

扩大汇率弹性宜早不宜迟 / 钱军辉

作者按：既然人民币汇率迟早要浮动，那么要趁中国经济基本面还算平稳时尽早行动。没有任何依据表明未来一两年会出现比当下更好的时机。把人民币汇率维稳在当前高位，恰恰在严重阻碍中国经济基本面的改善。

中国是大国，经济体量已接近甚至超过美国，因此必须有独立于美联储的货币政策，以应对不同于美国的国内经济问题。同时中国也是第一贸易大国，2015 年外贸总额近 4 万亿美元，跨境资本流动管制的效率很低。国际经济学著名的三元悖论（Trilemma）告诉我们，如果承认前面两点，就意味着人民币汇率迟早要浮动。

问题是什么时候浮动？或者说，什么时候扩大汇率弹性，最终实现让市场决定汇率？不少学者认为短期应继续维稳，以等待更好的时机。而笔者认为，当局应在中国经济基本面还算平稳时尽早主动行动，做成这件迟早要做的事，避免到基本面恶化后被迫行动，错过曾经有过的“机会窗口”。

实际上，把人民币汇率维稳在当前高位，恰恰在阻碍中国经济基本面的改善。首先，高估的汇率让出口行业失去国际竞争力，阻碍出口复苏。当局应当认识到，2015 年的外贸顺差并不是因为我们出口强劲，而是因为进口疲弱，其中大宗商品价格暴跌起了重要作用。如果汇率持续高估，随着大宗商品价格反弹，外贸形势可能随时逆转，顺差变成逆差。（此外，东部地区不断攀升的房价还在帮倒忙：推高劳动力成本，进一步削弱出口行业国际竞争力。）

其次，人民币贬值预期和美元加息预期的同时存在，导致中国不可能真正实行宽松政策。我们虽然还有降准空间，但是降准最多可以对冲因资本流出导致的基础货币收缩，而降息空间基本被美元加息预期封死。实际上，PPI 的通缩和 2% 左右的短期无风险利率意味着我们还在搞货币紧缩！

我们不能指望“美元加息步伐放慢”，指望美联储为中国货币政策宽松提供空间。美国货币政策松紧取决于美国国内就业和通胀情况，其中有一样超出预期就会加快加息步伐。中国经济减速虽然最终也会反馈到美国，但是高估的人民币汇率同时起到支持全球总需求的作用（高估的汇率让中国人在全世界买买买），延缓这一过程。欧元区 and 日本的 QE 和负利率实质上就是竞争性贬值，而中国还在做活雷锋，何苦。

不出意外的话，PPI 通缩还会继续，而且最终会传导到 CPI。通缩会加重企业与地方政府债务负担，让减杠杆过程更加痛苦。上世纪 90 年代中后期我们曾经经历类似今天的去产能、减杠杆和通缩。当时我们启动房地产业和加入 WTO，同时扩大内需和外需，不仅摆脱困境，而且启动了新一轮高增长。二十年后的今天，我们已不太可能找到新的高增长引擎，用高增长解决产能过剩和杠杆过高问题。我们可能不得不适应潜在增长率下滑的事实，用扩张性货币政策对冲经济下行周期。可是问题是，当前刚性的汇率政策束缚了货币政策手脚。

刚性的汇率制度来自对浮动和大幅贬值的恐惧，怕民众恐慌，怕国内和国际金融市场动荡。可是这一天总是要到来，我们有什么依据认为一两年后有比现在更好的时机？

虽然当前经济基本面不算好，但还算平稳。我们的消费增长依然稳健，外贸依然保持盈余，一二线城市房地产销售还颇为乐观。最后，我们仍有 3.2 万亿外汇储备，足以在汇率冲关时对市场提供稳定预期。如果一两年后，经济仍然不见好转甚至恶化，而外汇储备因资本持续流出而大幅下降，我们就将失去汇率改革的主动权。实际上，笔者判断如果没有包括汇率改革在内的重大改革落实，一两年内经济不见好转属大概率事件。

我们其实不用担心民众恐慌。绝大多数中国人的消费和投资活动在国内，并且以人民币计价，汇率一次性贬值以及之后的波动不会严重影响到国内经济活动。相反如果继续维稳汇率，将贬值预期固化，反而会扭曲居民和企业行为：人们会有动机和时间过度囤积外汇，对汇率敏感的资金会通过各种渠道流出。实际上，为了维稳汇率，当局必然加强对外汇套保交易和跨境资本流动的管制（这些已经在发生），影响正常的外贸和投资活动，给各路跨境投机者和套利者送红包——道高一尺，魔高一丈，资本管制只能管住老实人。

我们也不用担心其他国家的反应。主要贸易伙伴国基本都比我国更好的汇率弹性，人民币汇率政策变化后，他们的汇率自然马上调整。其他金融市场也一样，短时大幅波动在所难免，但这也是必要的调整。该来的总是要来，波动恰恰是弹性表现，中国扩大汇率弹性，世界经济垮不了。

从当前“参考一篮子货币”的汇率制度转型到浮动汇率制度，**我们可以采用一步到位实现浮动，也可以采用动态目标区管理作为过渡。**无论哪种路径，汇率和金融市场的短期波动都不可避免，也正因如此，汇率“冲关”要在我们尚有实力时行动。**就像治病不能等待身体好转，因为病会让身体更加虚弱，更加经受不起手术和药物。**

当然，汇率弹性和货币宽松并非万能，只是为改革和转型创造更有利的环境。要让人民币扭转弱势，我们必须以壮士断腕的决心，坚持市场化改革方向苦练内功。实际上，改革绝非不解近渴的“远水”。中国经济潜力依然巨大，改革的实际行动，而不是口号，可以分分钟扭转市场对中国经济和人民币汇率的预期。

（写于 2016 年 3 月 13 日）