

■ 汪涛 瑞银中国首席经济学家

## 均衡水平、汇改和三元悖论下的政策取舍

8月11日，中国央行意外调整人民币中间价形成机制、允许市场力量发挥更大作用，当天人民币中间价贬值1.9%。此后，央行通过外汇市场干预将即期汇率稳定在6.4左右，但市场仍存在人民币更大幅度进一步贬值的强烈预期。虽然央行表示汇改是为了让市场力量发挥更大作用，但市场普遍认为支持出口才是真正目的。与此同时，投资者在未来一年资本外流可能加剧的背景下，投资者对央行守住汇率的决心和能力也存在疑虑。

鉴于中国在全球贸易中的占比持续增长，过去几年人民币升值对出口的拖累到底有多大？近期人民币对主要新兴市场 and 发达国家货币大幅升值之后，人民币汇率距离其“均衡水平”还有多远？这些问题有助于帮助我们判断人民币下一步可能的贬值幅度。但是，短期内主导人民币汇率走势的并非“均衡水平”，而是资本流动和市场预期，而中国正面临着不断加剧的资本外流压力。

面对“三元悖论”，央行如果选择了保持货币政策独立性，是允许人民币汇率更自由地大幅调整、同时继续推进资本账户开放，还是会通过收紧资本管制来保持汇率稳定？梳理不同政策的利弊取舍有助于我们对未来一年人民币汇率走向做出大致判断。

## 过去几年人民币大幅升值拖累出口

全球金融危机之后、特别是过去一年多，人民币大幅升值，而最近一段时间升值对出口拖累尤为明显。人民币升值有助于我国调整经济结构，减少对外需的依赖，但现在可能已经矫枉过正。

今年前7个月我国出口同比下滑0.6%，实际出口量也几乎零增长。这背后最重要的原因可能是全球需求低迷。当前欧美经济增长势头弱于2014年底时的预期，估计将实际出口增速比原来预测拉低了0.5个百分点。亚洲新兴市场等其他地区经济增长也明显放缓。此外，受全球经济一体化和金融全球化步伐放缓等因素的影响，全球经济增长对应的贸易弹性已经降低。相比我国，整个新兴市场出口也都差强人意。

不过，很多新兴经济体出口下滑是因为能源和大宗商品价格大幅下跌。此外，鉴于近年来中国已经成为大多数新兴经济体最大的出口市场，中国进口下滑无疑也拖累了这些国家的出口。对于中国的出口疲弱，除了上述因素外，我们认为过去一两年人民币快速升值应该也是重要因素。

2007年1月到2015年7月期间，人民币对美元升值了21%，对主要贸易伙伴一篮子货币的实际有效汇率升值了52%。由于近来很多主要货币对美元大幅贬值，今年前7个月人民币实际有效汇率较2014年平均值上升了11%。人民币对一些主要的新兴市场货币的升值幅度更加明显。2007年以来，人民币对南非兰特升值123%、对印尼卢比升值85%、对墨西哥比索升值85%、对印度卢比升值80%、对越

# 全球货币政策新范式与中国资本项目开放

■ 梁国勇 联合国贸发组织投资和企业司经济事务官员

从经验与研究而言，一项新经济政策或改革措施的推出所涉及的决策问题不外乎三个方面：方向、方式、时机。对于资本项目开放这一关乎中国金融和经济全局的重大问题亦是如此。2013年中国十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中提出，推动资本市场双向开放，加快实现人民币资本项目可兑换。因此，改革的大方向是明确的；问题在于方式的斟酌和时机的考量，而这两方面又相互关联。

政策决策的核心问题在于对利弊得失的权衡。在天秤的两端，利、弊“砝码”的数量可能很多，分量也各不相同。撇开不同利益集团“效用函数”对重量判断的影响不谈，“砝码”的数量和重量本身也并非固定不变。对资本项目开放而言，需要考虑的问题很多，涉及国内和国际、金融和实体经济的众多因素，很多是动态变化的。其中极其重要是对于潜在风险和应对能力的评估，而外部投机冲击和内部缓冲机制两者间的比较对于资本项目开放方式和时机的决策至关重要——这正是本文的出发点。

## 金融开放的管控：“智慧”与“运气”兼备

回顾历史，可以发现中国对资本项目乃至更广泛的金融开放过程的规划蕴含着三方面的“智慧”：

第一，在整体对外开放的过程中，将实体经济置于金融之前。金融开放的相对滞后可能会降低金融服务于实体经济的效率，但却有效地控制了来自外部的风险。“快而不倒”无疑是中国在与其他低收入国家和地区的“发展竞赛”中脱颖而出的重要前提。

南盾升值70%、对韩元升值了56%。2014年1月以来人民币对日元升值48%、对印尼卢比升值40%、对马来西亚吉令和墨西哥比索升值25%、对欧元升值20%，另外，对韩元和泰铢也分别小幅升至7%和13%。

我们估计2007年以来人民币升值幅度中约有2/3传导到了出口价格，且最近两年传导尤为明显。从中国两个最大的出口市场可以观察到更明显。消费者会根据相对进口价格来决定购买中国的产品还是其他国家的产品。在剔除能源价格波动的影响之后，美国和欧盟从中国的进口价格相对于其他国家产品均明显上涨。中国出口价格的坚挺可能削弱了中国产品在这些市场的竞争力。

2014年以来，我们估计人民币升值拖累中国出口增速下降6个百分点。对美国、欧盟和日本的出口占中国总出口的约2/3，2013年以来这些市场从中国的进口价格相对其核心通胀上涨了8.8%，相对于其他地区的进口价格（剔除能源）上涨了10.6%。人民币如此大幅度的实际有效汇率升值近两年可能每年拖累了中国对这些国家的出口增速4个百分点，自2014年初以来降低实际出口增速6个百分点。

之所以中国产品在全球市场的份额继续攀升，可能是因为：（1）如果人民币没有如此大幅升值，中国获得的市场份额可能会更高；（2）大宗商品需求和价格的下跌夸大了中国的市场份额；（3）由于内需疲软，部分产能过剩的行业加大向海外市场的扩张，而中国在传统劳动力密集型行业中的市场份额其实正在下降。

## 人民币汇率目前高估了5—10%

央行最近调整人民币中间价之后，许多投资者都想知道人民币汇率的“均衡水平”是多少。回答这个问题并不容易，因为：（1）不同的方法、假设和参数得出人民币汇率估值结果大相径庭，而且汇率的决定因素十分复杂，而且经济结构的重大转变会使经济变量之间的内在关系变得不稳定；（2）汇率的“均衡水平”本身会随着时间而变化。

早在2010年，采用公认的一些测算方法，我们估算2009年时人民币汇率可能低估了18%，同时预测在名义汇率升值和相对物价调整的共同作用下，人民币实际有效汇率将每年上涨5—10%。国际清算银行的数据显示2009年至今，人民币实际有效汇率确实上升了30%左右，不过人民币汇率的“均衡水平”可能也有所上升。

包括Peterson Institute of International Economics在内的大多数权威机构估测2014年人民币实际有效汇率已经非常接近其“均衡水平”、甚至可能存在小幅高估。IMF最近表示，在过去一年实际有效汇率大幅升值之后，目前人民币汇率已不再低估，且其中一种评估方法显示人民币升值幅度“已经超过经济基本面所对应的汇率水平”。在2015年7月发表的“外部平衡评估”报告中（根据2014年数据编制），IMF认为人民币汇率已接近合理水平、略有低估。在报告使用的三个模型中，有两个模型显示人民币需要出现5%左右的升值，第三个模型则显示人民币汇率需出现类似幅度的贬值。不过由于存在技术缺陷，IMF并不强调第三个模型的结果。此后，IMF指出人民币实

# 全球货币政策新范式与中国资本项目开放

第二，在金融开放的过程中，合理规划“次序”：先易后难；先经常项目，后资本项目。麦金农在1991年出版的《经济自由化的顺序》一书中探索了金融改革的最佳顺序问题，其学术思想在中国产生了广泛的共鸣，也从正面影响了中国金融深化的决策和进程。

第三，在推进人民币资本项目可自由兑换的过程中，区分直接投资和证券投资，优先对国际直接投资实行自由化，同时保持对证券投资的适度管制。国际游资进入一国经济和金融体系主要是通过证券投资实现的。和直接投资的稳定性、长期性不同，证券投资具有波动性和短期性——对两者的区别对待是必要的。

然而，中国的成功中“运气”的成分也是有的。实际上，早在1993年中国就设定了实现人民币可自由兑换的目标。1996年，中国首先实现了经常账户的可自由兑换，并宣布将寻找实现资本项目可自由兑换。然而，一年后爆发的东南亚金融危机及时暴露了国际投机冲击的危险，中国政府也非常明智地放缓了资本项目开放的进程。

2003年，中国再次重申人民币可自由兑换的目标，其后陆续推出了一些具体措施。然而，2008年爆发的全球金融危机又一次打断了其进程。可见，中国规避风险、防范危机的“运气”是建立在能够从别人的“不幸”中汲取教训的基础上的。

对国际收支资本项目的适度管控使中国经济幸运地避开了历次金融危机的冲击，但其利弊和问题也逐渐显现出来。其中之一是蒙代尔提出的“三元悖论”所显示的：浮动名义汇率、资本自由流动和独立的货币政策不可兼得。另外，在国际收支状况和汇率制度两者共同作用下，外汇占款一度成为货币供应的核心渠道，从而影响了货币政策的有效性，也在很大程度上带来了经济“过度货币化”的问题。

的确，随着中国经济规模的不断扩大和与

际有效汇率已较2014年均值升值10%以上。

瑞银的估算以“宏观经济平衡法”为基础，调整了中国及其他国家的产出缺口，同时假设出口相对需求的弹性为-1，据此判断2014年人民币汇率接近均衡。2015年前7个月，人民币实际有效汇率较2014年平均值上升了11%。中国的相对生产力很难在如此短的时间内出现如此大幅度的提升，国外净资产也没有大规模增长。因此，从多个方法和角度来评估，人民币汇率都已不再低估、且有可能高估了5—10%。

## 短期决定汇率的并非“均衡水平”，而是资本流动因素

短期内（有时更长一些）主导汇率波动的在很大程度上是资本流动，后者又主要受到市场预期和资本管制政策变化的影响、而非国际收支基本面。国际经验证明，市场力量经常会推动汇率超调，在相当长的时间后才可能回归基本面。从这个角度而言，鉴于市场对人民币汇率存在贬值预期，美元预计对新兴市场货币进一步升值、资本管制放松和汇率预期推动资本外流规模增加、并且中国资产风险溢价上升，未来几个月人民币将面临着较大的贬值压力。

过去一年半，中国面临持续的资本外流压力，主要因为：（1）过去几年里资本管制已明显放松；（2）基于境内外利差的套利机会已基本消退，此前积累的大量外汇头寸平仓。放松资本管制不仅使得此前积累的套利资本可以自由撤退，还促使国内企业和居民部门可以加大对海外资产的配置。此外，出于战略性目的，同时也为了促使外汇资产管理多元化，决策层还鼓励企业增加海外直接投资。

今后，随着中国进一步开放资本账户，资本流入和流出规模都将大幅上升。开放国内债券和股票市场以及鼓励国内公司海外借债将促进资本流入；而国内居民部门 and 企业的海外资产配置增加，资本外流管制放松，美联储加息预期和中国经济增长放缓导致人民币贬值预期增强，且为了抵御通缩压力国内利率不断下调，资本外流规模也会增加。

## 汇改是为了推进汇率市场化还是贬值促出口？

汇改背后有哪些政策考量？是为了在国内经济面临持续下行压力之际通过贬值提振出口，抑或是为了提高人民币加入SDR货币篮子的可能性？还是如央行公告、IMF呼吁的那样，是为了建立更加市场化的汇率形成机制？市场上大部分人认为央行意外调整中间价背后最重要的动机是促进出口、支撑正在滑坡的实体经济。因此，他们认为汇改后第一周3%的贬值幅度远远不够、对提振出口和支撑整体经济而言作用微乎其微。

鉴于年初以来整体经济和出口均表现乏力，提振出口显然是调整汇率背后的政策考量之一。如上文所述，尽管欧美经济走势均较一年前略有好转，但中国出口仍迟迟不见起色、近几个月表现更是不及预期。这在一定程度上是因为人民币对主要贸易伙伴和竞争对手的货币大幅升值。我们估算2014年以来，人民币实际汇率升值拖累了实际出口增速6个百分

# 全球货币政策新范式与中国资本项目开放

世界经济融合的日益加深，推进人民币资本项目自由兑换的必要性也再次展现出来——这也正是十八届三中全会相关决定的背景。

## 主权国家 vs. 国际资本：全球货币政策新范式与国际金融博弈新现实

中国资本项目乃至更广泛的金融开放需要审时度势。金融危机后，国际经济、金融领域最显著的变化在于量化宽松（QE）这种非常规货币政策日益常规化的运用。QE的推出和退出已成为影响国际资本流动、汇率变动的一个极其重要的因素，并对新兴市场的国际收支和货币稳定带来了严重冲击。可以说，在国际资本大进大出的洗礼下，很多“金砖”正在失色。值得注意的是，近来中国对金融冲击的“免疫力”似乎正在下降，股市和汇市的走势都说明了这一点（参阅笔者即将发表于FT中文网的下篇文章）。就股市风险而言，试想类似的暴涨暴跌走势是在资本项目完全开放的情况下展开的，那么股灾的程度和危害将不堪设想。

更为重要的是，全球货币政策新范式的出现从根本上改变了国际金融博弈的力量对比，而这对国家经济和金融安全有着深远的影响。发达经济体量化宽松的普遍运用意味着，外部投机资金的规模可能被极大地放大；而对新兴市场而言，外汇储备的下降更使问题雪上加霜。这一升一降从根本上改变了金融市场上国际投资者与东道国政府（或货币政策当局）之间的力量对比，也在某种程度上改写了国际金融博弈的规则。

国际资本是逐利而动的，特别是对那些具有高度投机性的游资、热钱而言。在盈利预期驱动下，国际资本的大进大出会对一国的金融体系乃至宏观经济带来冲击，而这可能通过外汇市场实现，也可能作用于股市、房市等资产

点以上。

不过，考虑到全球需求乏力、贸易保护主义抬头，货币贬值对出口的提振作用可能弱于以往。更重要的是，许多新兴市场竞争对手已将自身货币同美元及人民币软挂钩，因此其货币可能随人民币贬值、制约人民币实际贬值幅度。换言之，即便人民币对美元大幅贬值，针对一篮子货币的有效汇率的贬值降幅可能要小得多，而有效汇率才是真正影响出口的因素。事实上，在人民币中间价下调后的几天里，许多新兴市场货币也遭到抛售。与此同时，政府推进人民币国际化的意图也会使其更顾及国际政治压力，因此现阶段不太可能充分运用汇率工具来促出口、抗通缩。

我们认为央行调整中间价更重要目的是推进汇率形成机制的市场化。这背后的逻辑非常简单，随着资本项目逐步开放，同时维持固定汇率及货币政策独立性的难度越来越大。IMF也已经指出“如果不提高汇率灵活性，中国顺应其自身周期性和结构性变化来调整货币政策的空间会越来越小。”未来随着中国资本账户开放步入最终阶段、美联储启动利率正常化周期，这一矛盾只会越发突出。换言之，目前最重要的不是人民币贬值幅度，而是未来人民币汇率能在多大程度上增强灵活性、与美元及美联储货币政策脱钩。

## “三元悖论”下应如何取舍？

根据“三元悖论”，一个国家不可能同时实现资本账户开放、货币政策独立、汇率稳定。Hélène Rey等学者认为，鉴于当今世界的资本管制有效性已下降，即便在资本账户没有完全开放的情况下，如果汇率没有一定程度的灵活性，货币政策也难以完全独立，也即“二元悖论”。

无论是“三元悖论”还是“二元悖论”，实际情况是近年来由于资本管制明显放松，中国同时保持货币政策独立性和固定汇率的难度越来越大。去年开始，央行不得不多次通过注入流动性及降准来抵消资本外流的影响。资本外流削弱了央行货币宽松的效果；而降息压缩了利率套利空间，给人民币带来了更大的贬值压力。鉴于政府计划在短期内实现资本账户完全开放，未来这种矛盾只会更为突出。因此，有必要让人民币与美元脱钩、大幅提高汇率灵活性。

目前，内需乏力、通缩压力加剧使得央行有必要进一步降息，这可能促使资本外流、并给人民币带来更大的贬值压力。此外，不仅实际汇率升值会拖累出口，央行通过外汇市场干预来维持汇率稳定本身也导致了国内流动性被动收紧，因此必须不断补充流动性，这些都削弱了货币宽松的效果。

如果汇率灵活性增强，资本外流和贬值压力就可以自发促使人民币贬值，而不会对国内流动性有太大影响，国内资产也会变得更加便宜、相比海外资产的吸引力回升，这有可能改变市场预期，最终减少资本外流。此外，随着人民币贬值改善经常账户，这也会缓和进一步的贬值压力。

要达到上述效果，无论是通过资本账户还是经常账户渠道，给货币政策充足空间为内需服务，汇率政策都必须足够灵活、允许市场力量充分发挥作用。

但决策层会允许汇率弹性充分发挥作用

# 全球货币政策新范式与中国资本项目开放

市场。“大进”可以推高市场、促进繁荣，“大出”可能压低价格、毁灭财富。在金融杠杆和羊群效应的作用下，市场的非理性上升可能带来严重的资产泡沫，从而为同样非理性的暴跌埋下伏笔。最终的结果往往是国际投资者携暴利离场，东道国金融市场却在重创之下——一蹶不振。

面对国际游资的冲击，主权国家的监管当局在必要的情况下会选择干预市场，而非坐以待毙。显然，它们与国际投资者对决的“主战场”是外汇市场，但也不排除对资本市场进行干预的可能。实际上，货币政策当局对汇市的干预、央行与外汇投机者的“过招”对某些国家而言是常态，只不过个别情况下才可能演变为多空双方的“PK”——而一国货币对于主导性货币的“锚定”往往是问题的焦点。

在可能的金融对决中，鹿死谁手在很大程度上取决于作为多方主力的东道国政府与作为空方主力的国际投资者的资金实力对比。除此之外，前者的优势在于地利、人和，而后者往往抓住东道国经济的重大弱点（如持续、巨额的经常项目逆差）提前布局，占得天时。另外，国际投资者一般也会利用金融市场的杠杆效应放大自身的资金实力。很明显，政府维护本币稳定的能力和效果在很大程度上取决于其拥有的“弹药”多寡；换言之，可供动用的外汇储备数量限制了政府的干预力度，而这在很大程度上超出了其掌控范围。

主权国家与国际投资者在汇市上的“较量”不乏先例。1992年9月，索罗斯携巨资强力沽空，致使英格兰银行败走外汇市场，英镑被迫浮动。2年后的墨西哥，国际资本出逃使得比索狂贬、股市狂泻、危机爆发。5年后的东南亚，受投机冲击的经济体与国际资本展开了激烈较量。泰国、印尼等国难敌冲击，金融体系陷入危局；而投机大鳄却在围绕港币的较量中翦羽而归。香港金管局的强力干预可圈可点，但更重要的还在于其背后有一个强大的中国。

吗？如果市场认为人民币应贬值10%、而政府出手干预，那么效果可能适得其反，市场贬值预期只可能加剧。之后央行是否会牺牲包括利率在内的货币政策独立性来稳定汇率，抑或反过来？如果是前者，那么允许汇率波动出发点——追求更加独立的货币政策——就会丢掉。而且，对中国这样庞大经济体而言放弃货币政策独立性是极不明智的。如果是后者，那么拥有大规模外汇敞口的国内利益集团可能会施加更大的政治压力，来自国外的政治压力及针对中国产品的贸易保护主义可能也会加强。此外，由于人民币资产吸引力下降导致离岸人民币存款下滑，人民币国际化进程可能会暂时受挫。

如果政府希望同时维持汇率稳定及货币政策独立性，就不得不借助于加强资本管制。汇率近期波动就是实例——市场测算8月11日以来，为了阻止人民币进一步贬值，央行已动用了超过1000亿美元。照此速度，即便央行坐拥高达3.7万亿美元的外汇储备，外汇储备缩水也可能很快导致市场信心进一步恶化、国内政治压力升级。此外，大量出售外汇储备资产（如美国或其他国家的国债）可能也会引起国际关注。

决策层面临的两难显而易见。央行如果选择保持货币政策独立性，就必须允许人民币汇率更自由、更大幅度地调整，或者通过收紧资本管制来保持汇率稳定。后者可能包括对换汇所需提供的文件和手续更严格的实施既有要求、加强企业风险控制，以及对外汇头寸实施准备金制度等。然而，收紧资本账户管制并不符合实现资本项目完全可兑换及人民币国际化的既定目标，还可能会招致“改革后退”的指责。即便如此，我们认为所谓的“市场化的干预”（也即在市场压力下用外汇储备捍卫汇率）也并非长期可行的方案。

## 可能的汇率政策路径

未来几个月决策层会做出怎样的政策选择？鉴于实体经济下行压力不减，企业债务高企、且通缩背景下实际利率居高不下，再加上出口继续受制于过去几年人民币升值，我们认为决策层应进一步放松货币政策，并允许汇率更显著地贬值。为稳定市场预期，避免汇率超调和持续波动，决策层应该在增强汇率灵活性之前快速、出其不意地引导汇率一步贬值到位，同时收紧资本管制。

不过，考虑到各项政策的利弊，以及政府维持汇率稳定、同时推进人民币国际化的意图，我们认为更可能的政策方案是央行在未来一段时间内继续动用外汇储备干预市场、保持汇率稳定，之后会更严格执行现有的资本管制、并推迟一些部分资本账户开放的措施。但在汇率无法调整到位的情况下，这样做可能效果不佳。因此，明年某个时候，央行可能会允许人民币再度贬值3—5%，但如果管理不当则可能会进一步强化贬值预期。

基于以上分析，笔者维持2015年底人民币对美元汇率为6.5的预测不变，但将2016年底的预测调整至6.8，预计到明年底外汇储备规模可能比2014年底缩水5000亿美元以上。因此，笔者预计年内及2016年央行还会进一步降准（如果不动用其他流动性工具，需要下调250—300个基点），同时运用其他流动性操作以确保宽松的货币条件。

# 全球货币政策新范式与中国资本项目开放

近期的例子也不少：为了捍卫卢布，去年以来俄罗斯央行不得不大举干预外汇市场，加之资本外流，其外汇储备在2014年一年间下降了近30%；卢布也迅速贬值，至今仍未企稳。无疑，只要金融市场存在，资本账户开放，类似的“较量”和“对决”就还会出现。

国际金融博弈的“新现实”对中国而言这意味着什么，拥有巨额外汇储备是否就可以高枕无忧呢？原来也许是这样，但货币政策新范式的出现则意味着改变。实际上，与新兴经济体的整体趋势类似，中国外储的长期单边增长趋势已基本结束，而其“护盘”能力也相对缩水。在纯假设的基础上：4000亿美元的国际资本借助10倍的杠杆就可以和4万亿的外汇储备在市场上对决了。而美国的三轮QE的总规模则高达近4万亿美元。即使不考虑地缘政治因素，简单的国际政治经济学分析也指向了更为审慎的资本项目开放布局。

## 中国资本项目开放的“节奏”：推进必须更加审慎

国际上的实证研究并不能有效地证明资本项目自由化能够促进绩效提高和经济增长。相反，随着金融危机一次次爆发，国际资本的“两面性”充分展现，特别是具有投机性的游资、热钱对东道国金融和宏观经济稳定的巨大威胁也充分暴露。不仅发展中国家深刻地认识到了资本项目全面开放可能带来的风险，国际经济学界乃至一直作为自由化推手的IMF也开始反思其原有立场。

有人估计中国将很快实现资本项目的全面可自由兑换，原因之一是认为这是推动人民币纳入特别提款权（SDR）货币篮子的需要。殊不知，一种货币纳入与否的条件之一——“可自由使用”与可自由兑换并非等价。更为重要的是，中国也不可能以资本项目贸然开放的“鲁莽”换取人民币纳入SDR的“虚名”。（下转04版）