

# 浮动何足惧

## 外汇市场的基本面、漩涡与出路

张斌 常殊昱

2015年8月11日以来，人民币对美元单边贬值预期和资本流出压力一直没能得到有效缓解。货币当局持续大量干预外汇市场，基础货币投放被动受到影响，贬值压力下的利率政策调整受到掣肘。外汇使用管制加强，企业用汇越发感到不便甚至影响正常商业运营。一方面是宏观当局投入大规模的外汇储备和政策管制资源干预外汇市场；另一方面是外汇市场压力持续得不到缓解并威胁宏观经济稳定。因此，有必要对外汇市场相关政策做出审视和评估，考虑进一步的政策调整。

本文主要回答三个问题：首先，外汇市场供求出现了哪些变化？其次，外汇市场面临的最突出矛盾是什么？最后，采取什么样的政策调整才能化解矛盾，需要采取的政策调整代价如何？文章主要结论如下：

1. 中国仍保持较大的经常项目顺差，但远不足以弥补短期资本净流出，外汇市场供求压力凸显。短期资本流出前期以去外债为主，近期以增加海外净资产为主。
2. 短期资本净流出主要受到三个因素影响：一是前定环境，前期外

---

\* 张斌，作者供职于中国金融四十人论坛，中国社科院世界经济与政治研究所。常殊昱，中国社科院世界经济与政治研究所博士后。

债过度积累；二是冲击，中美货币政策分叉；三是应对措施，当前汇率形成机制下的人民币阶段性贬值与短期资本流出之间的恶性循环。三者当中尤以当前汇率形成机制下的人民币阶段性贬值与短期资本流出之间的恶性循环为主。

3. 在去外债已过阶段性的高峰期、中美利差不再进一步收窄，以及外汇使用管制加强等影响下，资本净流出局面有望好转。走向浮动汇率体制迎来更好时机。

4. 从国际经验看，类似中国这样的经济基本面出现大贬值的概率很低。即便有较大幅度贬值对实体经济也是利好。浮动汇率并不要求完全放弃外汇市场干预，自由浮动或者宽幅区间浮动都有利于平抑短期资本流动和维护宏观经济稳定。

5. 中国应减少对外汇市场的干预，以浮动汇率价格而不是对外汇的管制措施应对短期资本流动冲击。给定中国的经济基本面，汇率浮动不足惧，人民币即便贬值，空间也很有限，贬值对实体经济冲击有限且利大于弊。

## 外汇市场基本面

这里把外汇供求背后的交易区分为两大类型：第一，中长期力量驱动的交易，包括经常项目和国际直接投资项目下的各种交易；第二，短期力量驱动的交易，包括证券投资和其他投资项目下的各种交易。

有些短期资本流动藏匿在经常项目或者直接投资项目下，或者藏匿在误差与遗漏项目下。下文在提供原始数据的同时还提供了修正值。通过对基础项目余额取 HP 滤波值的方法，得到中长期力量驱动的基础项目余额修正值。短期资本流动中纳入了误差与遗漏，修正后的短期资本流动还包括基础项目余额中偏离原始数据的部分。

### 基础余额——1978 亿美元，修正后 2856 亿美元

国际收支基础余额包括经常项目余额和直接投资余额。基础余额被认为主要受中长期力量驱动。观察的样本期是 2005 年第一季度到 2016 年第三季度。样本期中，基础余额的修订值先是缓慢上升，在 2010 年达到高点后开始缓慢

下降。2015 年第四季度到 2016 年第三季度的基础余额 1978 亿美元，修正后的基础余额 2856 亿美元。

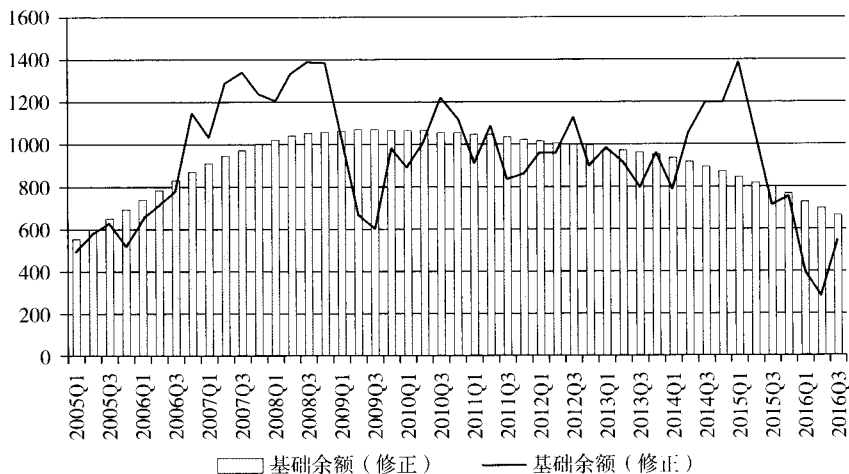


图 1 基础余额（经常项目余额 + 直接投资余额）缓慢下降

基础余额中最主要的组成部分货物贸易余额继续保持了缓慢扩大势头。2015 年第四季度到 2016 年第三季度的货物贸易余额 5247 亿美元，修正后的基础余额 5403 亿美元。货物贸易余额的持续增长并未改变基础余额缓慢下降的势头。

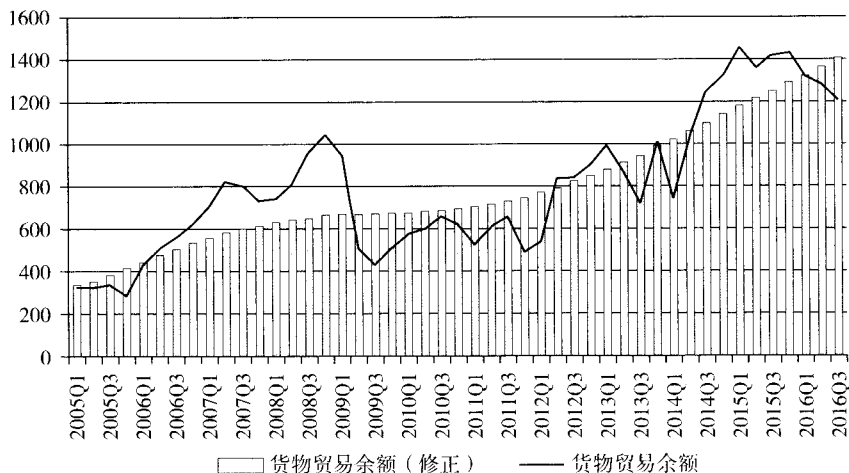


图 2 货物贸易余额顺差持续放大

基础余额中缓慢下降主要来自服务贸易余额逆差的持续放大，以及直接投资余额的下降甚至逆转。2015年第四季度到2016年第三季度的服务贸易余额-2227亿美元，修正后的基础余额-2199亿美元。服务贸易逆差绝大部分来自旅行收支的逆差。

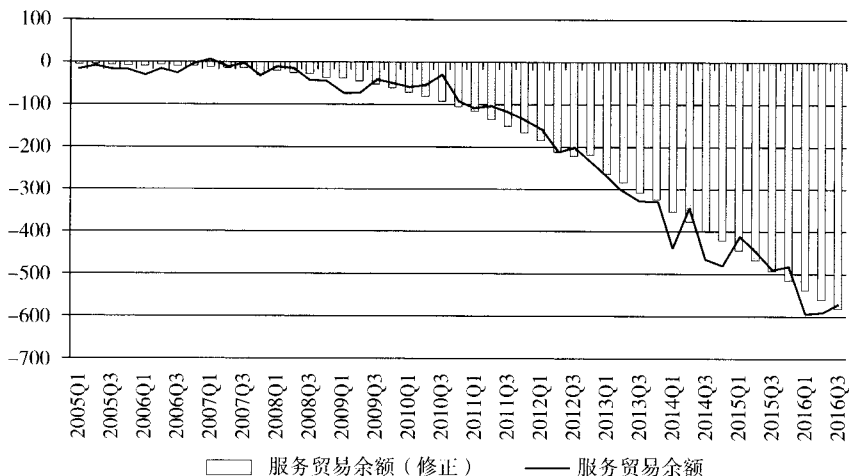


图3 服务贸易余额逆差持续放大

直接投资在样本期内先升后降。与前面几个项目相比，直接投资余额波动更加剧烈。直接投资余额在样本期内有几次显著的剧烈下降，分别是次贷危机期间、欧债危机期间，以及2014年人民币升值预期消失和2015年人民币贬值预期升级。这些因素驱动的资金流动更多来自短期因素驱动，而非中长期力量驱动。反映中长期力量驱动的直接投资修正值与实际值相差较大。2015年第四季度到2016年第三季度的直接投资余额-675亿美元，修正后的直接投资余额85亿美元。

### 短期资本流动——-6071亿美元，修正后接近7000亿

国际收支项目中扣除官方储备余额和基础项目余额，得到非基础余额。非基础余额主要包括对外金融净资产和金融净负债的变化，以及误差与遗漏的变化。非基础余额历史上规模较小，但是在2014年中期以后有持续大规模的下降。仅是2015年第四季度到2016年第三季度的非基础余额就达到-6071亿美元。如果考虑到隐藏在经常项目与直接投资中的短期资本流动，把对基础余额的修正部分加入，资本流出规模接近7000亿美元。

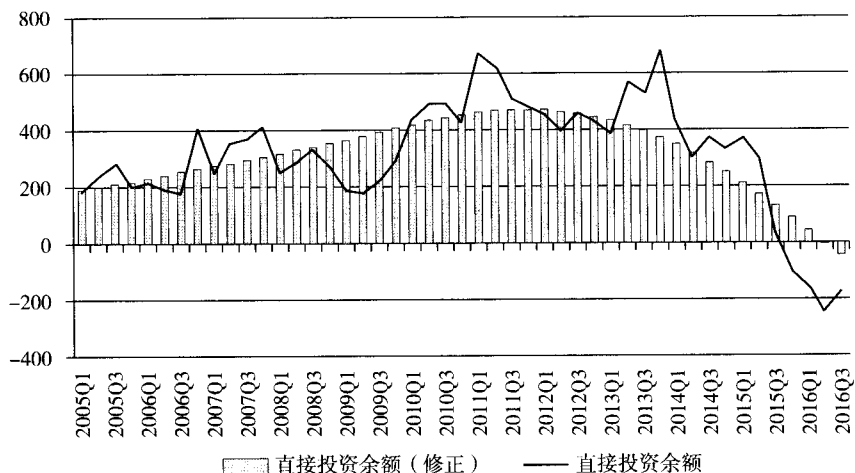


图4 直接投资顺差快速收窄

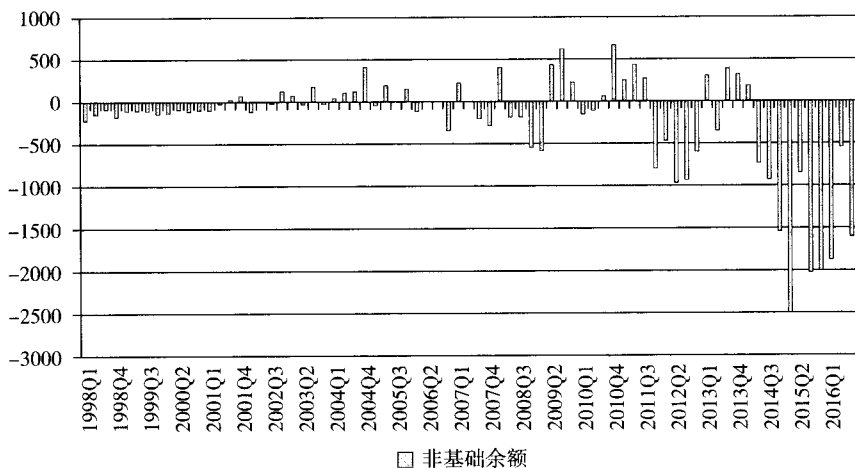


图5 短期资本净流出急剧放大

非基础余额变化的第一个组成部分是中国居民持有的海外净金融资产变化，海外净金融资产的持有形式是证券、货币与存款、贷款<sup>①</sup>、贸易信贷<sup>②</sup>、保险以及其他金融工具等。2014 年中期以后，中国居民持有的海外净资产数

① 贷款包括普通贷款、贸易融资、透支、金融租赁、证券回购和黄金掉期等多种形式。  
② 居民与非居民之间因贸易等发生的应收款或预付款。

量显著提升，2015年第四季度到2016年第三季度期间累计增加海外净金融资产3209亿美元。

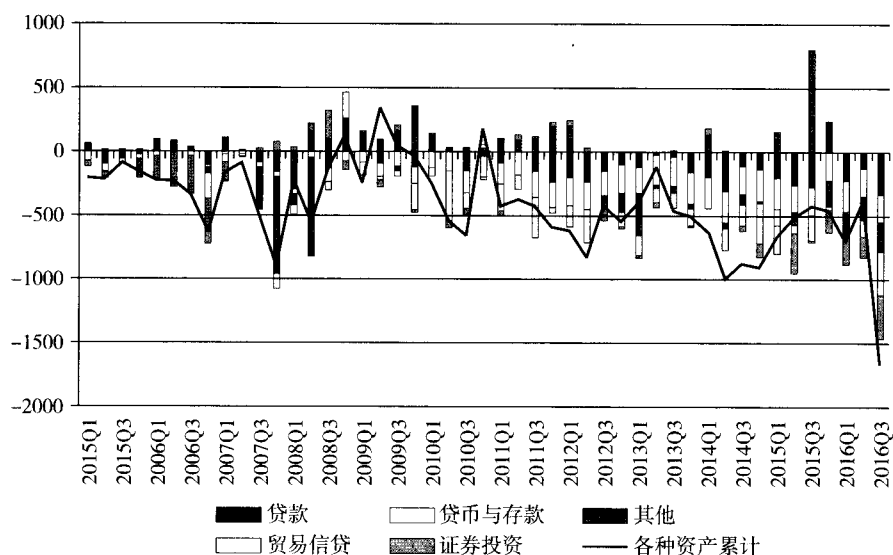


图6 海外金融资产增量放大

非基础余额变化的第二个组成部分是海外净金融负债变化，海外净金融负债的持有形式是证券、货币与存款、贷款、贸易信贷、保险以及其他金融工具等。2005年以来，多数年份都在增加海外净负债，但是2014年末到2016年初有较大规模的去外债活动。2015年第四季度到2016年第三季度累计减少海外净金融负债2355亿美元，2015年第四季度到2016年第三季度累计减少817亿美元。2016年二季度以后，去外债活动逆转，对外负债回升。

非基础余额变化的第三个组成部分是误差与遗漏。将这个部分纳入非基础余额的主要考虑是这部分交易没有纳入国际收支分项统计当中，但是其变化轨迹与不包括误差与遗漏的非基础余额变化相关度较高。1998年第一季度到2016年第三季度期间二者的相关系数0.55。一个合理的假设是误差与遗漏与非基础余额变化背后有相近的短期资本驱动因素。与非基础余额变化类似，误差与遗漏自2014年下半年以来也快速放大，仅是2015年第四季度到2016年第三季度就达到-2044亿美元。

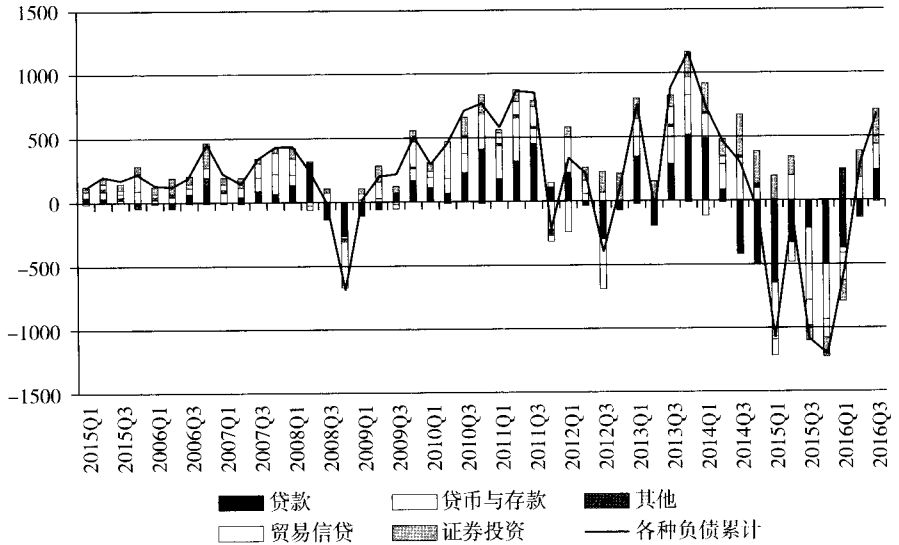


图7 海外金融负债增量下降

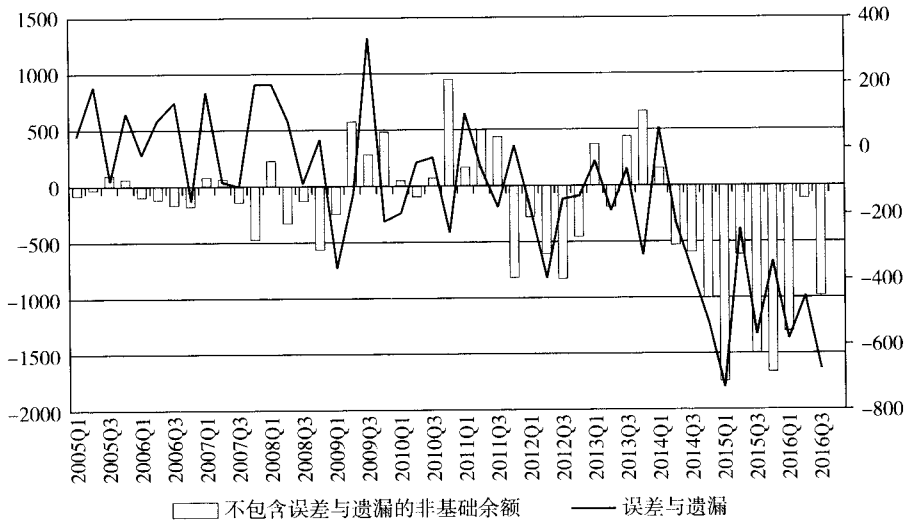


图8 误差与遗漏急剧放大

市场参与者——企业主导

外汇市场参与者可以主要分为以下几类：进出口商、国内外旅行者、国内

外企业投资者、国内外个人投资者等。

进出口商毫无疑问是外汇市场最重要的参与者，2015年第四季度到2016年第三季度仅是货物贸易进出口每年涉及的外汇供求就分别达到2万亿美元和1.5万亿美元。在进出口贸易之余，进出口商也会频繁涉及其他项目下的交易，比如进出口活动中涉及的贸易信贷、贷款、存款等，以及为了规避汇率风险所采取的各种金融项目下交易。旅行者对外汇市场的影响也在与日俱增，2015年第四季度到2016年第三季度旅行收入和支出分别达到2100亿美元和1200亿美元。

国内外企业投资者、国内外个人投资者的交易主要反映在投资收益项目和金融项目下。近期一个非常流行的担心是国内个人投资者集中增持海外资产，并对外汇市场构成巨大压力。目前能够观测到的数据不足以支持这个结论。以下几方面证据可供参考。（1）国内住户外汇存款增量与短期资本流动走势趋同，在2014年中后期快速增长。但是国内住户外汇存款增量总体规模有限，2015年第四季度到2016年第三季度累计231亿美元。（2）部分住户外汇资产以外汇产品理财形式持有，不统计在住户外汇存款以内，加入这部分外汇理财后同期也不超过500亿美元。（3）部分换汇后汇入海外账户，反映在国际收支平衡表上是其他项目下的货币与存款资产方增加的部分内容，2015年第四季度到2016年第三季度货币与存款资产方累计增加528亿美元，这部分资产

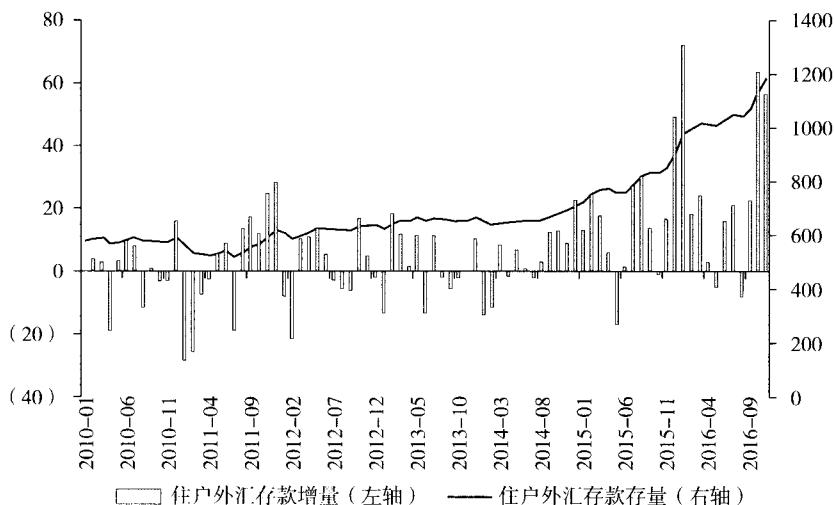


图9 住户外汇存款



还包括企业在海外的货币与存款资产增加。(4) 误差与遗漏项目下可能夹杂着一些个人增持海外资产活动带来的资本流出,但具体规模不得而知。综合几个方面数据来看,与经过调整后的短期资本流出 7000 亿美元相比,能够观测到的个人增加外汇资产在整个资本流出中的占比只有 1/10 左右。

## 资本流出为何加剧?

外汇市场的巨大压力来自短期资本净流出的急剧增加。短期资本流出为什么急剧增加?短期资本流出主要受到以下几方面因素的影响:(1) 外汇市场的前定格局,比如短期外债的规模,货币错配的情况等;(2) 外部或者内部的各种冲击,比如美联储货币政策调整或者是国内货币和信贷政策调整;(3) 应对机制,比如汇率形成机制,以及资本管制和外汇使用管制措施。打个比方,外汇市场前定格局好比一个人的健康状况,内部或者外部冲击好比身体突然受到的细菌感染,汇率机制和其他管制措施好比对感染采取的治疗措施,短期资本流动好比病情结果。

### 1. 前定格局——外债大幅增加,货币错配风险

2014 年下半年之前,外汇市场总体呈现供大于求的局面,当时面临的主要压力是经常项目和资本项目双顺差和人民币单边升值预期。根据张斌等人(2012)<sup>①</sup>、张明等人(2012)的研究<sup>②</sup>,开展进出口人民币贸易结算措施以及进一步的人民币国际化战略以来,利用当时的人民币单边升值预期和中美利差的套利活动大量增加,中国也因此开始快速积累海外负债。黄毅等(2016)<sup>③</sup>结合 Dealogic、国际清算银行和中国人民银行多方面发布数据的研究发现,中国企业在 2012—2014 年大举增持海外负债,套利利差与外债增长高度相关,举债企业集中在石油和天然气、房地产等部门。缪延亮等(2016)<sup>④</sup>也有类似

① 张斌、徐奇渊,“汇率与资本项目管制下的人民币国际化”,《国际经济评论》,2012,第4期,第7页。

② 张明、何帆,“人民币国际化进程中在岸离岸套利现象研究”,《国际金融研究》,2012,第10期,第47—54页。

③ Yi Huang, Richard Ports, “Your Dollar, Our problem? Evidence From Dollar Bond Issuance by Chinese Non-financial Firms”, CEPR working paper 2017.

④ 缪延亮、饶璨,“中国企业外债知多少:一个更新”,中国金融四十人论坛工作论文,2016。

的发现，他们认为是国内外利差变化，以及宏观当局对房地产、钢铁等产能过剩行业的信贷受限等因素激发企业转向海外借债。2014年下半年之前的1—2年时间里中国企业大量增加外债，且这些企业当中的相当一部分并没有外汇收入与外债相匹配。综合以上多方面的研究，2014年下半年之前中国有快速的外债积累，且外债积累的重要动机是获取利差和谋取人民币单边升值带来的收益。这为以后大规模的外债去杠杆埋下了伏笔。

## 2. 冲击——中美货币条件分叉

对外汇市场形成冲击的国内外因素非常多，比较而言，市场关注度较高且相对重要的冲击因素是国内外货币和信贷政策变化。2014年下半年前后，国内外货币政策环境有显著变化。一方面是美联储加息的酝酿，另一方面是国内货币政策条件的相对放松。比较而言，美联储加息预期持续很长但加息幅度很小，国内货币条件变化更显著，中美利差更多由中方货币条件变化所主导。从短期资本流动看，国内货币政策环境变化与短期资本流动的相关程度更高。

国内银行间市场利率自2013年末以来有趋势性下降，从2013年四季度的4.78%下降到2016年第四季度的2.49%，期间虽然经历了2015年一季度的短暂反

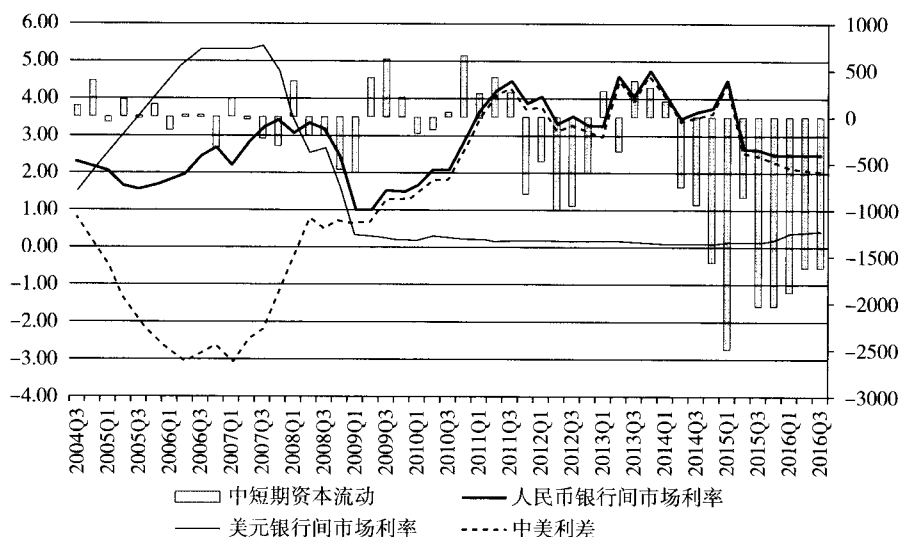


图 10 中美利差与短期资本流动

弹,但不改变2013年四季度以来的下降趋势。2013年四季度以来的中美利差也大致由中国银行间市场利率变化所主导。利差变化的方向与资本流动方向符合预期。

### 3. 对应措施——供求、篮子与稳定三原则下的阶段性贬值

面对外汇市场供求变化带来的汇率调整压力,中国采取的是一种介于固定和浮动汇率体制之间的人民币汇率形成机制,国际货币基金组织将目前的人民币汇率制度认定为类似爬行钉住的汇率机制。货币当局依然对人民币汇率水平决定保持主导作用。2005年7月21日的人民币汇率形成机制改革方案中曾明确提出了货币当局对人民币汇率的管理方式:以市场供求为基础,参考篮子货币,保持人民币汇率在合理、均衡的汇率水平上基本稳定。2016年初央行公布了一个透明的人民币中间价制定规则。中间价变化取决于两个因素,一是上日收盘价和上日中间价的价差(反映市场供求);二是篮子汇率稳定要求的人民币/美元汇率变化(反映篮子汇率)。再考虑到中间价之外的波幅限制,即是对稳定的需要。下面内容取自《2016年第一季度中国货币政策执行报告》,能很好地说明当前的人民币汇率形成机制。

假设上日人民币兑美元汇率中间价为6.5000元,收盘汇率为6.4950元,当日一篮子货币汇率变化指示人民币对美元双边汇率需升值100个基点,则做市商的中间价报价为6.4850元,较上日中间价升值150个基点,其中50个基点反映市场供求变化,100个基点反映一篮子货币汇率变化。这样,人民币兑美元汇率中间价变化就既反映了一篮子货币汇率变化,又反映了市场供求状况,以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节的特征更加清晰。

给定外部或者内部冲击下,外汇市场进入供不应求局面。按照市场供求原则,人民币对美元贬值。按照篮子货币原则,人民币对美元汇率变化取决于美元对其他主要货币汇率的变化。以上两个原则合并在一起的结果是,美元强势时候人民币对美元贬值,美元弱势时候人民币对美元稳定,最终结果是人民币对美元阶段性贬值。举个例子更便于说明这个问题。

2016年2—4月份,美元走弱,篮子汇率稳定原则下人民币应该对美元升值,外汇市场供求原则下人民币对美元贬值,两个原则合并在一起是人民币对美元相对稳定,这同时也兼顾了稳定原则。2016年10月份以后,美元走强,

外汇市场供求原则下人民币贬值，美元走强也要求人民币贬值，两下加在一起是人民币贬值，但是在稳定原则下不能贬值太多。

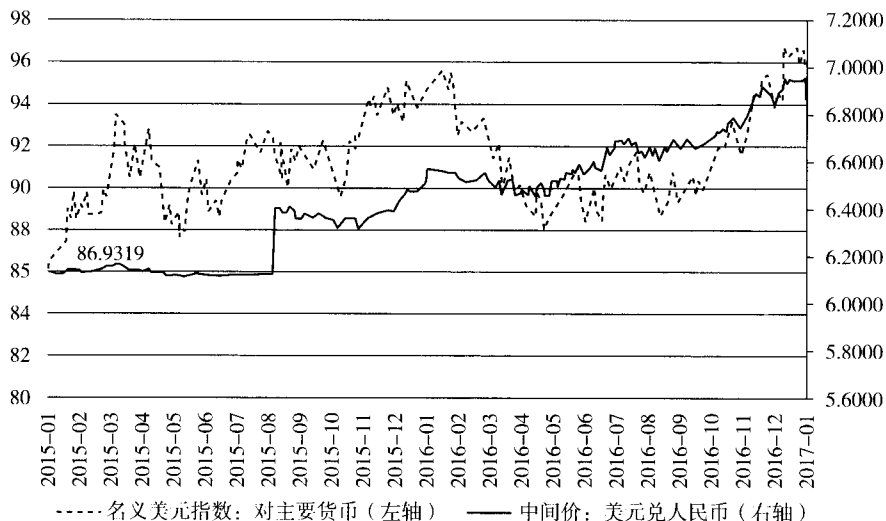


图 11 美元指数与人民币汇率

#### 4. 漩涡——汇率机制带来的贬值与资本流出恶性循环

外部或者内部冲击的力度大小、外汇市场所处的前定格局都会影响净短期资本流动规模。汇率形成机制同样会影响净资本流动规模。不同的汇率形成机制下，冲击所带来的净短期资本流动变化大相径庭。浮动汇率下，内部或外部冲击所引发的资本流动压力会导致汇率调整，也因此改变国内外金融资产的相对价格，汇率价格浮动自发地平抑资本流入或者流出。固定汇率下，内部或者外部冲击所引发的资本流动对汇率形成压力，货币当局不得不调整利率，也因此改变国内外金融资产价格相对价格，平抑资本流动并维持固定汇率水平。

当前的人民币汇率形成机制下，汇率价格变化不仅不能平抑短期资本流动，反而陷入放大资本流出与人民币贬值的循环。具体逻辑如下：给定的前定格局下，内部或者外部冲击带来了外汇市场供不应求的局面→按照当前的人民币汇率形成机制，人民币对美元汇率会呈现阶段性贬值→人民币的阶段性贬值强化了人民币贬值预期→人民币贬值预期催生新的资本流出→资本流出又会加剧外汇市场供不应求的局面→……

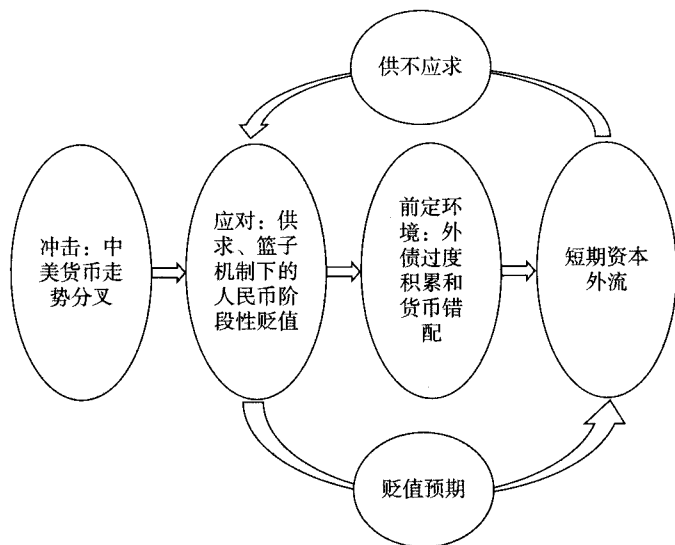


图 12 人民币阶段性贬值与短期资本流动的恶性循环

消除人民币对美元单边贬值预期能遏制短期资本过度流出，汇率机制是关键。短期资本流出升级的几个关键时点均与人民币汇率变化预期密切相关。2014 年第二季度人民币单边升值预期消失，短期资本从净流入转化为净流出；2015 年第三季度人民币贬值预期升级，此后的短期资本流出也持续保持在高位。内部或者外部冲击会带来人民币贬值预期，但不必然带来持续的单边贬值预期。对应冲击的汇率形成机制至关重要。当前的汇率形成机制不仅不能化解冲击，反而形成了人民币对美元持续的阶段性贬值格局，这种格局进一步强化贬值预期，陷入贬值预期和资本流出的恶性循环机制。接下来我们讨论如何打破这种恶性循环机制。

## 浮动何所惧

通过浮动汇率化解资本流动压力是越来越多经济体的选择。浮动汇率体制是大多数发达经济体的选择。对于新兴市场经济体，采取浮动汇率体制的经济体占比也越来越多。正如现任国际货币基金组织首席经济学家奥伯斯费尔德<sup>①</sup>

<sup>①</sup> Maurice Obstfeld, “Trilemmas and trade-offs: living with financial globalization”, BIS Working Paper No. 480, January 2015.

所指出的，浮动汇率虽然不足以完全化解资本流动对国内宏观经济的冲击，但是与不能浮动的汇率体制相比，浮动汇率对于平抑资本流动冲击发挥了重要作用，给国内货币政策也留下了更大空间。

国内官方的各种表态和众多学者都认同人民币汇率形成机制改革的方向是浮动汇率体制，但是担心采取浮动汇率过程中会引起剧烈的汇率调整并伤害实体经济。这样的担心在从固定或者中间汇率体制向浮动汇率体制的转轨过程中很普遍。很多新兴市场经济体都是在丧失外汇市场干预能力以后，被迫放弃管理汇率体制而转向浮动汇率体制。被迫放弃是局面已经难以收拾背景下的被动选择。接下来的内容讨论中国能不能尽快主动地引入浮动汇率形成机制。

从中长期来看，引入浮动汇率体制有利于充分利用汇率价格杠杆优化资源配置格局，有利于宏观经济稳定，同时给人民币国际化和金融市场开放也奠定了更好的基础。这些好处放一边，本着底线思维的考虑，下文重点考虑对采取浮动汇率普遍担忧的部分。讨论的重点是近期如果放开人民币会不会大幅贬值，贬值对经济的影响、浮动汇率的具体方式等。

### 1. 资本流动的力量对比显著变化

尽管短期资本净流出规模较高，但是短期资本流出的规模已经在不断收窄。以下几方面力量正在改变资本流动的力量对比。

**净外债变化导致的资本流动已经由负转正。**外债相关的资本流动由净流出转为净流入。可能来自以下原因：（1）给定相对于中国经济体量原本就不大的外债规模，企业过去两年已经去外债 3000 亿美元，进一步去外债的压力下降。（2）地方政府融资平台和国企增加外债。（3）2016 年中期以来国内银行间市场利率止住跌势并有轻微上升势头、监管当局对金融风险更加重视并带来国内融资条件收紧，企业增加外债的动力增强。（4）相对于中国经济体量而言，外债存量很低，海外投资者对持有人民币资产的潜力很大，大规模去外债不应该是常态，外债增长才是常态。

**增持海外净资产的力量同样在减弱。**（1）很多从事国际贸易的企业为了规避人民币汇率贬值带来的风险，过去两年大举增持美元，企业出于规避汇率风险而进一步增持美元的意愿下降。（2）国内货币和监管条件变化，企业在资金相对紧张情况下增持海外资产的意愿下降。家庭部门的理财产品收益率近期也在快速上升，家庭部门持有美元资产的机会成本上升。（3）外汇使用管

理措施加强，不合规的增持海外资产受到更严格管制。(4) 美元指数已经大幅升值到一个新的历史高位，美元进一步大幅上升的空间收窄，在当前汇率形成机制下人民币对美元的贬值幅度也会因此收窄，持有美元资产的收益预期下降。

中国基础项目余额规模较大，中国金融资产收益率不低于美国。浮动汇率会带来汇率波动的双向预期。没有了人民币单边贬值预期，中国的金融资产收益率，至少是以国债利率为代表的资产收益率与美国国债收益率相比不处于劣势，资本流动不会导致增加海外净资产和减少外海净负债的一边倒局面。

即便如此，采取浮动汇率后人民币如果贬值，究竟会有多大程度的贬值仍难以判断。通过观察国际经验能提供一些可参考的证据。

## 2. 经济基本面尚好且没有严重冲击，不会大幅贬值

将一年累计贬值超过 15% 定义为大贬值，我们统计了布雷顿森林体系解体以来国际货币基金组织数据库中所有的大贬值案例。在历时接近 40 年的历史当中，27 个发达国家样本中累计发生大贬值 72 次，25 个非发达国家中累计发生大贬值 85 次。全部 5 个样本国家当中发生 157 次大贬值。

表 1 大贬值案例

国家	年份	贬值幅度	大贬值背景
<b>发达国家</b>			
丹麦	2000	47.84	使用欧元
日本	1996	15.65	前期大幅升值（前两年升值 56.8%）
日本	2013	22.31	安倍经济学，货币大幅增发
马耳他	1993	19.87	欧洲经济危机
荷兰	1997	15.74	钉住马克，马克贬值带动荷兰盾贬值
瑞典	2009	16.12	货币当局降低利率引导贬值
瑞士	1997	17.42	每一个瑞士法郎的黄金含量由 40% 降低到 25%
<b>非发达国家</b>			
印度尼西亚	2001	21.84	银行危机 + 外债危机
韩国	2008—2009	37.41	全球金融危机

绝大部分的大贬值发生在通胀或者贸易赤字背景下。所有以上 157 次大贬值的案例当中，148 次大贬值背后都有较高的通货膨胀或者贸易赤字，或者二者兼具。只有 9 次大贬值发生在低通胀和贸易顺差的背景之下。下表列出了这 9 次低通胀和贸易顺差背景下的大贬值，及其大贬值的背景。这 9 次大贬值可以分为几类：（1）外向型经济体遭遇严重外部危机：韩国（2008—2009）、马耳他（1993）；（2）大幅放松货币条件，主动引导货币贬值：瑞典（2009）、日本（2013）；（3）货币体制变革：丹麦（2000）、瑞士（1997）；（4）前期币值高估：日本（1996）、荷兰（1997）；（5）过度信贷和过度外债：印尼（2001）。

以上国际经验说明，外汇市场并非很多人担心的那样无效。历史上发生的大贬值，绝大多数是在经济基本面出现严重问题、货币体制或者货币政策突变，或者严重外部危机的背景下才会发生。中国经济目前所处的背景是中速增长、低通胀、巨额贸易顺差、没有严重的外部经济危机、国内金融体系风险总体可控、外债已经下降到较低规模。从国际经验看，这种背景下货币出现大贬值的概率非常低。

### 3. 即便大贬值，总体也有利于实体经济

理论上关于贬值、经济增速和物价关系的结论是贬值会提高总需求，提高经济增速并抬高物价水平。现实情况如何呢？贬值案例中，有 41 次大贬值当年的经济增速高于贬值前一年，95 次大贬值当年的经济增速低于贬值前一年。75 次大贬值当年的通胀大于前一年，52 次低于前一年。这个样本表面上看是贬值会伴随大概率事件的经济增速下降和通胀抬升。但这不是因果关系。大贬值本身是个结果，这个结果背后的推动因素往往是经济下行和通胀上行的力量。与其说贬值带来经济增速下降和通胀上升，不如说共同的负面因素带来了货币贬值、经济增速下降和通胀上升。

贬值与经济增速、通胀之间关系更有说服力的证据控制了共同负面因素的影响之后，检验贬值本身与经济增速和通胀的关系。贬值前没有严重通胀和贸易赤字的经济体预示着这些经济体之前没有严重的负面因素冲击，发生了大贬值之后的经济增速和通胀变化可能更多反映了贬值的影响。在 9 个低通胀和贸易顺差的大贬值样本中，6 个样本的贬值当年经济增速高于前一年增速，3 个样本低于前一年增速。这 3 个样本分别是马耳他（1993）、瑞典（2009）和韩



国(2008—2009)。这3个大贬值样本也很难把经济增速下降归咎于贬值,因为贬值当年都遭遇了严重的外部经济危机,外部危机可能是贬值和经济增速下降的共同驱动因素。9个大贬值样本中多数国家在大贬值出现了通胀抬升,但是抬升幅度很有限,只有印尼(2001)的通胀抬升幅度很大。印尼在大贬值背景下通胀压力较大的原因是需求面猛烈上升后,相对单一和落后的经济结构使其供给弹性较低,带来了较大的价格上升压力。

余永定等人(2016)<sup>①</sup>基于国际经验考虑了大幅贬值可能带来的负面后果,除了通胀压力,还包括外债过多以及严重货币错配风险背景下大幅贬值带来的债务危机,甚至是银行业危机和主权债务危机。结合中国对外负债总体规模、行业分布格局以及最新进展的讨论以后,货币贬值通过外债渠道带来的风险在很有限范围。一方面,经过中国短期外债规模本身有限且经历了前期的大幅去外债过程;另一方面,举借外债较多的房地产、钢铁、煤炭等周期性行业在2016年的盈利状况大幅好转,对抗风险能力增强。

#### 4. 要不要干预

采取浮动汇率体制,并不意味着货币当局完全放弃外汇市场干预。货币当局可以在极端情况下采取措施干预,但干预不能成为常态。如余永定等人(2016)建议的,采取人民币对篮子货币或者美元宽幅区间波动方案,也近似于浮动汇率体制,区别在于设置了波动幅度上下限方案。波幅的上下限制必须很宽,给市场留下充足的自发调整空间。

从钉住到浮动汇率体制的转轨过程中,还有一些细节措施很重要。首先,货币当局必须对引入浮动汇率以后的外汇市场异常波动有容忍度,不轻易再度干预外汇市场,这关系到货币当局信誉和市场预期;其次,加强外汇相关数据的透明度和分析,用事实和逻辑打消各种恐慌性言论;再次,确保金融机构充裕的外汇流动性;最后,做好国际协调和沟通,人民币贬值对一些小规模贸易伙伴的冲击甚至要远大于对中国的冲击,中国可以利用各种多边和双边协议降低汇率体制转轨对国际市场的冲击。

---

<sup>①</sup> 余永定、张斌和张明,“尽快引入人民币兑篮子汇率宽幅区间波动”,《国际经济评论》,2016年第1期,第9—19页。