**稳定汇率应着眼提升经济竞争力**

**【摘要】**强货币来自强经济，强经济离不开强改革。稳定人民币汇率根本上要靠改革带动的经济竞争力的提升。具体而言，人民币贬值压力主要来自五个方面：改革见效慢、转型效果小、风险点增多、美国政策调整和投机性资金外流。缓解贬值压力，近期要堵住资金外流的制度漏洞，尤其是企业和个人用汇等方面的不足；中长期要加快优化投资环境、国企改革、优化监管和加快人民币国际化步伐。

2016年人民币兑美元汇率中间价贬值幅度超过6%，目前单边贬值态势尚无明显结束迹象。国际经验表明，本币持续贬值，会加剧资本外流，消耗外汇储备，影响资产价格，加剧银行资产负债表币种错配，压缩国内货币政策空间，甚至引发金融危机。因此，中央经济工作会议要求，2017年要在增强汇率弹性的同时，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。要把防控金融风险放到更加重要的位置，下决心处置一批风险点，着力防控资产泡沫，提高和改进监管能力，确保不发生系统性金融风险。本文认为，强货币来自强经济，强经济离不开强改革。稳定人民币汇率根本上要靠改革带动的经济竞争力的提升。

## 一、贬值压力的五个来源

从经济增速、物价稳定、经常项目顺差等基本面看，人民币不具备持续大幅贬值的基础，但为何贬值压力持续不减？显然是贬值预期持续大于稳定预期所致。综合国际借贷学说、购买力平价学说、利率平价学说、国际收支说、资产市场说等汇率决定理论，从实体经济、资产市场、外汇市场等视角观察，人民币贬值压力主要来自五个方面：

**一是改革见效慢**。十八届三中全会设计336项改革举措，确立到2020年在重要领域和关键环节改革上取得决定性成果的目标。时间已经过半，尽管顶层四梁八柱性改革框架基本确立，但能在企业和居民生产生活中体现的具体效果仍然十分有限，也就是改革在中层和基层推进较慢，效果不明显。再加上，近年中国人口红利削弱，劳动力价格优势日益消失；房价和房租持续上涨；能源价格虽有回落，但在国际上仍处于较高水平；一些地区各种名目的收费多达上百种；物流成本显著高于美国等等，导致中国制造业综合负担偏重。福耀玻璃董事长曹德旺称“中国企业税负比美国高35%”，尽管专家认为中国税率低于美国，但曹德旺企业所在州“土地基本不要钱，能源、电价是中国的一半，天然气只有中国的1/5”。这说明，中国制造业面临的投资环境优势在弱化。主要是因为改革进展慢，经济运行系统尚未打通，企业投资和营商环境不佳，不仅不利于吸引外资，国内企业也会加快向国外投资，自然影响人民币需求。这也正是习近平总书记在31次深改组会议上强调“推动改革落地见效”的原因。

**二是转型效果小**。国际金融危机以后，各界的共识之一就是我国经济亟待转型升级。经济转型升级主要有两个方向，一是升级传统产业和淘汰落后产能，二是加快发展新兴产业。传统产业方面，我国推出了供给侧结构性改革，国家层面出台不少政策，投入不少资源，但煤炭、钢铁等产能过剩行业改造升级空间有限，去产能效果并不明显，富余的从业人员也没有得到结构性调整。更重要的是，其中部分“僵尸企业”在经营成本、资源获取和占有能力等方面还具有比较优势，市场化企业反而处于竞争劣势，“劣币驱逐良币”现象比较突出。新兴产业方面，在国家加大投入、鼓励创新创业等政策作用下，航天航空、高速铁路等战略领域和电商、网络金融等少数服务领域取得良好进展，但是由于缺乏基础科学、创新人才和制度环境的支撑，我国在智能制造、人工智能、清洁能源、大数据应用等方面还明显滞后，商业银行资产负债表不断扩张，金融低效化、产业空心化明显。企业投资营商看重发展前景，哪里聚集代表新兴方向的产业和技术，哪里自然就对资金形成吸引。这也是很多企业选择到国外投资发展、减持人民币的一个重要原因。

**三是风险点增多**。经济结构性矛盾长期积累，改革进展相对缓慢，传统调控政策传导机制不畅，效果打折，结果就是实体经济面临下行压力，金融资产领域风险积聚。最近几年，全社会杠杆率已突破250%，金融市场波动性上升，发生2013年的“钱荒”、2015年“股灾”、2016年债市波动和投资收益率下降等。对部分企业家、白领阶层等所谓的中产阶级而言，金融投资领域风险增多，一次次减少其财富，打击其信心，影响其收益率和预期稳定。截至目前，虽然房价还未出现明显下滑，但是部分地区已经超出合理水平，在投资领域日益收窄的情况下，投资者对房地产的信心也在软化。另外，近几年M2/GDP持续走高，但经济下行压力不减，意味着资金的利用效率在下降。相比之下，美国股市、房市、债市都显得更加平稳可持续。在避险需求作用下，国内资金外流，是正常合理的市场行为，但却客观上影响了人民币需求和汇率。

**四是美国形势变化和政策调整**。美国虽然是金融危机的发源地，但凭借强大的科技实力、金融影响力，完善的市场经济制度，以及可以产生大量副外溢效应的货币政策，经过8年多的调整，经济结构性矛盾已经大幅缓解，新一轮产业革命进展明显，经济触底企稳的迹象不断增强。2016年两次加息，缩小了中美利差，美元指数由弱转强趋势初现，弱化了中国的投资引力，特朗普提出增长、就业和贸易方面一系列新政策，不断强化市场上投资者关于“美强中弱”、“中美经济拐点”等预期，部分企业和资金有意识地改变原来的选择轨迹，更有盲从者跟风改变投资方向。

**五是投机性资金外流增多**。人民币贬值与资金外流、外储下降相伴而生。根据相关研究，2016年中国将有5000多亿美元资金外流，其中，中国居民购买外国资产占70%，中国企业偿还外债占40%，外国人增持人民币亿元净增加。如果前面提到的贬值压力，都是市场机制作用下的正常选择，那么一些制度漏洞则给投机者留出了“趁火打劫”的空间。近年来，地下钱庄转移资金；通过“高价进口、低价出口”、“平价出口、高价转口”等虚假贸易，把贸易项下大量利润留在海外；通过海外投资“跑冒滴漏”和假FDI等方式加快资本项下资本转移；跨境银行开展“内保外贷”、“内存外贷”等类业务，提供转移资金等类地下钱庄服务；部分居民借用购汇额度，减少人民币持有，增加居民项下的美元资产配置。这些都是加剧人民币贬值的投机性力量，需要通过完善制度、严格执行，予以避免。

## 二、堵住资金外流的制度漏洞

2016年年底外储余额为3.01万亿美元，按照IMF标准和相关计算，我国外汇储备只要在2.6万亿美元以上，就不会影响国际收支安全。但近两年我国外汇储备连续减少超过4800亿美元，惯性下降趋势亟待稳定。因此，近期的外汇政策应立足于支持合理的外汇需求，弥补制度漏洞，遏制投机性资金外流。

**一是坚持企业用汇“宽进严出”**。彻查地下钱庄，加快健全监管制度，加大人员、技术、设备等投入力度，防止地下钱庄扮演资金外流的掮客。加强贸易相关外汇交易的背景核查，尤其要加强内地与香港的进出口贸易、相关合同、资金流和商品流的监管，减少贸易项下的投机性资金转移。严格大型对外直接投资项目的用汇审批，防止对外投资名义的资金转移，严格审查中国居民海外注册企业（尤其是自由港注册企业）到境内的FDI，防止假投资、真投机。

**二是个人换汇采取实需原则**。一方面，继续稳定执行5万元/人•年的换汇额度政策，但强化换汇真实性、合规性的手续审核。同时，通过大数据和信息联网等技术，控制借用换汇额度行为，惩处虚假换汇和非法转移等行为。另一方面，通过设计合理收益的境内外币理财产品等方式，疏导已经购汇的资金留在境内。

**三是增强汇率弹性**。继续坚持“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的既定机制，发挥单一货币和篮子货币两大调节工具的作用，适度增加篮子货币种类，降低美元权重，提高一篮子货币参考程度，防止被美元牵着鼻子走。同时，在汇率中枢水平基本稳定的前提下，进一步完善中间价定价机制，适度扩大人民币兑美元的汇率波动幅度，引导市场提高汇率波动容忍度，释放贬值压力。辅以必要的市场操作对冲压力，避免形成长期一致的人民币贬值的市场预期。

**四是阻止风险点频暴**。总原则是防止意外风险事件，但可主动揭露局部风险，并及时与市场沟通。按照市场化原则大规模盘查股票市场和债券市场，主动清理风险隐患，及时公开信息，尤其要处理好债市风波，避免酿成更大的风险点，促进国内资本市场持续平稳运行。房地产市场继续因城施策，保持房价总体稳定前提下，降低部分库存较高城市房价。

**五是通过外汇市场操作分化贬值预期**。发挥中投公司等国家外汇投资机构的作用，通过适时适度的市场操作，针对部分境外机构投资者做空人民币的行为，进行反向操作，压缩其套利空间，打击其做空信心，分化单边贬值的市场预期，维护政府承诺的公信力。

## 三、提升经济竞争能力，夯实币值稳定基础

当前，帕累托改进式的政策空间已基本消失，没有无痛的汇率解决方案。实体经济、金融资产和外汇市场之间，政府、企业和个人利益之间，改革、发展和稳定之间，短期稳定和长期发展之间，恐难以多目标兼得。最重要的是，加快政府和类政府领域改革，兑现十八届三中全会的改革承诺，否则，更大的人民币贬值将会在2020年之后发生。

**——改善投资营商环境**。“供给侧结构性改革的根本途径是深化改革”。要加快机构改革为代表的行政管理体制改革步伐，通过规范界定并公开政府职责、精简机构和减少公务人员编制，将简政放权效果体现出来、固定下来。通过市场化改革、出台地方政府税费正面清单、公开公路收费期限、健全民商司法体系等措施，降低企业税费等经济成本和交易成本，鼓励企业投资创新，加快提升国内经济竞争能力和全要素生产率。面对资金外流尤其是企业外迁、美国政策调整等标志性事件所引起的资金外流，加快推出针对性改革，让实实在在的改革举措见效落地，让类似曹德旺的公共讨论话题成为解决问题的突破口，让外国政府推出的针对中国的政策成为改进政府工作的契机。优化法制环境，尤其是公平执法环境，保护私有产权，稳定企业投资营商意愿。用最好的投资环境作为稳定人民币汇率的“压舱石”。

**——加快国企改革**。切实打破行政性垄断，坚持各种所有制经济平等发展，让民营企业进入更多领域，平等参与竞争，公平获得收益。推进混合所有制改革和国有资本经营管理体制改革，在国有资本保值增值的前提下，放开企业经营管理权和经营范围限制，保证民营资本参股国有企业的合法权益。加快市场化去产能步伐，停止政府对经营不善国企的补贴和照顾，将相关资源投入到培训下岗职工、支持创业创新和再就业等方面，解决“人往哪去、钱从哪来”的问题。硬化国有企业经营管理的预算约束，保障民营企业的平等竞争，通过优胜劣汰的市场机制淘汰僵尸企业和落后产能。用公平竞争环境和合理的盈利能力激励更多资本回流。

**——优化金融监管**。针对资金脱实向虚、监管套利增多现象，建议统一金融监管，提升监管能力，严格监管金融机构表外行为，主动刺破部分机构和区域的风险隐患，守住不发生系统性金融风险底线。推进去杠杆进程，要在控制总杠杆率的前提下，支持企业市场化、法治化债转股，加大股权融资力度，加强企业自身债务杠杆约束等，降低非金融企业杠杆率。完善债转股的相关市场环境和制度规范，杜绝政府“拉郎配”式干预债转股行为，确保银企协商推进债转股。要规范政府举债，严格执行新的预算法，防止地方政府突破偿还能力，变相举债。

**——推动人民币国际化步伐**。人民币币值的长期稳定离不开经济竞争力支撑下的人民币国际化。在“一带一路”沿线国家建设开发中，配合中国企业、技术和装备走出去，在中国对外投资、贷款等金融活动中加大人民币使用力度，稳步推进人民币作为储备资产的份额。与更多发展潜力较好的发展中国家和部分发达国家签署货币互换协议，扩大人民币的宣介和交易使用力度。做大境内原油等期货市场，提高人民币定价能力。锁定人民币汇率、利率市场化改革目标，完善利率风险定价和货币政策传导机制，优化价格信号的传导，加快推进国内外金融市场衔接。与人民币国际化进程匹配，协同推进资本账户开放改革。

(原文刊载在《博士后研究通讯》2017年第1期，作者：李洪侠)