

# 能否走出外汇储备与汇率稳定的两难

文 / 郑联盛



郑联盛  
经济学博士，  
中国社科院金融研究所  
副研究员

2014年以来，由于美国逐步退出量化宽松货币政策，美联储货币政策框架逐步从危机模式转向为正常模式。在这个过程中，以美元为核心的国际货币体系的不对称性充分显示出来，美国政策的外溢效应对其他经济体带来了重大的影响。特别是2014年以来，美国与其他经济体的政策开始出现日益显著的分化，使得包括中国在内的外围经济体经济状况走弱，金融风险凸显，资本流出显现，金融货币体系稳定遭遇较大的考验。

在美元走强过程中，外围经济体货币承担了较大的贬值压力。2014年初至2016年底，在美国货币走向正常化过程中，外围经济体货币大多呈现程度不一的贬值态势，贬值前十位的国家分别是埃及、阿根廷、尼日利亚、哈萨克斯坦、俄罗斯、土耳其、塔吉克斯坦、墨西哥、格鲁吉亚、蒙古国，其货币贬值幅度从163.4%到50%不等。缅甸、匈牙利、马来西亚、罗马尼亚、伊朗等国货币同期贬值亦超过30%。尼克松时期美国财政部长约翰·康纳利的名言——“美元，我们的货币，你们的问题”，在2014年以来的全球汇率市场中又充分显示出来。

伴随货币走弱的是资本呈现流出的态势，外汇储备亦呈现明显的下滑特征。中国和印度是新兴经济体中货币贬值幅度较小的经济体，分别贬值约14%和10%。即便如此，国际资本流动出现了流出中国等新兴经济体的态势，加上国内经济下滑的因素，国内出现资本流出趋势被强化的态势。2014年第二季度至2016年第三季度，我国国际收支已经出现了十个季度的连续资本净流出，非储备性质的金融账户逆差在2016年第三季度达到了2073亿美元，为历史最高水平。2016年外储规模下降3198亿美元，外汇储备从2014年二季度末最高的3.99万亿美元萎缩至2016年底的3.01万亿美元。

外汇储备的变化是多重因素引致的，对其下滑需要理性的认识。一是基本面因素。由于我国国内经济下滑，而美国经济相对向好，二者之间的竞争力差异以及投资收益率预期在发生变化，汇率走弱和资本流出成为了基本面的阶段性反映。二是价格面因素。在汇率及其相关的资本流动中，利率和物价的变化及其相关的利率平价和购买力平价是重要的中短期变量，而这两个要素

的变化暂时是不利于我国的。三是市场面因素。由于市场预期从人民币升值逐步转向人民币贬值，而且人民币贬值的预期被内部经济景气状况和美国政策转向所强化，市场对于人民币汇率贬值的预期在强化。不管是外汇市场内生的投资行为，还是企业居民能动的结售汇及资产配置，抑或是货币当局具有针对性的外汇市场操作，最终都可能导致官方外汇储备的下降。四是计价的因素，即外汇储备的估值效应。由于外汇储备最终以美元计价，在美元升值的条件下，估值效应为负造成外汇储备规模下降。最后是结构性因素。外汇储备具有国民财富的属性，居民或企业增持外汇的过程就是外汇资产从中央银行资产负债表资产端转移到居民或企业的资产端的过程，部分外汇储备的减少实际上对应的是居民或企业外汇资产的增加。

外汇储备下降并不可怕，但是，外汇储备与汇率稳定之间的两难选择有可能会造成严重的后果。中国以消耗外汇储备的方式来维持汇率的稳定是不可持续的行为。这种可持续性取决于两个核心要件：一是美元的走势；二是市场的预期。从理论上说，我国经济增速仍然较高，国际收支仍然为正，外汇储备仍高达3万亿美元，人民币是没有长期贬值的基础。但是，从市场博弈的角度，外汇储备消耗可能造成对人民币汇率稳定的负面冲击，且二者会相互反馈而造成汇率贬值与储备消耗的循环。如果美元继续保持强势，人民币贬值预期就难消除，这个循环就难以打破，最后的结果可能是，一种基本面相对强势的多头货币会被市场相对悲观的预期搞成一种空头货币。

汇率弹性增加，可有效将我国从“保卫”外汇储备和维系汇率稳定之间的权衡中解脱出来。目前国内的金融风险在日益显性化，如果美联储持续加息、政策逐步转向正常化，那么，中美之间货币政策方向的分化可能日益明显，而美国的货币政策具有极其明显的外溢效应，人民币贬值的预期可能被强化。扩大人民币汇率弹性，发挥市场的价格决定作用，同时，密切注视、有效应对短期资本流动，做好风险防范预案，将有助于货币当局从“保卫”外汇储备战中解放出来。如果未来美元强势和外储消耗的预期较为明显，那么，增加汇率制度弹性的改革越早越好。■