事实胜于雄辩：关于中国外汇政策的反思与前瞻

◎管　涛

摘要：本文从外汇政策“不可能三角”视角入手，以结果为导向，阶段性地检讨前期中国的汇率政策、外汇储备干预和资本流动管理等政策措施。重塑公信力是汇率维稳成功的关键；前期贬值压力下汇率浮动的风险不可低估。外汇储备是留着用的，不是攒着看的；保外汇储备不是保规模，而是保信心。前期加强资本流动管理是情非得已，对资本流动管理的效果需要客观评价。结论和建议包括：应对资本流动冲击的汇率、储备和管理三个外汇政策工具各有利弊，政府必须排出政策目标的优先次序；实现外汇政策目标的关键在于取信于民；资本流动管理要熟悉、了解国际规则，在遵守规则的基础上实施管理；资本流动管理只应作为临时性的手段，一旦市场趋稳应及时调整。

关键词：外汇政策　反思　前瞻

应对资本流动冲击，外汇政策存在“不可能三角”，即要么动汇率，要么动外汇储备，要么加强资本流动管理，不可能三个工具一个都不用（管涛，2016）。2015年“8·11”汇率改革以来，人民币汇率先跌后涨，跨境资本流

作者管涛系中国金融四十人论坛高级研究员。

?1994-2018 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

动形势趋稳。现在正好可以结果为导向，阶段性地检讨前期中国的汇率政策、外汇储备干预和资本流动管理等政策措施。

一、关于汇率政策

（一）重塑公信力是汇率维稳成功的关键

“8·11”汇率改革以来，人民币汇率曾经一路急跌，到2016年底引发了保汇率还是保储备之争。进入2017年却峰回路转，人民币兑美元不仅没有破7，反而全年升值6%以上（见图1）。

诚然，2017年初以来，美元由强转弱是人民币升值的必要条件，却非充分条件。2016年上半年，在6月底英国脱欧公投通过之前，美元指数下跌了5%，由于市场顺周期行为，同期收盘价相对当日中间价总体偏弱，拖累中间价，总体依然下跌（中国人民银行货币政策分析小组，2016）。2017年初仍存在类似行为，直到5月底引入“逆周期因子”后，人民币才加速升值（中国人民银行货币政策分析小组，2017）。

图1　“8·11”汇率改革两年多以后人民币汇率回到了起点

资料来源：国家外汇管理局、中国外汇交易中心、中国金融四十人论坛。

?1994-2018 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

理论上讲，有管理浮动汇率选择的“中间解”存在市场透明度和政策公信力问题，在货币攻击的情形下往往多重均衡会出现坏的结果，货币最终崩盘（易纲、汤弦，2001；管涛，2017a）。如果2017年国际上美元不是贬值而是升值，人民币恐怕也不宜对美元贬值。因为从2016年下半年的经验看，当时美元走强情况下，人民币对美元大幅下跌，虽然人民币汇率指数保持了基本稳定，却没能稳住市场预期。2017年，依据中间价定价机制的人民币升值，才是汇率维稳成功的关键。在外汇供不应求的情况下（见图2），全年人民币兑美元升值6%以上，让人民币多头赚了钱、空头赔了钱，增强了汇率政策公信力，平抑了市场恐慌，使跨境资本流动回归基本面（管涛，2017b）。

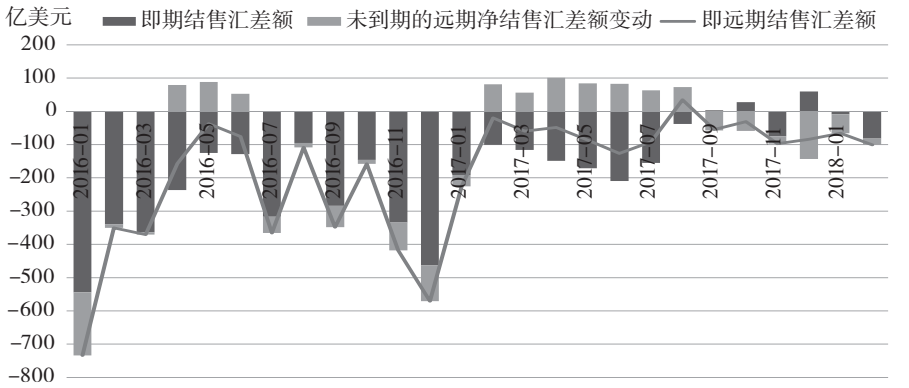

图2　“8·11”汇率改革以来中国境内外汇持续供不应求

资料来源：国家外汇管理局、中国金融四十人论坛。

（二）前期贬值压力下汇率浮动的风险不可低估

“8·11”汇率改革以来，余永定等（2016）主张人民币汇率应该一浮到底。对此，不应简单予以否定。因为关于最优汇率选择的基本共识是，没有一种汇率选择适合所有国家以及一个国家所有时期（Frankel, 1999）。汇率固定、浮动、有管理浮动各有利弊，只是每种选择的利弊事前难以评估。如果把浮动作为抑制资本外流、储备下降的解决方案，就有必要事先对其可能产生的风险有所估计。

?1994-2018 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

无疑，在当时环境下，浮动以后人民币超调性质的过度贬值是大概率事件，则以下风险性因素不能低估：一是当前中国经济主要是结构性失衡，汇率只是原因之一，甚至不是主要原因，那么，在经济企稳之前，人民币汇率难言底部。二是理论上人民币贬值有利于出口，但可能会引起国际上的竞争性贬值，招致更多的对华贸易保护主义。对于人民币汇率无序调整的负溢出效应正是当时国际社会的一个主要担心。三是人民币大幅贬值有可能会触发国内恐慌性购汇，威胁银行体系安全。至于用资本管制手段来遏制资本外流，2016年的实践证明，在贬值压力下效果不尽理想，对于个人用汇的管理尤其敏感谨慎。四是虽然中国官方统计的总体货币错配问题不太严重，但对于大幅贬值后可能引发的外债偿付风险仍不能掉以轻心，特别是有可能会冒出意想不到的情形（管涛等，2017）。

实证研究表明，金融稳定是汇率成功转型的一个重要条件（Mancini-Griffoli, 2017）。英国和新加坡之所以分别在1992年欧洲货币危机、亚洲金融危机期间货币大幅贬值，却没有发生银行业危机，是因其金融体系稳健。当时，中国显然不属于这种情形。

当前，我国汇率双向波动、市场预期分化、外汇供求平衡。同时，自2016年底以来，中国宏观调控的重点从“稳增长”转向“防风险”。随着货币政策渐趋稳健中性、金融监管全面加强，金融风险或在不久的将来得到一定程度的化解（IMF，2017a）。这些又为汇率市场化改革打开了时间窗口。然而，改革就意味着改变，改变就是不确定，不确定就是风险。因此，深化人民币汇率机制改革，需要在情景分析、压力测试的基础上做好应对预案，从最坏处打算，争取最好的结果。

二、关于外汇储备

（一）外汇储备是留着用的，不是攒着看的

长期以来，中国政府对外汇储备问题还有一个认识，即当今世界风云多变，在错综复杂的国际环境下，推进改革开放和发展，保障国家经济安全，

?1994-2018 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

必须有相当规模的外汇储备，应对各种不测之需，确保中国抵御冲击的宏观调控能力（朱镕基，2011a；戴相龙，2001）。这在2015年“8·11”汇率改革以后得到了检验（见图3）。

之所以这次不同于亚洲金融危机时期，动用外汇储备来稳定汇率，主要是早在2006年底中央经济工作会议上就明确指出，中国国际收支的主要矛盾已经从外汇短缺转变为贸易顺差过大、外汇储备增长过快，并提出必须把促进国际收支平衡作为保持宏观经济稳定的重要任务，即不追求外汇储备越多越好。当时外汇储备1.07万亿美元，到2014年6月底峰值时，又额外增加了近3万亿美元（见图3）。

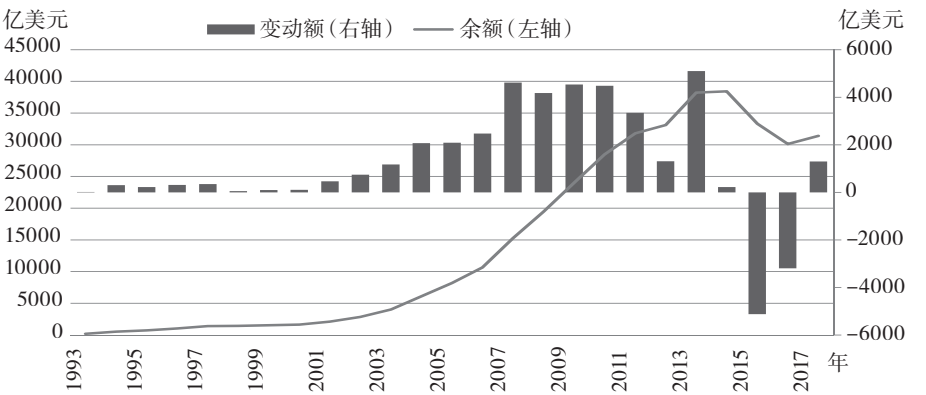

图3　“8·11”汇率改革以后中国外汇储备逐步止跌回升

资料来源：中国人民银行、中国金融四十人论坛。

如果没有充足的外汇储备，应对“8·11”汇率改革后市场动荡时就少了外汇干预的选择。2015年，外汇储备消耗已超过了国际货币基金组织所能随时动用的资源，虽然代价高昂，但避免了形势失控，为改革和调整争取了时间。前期升值压力下超额积累的外汇储备，作为周小川行长所谓典型的“池子”，缓解了资本集中流出对中国实体经济的冲击。与此同时，截至2016年底，中国外汇储备仍相当于22.7个月进口和3.5倍的短债余额。即便比照国际货币基金组织提出的新标准，中国外汇储备依然充裕（IMF，2015；管涛，2018）（见图4）。

?1994-2018 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

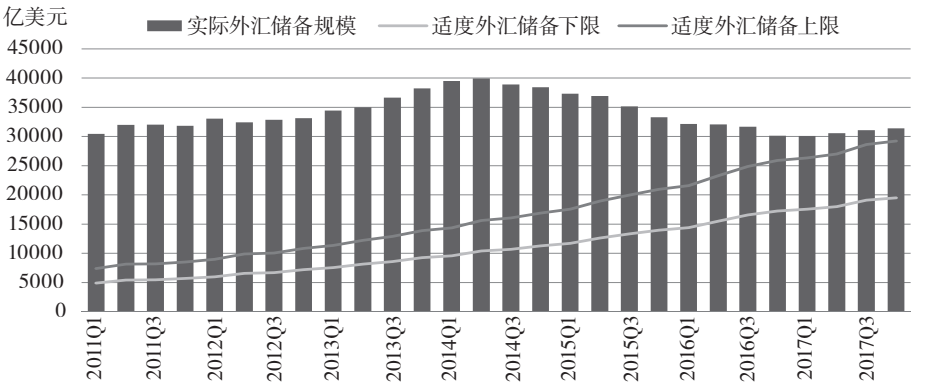

图4　按国际货币基金组织新标准中国的外汇储备依然充裕（无资本管制）

资料来源：中国人民银行、国家外汇管理局、中国金融四十人论坛。

（二）保外汇储备不是保规模，而是保信心

2016年底，当中国外汇储备距破3万亿美元仅一步之遥时，市场上曾经掀起了保汇率还是保储备之争。一派观点认为，人民币汇率浮动是常态，对中国经济影响不大，浮动了也贬不到哪去，不值得一保，而外汇储备是辛辛苦苦攒下来的国民财富，应该倍加珍惜；另一派观点则认为，3万亿美元外汇储备还是太多了，外汇储备减少是好事，是“藏汇于民”，有助于提高外汇资源使用效率，有助于稳定人民币汇率、减少外汇管制。

然而，保汇率与保储备实际是二位一体的。亚洲金融危机期间，中国政府同时提出既要保汇率又要守储备，就是因为认清了这两个问题的实质，即二者都不是绝对水平或规模问题，而是市场预期或信心问题（朱镕基，2011b）。

2016年底，外汇储备的下降与人民币贬值交织在一起，正在形成贬值预期自我强化、自我实现的恶性循环，才引出了保汇率还是保储备之争。这次保汇率和保储备目标同时圆满达成，其背后的政策与市场逻辑是：在内部经济企稳、外部美元走弱的基本面因素帮助下，虽然外汇市场依然供不应求，但人民币对外升值增强了汇率政策公信力，抑制了资本外流，鼓励了资本流

?1994-2018 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

入；反过来，外汇储备企稳，稳定了市场预期，又进一步支持了人民币汇率的稳定（管涛，2017b）。

此外，保汇率还是保储备之争，还忽略了应对资本流出冲击的外汇政策选项还有资本流动管理。根据国际货币基金组织提出的新标准，考虑资本管制因素，赋予广义货币供应量的系数从10%降至5%。在此情形下，2016年底，中国适度外汇储备规模下限和上限分别可降低7200亿美元和1.08万亿美元（管涛，2018）（见图5）。

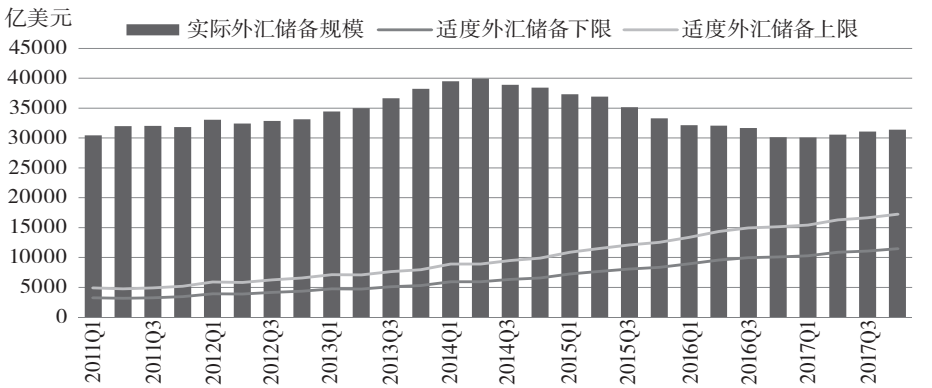

图5　按国际货币基金组织新标准中国的外汇储备依然充裕（有资本管制）

资料来源：中国人民银行、国家外汇管理局、中国金融四十人论坛。

三、关于资本流动管理

（一）前期加强资本流动管理是情非得已

“8·11”汇率改革以后，中国出现了比较大规模的资本流出（含净误差与遗漏），且主要是以受市场情绪驱动的短期资本流出为主（见图6）。在普遍看空的市场情绪驱动下，当时出现了人民币越贬，境内企业和家庭持汇购汇动机越强的现象，这显示汇率杠杆作用失灵。

此时，政策上有两种选择。要么让价格出清市场，则必然是人民币汇率

?1994-2018 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

过度贬值，但其产生的国内金融后果和国际溢出影响具有较大不确定性。要么采取数量干预，包括抛售外汇储备和加强资本流动管理。但外汇储备越降，对市场信心冲击越大，限制资本流出则逐渐成为短期的政策选项。

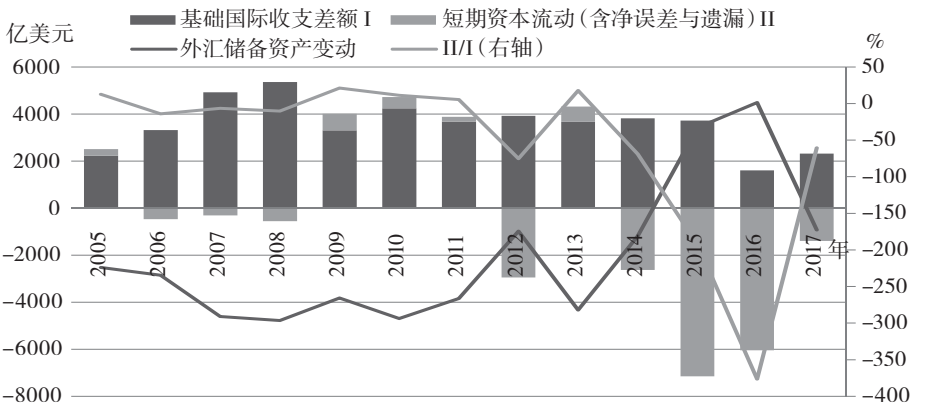

图6　“8·11”汇率改革以后短期资本流动集中流出一度危及国家金融安全

注：（1）短期资本流动=证券投资+其他投资+金融衍生品+净误差与遗漏；（2）基础国际收支差额=经常项目差额+直接投资差额；（3）国际收支口径的外汇储备资产变动，剔除了估值影响，增加为负值，减少为正值。

资料来源：中国人民银行、国家外汇管理局、中国金融四十人论坛。

2016年底，当距离人民币汇率破7、外汇储备破3万亿美元仅一步之遥时，中国转向主要依靠资本流动管理措施，包括规范境外投资、加强真实性审核、实施宏观审慎措施、强化统计监测、鼓励资本流入和结汇等。

（二）对资本流动管理的效果需要客观评价

加强改进资本流动管理，为改革和调整争取了时间。受2016年底出台的一揽子措施影响，2017年伊始，市场普遍预期的购汇高潮落空，离岸人民币流动性抽紧、利率飙升，加之国际市场美元走软，境外人民币汇率连续反弹，带动境内人民币汇率回升，揭开了全年人民币汇率逆袭的序幕（见图1）（管涛，2017b）。

?1994-2018 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

特别是规范企业境外投资，使之回归理性，有效化解了短期资本流动冲击风险。2017年，国际收支口径的对外直接投资净流出同比减少53%，跨境直接投资由上年逆差转为顺差。同期，基础国际收支顺差增加、短期资本净流出减少，后者重新小于基础国际收支顺差，外汇储备资产由上年减少4487亿美元转为增加930亿美元（见图6）。

当然，资本流动管理有效性离不开价格信号的支持。2016年，以加强真实性审核的方式强化了资本流动管理。但在全年人民币兑美元汇率下跌6%以上的情况下，银行购汇减少，结汇也减少，结售汇依然是一个大逆差。2017年，在人民币升值较多的背景下，银行代客购汇同比微降，结汇大幅增长，结售汇逆差减少近80%。而且，随着外汇市场形势趋稳，管理趋于放松。自2017年9月起，一些临时性的管制措施包括宏观审慎措施被取消或者暂停，监管回归政策中性。

四、结论与建议

第一，应对资本流动冲击的汇率、储备和管理三个外汇政策工具各有利弊，政府必须排出政策目标的优先次序。事实上，考虑到人民币大幅贬值有较强的负溢出效应，消耗外汇储备又会进一步打击市场信心，国际货币基金组织未对中国政府前期加强资本管制措施提出异议，只是要求加强政策的一致性和透明度（IMF，2017b）。

第二，实现外汇政策目标的关键在于取信于民。保汇率和保储备都不是保具体水平或者规模，而是保信心、稳预期。解决政策公信力问题以后，2017年，人民币汇率保住了，外汇储备也稳住了。同时，辅之以可信的价格信号，也提高了资本流动管理的有效性。

第三，资本流动管理要熟悉、了解国际规则，在遵守规则的基础上实施管理。要多尝试市场友好型的资本流动管理措施，同时也要多采取基于市场的、价格的宏微观审慎措施。

第四，资本流动管理只应作为临时性的手段，一旦市场趋稳应及时调整。

?1994-2018 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

并且资本流动管理不能替代必要的调整与改革。长远地看，扩大金融对外开放，关键还是要继续深化汇率市场化改革，降低对资本流动管理措施的依赖。另外，实现汇率制度的成功转型，也需要不断防范和化解金融风险。

参考文献

[1] 戴相龙. 外汇储备的适度规模问题. 领导干部金融知识读本（修订本）[M]. 北京：中国金融出版社，2001.

[2] 管涛. 汇率的本质[M]. 北京：中信出版集团，2016.

[3] 管涛，马昀，夏座蓉. 汇率的博弈：人民币与大国崛起[M]. 北京：中信出版集团，2017.

[4] 管涛. 汇率选择“中间解”的中国样本[J]. 国际金融研究，2017a（12）：75-82.

[5] 管涛. 今年人民币升值的政策与市场逻辑[J]. 国际金融，2017b（12）：3-10.

[6] 管涛. 反思对中国外汇储备问题的讨论[J]. 国际经济评论，2018（1）：9-23.

[7] 易纲，汤弦. 汇率制度“角点假设”的一个理论基础[J]. 金融研究，2001（8）：5-17.

[8] 余永定，张斌，张明. 尽快引入人民币兑篮子货币宽幅波动区间[J]. 国际经济评论，2016（1）：9-19.

[9] 中国人民银行货币政策分析小组. 专栏2：人民币汇率机制的运行情况. 中国货币政策执行报告（2016年第二季度）[EB/OL]. (2016-08-05)，http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/3066656/3115274/index.html（2018年4月3日）.

[10] 中国人民银行货币政策分析小组. 专栏2：外汇市场自律机制在人民币中间价报价模型中引入“逆周期因子”. 中国货币政策执行报告（2017年第二季度）[EB/OL]. (2017-08-11)，http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/3307990/3360428/index.html（2018-04-03）.

[11] 朱镕基.“9·11”事件对我国经济的影响和对策（2001年9月27日）. 朱镕基讲话实录（第四卷）[M]. 北京：人民出版社，2011a.

[12] 朱镕基. 关于当前经济形势的若干问题（1998年10月20日）. 朱镕基讲话实录（第三卷）[M]. 北京：人民出版社，2011b.

[13] Frankel, J. No Single Currency Regime is Right for All Countries of at All Time[R] NBER Working Paper, No.7338, 1999.

[14] IMF. Assessing Reserve Adequacy—Specific Proposals[R]. April. http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/121914.pdf, 2015.

?1994-2018 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

[15] IMF. People's Republic of China: Financial Sector Assessment Program: Detailed Assessment of Observation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation [R] IMF Country Report, No. 17/404, 2017a, December 26.

[16] Article IV Consultation—Press Release; Staff Report, and Statement by the Executive Director for the People's Republic of China[R]. IMF Country Report No. 17/247, August 15.

[17] Mancini-Griffoli, Tommaso. Transition and Financial Stability[R], PBC and IMF Joint Conference on "Strengthening Financial and Exchange Rate Frameworks: International Experience and Relevance for China", http://www.imf.org/en/Countries/ResRep/CNH, 2017.

Facts Speak Louder than Words: Reflection and Prospect on China's Foreign Exchange Policy

GUAN Tao

(China Finance 40 Forum)

Abstract: From the perspective of the "Impossible Triangle" of foreign exchange policy, this paper takes results as the guidance, and reviews the policy measures such as exchange rate policy, foreign exchange reserve intervention and capital flow management in the early stage of China. Reshaping credibility is the key to the success of exchange rate stability, and the risk of exchange rate fluctuation should not be underestimated under the pressure of early devaluation. Foreign exchange reserves are reserved, not saved. Foreign exchange reserves are not guaranteed to be of scale, but confidence. In the early stage, the management of capital flow is unwilling. The effect of capital flow management needs objective evaluation. The conclusions and suggestions include the advantages and disadvantages of the exchange rate, reserve and management to deal with the impact of capital flows. The government must prioritize the policy objectives. The key to achieving the target of foreign exchange policy lies in the trust of the people. The management of capital flows should be familiar and understanding the rules of the country and on the basis of compliance with the rules. Capital management should only be used as a temporary means. Once the market stabilizes, it should be adjusted in time.

Key words: Foreign Exchange Policy, Reflect, Prospect

?1994-2018 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net