

Policy Brief No. 18.007

Mar.22, 2018

徐奇渊

xuqiy@163.com

人民币汇率走向充分弹性：条件逐步成熟¹

多年以来，人民币汇率形成机制缺乏弹性，对货币政策构成了一定掣肘。从某种意义上而言，中国现有的货币政策框架，实际上就是以汇率政策为出发点而展开的。甚至在一定意义上，“中国的货币政策就是汇率政策”、“货币政策以汇率为纲”。这种观点不一定完全准确，但是，却道出了中国货币政策事实面临着的、尴尬的约束条件。

由于汇率形成机制缺乏足够弹性，极易形成单边升值预期、或单边贬值预期。无论是哪一种情形，我们都能看到类似的传导机制，即：汇率缺乏充分弹性→市场的单边预期→央行被动进入外汇市场进行干预→外汇储备、基础货币的大幅波动→各种正向、反向的冲销干预联动，甚至对资本项目实施“宏观审慎管理”。这一系列的冲销干预，带来了各种难以估算的显性、隐性成本。

市场的心已动，而汇率的幡未行——汇率形成机制缺乏充分弹性的背景下，汇率波动牵一发而动全身。在现行汇率制度下，汇率为“纲”、“纲”举目张。不过，从中期的角度看，目前改变这种汇率为“纲”的时机，可能正在渐趋成熟。

首先我们来看：为什么决策者偏好人民币比较稳定的汇率制度？从政策目标来看，维持汇率稳定有两个出发点：其一是为了稳定出口，从而稳定就业。通常在升值预期下这方面考虑较多。其二是为了保证金融系统稳定、不发生危机，这通常是在贬值预期下考虑较多的问题。决策者的偏好可能比较稳定，但是从经济环境来看，中国选择汇率制度所面临的约束条件正在发生着深刻变化。这些约束所形成的天时、地利，加上人和的因素，将有望改变汇率制度与上述政策目标之间的矛盾关系，从而成就中国汇率制度的转型成功，以及成熟货币政策框架的真正确立。

¹本文已经发表在 FT 中文网

首先，近年来出口依存度有显著下降。2006年，中国出口的GDP占比高达35.4%。此后这一比例几乎呈现单调下降，到2017年该比例仅为18.5%。后者几乎是前者的一半。从长期趋势来看，出口作为中国经济的发动机之一，其重要性正在下降。中国作为一个“贸易大国”的角色已经毫无争议，商务部也开始更加强调“贸易强国”的理念。而中国企业在全球市场摸爬滚打多年，其竞争力已经对汇率波动具有了一定的承受能力。在“贸易大国”的成长中，汇率稳定起到了重要作用，但是在“贸易强国”的建设中，汇率因素的作用将有所减弱。

其次，新增就业不再成为一种压力。保增长是为了保就业，而目前的就业已经不再是一个大的问题。2010年至2013年，城镇新增就业人数从1168万增至1310万，指标年均增长近50万。而从2013年开始，城镇新增就业人数几乎没有增长，2017年该指标为1351万，4年间平均增长仅10万，其中一些年份甚至出现了负增长（2015年）、或接近零增长（2016年），但是总体的就业形势也保持了基本稳定。另一个指标是，2014年中期以来，制造业和非制造业加权的PMI就业分项指标，也一直低于荣枯线50，这表明制造业总体的就业需求量一直在萎缩，但是社会总体工资水平（包括实际工资水平）仍然保持着一定的增速。可见，在人口老龄化、就业压力下降的背景下，为了保就业而保出口、稳汇率——决策者已经缺乏这方面的政策动机。

再次，中国正在积极扩大进口、实现国际收支平衡。结合两会期间的政府工作报告，其中提到“积极扩大进口”，为历年来对进口表态最为积极者。关于进口，政府工作报告中就直接提到了：“积极扩大进口，办好首届中国国际进口博览会，下调汽车、部分日用消费品等进口关税。我们要以更大力度的市场开放，促进产业升级和贸易平衡发展，为消费者提供更多选择。”具体来看，除了鼓励先进技术、仪器和设备的进口，下调汽车、部分日用消费品等进口关税之外，中国还在推动一系列**进口贸易的平台建设**。例如，目前已有的**进口贸易促进创新示范区**，以及在积极筹备中的**首届中国国际进口博览会**。后者将在2018年11月举办，为此，商务部已经正式成立了中国国际进口博览局，专门负责博览会的实施方案。可见，商务部的政绩理念，也从出口创汇转向积极扩大进口、推动国际收支平衡。从传统意义上而言，商务部代表出口部门坚持稳定汇率的立场，将可望看到有所弱化。这将有利于就汇率政策、汇率制度的态度，在更高层面达成一致。

第四，金融监管架构重塑之后，监管部门对金融风险的清理整顿将更加有力。2017年7月，全国金融工作会议把防范系统性风险放到了突出的地位。2017年10月的十九大，更是将防范系统性金融风险列为三大攻坚战之首，这充分显示了中央政治局整顿金融秩序的决心。2018年3月的政府工作报告，则对未来一年的工作做了具体布置，地方政府债务问题成为2018年的工作重点。同时，金融稳定发展委员会的设立，银监会、保监会合并，以及相关主管副总理的任命到位，都将为金融监管的全面整肃铺平道路。2016年之前的问题是缺乏监管，2017年则一度出现了监管共振，2018年开始，各条线监管部门的协调性将会逐渐增强，监管的穿透能力也将会有明显提升。在此背景下，金融市场在更加稳定和健康的轨道上发展，也将为人民币汇率真正实现浮动（甚至资本账户的更大开放）提供更为坚实的市场基础。

最后，中国央行所面临的外部环境也在发生着深刻的变化，人民币汇率走向弹性的时间窗口期将再次到来。人民币汇率要走向充分的浮动，时机选择至为重要。在单边贬值预期下

放开人民币汇率，容易招致国际市场的攻击，甚至导致货币危机，因此风险较大。而在一定的升值预期下，或者存在双边预期的条件下，人民币汇率放开的风险则要小得多。从美国方面来看：其一，美元指数已经进入了一个相对弱势的通道，而且这也恰恰是美国财政部、以及美国政府所乐见的。2018 年达沃斯论坛上，美国财长努钦也曾明确表示，美元走弱对美国有利。同时，特朗普总统也极为重视国际收支逆差问题，希望通过各种渠道来减少美国的国际收支逆差。任期内要在这方面取得显著进展，特朗普总统肯定不愿意看到美元的大幅升值，尤其是对美元对人民币的大幅升值。

免责声明：

本报告为非成熟稿件，仅供内部讨论。版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所经济发展研究中心、国际经济与战略研究中心所有，未经本中心许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，我们保留法律追责权利。

联系邮箱：xuqiy@163.com