

# 打破两难困局， 汇率政策如何调整

■ 王有鑫

在国内外经济金融环境面临严峻挑战的背景下，我国汇率政策制定面临两难困境。一方面，近几年我国经济一直面临下行压力，人口红利逐渐消失，产能过剩仍较为严重，而汇率作为调控经济的杠杆之一，此时应发挥出拉动经济增长的作用；另一方面，我国人民币国际化进程正进入关键阶段，这要求汇率政策应做出相应调整以适应人民币国际化的趋势，进一步进行汇率市场化、弹性化改革；此外，随着英国脱欧后续影响持续发酵，美联储加息预期愈发强烈，国内外金融市场动荡不断，国际资本流动频繁，此时汇率应发挥出减弱外部冲击对国内的影响，保证国内金融市场稳定运行的作用。

## 三种汇率定价理论

那么在当前经济环境下，究竟该选择何种汇率制度，汇率水平究竟该如何确定，成为央行货币政策制定的难点。考虑到不同的汇率目标需要不同的汇率政策，下面，我们首先对三种汇率目标进行介绍，分别是经济发展目标、货币国际化目标和金融稳定目标。具体分析如下：

### （一）通过本币低估促进经济增长

汇率可以通过宏观和微观两个方面影响进出口进而影响经济水平。从宏观上讲，汇率的变化会对商品进出口产生影响，进而影响贸易收支差额，以至于对国际收支的差额发生影响；从微观上讲，汇率的变动会改变进出口成本利润的核算。

以本币贬值为例，汇率变化会使等值外币兑换成比贬值前更多的本币，国内出口商品利润增加，从而使得国内出口商积极性提高，出口数量增加。也就是说，本币贬值或者会使出口商品价格下降，或者会使出口商利润提高，或二者兼而有之，这都是使得出口规模扩大。如果出口数量增加的幅度超过了商品价格下降的程度，则本国出口外汇收入净增加（满足马歇尔—勒纳条件）。

在满足一定条件下，政府可以通过使本币贬值来促进出口，从而进一步增加外汇净收入，提高GDP水平。因此，在经济下行的情况下，政府有动机通过使本币贬值来拉动经济增长，从而维持经济的平稳运行。



稳汇率与保楼市之争是伪命题

-勒纳条件情况下）。

通过以上分析我们可以得出，在满足一定条件的情况下，政府可以通过使本币贬值来促进出口，从而进一步增加外汇净收入，提高GDP水平。因此，在经济下行的情况下，政府有动机通过使本币贬值来拉动经济增长，从而维持经济的平稳运行。

## （二）通过本币升值推动货币国际化

一国的货币能否成为国际货币主要受供求两方面的影响。在供应方面，主要是本国的金融开放程度、金融市场的发展程度以及跨境支付结算基础设施水平等，而在需求方面，凯恩斯货币需求理论认为人们持有货币的动机主要包括交易动机、谨慎动机和投机动机，相应地人们持有货币的需求包括货币的交易需求、谨慎需求和投机需求。

一国货币的国际需求影响因素更多地表现为各币种相互比较之后的相对状况。交易需求即为应付国际贸易的需求，国际化货币为满足此需求，必须维持汇率的相对稳定，如果一国的货币汇率

频繁波动，贸易和非贸易商品以及资产的交易价格将更难计算，这将增加了国际贸易的交易成本和风险，从而损害了国际货币的价值尺度、交换媒介、支付手段等功能。

谨慎需求，即预防性需求，主要源于不确定的支付需求，与交易需求的影响因素类似，并且还会受到货币相对流动性的影响，一种货币的全球流动性不足将推动其他主要货币预防性需求的上升。

投机需求，是市场参与者为达到获利目的而采用境外持有和跨境使用一国货币的需求。投机需求的影响因素主要包括汇率走势和预期、汇率稳定性、在岸离岸市场汇差以及国内外相对利率水平等等。一国汇率升值的预期或走势将鼓励投资者更多地持有该种货币及其计价资产；而汇率频繁波动，将分化市场参与者对汇率走势的预期并增加其收益风险和计算成本，进而会降低相应的投机需求；在岸离岸市场汇率差异的扩大会鼓励投资者的汇差套利行为，因而增加相应的投机

需求；相对利率水平的变化会鼓励投资者持有高利率的资产，从而增加投资需求。

因此，货币国际化程度的提高必须满足一个重要前提条件，那就是国际市场对货币的价值要有信心，也就是市场预期货币的价值不会出现大幅持续波动。为调动各方面需求提升货币国际化水平，需要货币的对外币值保持相对稳定或稳中有升。因此，为达到货币国际化的目标，政府有动机通过调控本币升值来提高对该货币的需求。

### （三）相机抉择调控汇率以维持金融稳定

对于金融稳定的含义，一般主要通过金融不稳定以及抵御风险角度进行界定。国内外学者认为如果不存在金融不稳定的状态（即金融脆弱性和金融危机），就可以称之为金融稳定。金融脆弱性是金融不稳定的重要表现形式，在金融脆弱性的影响下，很容易造成金融危机的发生。在金融不稳定的状态下，由于受到了资产价格波动或者是金融结构不稳定性的影响，可能会对宏观经济造成较大的损害。并且金融不稳定还会通过不同的表现形式影响到整体金融体系的运行，特别是会对企业和政府的金融状况造成较大影响，最终造成资金的流动受到限制。

其次从抵御风险的角度分析来看，金融稳定主要可以视为某国的金融体系能够有效的抵御外部不利因素的冲击，从而避免外部冲击所造成的金融灾难性影响，在此过程中该国的金融支付和使用并不会受到相应的影响。金融稳定主要涉及到金融体系核心要素的平滑运行，能够有效的进行资源的分配和外部冲击的吸收，从而有效减少实体经济受到的其他金融体系的冲击。

维持金融稳定一直是我国中央政府既定的政策目标之一，尤其是在当前外部形势多变的大背景下，金融系统的稳定更为重要。政府通过适当地调控汇率可以在较大程度上有效地降低外部风险的冲击，在这种约束作用下，政府会实行稳定的宏观经济政策，这将在一定程度上保证经济的平稳运行以及金融稳定。例如，在美联储加息预期强烈的背景下，人民币将进入贬值通道，此时政府可通过在外汇市场卖出美元、买入人民币来削弱人

民币的贬值幅度，从而减少资本外流以及汇率贬值幅度，减弱国内金融系统的波动。为维持金融稳定，政府应通过相机抉择适当地调控汇率。

### 汇率政策制定要因时制宜，满足经济发展需要

通过上述分析，我们可以看到经济发展的不同时期具有不同的汇率政策目标，也需要采用不同汇率政策。改革开放初期，为了获得较多的外汇收入以购买国外先进的技术设备，并且通过发展出口贸易拉动经济，我国曾对人民币汇率进行较长时间的贬值以促进出口；经济进入发展阶段后，推动人民币国际化成为汇率政策的主要发展目标，因此我国从2005年汇改以来进入了人民币升值通道，人民币在国际货币市场上的需求逐渐提高；2014年起，我国经济面临下行压力，国内外经济金融形势日渐多变，在这种情况下，维持金融稳定成为汇率政策的首要目标。

可见，政府无论是选择人民币持续贬值以促进经济发展、稳中升值以促进人民币国际化亦或是相机抉择调控方向以维持金融稳定，均是取决于当时所处的经济金融环境。在内部经济面临较大下行压力，外部政治经济形势多变的情况下，政府应该侧重于维持金融稳定，防止资本外流和外部冲击对金融体系造成较大的损害，此时，经济发展和人民币国际化将让位于金融稳定。随着外部环境逐渐转好，国内经济增长趋于稳定，人民币国际化目标将上升，央行将通过稳定汇率以推动人民币国际化进程。

### 人民币汇率市场化改革短期波折不改长期趋势

从长期来看，人民币要想成为国际储备货币，在国际货币体系中发挥更多作用，人民币汇率需要保持稳定、汇率形成机制需要更加市场化。这与当下人民币汇率存在较大贬值预期、境内外汇差和套利交易长期存在、央行频繁干预汇市的现状有所相悖，但这仅仅是长期进程中的小插曲，不会阻碍人民币国际化和汇率改革的长期进程。

从历史经验来看，人民币汇率市场化改革也不是一帆风顺的。在经济周期和外部环境发生变

化的时候，人民币汇率市场化改革也会相应调整，甚至出现暂时的倒退或停滞。1994年1月，政府将人民币官方汇率和外汇调剂市场汇率并轨，实行以市场供求为基础、单一的、有管理的浮动汇率制度，人民币汇率经历了一段时期的升值。然而，1997年亚洲金融危机爆发前后，周边国家货币大幅贬值，我国政府为保持汇率不贬值，进一步收紧人民币汇率的浮动区间，逐渐演变成为事实上的“盯住美元”制度，这导致人民币市场化进程短期受挫。随着经

济形势逐渐企稳回升，外部风险弱化，2005年央行再次启动汇率市场化改革，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。如果将考察的周期拉长、眼光放远，1995~2005年间单一盯住美元汇率制度是金融危机期间的应急之策，尽管使汇率改革进程持续的时间更长，但并没有从根本上改变人民币汇率逐渐市场化的大方向。

因此，正确认识当前经历的汇率短期波动情况，首先要清楚人民币汇率市场化改革从哪启程，现在处于什么阶段、面临什么困难，最后要去向何方。建国之后，我国外汇管理制度逐渐从经常账户和资本账户均不可兑换转变为经常账户可兑换、资本账户不可兑换，现在进一步朝着经常账户和资本账户都可兑换转变，汇率制度也相应地由双轨制向单一盯住美元直至现在的盯住一篮子货币汇率制度转变。未来随着资本账户实现完全自由开放，汇率制度也要相应实现更大程度的自由浮动。

遗憾的是，当前我国面临的国内外经济金融环境很难确保我们一劳永逸地实现汇率完全自由



调查显示中国金融危机指数 60%，股市最危险

浮动的终极目标。从国内看，我国经济正面临较大的下行压力，供给侧结构性改革成效尚未完全显现，产能过剩、地方政府融资平台债务高企和企业杠杆率过高等问题依然严重，新的经济增长点正在积极培育之中，人民币国际化业务面临短期困局。从国外来看，全球经济复苏力度疲软，贸易和投资出现下滑，外部需求不足，英国脱欧后续影响逐渐发酵，全球货币政策分化，国际资本跨境波动频繁。国内外经济金融环境变差使我国汇率政策面临两难境地：贬值促出口在外部需求不足的情况下效果有限，也不利于人民币国际化业务的正常推进；升值助推人民币国际化业务又将损害国内经济。

因此，当前情况下我国并不适宜实现人民币汇率的自由浮动，而保持人民币汇率稳定，通过相机抉择调控人民币汇率水平，以促进经济发展、物价稳定，成为眼下汇率调控和改革的题中应有之义，这份定力和自信源于人民币全球外溢效应的增强。  
**相关链接**

（本文转载自 2016年 9月 16日  
《清华金融评论》微信公众号）