不能怕“财富损失”而舍不得花销外汇储备;也不应为了保持强大的国际信用保证而抱着高额外汇储备不放。
- 应避免再次出现一次性贬值,而是允许在市场供求关系影响下顺势逐步贬值,采取适度波动的策略,同时辅以外汇市场适时干预以避免大幅度贬值,推动市场预期分化。
- 当前的内外部环境可能并不是大力推进汇率市场化改革的较好时机,可待内外部条件改善时,再适时加快推进汇率形成机制改革。

二、人民币“一步到位”贬值不切实际

为了应对人民币贬值压力持续加大和贬值预期持续增强局面,一种观点认为,人民币应该实施一次性的大幅贬值或者“一步到位”的贬值,以达到释放贬值压力、分化市场预期和稳定汇率的目的。我们认为,这种观点过于理想,并不切合实际。

迄今为止,尽管有一定深度的研究报告层出不穷,但有关人民币的“均衡汇率”究竟处在何种水平,依然是“公说公有理,婆说婆有理”,难以形成共识。有观点认为人民币明显高估,但也有人认为人民币并不存在高估,离均衡汇率不远。因而,“一步到位”的“位”在哪里,并不清楚。从国际经验看,均衡汇率水平是市场经过较长时间运作出来的。有关人民币均衡汇率的研究在很大程度上仍处在学术探讨层面,难以成为实际操作的指南,更谈不上准确确定。因此,人民币贬值“一步到位”,究竟去向何方?而在市场上却始终存在一种倾向,即强烈希望将建立在偏重学术研究和过于理想的主观判断之上的政策建议付诸实践。

众所周知,市场出现超调是常见现象,几乎可以说是市场规律。既然人民币汇率形成机制是有管理的浮动汇率制,而离岸人民币汇率波动基本上已市场化,人民币汇率就必然存在不小的随机性。在均衡汇率难以准确定位和汇率波动有较大随机性的条件下,实施理想中的“一步到位”贬值必然会出现超出预期的调整。这意味着即使市场明白均衡汇率在哪里,但汇率波动也会大幅超过这一水平形成剧烈振荡,更何况市场本就并不清楚均衡汇率水平在哪里。因此,所谓“一步到位”贬值势必成为

“空中楼阁”而难着边际。加上投机力量乘机推波助澜,届时人民币很可能出现难以想象的剧烈贬值。这种惨烈景象在部分发展中国家的金融危机中似曾相识,其结果必然是经济体发展水平大幅倒退。亚洲金融危机中韩元出现超过100%以上的剧烈贬值,是外汇储备耗尽后货币当局只得听任汇率随波逐流。为避免汇率进一步贬值,在IMF的指导和要求下,韩国货币当局大幅提高利率,经济遂出现了严重衰退。

既然现阶段人民币均衡汇率水平难以清晰界定,而市场汇率又往往会出现超调,那人民币为什么要“一步到位贬值”呢?那样做岂不是先放弃已有的防御阵地,退避三舍再说。在当下中国经济下行压力依然较大、中美货币政策分化和资本流出压力明显加大的形势下,人民币存在阶段性贬值压力乃至较大的贬值预期并不奇怪,人民币随市场供求关系出现阶段性、一定程度的贬值应属合理,也可以接受;而在退往何处都不太清楚和退却过程中还可能遭受投机力量攻击的情况下,先放弃已有的阵地,实非明智之举。在当今国际政治和经济环境下,那些不愿意看到中国崛起的势力和国际投机力量会毫不犹豫地觊觎并推动新的退避三舍局面的出现,届时很可能会出现一发而不可收拾的局面,甚至陷入“自毁长城”的境地。

其实,“一次性大幅贬值”或“一步到位贬值”有点“任性”。殊不知,与很多经济变量不同,汇率属于较为典型的国际变量。汇率变动牵动着利益攸关国家的神经,尤其是贸易伙伴国。对他国经济具有很大影响的主要国家货币汇率波动,尤其是政府明显主导

的,必然会引起国际范围的高度关注甚至强烈反弹。现阶段,中国有没有“任性”的充要条件呢?不错,中国已经是一个大国,实力不可谓不雄厚。但我们也必须清醒地看到中国作为大国的一些特点:发展中国家、非西方阵营、正在崛起,排行老二且与老大实力差距明显。这些特点决定了,我国既不可能像某超级大国那样在政治、军事及货币金融领域为所欲为,他国虽可口诛笔伐却也奈何它不了;也不可能像某些中小型新兴经济体那样大刀阔斧推行政策而不太引人关注;更不要奢望像西方阵营中的某些经济体实施“以邻为壑”政策,还可以被该阵营一定程度上包容。

如果实施所谓“一步到位的贬值”,虽然资本流动在很大程度上左右短期汇率已成为共识,但美国仍会以中美贸易的巨大不平衡为由诟病人民币贬值,甚至会采取相应的措施。欧盟目前是我国最大的贸易伙伴,人民币若一次性贬值幅度过大,自然会触痛其利益,届时不排除欧盟跟随美国起舞的可能性。东亚国家的产业结构与中国紧密相连,中国早已成为这些国家最大的出口市场之一。人民币大幅贬值必然引起这些国家采取竞争性贬值的举措跟进,从而带来区域性的货币战。考虑到中国已是第一贸易大国,人民币大幅贬值必然引起全球贸易伙伴不同程度的针对性举措,全球范围的货币战难保不会发生。中国作为一个非西方阵营的崛起中大国,未来一个时期内,负责任的姿态和良好的国际形象至关重要,中国还远没有到可以“任性”的时代。更何况“一次性大幅贬值”或“一步到位贬值”明显含

有行政操作的意味。通常,市场供求关系带来的汇率变动会有一个渐进的过程。而多年前我国货币当局也早已明确表态,今后不再实施一次性升值和贬值的举措。因此,再次推行“一步到位贬值”举措,必然有损于货币当局乃至于政府的声誉。到那时,说再多的“人民币不存在长期贬值基础”也将无济于事。

除了“国际变量”,汇率还有两个值得注意的特点:一是战略变量。人民币汇率需要从我国经济的长期发展着眼,应有助于产业结构升级和转型、技术进步,以及区域经济结构的改善。很显然,“一次性大幅贬值”与我国的战略需求应该是背道而驰的,至少也是格格不入的。当前人民币存在对美元适度贬值以减轻出口压力的需要,但却不存在一次性较大幅度贬值以解救整个出口产业的需求。毕竟我国出口份额已是全球第一,而且近几年仍在走高,货物贸易顺差也在不断扩大;而资本和金融账户虽有逆差,但规模不大,国际收支整体上仍为顺差。从这一点上看,似乎人民币实际有效汇率适度升值是合理的。作为一个全球出口第一和贸易顺差第一的国家,居然还要搞一次性大幅贬值,逻辑上似乎是“南辕北辙”,实践上也有些太过“任性”。二是综合变量。国际经济关系和本国长期发展战略等综合性因素,决定了主要国家货币汇率很难在短期内给出一个十分确定的均衡水平,而是随着政治、经济和地缘等各种作用因素的强弱变化而变动,其合理水平应该是个浮动区间。因此那种过于强调汇率测算技术或者过度强调汇率学术研究的做法,我们认为是不可取的。

三、发挥外汇储备的功能正当其时

以是类似的,即在市场上适度投放外汇以防止人民币过度贬值,因而消耗一定规模的外汇储备也是可以理解的。而从削弱贬值预期和打击投机活动的实际需要来看,外汇储备的消耗也是不可避免的。反过来说,如果不动用外汇储备稳定外汇市场,不排除2015年人民币汇率有出现更大幅度的贬值。事实上,早在2009年,当我国外汇储备突破2万亿美元大关之后,很多市场声音认为外汇储备偏多了。而目前外汇储备虽明显下降但仍在3万亿美元以上,市场却又出现了不接受这一结果的强烈反响。

从国际上看,德国马克的国际化进程中,正是将大量外汇储备作为准准基金,调节马克汇率,维持了稳定的币值和汇率,从而奠定了马克的国际信誉,最终使其成为国际硬通货,也为后来欧元的诞生奠定了坚实基础。可见,尽管外汇储备在各国发挥作用的形式和使用方法有所不同,但其作为避免汇率大幅波动并减轻资本流动冲击的基本用途是一致的。从这一点上看,外汇储备的本质是手段和工具。尽管外汇储备是对外资产,象征国际财富,但其主要功能是平衡国际收支和稳定本国汇率。当资本流动和本币汇率大幅波动影响本国经济时,外汇储备“该出手时就出手”。既不能怕“财富损失”而舍不得花销外汇储备;也不应

为了保持强大的国际信用保证而抱着高额外汇储备不放。那种任凭市场剧烈动荡和金融风险陡增而不赞成用外汇储备进行干预的想法,显然是本末倒置的。

对于目前外汇储备消耗问题,我们认为大可不必忧心忡忡。2015年我国外汇储备大幅下降是由多重因素导致的,包括央行在外汇市场的操作、非美元货币贬值、市场主体资产负债结构调整及储备支持“走出去”的资金运用等。但主要的原因还是人民币贬值预期下一定规模的短期资本流出。

如果通过消耗一定数量的外汇储备可以有效减缓贬值预期,稳定人民币汇率,为我国的结构性改革及经济触底回升赢得时间,那么这种消耗就是值得的,也可以说外汇储备恰到好处地发挥了功能。

当前,我国的外汇储备仍然充裕,可运作空间较大。国际上,一般认为外汇储备如果能够满足3~4个月进口额,或者满足偿还30%的短期外债需求就比较充足。按照这些标准,我国维持1万亿美元左右的外汇储备就足够了。当然,最近两次危机表明这种观点已经过时了。按照外汇储备与M2比率来衡量,2万亿美元左右的外汇储备可能是较为充足的。因为对固定汇率国家而言,这一比例一般为10%~20%,而中国目前已是有管理的浮动汇率制。而且我国仍存在

一定程度的外汇管制,必要时还可以适当加强,存款短期内流出10%几乎不可能发生。综合经济规模和国际收支状况考虑,我国目前维持2万亿美元左右的外汇储备可以认为是基本适度的。近年来,随着“藏汇于民”的发展,除了官方的外汇储备之外,目前我国金融机构和企业还拥有2万亿美元左右的境外资产,这其中的部分资产从广义上看也是一种潜在的国际清偿力,必要时可以通过政策工具促其回流。

随着人民币国际化的推进,人民币一定程度上已是国际结算货币,我国货币当局已与三十多个国家签订了货币互换协议,人民币加入SDR货币篮子也将于2016年10月1日正式生效,未来人民币在储备货币中的地位将持续上升。保守估计,未来五年左右,可能会有约1万亿美元流入人民币资产,这都有助于在一定程度上降低外汇储备的消耗。因此,对于外汇储备减少,不必过度恐慌。当然,究竟多少外汇储备才算合适并没有标准的答案,但从各国对中国经济增长的信心、中国国际收支状况、人民币国际化程度及监管层对资本流动的引导和管理能力等综合来看,目前中国的外汇储备还是比较充裕的。从长期来看,随着中国经济企稳、人民币汇率趋向均衡合理水平,国际资本将呈现有进有出的双向波动态势,我国外汇储备有增有减亦将成为常态。

四、多举措保持汇率基本稳定

干预操作应精准使用,每次干预应真正打痛投机者,以达到震慑一批的目的。

谨慎实施汇率市场化改革。当前的内外部环境可能并不是大力推进汇率市场化改革的较好时机,可待内外部条件改善时,再适时加快推进汇率形成机制改革。目前,可考虑继续通过调节离岸市场人民币银根来掌握离岸人民币汇率的定价权,适时抬高做空投机者的成本,增加其杠杆,从而有效调控市场,稳定汇率。为缩短汇率决策流程,提高快速反应能力,建议可考虑由国务院授权货币当局在一定目标区间内自行决策、相机调控汇率。在人民币贬值压力较大、市场悲观情绪占主导地位的情况下,货币当局应及时与市场进行有效沟通、让市场充分理解政策意图,从而正确引导和管理市场预期。

理性审慎地推进资本和金融账户开放。当前和未来一个时期,从市场需求和国家战略的角度看,有必要进一步推进资本和金融账户开放。但在目前国际环境和国内状况下,进一步开放资本和金融账户风险较大,因此,宏观上应审慎,微观上应稳健。在当前资本外流和汇率贬值压力较大的情况下,建议合理和稳妥地设计资本和金融账户基本开放的步骤和路径,采取先试点、再推广的策略。诸如个人对外实

业投资、不动产投资和证券投资等敏感领域的开放,尤其应谨慎。建议进一步依托上海自由贸易试验区的制度创新优势,在区内进行开放

创新试点,并对区内与境内境外进行隔离。合理做好征收托宾税的制度安排,以提高对危机的反应和处置能力。在资本和金融账户开放进一步推进时,应确保并加强市场干预能力,以有效应对市场发生的动荡。

保持人民币主要资产价格平稳运行。建议对股票发行注册制改革做好顶层设计。对实施注册制所需的相关配套制度要有相应的安排,协同推进。事前对注册制实施可能产生的影响进行全面、系统地分析、模拟和预判,防止类似熔断机制的经历再次出现。与股市类似,债市的杠杆风险主要来源于场外,建议做好事前排查摸底工作,密切监控,但也不宜立即予以限制,以免造成市场恐慌。对债市风险进行警示,合理引导市场预期。对可能出现的债券违约提前进行预警,提醒投资者做好准备,理性投资。从长期看,还应着力于优化债券发行、改变多头管理等制度改革上加大力度,做好债券市场可持续发展的基础性工作。总之,对这些市场化程度已经很高的金融市场,监管者需要更多地按照市场规律顺势而为、疏堵结合,而不是一味地管制和干预,避免成为市场的对立面。

加快综合金融监管体系建设,尽快提升市场化、综合化的监管能力。建议按照功能监管的思路,将金融监管对象由特定类型的金融机构转变为特定类型的金融业务,以适应金融不断创新的需要,把新业务、新产品、新机构及时纳入到金融监管体系之中,及时处理和解决监

管中发现的问题。建议短期内在现有机制的基础上,尽快建立统一的金融监管协调机制,实现宏观调控政策和监管政策的协调,以及监管信息共享,切实加强对系统性风险的评估、分析、识别和防范。应加快步伐研究统一监管体制,以从根本上提升综合监管能力,有效控制系统性风险的发生。

尽快建立系统性金融稳定机制,提高对金融危机的预警、防范和处置能力。从战略高度和国家层面部署和推进金融风险防范工作。建议继续有效发挥国务院应对国际金融危机小组的关键作用,促其一定程度的实体化和常态化,赋予其适当的决策权力和管理职能。尽快建立与国际接轨的跨境资金流动统计监测体系,针对性地开展情景分析和压力测试,以前瞻、透明地监测跨境资本流动。密切跟踪监测风险状况,做好风险监测和预警。建立境内与境外联动的风险预警机制,与境外主要人民币离岸市场的监管部门加强协同联动、信息共享,就离岸人民币汇率、利率、股票、债券等价格异动、资金异常流动等信息及时进行沟通反馈。为稳定市场,境内与境外监管部门应就联合干预市场的条件、时机、方式以及成本分摊等事项事先协商确定。建立外汇管理应急机制,提前布局能够控制资本流动的有效措施,包括临时征收托宾税、额度控制以及设置外币兑换审批程序,一旦出现危机隐患,可以通过提高税率、收紧额度、延长审批时间等措施控制资本外流。