

张明

zhangming@cass.org.cn

本文已发表于《财经》杂志 2017 年第 1 期

## 为了避免外汇市场出清，我们失去了什么？

张明

本轮人民币兑美元贬值预期始于 2014 年年中，但在 2015 年 811 汇改后迅速放大。在 811 汇改过程中，央行主动放弃了中间价管理这一曾经得心应手的工具，而让中间价在更大程度上参考收盘价。由于当时市场上存在较大的贬值压力，811 汇改后，人民币兑美元汇率一度快速下跌。

由于害怕人民币兑美元汇率下跌引发金融市场波动，并造成其他不利冲击，811 汇改后不久至今，央行一直在致力于缓解人民币兑美元的贬值幅度。这种延缓市场出清的做法的最大问题在于强化了市场的贬值预期，进而加剧居民与非居民的卖出人民币买入美元的行为，最终造成更大规模的资本外流。

迄今为止，央行用来稳定外汇市场的主要措施包括：一是重新调整人民币兑美元汇率中间价定价机制；二是加强资本流出管制；三是对离岸人民币市场进行干预；四是动用外汇储备干预市场。问题在于，这四种措施本身都有着不菲的成本。

央行在 2015 年年底推出 CFETS 货币篮，并从 2016 年初转而实施“收盘价+盯住篮子”的中间价定价新机制。在 2016 年上半年美元指数疲软的时期，新机制的实施似乎稳定住了贬值预期与资本外流。然而，随着 2016 年下半年美元指数重新走强，即使在新机制下，人民币兑美元汇率依然会持续贬值。最近为了缓解新机制下人民币兑美元贬值压力，央行又将 CFETS 篮子货币由 13 种增加至 24 种。换言之，虽然 811 汇改至今只有不到一年半时间，但人民币兑美元中间价定价机制已经发生两次重大变化，这自然会削弱市场对于人民币汇率制度的信心，以及引发对央行政策的稳定性与前瞻性的质疑。

对资本外流加强管制，的确有助于缓解资本外流与人民币贬值压力。然而，我们也不能忽视过于严格的资本管制对于资源配置的扭曲作用。例如，相关研究表明，过严的资本流动管制将会显著提高中小企业融资成本。此外，据说现在的资本流动管制已经不限于资本账户，也开始影响到经常账户下的外资企业利润汇回等项目。换言之，过于严格的资本账户管制会降低国内外主体对于中国经济的信心，也会削弱中国市场对外国投资者的吸引力。

离岸与在岸人民币汇率价差如果拉大，的确容易引发做空等投机行为，从而给在岸人民币汇率带来更大的贬值压力。因此，央行开始收紧离岸人民币市场的流动性，并且开始间接干预离岸人民币汇率。然而，这样做的问题在于，香港离岸人民币市场已经不再是一个真正由市场供求决定汇率的离岸市场，其价格发现的功能将会大打折扣，这也会对人民币国际化进程产生负面影响。

持续动用外汇储备干预市场的结果，是中国外汇储备的快速缩水。中国外汇储备存量已经由顶峰时期的 4 万亿美元下降至目前的 3 万亿美元左右。外汇储备是过去中国通过持续的贸易顺差积累起来的宝贵财富，理应有更加适宜的用途（例如进口中国亟需的资源、技术、人力资本等），而不应该在外汇市场上简单地卖掉。此外，如果未来外汇储备继续快速缩水，这将会降低市场主体的信心，引发更大幅度的贬值压力。

综上所述，维持人民币兑美元持续渐进贬值（而非一次性调整到位）的做法，面临的成本是相当高昂的。笔者希望，在经过风险调整的成本收益计算后，中国央行能够下定决心，继续增强人民币汇率形成机制弹性，只有这样才能真正实现汇率的双向波动、消除人民币单边贬值预期，也可能在央行的手脚从汇率的束缚中解脱出来。

（笔者为中国社科院世经政所研究员）

**IIS 简介：**国际投资研究系列（International Investment Studies）是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧璐，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、高蓓、陈博、刘洁、黄瑞云与赵奇锋。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

**责任条款：**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投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。