

# 两次成功“稳汇率”的经验与启示

**敬畏但不要迷信市场。要让市场在汇率形成中发挥越来越大的作用，不要替市场去选择、去判断均衡汇率的水平。均衡汇率不是事前可以预知的，不要指望一次性的汇率水平调整可以打消市场预期。所谓不迷信市场，则是指不要为市场预期所左右，因为市场总是容易陷入情况一好就会永远好、一坏就会永远坏下去的单边线性思维定式，最终导致市场超调。**

管涛

当前,我国面临资本外流、储备下降、汇率调整的压力。然而,1994年汇率并轨和1998-2000年亚洲金融危机期间,我们曾经面临类似的挑战,最终圆满完成了“汇率稳定、储备增加”的任务。认真学习借鉴这两次货币保卫战成功的经验,有助于我们进一步坚定汇改必胜的信念。

## 一、前两次货币保卫战的胜利于今天是一笔宝贵的财富

1994年汇率并轨和1998-2000年亚洲金融危机期间,战胜人民币贬值压力的成功经历,从不同角度提供了正反两方面的经验。

一是“攻”与“守”的阶段不同。1994年“稳汇率”是从无到有,不但要阻断人民币贬值螺旋,还要增加外汇储备,以及推进人民币经常项目有条件可兑换。1998年“稳汇率”却是要守住人民币汇率不跌,守住外汇储备不降,同时还要守住经常项目完全可兑换成果不失。

二是“主”与“次”的目标差异。1994年“稳汇率”是外汇短缺环境下的主要矛盾,宏观调控全力配合完成“稳定汇率、增加储备”的工作任务。当时经济内外均衡目标高度一致,高利率政策既有利于抑制经济过热,也有利于支持汇率稳定;1998年“保增长”是主要矛盾,“稳汇率”是要给“保增长”创造有利的金融环境。低利率政策主要服务于“保增长”目标,“稳汇率”只能依赖于“强管制”手段。

三是“放”与“收”的手段差别。1994年,由于开放程度较低,除取消外汇留成与上缴是收紧管理外,汇率并轨、实行银行结售汇、建立全国统一规范的外汇市场、实现人民币经常项目有条件可兑换都属于制度红利。因此,1994年的“稳汇率”是靠改革和发展的办法来解决前进中的问题。而到1998年时,新体制已运行多年,人民币也已实现经常项目

完全可兑换,亚洲金融危机暴露了新体制的一些问题。所以,1998年“稳汇率”主要是靠加强和改进外汇管理来实现。

可以说,“8.11”汇改后所遇到的问题,在那两次都基本经历过。与当年相比,现在的明显优势在于:

一是经济体量大,抗风险能力强。2015年,经济规模分别相当于1994年和1998年的14倍和11倍。这导致,2015年资本项目逆差(含净误差与遗漏)高达6362亿美元,绝对规模分别相当于1994年和1998年的27.0倍和25.4倍,但差额与GDP之比是-5.7%,分别仅为1994年和1998年的1.4倍和2.4倍(见图1)。

二是外汇储备多,对外偿付能力足。2015年底,外汇储备规模相当于1994年和1998年的65倍和23倍,进口支付能力是1993年和1997年的10倍和4倍。

三是政策底牌多,危机应对空间大。迄今为止,当局主要是以抛售外汇储备、宏观审慎管理等市场化手段来应对资本流出冲击,基本没有什么新规定。当局了解市场情况、主导交易规则、掌握政策工具,远没有到山穷水尽的地步。

## 二、战术上仍需要重视当前遇到的新挑战

一是大多数人对于资本外流、汇率贬值压力的持续性和严峻性,在思想和措施上准备不足。所谓“由俭入奢易、由奢入俭难”。过去较长时期,我国经历的是资本流入、人民币升值压力,现在看到人民币汇率波动难免风声鹤唳、草木皆兵。尤其是市场习惯于一遇到压力,当局就强力维稳,而这次却交由市场决定,难免不适应。而市场沟通方面存在的问题,一定程度增加了市场不确定性,加剧了市场恐慌。

二是中国国际影响力提高、政策溢出效应增大,政府有太多的两难甚至多难选择,政策出手难免有顾虑。比方说,1994年汇率并轨,人民币汇率

一次性较大幅度调整,当时国际社会可能不太关注中国的汇率政策变化。而现在作为第二大经济体和第一大贸易国,人民币汇率政策的一举一动都举世瞩目,“8.11”汇改的市场化初衷就一度被曲解为竞争性贬值。再比方说,以前中国经济的开放程度不大,人民币可兑换程度不高,怎么管理外汇,基本属于内部事务。而现在人民币已被纳入特别提款权第三大权重篮子货币,这既是对中国在改革货币和金融体系方面所取得进展的认可,同时也是对中国进一步深化改革、扩大开放的鞭策。

三是现在经济更加市场化、国际化,许多传统政策工具已不复存在,即使存在,管理可能也不再像以前那么得心应手。例如,1994年和1998年时,国家还有强制结汇或者限额结汇的要求,现在即便把意愿结汇恢复到强制结汇,而因为出口可以收人民币,这一要求已经难以落实。再如,1998年时可以限制购汇对外直接投资,而现在“一带一路”倡议实施正如火如荼。还如,过去个人因私出境一年才能少量购汇1000或2000美元,现在个人没有任何原因可一年购汇50000美元。而调整个人外汇政策一向非常敏感,1994年最困难的时候也没有动到个人外汇,仍允许个人全额保留外汇。

四是资本集中流出压力上升,基础国际收支顺差占比下降,稳定汇率的难度增加。2015年,资本项目逆差(含净误差与遗漏)与GDP之比为-5.7%,高于1994年的3.9%和1998年的-2.4%。同期,基础国际收支(即经常项目与直接投资差额合计)顺差3703亿美元,分别为1994年和1998年的9倍和5倍,但基础国际收支顺差与GDP之比为2.7%,低于1994年和1998年分别为6.8%和6.9%的水平(见图2)。这意味着与前两次相比,当前应对资本集中流出,基础国际收支顺差提供的对冲能力减弱。

## 三、认真汲取前两次“稳汇率”的成功经验

坚定汇改必胜的信念。有信心不一定赢,但没有信心一定输。人民币汇率市

场化是建设更高层次开放型经济必须迈过去的坎儿。如前所述,今天遇到的困难,一二十年前基本都遭遇过,也都被战胜过。今天,不过是要以与时俱进的方式方法,来重新克服和解决。1994年初,我国只有200亿外汇储备,一年之后能够实现汇率升值、储备翻倍;1998年初,我国只有1400亿外汇储备,三年之后能够实现汇率不贬、储备不跌。现在,我国经济基本面良好、外汇储备充足、调控经验丰富,没有理由打不赢这场汇改攻坚战。政策目标要前后一致。没有十全十美、利弊绝对清晰的政策方案。关键是政策目标要早定,而且定了以后就不要随意更改。政策摇摆不定,会增加市场不确定性,犹豫不决还可能错失良机。亚洲金融危机期间,我国历经三年之久的资本流出冲击,仍能取得汇率不贬、储备不降的胜利,就在于1998年初就果断决策,对外承诺人民币不贬值,没有任何拖泥带水。期间,尽管各界对此一直颇有争议,但官方从来没有松过口。直到2001年亚洲危机基本平息,才开始酝酿人民币与美元脱钩。后因“9.11”恐怖袭击,国际金融形势突变,一直拖延到2005年7月才实施。

手段要与目标相一致。在保持货币政策独立性的前提下,应对资本外流,不外乎汇率、储备、管制等外汇政策工具。政策目标明确后,出台的政策工具要服务于政策目标,向市场传递清晰的信号,这有助于增强政策公信力,改善政策实施效果。1994年汇率并轨时期,不论是宏观调控政策,还是外汇管理放或者收的措施,都是针对鼓励收汇结汇、抑制购汇用汇,形成开源节流、疏堵并举的合力。亚洲金融危机期间,宏观调控“保增长”,外汇管理“稳汇率”,分工明确,提高了人民币不贬值承诺的市场可信度以及成功的概率。

牢牢把握改革开放的主动权。“主动、渐进、可控”的“三性”原则,不仅适用于汇率形成机制改革,也适用于人民币可兑换和国际化。从1994年的经验看,有些政策不合时宜,予以调整(如取消外汇留成和上缴、取消外汇兑换券等),并无碍市场化目标的最终实现。只有渡过艰难的此岸,才可能到达光明的彼岸。如果说1998-2000年数年时间为信守人民币不贬值承诺付出了一些代价的话,那么与2001年以后持续十多年的汇率单边升值和贸易投资便利化程度不断提高相比,当时那点付出又算得了什么呢?而且,之后又有多少人还记得呢?

活学活用国际规则和惯例。其实,在走到启用“国际收支保障条款”的危机时刻之前,国际规则和惯例已经给各国预留了巨大的政策空间。例如,经常项目可兑换,允许真实性审核,只要它

不造成过分的延误;经常项目可兑换只管兑换不管交易,如因交易限制而导致兑换的不便,不构成限制;经常项目可兑换只管对外支付和转移,不管对外收入,等等。再如,资本项目可兑换允许出于宏观审慎的目的,对跨境资本流动实施逆周期调节;资本项目可兑换也容忍保留适度的资本管制措施,等等。亚洲金融危机期间外汇管理政策的调整,就不是重走人民币不可兑换的老路,而是一次落实经常项目可兑换条件下的真实性审核原则的实践演习。

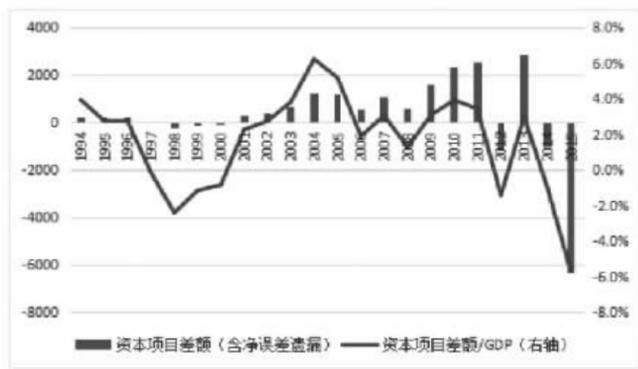
敬畏但不要迷信市场。所谓敬畏市场,就是要让市场在汇率形成中发挥

越来越大的作用,不要替市场去选择、去判断均衡汇率的水平,因为当局在这方面并不比市场具有更多的信息或专业优势。均衡汇率不是事前可以预知的,不要指望一次性的汇率水平调整可以打消市场预期。所谓不迷信市场,则是指不要为市场预期所左右。因为市场总是容易陷入情况一好就会永远好下去、一坏就会永远坏下去的单边线性思维定式,最终导致市场超调。为避免市场汇率偏离均衡汇率太远,当局根据市场承受能力,宏观调控需要,对市场失灵进行适当的干预仍是必要的。

(作者系中国经济五十人论坛成员、中国金融四十人论坛高级研究员)

图1:中国跨境资本流动的影响

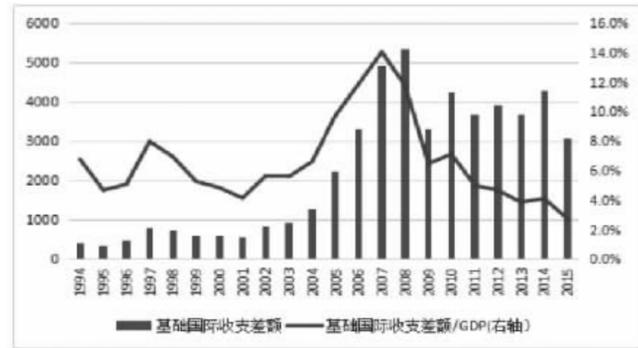
(单位:亿美元;%)



资料来源:国家统计局;国家外汇管理局。

图2:中国基础国际收支状况

(单位:亿美元;%)



资料来源:国家统计局;国家外汇管理局。  
注:基础国际收支差额=经常账户差额+直接投资差额。

# 年初“猴跳”警示银行信贷新常态的复杂性

王勇

猴年春节刚过,就传来了今年1月份银行信贷出现“猴跳”的消息。根据央行日前公布的1月份金融数据,当月新增贷款增加2.51万亿元,同比新增1.04万亿元,这些数据创了历史新高。在当前经济下行压力依旧很大、实体经济对信贷需求萎缩的大环境下,银行信贷“猴跳”现象显得不太正常。但对于银行经营者来说,面对如此大规模的信贷增长,必须要有所感悟,并在此基础上作出应对。

## 信贷“猴跳”成因复杂

从历史数据看,1月份历来是年度新增信贷的高点。但相较之下,今年数据远超过去3年首月新增信贷1.3万亿的均值,其中的影响因素要比以往复杂得多。新增信贷总额创新高,其他多项指标也创历史新高,这颇能说明一些问题。比如在新增人民币贷款中,非金融企业中长期贷款新增1.06万亿,企业与个人中长期贷款合计新增近1.54万亿元,均创历史纪录。1月份票据融资贷款新增3719亿元,创2009年3月以来新高,居历史第三高。1月份企业短期贷款新增

4522亿元,同比多增1537亿元,创历史新高。1月社会融资规模增量为3.42万亿元,同比多增1.37万亿元,也创历史新高。

1月信贷“猴跳”,还导致了银行间流动性紧张。比如,1月20日,银行间隔夜质押式回购最高成交价飙升至5%。而且,与往年不同的是,新年以来,受人民币兑美元汇率的加速贬值等因素影响,1月份外汇占款仍然大幅减少,且主要集中在1月上旬。央行最新发布的数据显示,今年1月央行口径外汇占款下降6445亿元人民币,至24.2万亿元人民币,创历史第二大降幅。

那么,缘何银行家们在1月要猴急猴急地增加贷款呢?总结起来有三大原因。

第一,年初初规模,早放贷早受益。实际上,早放贷、早受益早已被当做商业银行最为传统的也是惯用的提高收益方式之一,而在今年被用到了极致。因为,商业银行,尤其是上市银行有较大的业绩考核压力。经济下行,不良贷款逐渐暴露,银行如果不希望利润增速太难看乃至负增长,就要想尽办法早放贷款,提高收益。

第二,大量储备项目的贷款需要在年初投放。去年下半年积累以及去年年末安排的贷款项目如政府平台贷款、基础设施贷款、“三大战略”贷款、新型城镇化建设贷款、专项金融债的配套贷款以及居民的按揭需求等,都要在年初集中投放。

第三,今年1月份人民币贬值预期一度较强,部分企业将美元债务转换为人民币贷款,以收缩外汇风险敞口。从数据来看,1月份对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少1727亿元。

## 银行面临沉重经营负担

实际上,看看去年银行业盈利情况,我们也可以明白为什么今年1月新增信贷会出现“猴跳”。日前银监会公布2015年四季度主要监管指标显示,截至2015年四季度末,商业银行当年累计实现净利润1.59万亿元,同比增长2.43%,净息差2.54%,环比三季度上升1BP,收入成本比30.59%,同比下降1.03%。商业银行不良贷款率1.67%,环比三季度上升8BP,拨备覆盖率为181.18%,环比三季度下降9.62%;贷款拨备率为3.03%,环比三季度基本持平。

息差和资产质量压力使净利润增速

再下台阶。2015年商业银行口径净利润增速为2.4%,较2014年末9.6%的增速水平下降了7.2个百分点,略高于2015年前三季度2.2%的同比增速水平。鉴于2015年以来多次降息对息差带来的负面影响以及资产质量不断下行的压力使得银行的净利润增速再下台阶,所以,笔者预计,今年,以上两方面因素的负面影响仍将持续。

与此同时,资产质量压力仍大又会引致银行拨备水平持续下降。2015年四季度末商业银行口径不良率环比三季度末上升8BP至1.67%,分机构来看大行和农村金融机构的资产质量压力更为明显,不良率环比分别提升12BP和13BP至1.66%和2.48%,股份制银行不良率环比上升4BP,城商行则环比下降4BP,边际均有改善。而不良持续上行的情况下,拨备水平持续下降。2015年四季度末,商业银行口径拨备覆盖率为181%,环比三季度下降10个百分点。其中大行四季度末的拨备覆盖率为172%,为银行类金融机构中最低,部分大行的拨备覆盖率已经逼近150%的监管红线,所以,未来将面临较大拨备计提压力。

综合上述数据,我们可以深深地感觉到,猴年银行家们所面临的经营决策负担有多重。

## 积极应对银行信贷的新常态

尽管如此,笔者认为1月份的信贷“猴跳”并不具有持续性。从今年的金融工作大局出发,“十三五”开局之年,始终坚持将信贷资金更多地用于支持实体经济才是正道,银行业最终一定能体验到支持实体经济所起的作用,也一定能分享到实体经济转型升级产生效益后的红利。所以,1月份的信贷“猴跳”但银行家们的心不能出现“猴跳”,我们还是要用一颗积极进取的心态来应对银行信贷的新常态。

从金融战略视角,应高度重视并充分发挥信贷政策在经济发展中的导向作用和在信贷需求方面的主动引导作用,把握好信贷资金的投向,尽最大可能让信贷资金流入实体经济。鉴于央行从今年起将现有的差别准备金动态调整和合意贷款管理机制升级为“宏观审慎评估体系”(MPA)。那么,条件允许的话,可将信贷政策导向效果评估与MPA绑定,通过建立信贷结构优化的正向激励机制,在金融机构混业经营的大背景下,还能引导金融机构进一步提高小微企业、涉农信贷投放比例,真正引导信贷资金支持实体经济。

另外,可考虑适度降低银行拨备覆盖率,释放一定的信贷空间,减轻银行的盈利压力。在经济下行周期,银行承受着“不良”激增与利润增速下滑的双重考验,不良贷款越多,从利润中计提的资金越多,银行被蚕食的利润空间就越大。当前经济下行周期中,若适度降低拨备覆盖率,比如从现在的150%降至120%,或将成为继去年摘掉银行头顶的存贷比“紧箍咒”之后逆转银行业不良贷款持续激增与利润增速下滑局面的又一利好政策。

今年银行业需要重点推进“三大战略”和新型城镇化建设金融支持。“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带“三大战略”和新型城镇化建设,这是拓展中国经济发展新空间,发力区域经济的最大亮点之一。银行家们还是要紧紧围绕“三大战略”和新型城镇化建设的相关发展规划和分步工作重点,积极创新金融支持方式,创新投融资模式,尤其是主动促进政府和社会资本互利合作,为PPP项目建设提供“投资、贷款、债券、租赁、证券”等综合金融服务,加强跨区域、跨领域、跨国界的金融一体化服务与合作,从而为“三大战略”和新型城镇化建设提供优质的金融服务,并在今年供给侧结构性改革中作出银行业积极的贡献。

(作者系聚金资本公司首席金融学家、中国人民银行郑州培训学院教授)