

夯实基础，走向自由浮动*

——成功的浮动汇率要求良好的货币与财政纪律

◎金中夏 等

摘要：本文对实现汇率浮动的必要性、宏微观条件、影响、主要顾虑等方面提出了一些思考。首先，本文阐释了提升汇率灵活性的背景和必要性，并说明浮动汇率是利大于弊的。其次，剖析了人民币汇率走向浮动的宏微观条件，宏观层面采用宏观经济脆弱性评估方法，分析一国对外部门、公共部门、金融部门和公司部门的宏观经济稳健性对汇率的影响；微观层面采用系统性风险评估方法，对重要经济金融部门和主要金融市场的量化指标进行多维度对比，量化比较了中国和二十国集团（G20）国家在各相关领域的表现，在此基础上评估了我国面临的系统性风险。再次，在借鉴国内外理论研究的基础上，阐明汇率贬值在短期和中期的影响，建议我国在走向浮动汇率的同时，需要避免积累过多外币负债，防止大规模资产负债表效应的形成。最后，参考国际经验，分析了“浮动恐惧”和“汇率超调恐惧”的起因以及克服这两种恐惧的重要性，并提出相应建议。

关键词：浮动汇率 经济稳健性 经济开放

* 本文为中国金融四十人论坛（CF40）课题“外部环境恶化条件下的汇率政策选择及外汇衍生品市场建设”的部分成果，课题经中国金融四十人论坛组织专家进行评审。课题负责人金中夏系驻国际货币基金组织中国执行董事，课题组成员包括赵岳、王浩斌。

一、实现汇率浮动和币值稳定的统一

不断提升汇率灵活性一直是我国汇率制度改革的方向。1994年的外汇体制改革实现了人民币汇率并轨。并轨后的人民币汇率，实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动制（国发〔1993〕89号）。2005年的人民币汇率形成机制改革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。人民币汇率不再盯住单一美元，形成更富弹性的人民币汇率机制（中国人民银行公告2005年第16号）。2015年的汇率改革推出“收盘价+篮子货币”的新中间价定价机制，人民币汇率弹性和灵活性进一步增强。由此可见，不断推进人民币汇率形成机制改革，使其向着自由浮动汇率演变一直是我国市场化改革和开放过程中的一个重要努力方向。特别是2016年以来，货币当局逐步从外汇市场的日常干预中退出，汇率的弹性和灵活性明显增强。

更加灵活的汇率制度利大于弊。更加灵活的汇率制度可以对国际收支不断出现的失衡进行实时调整，这是针对经常账户和资本与金融账户全部国际收支的全面调整，能够适应资本与金融账户开放以后经常账户和资本与金融账户相互影响、需要对整个国际收支进行通盘调节的新形势，可以减少乃至避免外汇干预带来的宏观经济代价，避免对物价、实际利率、资产价格等国内重要经济变量造成扭曲的宏观经济风险。

当然，汇率自由浮动所造成的不确定性也有其自身的风险，绝大部分汇率波动风险都是正常的，可以用市场机制进行管理。极少的过度汇率波动可能造成本币恶性贬值、大幅通胀、企业破产、资本外流等经济和金融危机，但这种情况的出现绝大多数情况下都不是灵活汇率本身的问题，而是国际国内宏观经济政策出现了重大失衡所造成的。在出现重大的宏观失衡并导致汇率出现明显贬值压力的情况下，人为保持汇率的稳定相当于以纸包火，除了延误救火并加重损失以外没有任何好处。在宏观经济治理比较成熟的国家，可以实现汇率灵活性和稳定性的统一，既有市场调节之下的灵活，又有在灵活基础上的相对的、动态的稳定。

在现行国际货币体系下，没有一个国际通行的、像黄金一样的价值基准，

不同国家之间在物价水平和经济周期等方面不可能一致。我国作为一个独立的大经济体,也不可能加入由另一种主要货币主导的货币区。在这种客观背景下,我们必须放弃保持双边名义汇率绝对稳定的幻想,采用浮动汇率,同时坚定不移地以稳健的货币政策和财政政策确保本国货币对一揽子主要商品购买力的基本稳定,这意味着央行要紧紧抓住物价稳定和金融稳定的目标不放松。

在灵活汇率体制下,汇率的稳定是相对的,即使相对稳定也不是干预出来的,更不是任何国家一厢情愿所能决定的。任何一国,只要不是以另一国货币为锚,都只能尽量使本国货币的实际购买力稳定,而不能保证与另一国货币比值的稳定。一国汇率的相对稳定归根结底取决于货币政策、财政政策、金融部门政策、结构性政策等是否稳健,取决于经常账户和资本与金融账户是否健康,取决于债务水平和债务结构(币种、期限)是否合理。这些因素是决定宏观经济能否抵御外部冲击的最重要考量,也是中长期决定汇率的最重要因素。与此同时,汇率还受到投资者情绪、资本流动、金融市场情绪等因素影响。

为将汇率波动对经济金融稳定造成的风险降至最低,建立完善的外汇衍生品市场也至关重要。外汇衍生品市场应具有足够的深度和广度,同时面向广泛的市场主体,从而使存在外汇风险敞口的市场参与者可以使用完备的工具和较低成本对冲汇率波动。同时,监管者应管理好外汇衍生品市场本身可能存在的风险,避免衍生品市场本身大幅波动带来的新的风险。

同时,汇率的“合理均衡”水平本身是可变的。汇率的合理均衡水平取决于两国在劳动生产率、货币和财政状况以及经济结构等方面的相对情况,还取决于跨境资本流动等变量,这些变量本身随时间和经济形势的变化而变化,难以实时观测。因此,均衡汇率本身无法被人类准确地主观判断,只能根据外汇市场的调整来间接判断。同时,汇率也分“名义”汇率和“实际”汇率。即使盯住名义汇率,也不可能同时盯住实际汇率。如果盯住实际汇率,必然放开名义汇率。想要同时盯住两者是不可能实现的。因此,维护汇率在合理、均衡水平上的基本稳定,归根到底还是需要汇率水平由市场供求决定。

浮动汇率的好处在于规则明确,规则可由专家辅佐决策部门加以制定,但应把日常汇率水平的决定交给市场,政府的作用就在于建设和管理好市场。

汇率问题是个高度专业化的问题，但汇率政策的决定往往要由政治家作出，政治家可以在科学讨论的基础上决定汇率形成的制度和规则，但不可能经常性地就具体的汇率水平作出决定。

应当在所有宏观经济部门和主要财经媒体普及现代国际金融知识。在全社会树立汇率由市场调节、对汇率浮动的风险要靠市场化的手段来管理的普遍意识。媒体和政府文件在宣传上要避免简单地把汇率升值或稳定视为成就、把汇率正常波动或贬值视为失误的错误导向，培养把汇率的正常波动视为常态、把汇率的异常稳定视为特例的平常心。双边名义汇率出现较大波动未必是坏事，在媒体宣传上要格外关注本币国内购买力、多边汇率和实际有效汇率是否相对稳定；双边名义汇率稳定也未必是好事，要警惕外国央行异常宽松的货币政策在稳定的名义汇率的表象下导致人民币多边汇率或实际有效汇率静悄悄地大幅升值，从而造成贬值压力在不知不觉中不断积累。

根据国际清算银行公布的实际有效汇率数据，2014年下半年美联储逐渐退出量化宽松政策以后，人民币实际有效汇率急剧升值，从2014年7月到2015年7月短短一年时间里，人民币实际有效汇率从111.44升值到126.54，升值幅度高达13.5%，名义汇率的稳定表象掩盖了贬值压力的迅速积累。

不同的汇率制度意味着一整套不同的宏观调控规则。选择人民币对美元名义双边汇率的稳定就意味着要接受国内物价和资产价格在美元流动性增加或减少时相应进行向上或向下的调整。而选择浮动汇率就意味着在美元流动性增加或减少时让汇率自动作出反应，由此必然对国内物价产生的影响需要由国内利率或货币政策作出更加及时并有针对性的调整。因此，在实行浮动汇率的同时必须对国内货币政策和利率进行更加及时和充分的调整。

二、人民币汇率走向浮动的宏微观条件

在人民币汇率走向浮动的过程中，应完善宏微观经济政策框架，确保汇率自由浮动但不失控，在灵活调整的同时保持相对稳定。

在更加灵活的汇率体制下保持汇率相对稳定，要避免宏观经济出现大的失衡

和金融体系积累重大的风险。对汇率影响最大的宏观经济和金融体系的脆弱性主要体现为三方面：一是对外部门失衡，包括持续大幅经常项目逆差、过度依赖短期资本流入和外币债务等。从历史经验看，对外部门失衡是造成新兴市场经济体金融动荡的常见原因，有可能造成投资者信心崩塌、资本流入逆转、汇率大幅贬值。二是财政失衡。财政失衡会造成巨额预算赤字和公共部门债务高企，挤出私人部门融资，政府债务的不可持续最终会导致货币增发和通货膨胀。当政府债务含有大量外债时，则会造成对外违约并对汇率产生贬值压力。三是金融部门和企业部门失衡。过度借用大量外债是对汇率稳定最大的威胁。在外部资本流入或经济过热时期，金融部门和企业部门信贷过度扩张，杠杆率上升，期限错配加剧。一旦国际金融环境收紧，资本流出，汇率贬值，导致企业偿债能力下降、银行不良资产上升，资本充足率不足，引发金融危机和货币危机。

从国际经验可以看出，要想实现汇率走向灵活的过程中不失稳健性，一国宏观经济的健康稳定是最基础的要素。因此，在人民币汇率走向灵活浮动之前，有必要评估我国经济的整体稳健性。在这方面，我们在借鉴国际货币基金组织对一国经济稳健性和系统性风险评估方法的基础上，用两套指标评估目前我国宏观经济的健康状况。两套指标侧重不同视角，相互补充印证，更有助于反映我国宏观经济指标稳健性的全貌。

（一）宏观经济脆弱性评估方法

这是一套脆弱性评估的量化分析方法。采用自上而下的方法，选择了对外部门、公共部门、金融部门和公司部门四个部门的宏观经济重要指标，如经常账户逆差占GDP的比重、公共债务占GDP的比重、金融部门不良贷款率等。研究表明，这些重要指标对于预测一国两年后是否发生金融危机准确性较高（IMF, 2007）。在借鉴了国际货币基金组织脆弱性评估的主要参考指标及安全阈值^①的基础上，我们将中国2018年各项指标与安全阈值及全球新兴市

^① 如果一项指标在安全阈值以内，则该指标不会影响宏观经济的稳健性，如果一项指标在安全阈值以外，则该指标可能影响宏观经济稳定。

场经济体平均水平进行了比较（见表1）^①。

表1 中国宏观经济指标和安全阈值与其他新兴市场的对比

项目	安全阈值	2018年 中国数据 ^②	2018年新兴市场 中位数数据	权重 (%)
对外部门				45
总外汇储备占1年之内到期外债与经常项目赤字之和的比重(%)	>101	242	145	24
经常账户顺差(占国内生产总值的比重(%))	>-2.7	0.9	-2.7	25
外债(占国内生产总值的比重(%))	<32.8	13.3	60.8	5
外债(占出口的比重(%))	<216	70	172	26
实际有效汇率失衡(偏离均衡程度的百分比)(%)	绝对值<6.4	0	na	20
公共部门				25
财政盈余(占国内生产总值的比重(%))	>-3.6	-2.7	na	20
扣除支付利息之外的财政盈余与其可持续水平的差(占国内生产总值的比重(%))	>-1.8	-2.3	-0.8	25
公共债务(占国内生产总值的比重(%))	<25.6	50.1	56.9	15
存在外汇风险敞口的公共债务(占GDP的比重(%))	<20.4	0.2	23.3	20
1年内即将到期的公共债务(占GDP的比重(%))	<10.5	7.2	8.4	20
金融部门				15
资本充足率(%)	>12	14.2	16.5	22
资产回报率(%)	>0.2	1.3	1.54	21
不良贷款(占贷款总额的比重(%))	<4.9	1.8	na	20
信贷与GDP之比的年度变化	<0.3	-0.4	na	12
机构是否稳健的虚拟变量				25
公司部门				15
利息覆盖率	>6.5	43	32.1	

资料来源：国际货币基金组织。

① 安全阈值的计算方法是 minimized prediction error probability, 即最小化错过危机的概率（高于安全阈值却发生金融危机的次数除以总共发生危机的次数）和错误预警的概率（低于安全阈值但没有发生危机的次数除以总共未发生危机的次数）之和。由于发生危机的概率相对较低，这一做法确保了错过危机的伤害远大于错误预警的伤害。

② 国际货币基金组织最近一次对外公布阈值是2007年，此后未对外公布。为便于全球比较，国际货币基金组织此次采集数据截至2018年8月。

一国宏观经济稳健性对汇率的影响首先体现在对外部门。对外部门对汇率的影响较为直接,经常账户和资本与金融账户状况会影响对一国和他国货币的相对需求,进而影响汇率。其次,公共部门、金融部门和公司部门对汇率的影响主要通过影响通胀预期和外债违约概率来实现。如果一国公共部门债务过高,或者金融体系稳健性差,不良贷款率高,均可能引发投资者对通胀的担忧,对汇率造成贬值压力。如果一国公共部门和公司部门外债高企,债务不可持续甚至外债违约,则可能引发资本流入骤停和大幅资本流出,引发汇率贬值。

总体来看,我国对外部门较为稳健。从外汇储备充足性的角度分析,我国当前外汇储备充足性约为安全阈值的2.5倍,约为新兴市场平均水平的1.7倍,较为稳健。不过,考虑到目前我国面临的外部环境有所恶化,不确定性上升,需做好极端情形下的应对准备。截至2019年末,我国外汇储备余额31079亿美元,外资对我直接投资余额29281亿美元,证券投资余额13646亿美元。我国2019年末经常项目顺差1775亿美元。极端情形下,假设我国现有的直接投资流出三分之一,证券投资流出二分之一,假设经常项目与2019年状况相近,则粗略计算,我国将面临国际收支逆差约1.5万亿美元,占我国外汇储备总量约一半。但考虑到我国外汇储备实际可用规模低于外汇储备总量,极端情况下试图依靠外汇储备稳定汇率的做法并不可行。

从国际收支看,经常账户仍为顺差,好于新兴市场经济体平均水平(经常账户逆差占GDP的比重为2.7%)。外债占GDP的比重仅为13.3%,约为安全阈值的三分之一和新兴市场平均水平的五分之一。外债占出口比重也远低于安全阈值和新兴市场平均水平。资本与金融账户方面,随着中国金融业逐渐开放,资本项目的资金流入流出规模逐渐上升,考虑到资本与金融账户往往波动较大,进一步加强对资本与金融账户的宏观审慎监管十分重要,尤其是资本大幅流入时更应提高警惕,因为很多国际收支危机始于资本流入。尽管资本流入初期会带来资产价格上升和经济繁荣,但国际资本是周期性波动的,未来的资本流出不可避免。

在新冠肺炎疫情背景下,如果国际上再现第二次世界大战以前部分国家采取以邻为壑的超级宽松货币政策,导致主要货币汇率贬值和大量低成本资本流入我国,我国也可考虑采取相应措施对资本流入的洪峰进行“削峰”处理,但不必通

过直接外汇市场干预的方式买入大量外汇储备，而应通过宏观审慎管理措施实现。宏观审慎管理措施也符合国际货币基金组织关于资本流动的“机构观点”。

考虑到当前出口形势严峻、资本市场开放度提高等因素，我国对外部门总体依然稳健。如果要死守汇率，则潜在的脆弱性比指标显示的要高。但如果汇率灵活，则能充分发挥经济减震器的作用，降低资本流入流出对经济的压力。

公共部门方面，我国债务总量上升较快，但债务偿付依然稳健。近期，疫情应对大幅增加了中国的财政赤字和政府债务。国际货币基金组织数据显示，2020年增扩概念的财政赤字占GDP的比重将升至18.2%，较2019年上升约5.6个百分点。同时，2020年增扩概念的政府债务占GDP的比重也将从2019年的76%上升至92%，并且在中期内还将继续上升。需要指出的是，国际货币基金组织的增扩政府债务概念可能夸大了政府债务规模，因为它将中央政府明令不予承认的地方政府融资平台债务算成政府债务而非公司债务，而且也没有计算政府的净负债。但我们在此更需要说明的是，尽管杠杆率大幅上升一定程度上增加了公共部门脆弱性，但这不一定会导致汇率贬值。汇率是两种货币的比价，考虑到疫情期间主要国家纷纷推出财政刺激措施，杠杆率也在上升，单看我国杠杆率上升并不能得出人民币汇率贬值的结论。且中国经济复苏速度快，成为全球首先实现正增长的主要经济体，对人民币汇率形成一定支撑。同时，我国公共债务中外债和短债占比低，实际经济增速也高于实际利率，并且占GDP43%左右的国内储蓄也多在国内进行投资，这些对公共财政来说都是积极的因素。

从外债和短债占比看，存在外汇敞口的公共债务仅占GDP的0.2%，远低于安全阈值20.4%和发展中国家的平均水平23.3%。同时短期债务占GDP的比重亦低于安全阈值及其他发展中国家，债务流动性较为充裕。从债务偿付能力看，衡量一国债务可持续性的最重要指标是比较实际利率和实际经济增长率的大小。如果实际利率低于实际GDP增速，即使一国债务总量占GDP绝对数值较高，债务也是安全的。我国2018年公共部门利息支出占GDP的比重为1.04%，低于新兴市场平均水平2.7%。而我国实际GDP增速为6.6%，高于新兴市场平均增速3.2%。从这一角度讲，我国公共债务可持续性依然较高。此外，我国政府资产负债表资产端收入较高，我国政府资产净值仍然为正，

2017年(国际货币基金组织最近一次估计)我国政府资产净值占GDP的比重为10.5%,资产端回报也可抵消部分债务压力。

金融部门整体稳健,各项指标均在安全阈值之内,但并非没有弱点。我国金融部门风险加权的资本充足率水平为14.2%,高于巴塞尔协议规定的安全水平和国际货币基金组织计算的风险阈值,但低于发展中国家平均水平。金融部门资产回报率为1.3%,高于0.2%的安全阈值,但略低于发展中国家的平均水平。不良贷款比例为1.8%,在安全阈值之内。另外根据国际货币基金组织最新估计,受疫情纾困影响,2020年上半年中国所有银行的不良贷款同比上升了18%。不良资产率有所上升值得关注,但这又是一个现阶段各国普遍存在的现象,很难就此对汇率走势作出判断。

公司部门方面,我国公司部门外债占比很小,主要面临的问题是如何进一步提高国企改革成效。我国公司部门外债占GDP的比重仅为1.4%,远小于国际平均水平。目前我国公司部门面临的主要问题是继续深化国有企业改革和僵尸企业处置。研究表明,我国国有企业2010年到2017年的资产回报率比同时期的私营企业低7.5个百分点,四分之一到三分之一的国企出现亏损,但一些亏损的国企由于补贴、监管宽容、政府关联等原因,一直没有退出市场(IMF, 2020)。虽然中国国有企业杠杆率近年来有所企稳,但效率和公司治理改革仍有待提升,下一步,应进一步落实“竞争中性”原则,提升国有企业改革绩效,健全市场化经营机制,提高核心竞争力。

(二) 系统性风险评估方法

近期,国际货币基金组织新构建了一套国别系统性风险评估方法。该方法采用自下而上的分析框架,选取了一套涵盖重要经济金融部门(如公共部门、银行部门、非银行金融机构、公司部门)和主要金融市场(如债券市场、股票市场、外汇市场和房地产市场)的量化指标,形成了评估一国系统性风险的量化指标体系。和上述脆弱性评估方法相比,系统性风险评估方法基于具体经济金融部门的数据,更关注各个部门的细分风险情况和数据走势,以便监管部门在发现风险苗头时及时采取措施,避免单个风险演化为系统性风险。

本研究在参考上述评估指标的基础上,通过横向对比、纵向对比和面板对比的方法,量化比较了中国和G20国家在各相关领域的表现,在此基础上评估了我国面临的系统性风险并提出政策建议,数据对比详见表2。

表2 中国系统性风险评估:纵向与横向对比^①

	中国2018年 四季度数值	横向对比: G20国家 2018年对比(100 表示风险最高)	纵向对比: 中国2000— 2018年数据对比 (100表示风险最高)	面板对比: G20国家 2000—2018年数据对比 (100表示风险最高)
公共部门				
政府部门总债务占GDP的比重(%)	50.6	36	93	44
政府部门对外债务占政府部门全部债务的比重(%)	3.6	6	95	2
政府部门实际对外债务的年化增速(%)	41.8	96	77	96
金融部门				
信贷占GDP的比重与其长期趋势值之差(%)	4.3	63	36	58
存款机构资本占风险加权资产的比重(%)	14.2	77	2	68
存款机构外汇净敞口占资本的比重(%)	2.4	57	8	50
存款机构资产回报率(%)	0.9	59	94	61
存款机构流动性资产占短期负债的比重(%)	55.3	39	7	42
不良资产比例(%)	1.8	44	95	32
根据BuDA模型计算非银机构三年内违约概率(基点)	194.3	98	19	89
公司部门				
公司部门对外债务占GDP的比重(%)	1.4	4	53	0
根据BuDA模型计算上市公司三年内违约概率(基点)	112.3	75	27	60
公司部门外债中的短期外债占比(%)	34.5	83	53	73
公司部门外债的实际增长率(%)	26.5	91	74	92
金融市场				
十年期国债收益率减去CPI同比增长率(%)	3.5	44	61	69
股票市场收益率的波动率	24.7	90	67	74
实际有效汇率升值(年化)(%)	-1.7	38	28	37
对美元汇率的波动率	4.6	23	98	27
房地产市场				
剔除物价指数后的房地产价格增速(年化)(%)	-4.4	7	6	11
房价除以租金的比例(2008年标准化为100)	135	77	85	93
房价除以收入的比例(2008年标准化为100)	63.6	5	8	3

数据来源: 国际货币基金组织。

① 横向对比采用的方法是将中国2018年数据与G20国家2018年数据对比,将各个国家同一指标的数值从风险最低到风险最高排序,并找出分位数(比如分位数为20表示整个样本中有20%的国家风险低于该国)。纵向对比是将中国2000—2018年的季度数据自行对比,将不同季度同一指标的数值从风险最低到风险最高排序,并找出分位数。面板对比是将所有G20国家2000—2018年的季度数据进行对比,将不同国家不同季度同一指标的数值从风险最低到风险最高排序,并找出分位数。

总体来看,尚无指标显示我国已存在系统性风险,但一些局部风险值得关注并及时管控。

公共部门债务可控,但外债增长势头较快值得警惕。政府债务占GDP的比重为50.6%,这一数字高于36%的G20国家,仍处于国际较低水平。不过,和我国自身相比,这一数字已超过我国93%的历史时期,处于历史高位。从外债占比来看,目前政府债务中外债比重较小,低于94%的G20国家。值得指出的是,我国总的外债中还有一部分是人民币外债,和外币外债相比,人民币外债的风险更加可控。不过,我国外债增长势头较快,外债增速在G20国家中处于领先水平,特别是在美欧国家纷纷步入零利率甚至负利率的背景下,应注意防控外债增速过快的风险,缓解今后利率提升时面临的大规模偿债压力。

金融部门尚无系统性风险,但金融机构违约概率较高,值得关注。我国2018年信贷占GDP的比重高于其长期趋势值4.3个百分点,高于63%的G20国家,但和自身相比已较前些年有所放缓,仅高于我国36%的历史时期。我国存款机构风险加权的资本充足率为14.2%,高于巴塞尔协议规定的安全水平,但与国际水平相比仍处低位,仅高于23%的G20国家。存款机构的资产回报率为0.9%,略低于国际平均水平,逊于60%的G20国家。不过,我国不良贷款、贷款拨备和流动性情况均好于国际平均水平。值得注意的是,根据BuDA模型计算出的我国金融机构违约概率远高于国际同行水平,非银金融机构违约概率仅好于2%的国家,信用风险值得关注。

实体部门和金融市场面临的金融风险低于金融部门。公司部门对外债务占GDP的比重为1.4%,远低于绝大多数G20国家的水平,但近年来实际增速很快,值得关注。金融市场方面,债券市场实际收益率与国际平均水平基本相当;股票市场实际收益率远低于国际平均水平^①,收益率的波动性较高;外汇市场近年来波动率有所提升,但仍远低于国际平均水平。

^① 系统性风险评估方法中股票市场实际收益率的衡量方式是股票指数除以CPI指数的年化增长率,股票市场实际收益率越低意味着价格错配的风险越低。

房地产市场方面，近期实际房价增速远低于国际平均水平，2018年剔除物价指数后的全国房地产价格增速为-4.4%，仅高于G20中的个别国家。和国际水平相比，我国近年来房价/租金比值增长速度较快，快于G20中的多数国家，但从房价/收入比来看，我国房价/收入比的增长速度仅高于G20中的少数国家。从全国来看，2018年的房价/收入比仅相当于2008年的63.6%。

需要注意的是，上述评估表明目前我国经济系统风险不大，是在资本项目尚未完全开放的条件下实现的。在逐渐放开资本项目管制和结构性改革的过程中，汇率将会适时调整。最终汇率水平和当前水平可能存在一定距离，这一距离究竟有多大，目前仍存不确定性。但需要指出的是，目前限制资本流出的政策也在一定程度上限制了资本流入。因此资本项目管制应逐渐放开，让汇率对资本流动的影响逐渐适应和调整。在逐渐放开资本项目管制的进程中，资本双向流动将成为常态，各经济部门的资产负债表和市场情绪的波动性都将增加，充分实现汇率灵活浮动并进一步提升国内金融体系的稳健性至关重要。

同时，评估一国系统风险对汇率的影响时，应区分外币风险和本币风险。本币风险中，有一部分风险可以由央行以货币化的方式解决。这部分风险最终可能引发汇率贬值，因此正常情况下应当避免。如果迫不得已，这种货币化的操作也最好在经济中具有通缩压力时进行。还有一部分风险需要通过国内资源再分配加以解决，但这种解决方式对一国的汇率影响不大。

汇率成功走向自由浮动需要货币政策具有“定力”。如前所述，本文所说的自由浮动并非放任不管，而是以严格自律的宏观经济政策为基础的浮动。新兴市场经济体汇率制度走向浮动的过程中，很多都伴随着货币大幅贬值甚至是货币危机。一个很重要的原因是这些国家国内失衡不断积累，到一定程度后导致汇率不得不被动大幅贬值，这并非理想的步入自由浮动的路径。为实现汇率灵活性和稳定性的统一，宏观经济管理部门要努力避免宏观经济出现大的失衡，这也对宏观管理部门自身履职提出了很高的要求。浮动汇率下的宏观审慎管理核心就是三项：管住货币发行、管住政府债务特别是净负债、管住外债总额包括短期外债规模，其他指标的重要性都视它们与上述三项指

标的影响程度而定。而在这三项指标中,最核心的就是管住货币发行。管住货币发行体现了货币政策的“定力”,也是货币政策独立性最核心的体现。这要求一国负责货币政策的机构不受其他部门的干扰,从国际经验看,发达国家往往通过法制和制度的方式确保货币政策的定力和独立性。

相对于世界上多数国家而言,我国目前宏观经济整体比较稳健,经济脆弱性较低,尤其是对外部门较为稳健。中长期看,金融部门和公司部门存在的风险是否会转化为国际收支风险进而影响汇率,仍取决于深化改革的成效。同时,汇率是两国货币的比价,不仅取决于我国经济如何发展,也取决于美国、欧洲、日本等主要经济体的经济如何发展,我国经济固然有这样那样的问题,但这并不意味着人民币从中长期看一定会贬值,因为主要对手方的经济也有自身的问题,我国与其他国家的经济强弱是可能变化和转换的。也正是由于这种不确定性,试图通过人为干预而将汇率稳定在某一点位是不现实的,汇率最终只能由市场通过不断超调和试错来实现,任何持续的大规模干预都得不偿失。

值得指出的是,本文讨论汇率自由浮动的宏微观条件,是希望汇率走向浮动后尽可能避免大幅的、剧烈的波动,但这并不是说没有良好的宏微观基础汇率就不能浮动。事实上,一国经济基本面出现恶化,不再具备良好的宏微观条件,灵活的汇率反而更显重要。因为经济基本面恶化会导致一国的国际收支出现严重失衡,灵活的汇率有助于迅速恢复国际收支的平衡,而僵化的汇率只会让国际收支失衡不断加剧。即使汇率放开后出现大幅贬值,也只是经济基本面恶化的结果而非原因,且在这种情况下汇率贬值有助于经济尽快恢复元气,从而实现长期经济增长。

三、实行浮动汇率应防止资产负债表效应

传统理论认为,汇率贬值通过收入效应和替代效应影响经济增长。汇率贬值的收入效应体现为,当汇率贬值带来总收入的提高,则能提高总需求,对经济增长产生扩张性效应,比如发展中国家实际汇率持续贬值有助于增加

贸易部门收益，进而促进经济增长，使汇率贬值具有扩张性效应（Rodrik, 2008）。与此同时，当汇率贬值不能提高社会总需求时，则对经济增长产生收缩效应。大幅的货币贬值甚至货币危机会导致收入分配发生变化，比如墨西哥货币危机在微观层面带来巨大的收入分配不平衡（Cravino and Levchenko, 2017），从而将实际购买力转移给边际储蓄倾向较高的经济主体，导致储蓄增加和总需求下降，并在事后导致实际产出和进口下降（Krugman and Taylor, 1978）。

汇率变动的替代效应在国际宏观经济学领域被称为支出的转换效应（Expenditure Switching Effect）（Engel, 2002）。假设本国和外国的产品是不完全替代品，那么汇率升值将带来贸易条件（Terms of Trade）改善，即出口商品价格大于进口商品的价格，使本国需求转向外国商品；反之，汇率贬值则使需求转向本国商品。因此，汇率贬值有助于刺激本国可贸易部门。同时，可贸易部门需求增加导致工资水平提高和劳动力从不可贸易部门流向可贸易品部门，导致可贸易部门就业水平提高。

综上所述，传统理论认为汇率贬值有助于促进可贸易部门发展，进而拉动经济（以下简称汇率的“刺激”渠道）。因此，当一国面临外部冲击并导致国际收支恶化时，汇率贬值往往可以发挥“缓冲器”作用，成为应对冲击的第一道防线。

一些近期研究表明，主导货币定价（Dominant Currency Pricing）有可能弱化汇率贬值对经济的刺激作用。在当前以美元为主导的国际货币体系下，给定其他国家之间的双边贸易都用美元计价，本币贬值不影响以美元计价的出口价格，进而弱化了汇率贬值对出口的刺激作用（IMF, 2019）。在主导货币定价模式下，全球贸易规模更多受到美元币值的影响。美元贬值将使美国和其他国家的进出口同时增加并带来全球贸易的扩张，而美元升值则使美国和其他国家的进出口同时减少并导致全球贸易的萎缩（Gopinath et al., 2020）。但这一研究结果只是说明从汇率变动到影响国际收支存在一个时滞，并没有否认灵活汇率调节国际收支的作用，我们甚至可以认为由于时滞的存在，汇率调整越及时越好。

还有一些研究表明,在某些条件下,汇率贬值的传统刺激渠道不仅在短期内作用有限,且汇率贬值还可能通过资产负债表效应,对经济产生负面影响(Culiuc, 2020)。资产负债表渠道作用机理是,当一国外币债务较高时,本国债务人的债务负担将由于货币贬值而增加,从而使其资产负债表净值缩减。资产负债表的净值缩减将通过金融体系被进一步放大,使其获得信贷的能力减少(Gertler and Bernanke, 1989)。同时由于一些国内银行也有外币债务,其放贷能力也会降低(Adrian and Shin, 2014)。此外,持有该国本币债券的外国投资者资产也会缩水,进而导致其减持该国资产。上述渠道中的资产缩水、信贷可得性降低、银行放贷能力变差以及外国投资者减持本国资产造成的本国损失,可看作汇率贬值通过资产负债表渠道对一国经济造成的负面影响(Mendoza and Smith, 2006; Mendoza, 2010)。

汇率变动产生的资产负债表效应往往短时间内就能体现,而对进出口的刺激作用往往需要一定时间才能体现(Culiuc, 2020),究其原因,一是由于美元是主要出口品的计价货币,本币贬值并不能直接传导至出口品价格的变化,而是体现为出口商的收益,而出口商的收益传导为经济刺激仍需时间。二是理性预期,企业知道汇率会先超调,之后才逐渐恢复均衡水平,而均衡水平才决定了企业在较长时期内的投资收益,因此企业会静观其变,延迟作出投资决策。三是由于资产负债表效应,即使出口企业愿意增加投资,但银行由于资产负债表渠道受损,其对企业的借贷意愿下降,影响出口企业的资金可得性。四是由于经济中存在黏性,劳动力等资源无法立刻转移至出口部门,从而导致汇率贬值对进出口的影响有一定的时滞。

对于外币债务高的国家,短期内汇率贬值通过资产负债表渠道对经济的负面影响往往幅度更大,而对经济的刺激作用幅度较小。资产负债表效应往往短时间内就能体现,而刺激效应往往需要一定时间才能体现,因此,在现行会计规则下,当汇率出现超调时,汇率通过资产负债表渠道对经济的负面影响往往取决于最低点的汇率,也就是超调时的汇率。而传统渠道中汇率对于经济的刺激作用则取决于汇率重新回归均衡时的汇率。因此,短期内,汇率通过资产负债表渠道对经济的负面影响往往幅度更大,而汇率对经济的刺

激作用幅度较小。

但在中期内，汇率贬值对经济的影响仍是正面的。实证研究表明，汇率超调的程度主要受一国外汇储备、贸易开放度和外债规模的影响。储备越高，汇率超调程度越低；贸易开放度越高，汇率超调程度越低；外债越高，汇率超调程度越高。这一结论比较符合直觉，一国外汇储备、贸易开放度和外债规模会影响投资者对其经济的信心，进而影响汇率初始贬值的幅度。实证研究同时表明，短期内，汇率贬值对经济的影响是负面的，主要是由于资产负债表渠道占了主导，但中期，汇率贬值对经济的影响是正面的，此时汇率对经济的刺激作用占了主导。

综上所述，要想充分发挥灵活汇率制度作为“缓冲器”的作用，首先应使汇率及时调整，为汇率传导的时滞预留时间；其次应避免外债水平过高和明显币种错配。如果一国外债水平过高，存在明显币种错配，汇率波动特别是汇率贬值对经济的影响可能是负面远大于正面；如果一国外债规模有限，币种错配并不严重，那么，即使汇率出现大规模调整也不足为惧，这一结论进一步凸显了宏观审慎政策的重要意义。汇率贬值的负面影响往往通过金融部门的风险来放大，如果汇率大幅贬值伴随银行体系的危机，最终对经济的打击将是巨大的。因此，我国在走向浮动汇率的同时，应通过综合采取宏观等多种调控手段提升金融体系的稳定性，避免积累过多外币负债，防止大规模资产负债表效应的形成。

四、克服“浮动恐惧”的国别经验

新兴市场国家向来对实行浮动汇率制度有诸多顾虑，亦称“浮动恐惧” (Calvo and Reinhart, 2002)。对于实行浮动汇率的恐惧主要来自以下几个原因，一是汇率波动会对外债敞口较大的企业带来风险，尤其是货币错配较严重的企业，金融脆弱性会因此加大。二是汇率波动会增加外贸企业的实际成本。三是汇率大幅波动会影响货币政策的实施，比如不利于通货膨胀目标制的实施。

智利在过去二十年中通过实行浮动汇率制度,逐步化解上述“浮动恐惧”,并有效提高了经济应对外部冲击的调节能力,主要体现在以下几个方面。

一是自由浮动汇率的实施促使国内企业逐步减少了美元债务比重,贸易企业使用外汇衍生品的比率也不断提高,据测算在2017年达到了60%(Albagli et al., 2020)。外汇衍生品市场快速发展,20年间市场规模增长了近十倍,有效缓解外债敞口和货币错配造成的风险。

二是浮动汇率的实施减少了货币政策的束缚,使智利央行能有效实行通胀目标制,稳定通胀预期。Albagli等(2020)的结果显示,实行浮动汇率后国外通胀通过汇率向智利的传导不断减弱,进口价格及国内物价对汇率波动的敏感度持续下降,表明了央行可信度不断提升。

三是汇率灵活性有效提高了智利应对宏观冲击的自我调节能力。Albagli等(2020)通过对比智利在1997年亚洲金融危机及2008年国际金融危机后的复苏表现,发现浮动汇率的实施使智利在第二次金融危机后的复苏更为迅速。同时,跨国比较也显示,智利的后危机复苏较其他新兴市场国家表现更为优越。实证结果还显示,美联储货币政策及国际市场不确定性增大所产生的冲击对智利资产价格的绝大部分影响被汇率调整所吸收,展示了汇率的“减震器”作用。

五、克服“汇率超调恐惧”

对于汇率未完全浮动的国家而言,对浮动汇率的一个主要顾虑是存在“汇率超调”。这一观点认为,存在一个均衡的汇率水平,如果当前汇率水平高于(或低于)均衡汇率水平,即本币被高估(或低估),一旦允许汇率自由浮动,汇率将会大幅贬值(升值),且幅度会超过均衡的汇率水平,出现“汇率超调”,而这种“超调”是不合理的,因此,央行应通过外汇干预避免汇率超调,或者直接一次性调整到位,人为将汇率设定在均衡汇率水平。在实践中,基于这种认识的市场干预很少成功。

事实上，汇率超调是寻找均衡汇率的必经之路。市场在从旧均衡向新均衡运动的过程中需要上下左右不断试错，均衡汇率只有在价格一次次上下波动中才能最终确定。汇率波动的过程本身就是价格不断探索、寻找均衡的过程，波动的方向肯定是趋于收敛而绝不可能发散。同时，均衡汇率不是一家两家市场参与者决定的，也不是行政机关人为设定的，而是整个市场通过不断调整最终找到的。担心汇率超调的观点从本质上讲是希望用主观判断代替市场判断，用政府干预代替市场调节。

从汇率超调的理论基础看，汇率超调是由市场规律决定的。目前的汇率超调理论主要有两种，第一种汇率超调理论最早由 Dornbusch 于 1976 年提出。该理论认为，如果货币供给由于未预期到的某种原因出现永久性上升，假设经济中存在价格黏性，短期内产出也无法及时调整，那么经济中的利率将会下降，进而提升对货币的需求，从而使货币供给和货币需求平衡。根据利率平价理论，如果一国利率相对于其他国家利率下降，投资者需要有货币升值的预期，否则将产生套利机会。货币供给的永久性上升将导致该国货币贬值（假设长期货币中性），因此，唯一的可能性就是汇率贬值的幅度要大到能产生升值预期的程度，也即产生“汇率超调”。从更深层次讲，该理论认为汇率超调的实质是，如果慢变量不调（比如价格和产出短期内难以调整），快变量（汇率）就得调整得更多（即超调），这样才能实现经济整体均衡。第二种汇率超调理论将汇率看成一种资产价格，根据资产价格的泡沫理论，如果理性投资者认为其他投资者的信念是资产价格将上升，则其自身交易方向也是买入资产，继续推动资产价格上升，即使此时资产价格已经偏离均衡水平。这种羊群效应和投机因素可能推动资产价格形成泡沫，偏离均衡水平。

现有超调理论很难穷尽解释市场上存在的各种超调现象。但不论是用哪种超调理论来解释，我们会发现汇率超调是市场价格发现的普遍规律。只有通过超调，市场投资者才能知道市场张力有多大，汇率超调越大，汇率向均衡水平回归的弹力也越大。从这个角度讲，浮动汇率的波动过程，本身就是不断超调、不断价格发现的过程。有研究认为，理论上，央行的外汇干预无法消除汇率超调的行为（Sergio, 2007）。即使央行通过行政手段一次性将汇

率调整到其所认为的“长期均衡”水平,这一水平也很可能并不被市场所认可。均衡汇率是动态变化的连续函数,因此将汇率人为调整到恰好是均衡水平的概率几乎为零。

渐进升值(贬值)的做法并不能防止超调,反而可能引起更大规模的超调,因为汇率长时间处于贬值或升值不到位的状态,在达到均衡前的每一个时点和价位上都额外产生了大量无风险套利的交易,推升了贬值或升值的势头。换言之,与汇率快速贬(升)值到位相比,缓慢贬(升)值使达到均衡点之前的每一个价位的交易量都大增。

汇率越是能够在日常不断调整,越有可能避免一次性大的纠正。如果中央银行经常通过干预保持汇率稳定,反而有可能使名义汇率和真实汇率的偏离程度不断积累,一旦需要立即放开汇率,大规模调整很可能难以避免。因此,要想避免汇率大幅波动,需要让汇率自由浮动成为常态,而不是每隔一段时间对汇率进行一次性较大幅度的调整。即使在危机情况下,对市场的管理和干预时间也不宜过长,否则可能因失去很多有价值的市场信息而使失衡不断积累和放大。