

汇率危局的由来和破解 / 钱军辉

2016 新年伊始，人民币大幅贬值，A 股大幅下挫。虽然经央行重手出击，人民币汇率暂时平稳，然而贬值压力犹在，并已对货币政策形成实质束缚，令央行无法放手宽松，以应对国内经济减速和通缩压力。

而十年前，人民币还面临巨大升值压力，热钱从所有可能渠道涌入中国，推高已经火热的 A 股和房地产市场。彼时的央行同样受汇率束缚，虽然努力冲销外汇占款增加的影响，但经济过热和通胀的压力始终挥之不去。十年间，货币和资产压力逆转，而央行的两难处境依然。

本文梳理人民币汇率危局的由来，提出破解汇率危局的政策建议。

人民币爬行升值

从 1995 到 2005 年，人民币盯美元长达 10 年。期间中国加入 WTO，实施包括国企改革在内的众多结构改革，基本完成从计划经济体制到市场经济体制的转型。这些努力大幅提升了中国经济的竞争力，中国成为世界工厂。然而，人民币对美元汇率一直被固定在 8.3 左右，形成了巨大的人民币升值压力。

在美国的政治压力下，中国终于在 2005 年 7 月进行汇改。人民币一次性升值约 2.1%，同时宣称废除盯住单一美元的汇率政策，开始实行“以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”。然而，市场很快发现人民币并没有盯一篮子货币，而是对美元进行“爬行升值”。这一爬，竟然爬了近 10 年。直到 2014 年初，此时人民币对美元汇率已升至 6.1 左右，人民币汇率才开始出现真正意义上的双向波动。

爬行升值非但没有缓解，反而是加强了升值预期。一方面，人民币虽然在升值，但仍然保持低估。实际上，2005 年汇改后，中国经常账户和资本账户“双盈余”问题反而变得更严重。2004 年贸易盈余约 328 亿美元（占 GDP1.7%），2007 年已达到 2627 亿美元（占 GDP7.6%），远超同期 GDP 增速。FDI 净流入则从 2004 年的 600 亿美元左右扩大到 2007 年 1390 亿美元左右，也超过同期 GDP 增速。

另一方面，人民币的缓慢升值吸引了跨境套利资金，也就是当时所说的“热钱”，绕过资本账户限制流入中国。除了常说的遗漏项，经常账户（贸易）和资本账户中的直接投资项都可以成为热钱通道（贸易盈余在汇率升值期间的超常增幅足够令人怀疑）。贸易和投资的不平衡，急剧上升的外汇储备，又进一步加强了人民币升值预期。

扭曲和泡沫

长期的外生价格扭曲，必导致经济结构的内生扭曲，吹起不可持续的泡沫。人民币汇率长期低估和爬行升值，给中国带来持续“双盈余”、推动房地产和 A 股泡沫。对一般中国人来说，那些年完全不需要分散外汇风险，也不会想到投资国外，

拿到外币第一件事就是换成坚挺的人民币。当然国家对外汇和投资的限制，也束缚了居民资产的国际配置。这是一个汇率爬行升值反复强化的人民币配置泡沫。

“双盈余”不断积累起来的外汇储备，给美国带去“储蓄堰塞湖”（saving glut），压低世界长端利率，和美联储 9.11 后的低利率政策、无监管的金融创新一起吹起了美国房地产和负债消费的泡沫。2008 年全球金融危机标志着至少三个泡沫的破灭：中国 A 股泡沫、美国房地产和消费泡沫、欧猪国家主权债泡沫。

本人一直认为 2008 年危机的级别甚至大于 1929，而 2008 年后之所以没有发生全球大萧条，可以归功于三个因素：第一，相比 1929，当今各国都是“大政府”，有强大的公共安全网和各种“自动稳定器”；第二，各国货币和财政当局推出强有力的刺激措施；第三，各国避免贸易战，维持了全球贸易和投资基本秩序。

然而，福兮祸所伏，各国刺激措施都不同程度地造成新的扭曲和新的泡沫。首先，中国推出了四万亿投资刺激计划，在中国形成信贷泡沫、进一步吹大房地产泡沫。第二，刺激后再度雄起的中国需求，与美日欧央行的 QE 合力，吹起包括原油在内的大宗商品价格泡沫，并推动依赖资源出口的新兴国家进入过度繁荣。最后，在持续低利率和高油价支持下，美国掀起所谓的新能源革命，也就是现在所知的页岩油泡沫。

从低估到高估

而中国制造的竞争力在无声无息中下滑。首先，人民币汇率在金融危机期间短暂平稳后继续“爬行升值”，从 2005 到 2014 年初，RMB 升值近 36%。其次，中国劳动力成本迅速上升。中国劳动力成本的上升不仅仅反映劳动生产率的上升。至少有三个结构性因素在推动中国劳动力成本上升：第一，民工进城进入尾声（刘易斯拐点）；第二，新的劳动法实施；第三，东部地区城市房价超常上涨，导致居住成本上升。最后一个因素又跟国家对城市土地出让的限制有关，尤其是东部发达地区。

2012 年“海淘”成为热门词汇（见百度指数），标志着人民币汇率进入均衡区间（至少，人民币不再低估了）。而人民币依然在对美元爬行升值，从 2012 年的 6.3 左右升至 2014 年初的 6.1。虽然从 2014 年起，人民币对美元汇率出现小幅双向波动，但是在美联储退出 QE 的预期下，美元开始对其他货币大幅升值。美元指数从 2014 年初的 80 左右涨到 2015 年 8 月的 95 左右，而人民币与美元稳定在 6.2 左右。也就是说，人民币跟美元一起对其他货币大幅升值 18% 以上。

于是到 2015 年 8.11 汇改前夜，人民币汇率已经相当高估。但因为中国庞大的外汇储备（截止 2015 年 7 月底 3.65 万亿美元），人民币汇率仍然是个可信的固定汇率（credible peg），除了 6-7 月份股灾期间，市场中并无明显贬值预期。然而人民币汇率改革，在人民币国际化快速推进的背景下，已经箭在弦上。当央行于 8 月 11 日宣布调整汇率中间价报价机制，从而提高汇率决定的市场化程度，人民币突然面临巨大的贬值压力，当日从 6.12 贬至 6.23，8 月底贬至 6.39，累计贬值 4.5%。

人民币贬值固然有过度升值后贸易平衡的需要，但更重要的贬值压力来自人民币资产重新配置的需要。首先，人民币爬行升值期间形成的套息套汇头寸需要平仓，其次，中国企业在 QE 时代积累的外债需要置换为人民币负债，第三，中国居民财富有跨境跨币种分散需求。其中最后一个需求不是短期内可以消化的：因为人民币长期低估和爬行升值，加上国家对换汇和境外投资的限制，中国居民财富的跨境跨币种分散才刚刚开始。

8.11 汇改选择了一个很不幸的时点。在国内，A 股于 6-7 月间经历了惊心动魄的股灾，投资者信心极其脆弱。在国外，美国 QE 退出已成定局，美元持续升值，加上中国经济减速，对能源和原材料需求放缓，导致包括原油在内的大宗商品暴跌，所谓新兴经济体的繁荣已被打回原形。8.11 的汇改立刻被理解为中国经济困难、实施竞争性贬值，加剧国际市场对世界经济的担心，引发全球金融市场动荡。

爬行贬值？

或许是出于对全球市场的担心，央行很快又出手对人民币汇率维稳，浮动冲关宣告失败。在 8 月下旬 A 股“股灾 2.0 版”期间达到 6.4 一线后，人民币汇率在央行导演回升至 6.32 一线。进入 2015 年 11 月份后，A 股走势平稳，央行减少汇率干预，人民币汇率再拾跌势，2015 年最后一天收于 6.49。

2016 新年后第一周，随着新年换汇额度兑现和 A 股连续暴跌，人民币延续跌势，四个交易日就跌至 6.59 一线。此时央行再次强力干预，并在离岸制造了一次不折不扣的流动性危机，离岸人民币隔夜拆借利率在 1 月 12 日达到 66.8%。这是人民币汇率维稳的胜利，却是人民币国际化战略的退步。

也是在 1 月 12 日，央行研究局首席经济学家马骏接受记者采访，称人民币汇率形成机制将更多参考一篮子货币，“对一篮子机制的设计也可包括一个根据宏观经济走势对一篮子逐步爬行的机制”。人民币的新年恐慌暂时平息，然而市场上空的阴霾未去。实际上，对中国宏观经济和资本市场来说，比汇率波动更可怕的正是所谓的“爬行机制”。在当前经济基本面下，“爬行机制”就是“爬行贬值机制”。

首先，一方面汇率保持长期高估，而另一方面因人口年龄结构和房价等因素，劳动力成本可能持续上升，导致中国可贸易部门竞争力进一步削弱，外贸进一步恶化，顺差变逆差。

第二，爬行贬值会强化贬值预期，推动人民币资产的国际配置，直至过度。当局自然可以长期保持资本流动管制，但资本流动总能找到漏洞。和十年前的热钱流入一样，资本外逃可以走遗漏项（跨境现金携带、地下钱庄等），经常账户（虚假贸易）和资本账户中的直接投资项（出海收购矿产）。中国是个非常开放的经济体，2015 年贸易总额达到 24.6 万亿（占 GDP36.3%），密不透风的资本管制谈何容易？

第三，央行长期维稳汇率，货币政策其他目标难以兼顾，比如保持低通胀、经济增长和就业。国际经济学中的不可能三角理论(The Impossible trinity)告诉我们，如果资本流动难以有效管制，汇率维稳和货币政策独立性只能二选其一。支撑汇率不贬值，需要抛售外汇储备，用以回收人民币，这导致央行资产负债表缩水、基础货币供应下降。如果没有足够的冲销措施，支撑汇率就会导致无风险利率和社会融资成本升高，加重通缩压力。当下企业和地方政府债台高筑，经济增长减速，中国经济承受得起通缩吗？

十年前人民币在低估情况下爬行升值，基础货币因外贸顺差和资本流入迅速扩张，央行虽然极力冲销（发行央票、提高存款准备金率等），但通胀压力和资产泡沫始终挥之不去。后十年很可能发生如下令人恐惧的情景：人民币在高估情况下爬行贬值，基础货币因外贸逆差和资本流出而迅速缩水，央行虽然极力冲销（再贷款、公开市场操作等），但通缩压力始终挥之不去，杠杆越减越高，资产价格（如股市房市）跌跌不休。

出路在何方？

“爬行贬值”是不能承受的政策选择。中国作为世界最大经济体之一，必须有合理的汇率弹性，必须有独立的货币政策，以应对经济发展过程中的经济周期波动。

人民币如何走向浮动，不能只是央行的抉择。2016年1月汇市和股市所呈现出的压力，绝不是央行在技术层面可以化解的。国家领导人要意识到，此时真真正正是中国经济自上世纪90年代初期以来最困难的时刻，要当机立断推出市场化改革，兑现十八大三中全会承诺，让市场在资本配置中起到决定性作用。

首先，应调整国企改革方向。国企改革方向必须是提高效率，提高股东回报，而不是所谓的“做大做强”。国企改革必须有三方面内容：首先，取消国企行政级别和特权，允许国企分拆，允许国企破产。中国富强不依赖养尊处优的国企，而依赖公平的市场经济竞争环境，让好企业不断涌现出来，无论出身。其次，引入民营资本，改革治理结构，让董事会有效地监督和约束经理人。最后，市场化招聘职业经理人，实行经理人股权激励。

第二，应取消对劳动力流动的限制，取消对大城市建设用地的限制，加大人口流入地基础设施和公共服务投资，放手发展大城市。对比其他国际都市，中国大城市不是太大，而是太小。而目前出现的交通拥挤、上学难、看病难等所谓“城市病”，是因为交通基础设施严重不足，公共服务投资严重不足。所谓供给侧改革应当以提高城市公共服务为重心，允许民营资本办教育办医疗，不仅在总量上，也在质量和空间分布上提高城市公共服务水平。

第三，应尽快为企业和个人减税，同时增加国债发行，维持正常财政支出。减税比任何措施都能更快更有效提振投资者信心，而增加国债发行可以做到“一箭四雕”。首先，增加国债发行可以对冲减税对中央财政的冲击；其二，增加国债发行，同时丰富国债期限品种，可以增加资本市场上安全资产的供应，满足个人投资者的理财需求；其三，增加国债发行，可以为央行公开市场操作提供空间，央

行在公开市场购买国债应当是未来基础货币供应的主要形式；最后，增加和丰富国债供应，可以为国际投资者提供人民币储备资产，从而吸引低风险偏好的国际资本，对冲国内资本流出的影响。

以上建议自然不是全面的，但都是必须的。此时警告或威胁索罗斯们没有任何用处，要承认中国经济病了，而汇率危局只是症状之一。病因不仅是汇率制度的长期扭曲，也是十多年来改革的停滞甚至倒退。要破解汇率危局，不仅要在技术层面尊重市场经济规律，拒绝“爬行贬值”，扩大汇率弹性，而且要练好内功，锐意改革。如此，中国经济的明天依然光明，人民币成为强势货币可期。

（写于 2016 年 1 月 29 日，全文发表于 2016 年 2 月 23 日东方早报）