

余永定：目前宏观形势需要人民币汇率更具弹性



余永定 中国社科院学部委员、前央行货币政策委员会委员

2019-06-01 08:33:28 来源：中国金融四十人论坛

https://www.guancha.cn/YuYongDing/2019_06_01_503970_s.shtml

(文/余永定)

“特朗普这个人是很有创造力的，你认为不可能发生的事情他就有可能使这个事情发生。现在从贸易战、科技战转到金融战，这是完全可能的。”

5月29日，在“2019金融街论坛年会”分论坛上，社科院学部委员余永定在问答环节，对当前的中美贸易战发表了自己的看法。以下为演讲全文，略有删减。



图片来源：网络

我主要讲两个问题：

第一，关于金融开放和资本管制之间的关系。

我们在分析问题的时候，一定要注意具体问题，具体分析。可以回想，2009年开始推人民币国际化，很快出现主导的舆论，中国应该加速资本项目自由化。在2012年，加速资本项目自由化的口号被提出，而且写入各种各样的正式文件之中。虽然没有非常正式的文件，但大家似乎达成默契，大家都认为2015年的时候实现资本项目下人民币的基本可兑换，2020年实现资本项目下的人民币的完全可兑换，也就是说我们没有资本管制。大家现在回过头想一想，如果当初按照这个计划执行资本项目自由化的一系列意向，今天会面临什么样的结果？

不难想象，情况会非常危险。幸好我们的领导机构及时对政策进行调整，我们不是在2015年基本实现，2020年完全实现资本项目下人民币的可兑换。相反的是我们大大加强了资本管制。管制加强到什么程度？有人说老余，你这是商鞅变法，自己坑自己。有一次到银行换汇，每个人的额度是5万，我完全在这个额度之内，我想换2万美元汇到国外，因为我要到国外探亲，结果被银行制止。银行说你的年龄已经超过了65岁，65岁没有完整的证明材料是不允许把你额度之内的钱汇到国外，一下子惨了。我也不知道这是不是咱们央行的政策，可见许

多商业银行为了执行资本管制的规矩想了各种各样的办法。其中一个办法，一个营业部门两个窗口开，虽然只有五个窗口，但只开两个窗口，等去吧。各个地方都想了很多办法，为了防止资本外流。

当然了，加强资本管制是一个正确的方向，我一直赞成这样的做法。但我们有的时候容易把事情做极端，走到另外的一个极端当中，这样的做法应该调整。但说明一点，我们现在的资本管制大大加强。大方向认为是完全正确的，但在一些细节上需要调整。

我为什么讲这个例子？为什么管理部门及很多的银行不得不采取一些非常极端的资本管制的措施？这里存在一个非常大的问题，我们的汇率不动，基本不动。我们要维持汇率稳定，潜台词是不能突破7，7是一个心理关口，只要到7就要采取不同的方式进行干预，让它不要突破7，是值得讨论的问题。

大家都知道在世界经济当中价格是一个调节的杠杆，需求多了，价格上去；需求少了，价格下去。对于外汇也是如此，如果都想把钱汇出去，都想用人民币换美元，这时人民币要贬值，因为对美元需求多了，美元上涨。这本身是一种调节机制。

我想到美国买房子，因为美国的房子比中国大陆的房子便宜20%。如果说人民币贬值了20%，再算的话美国的房子就不便宜了，那时也不去换了。对企业来讲，它也会做这样的计算。我想强调一点，汇率是一种稳定资本流动，稳定金融跨境流动，使我们的国际收支趋于平衡的重要调节机制。世界上的大部分国家实行的是自由浮动或者说有管理的自由浮动，很少有国家说我们国家的货币要盯住美元，比如说盯住7或者说盯住8，很少。

据我所知，现在唯一剩下的是香港，香港盯住美元，实行联系汇率制度。但它也有一定的波动区间。如果不允许让汇率贬值，又不想让资本外流，不想出现国际收支不平衡的状况。怎么办？你只好加强资本管制。我想表达的意思，加强资本管制是对的，也是正确的，也是不得不做的，而且我们现在做的确实不错。

另一方面，应该让人民币有相当的灵活性，只有在这样的時候，我们才可以相对的使资本管制松一点，让人们有更多的灵活性决定到底是不是要把资金汇到国外，或者使企业容易换汇，买人民币或者卖人民币。汇率的灵活性和资本的流动，与对资本跨境流动的管理要比较好的结合起来，找到平衡点。现在似乎对人民币汇率的灵活性强调的少一点，我觉得这对中国的经济发展是不太有利的。

我再次强调，加强资本管制安全正确，而且现在我觉得外管局做的非常不错。另一方面，由于我们对人民币的汇率的浮动过于担心，使得我们的资本管制方面可能有的地方做的有点过了。我希望能够找到更好的平衡，让人民币汇率多一点弹性。

第二，目前宏观经济形势要求我们让汇率有比较大的弹性。

大家一般讲维持人民币汇率的稳定，有人说维持人民币汇率的稳定是什么意思？对美元的稳定，还是对人民币的有效名义汇率的稳定？我们自己讲要盯住一揽子的货币，BIS不断地公布人民币的名义调控到底是多少。我们在盯住美元的过程中，过去相当一段时间里美元是一种升值的状态，人民币盯住美元，所以也随着美元升值。在这样的一种情况下，你的名义有效汇率是升值的。日元、英镑、欧元对美元都在贬值，由于你的名义有效汇率的升值，出口的竞争能力受到损害。

根据 BIS 的材料，我只是看到了 2-3 月，人民币在 3 月升值了 2%，就是它的实际有效汇率升值了 2%。名义有效汇率升值 1%。你的名义有效汇率是升值的，而这个对中国的出口是不利的。

我们目前又面临着美国的打压，关税提高了，原来是 500 亿 25%，2000 亿 10%，现在这 2000 亿也提高到 25%，而且特朗普威胁说进一步提高中国对美出口产品的关税。一方面提高关税，一方面名义有效汇率又在升值，对中国出口和中国的经济增长非常不利。

我们确确实实许诺，而且我认为中国一定要执行这样的许诺，我们不把人民币汇率作为一种贸易战的工具，没有错的，我们一直在严格地遵守这样的诺言。但我们有权利根据中国经济的发展执行独立的宏观经济政策，什么意思？我们现在的经济增长速度处在下降的过程，第一季度表现比较好，但 4 月表现不行。5 月到底怎样，现在没有材料。但我们得到的许多信息的反馈，我们的经济增长往下走。

在这样的情况下，你应该采取怎样的宏观经济政策？非常简单，实行宽松的宏观经济政策。具体来说，执行宽松的财政政策，要有宽松的货币政策。货币政策的关键因素，是我们把利率压低。我们应该让利率压低，解决企业的融资贵和融资难的问题。

现在由于为了维护人民币汇率对美元不破 7，我们需要不断地干预。当然了现在央行干预的比较巧妙，不是像过去那样动用大量的外汇储备。2015 年、2016 年用到一万亿的外汇储备，这是不能重复的。我们采取了紧缩离岸市场的人民币的流动性，发央票。这不错，但这是紧缩货币。现在的压力不是特别大，这样做是可以的。

但如果人民币贬值压力进一步上升，怎么办，还是通过紧缩人民币的流动性吗？这有升息的作用。连带起来，境内货币市场的利率比上升。这样的政策是不可持续的，除非外贸形势得到好转，除非我们的经济增长形势好转。否则，我们迟早要执行更为宽松的财政政策，更为宽松的货币政策。这样的政策和我们保 7 的政策会发生矛盾。

结论是毫无疑问的，我们要保持货币政策的独立性。我们不是增加出口而贬值，我们是要想保持经济的增长，这对全世界都是非常重要的。我们可能会采取进一步的宽松货币政策。当我们一旦采取了这样的政策，迟早再次面临是否允许人民币破 7 的问题。有观点认为，如果让人民币破 7 有恐慌，大量的资本外逃，情况不可收拾。我不相信这个论点。潮水往外流，水从哪里来？我们的经常项目有顺差，不会有很大的换汇压力。

资本外逃不像 2015 年和 2016 年那么容易了，资本跨境流动有一块是合法的。比如外资把利润汇回，外资撤资都是合法的，没有问题。但这是一种比较长期的决策，我不相信外资会在短期内把大量的利润汇走，一下子把资金撤走，因为你破了 7，他们不会这么做的，因为这是长期的考虑。甚至在现在的情况下，据我知道，广东外资的流入比外资的流出少，有的撤资，但也有更多的投资项目进来，不会有太大的变动。过去主要是资本外逃造成的压力，现在我们加强了资本管制。

我不知道如果让人民币汇率由 7 变到 7.01，中国会出现什么样的大灾难，我认为不会出现大灾难，完全是自己吓自己。现在让它在 7 附近晃动，这样晃大家心里适应不会有大的问题。如果一旦形势恶化，我们需要大规模的采取刺激政策。如果我们的贸易形势恶化了，那这时需要大幅度的贬值，那时敢不敢破 7？如果那个时候破 7，那时可能真的会产生恐慌。与其等着那个时候破 7，不如现在让它在 7 这晃动，这是可控的。我们应该用比较自然的心理、比较放

松的心理看待汇率的变动。7、7.1 与 6.9 和 6.95 没有区别，我们对中国的经济发展应该有信心。



图片来源：IC photo

问答环节

主持人：现在中美经贸战正酣，我们今天又讨论金融的双向开放，余老师您认为现在经贸战打到今天下一步会不会衍生为金融战？如果有衍生金融战下一步我们应该怎么看待它？

余永定：我觉得这种可能性是存在的，当美国对中兴罚款的时候咱们还没有马上联想到华为，实际上华为任先生是非常有远见的，他们早就做了准备，你现在提出这个问题也是，咱们还想它能找什么借口？能在哪些领域再对中国开战呢？有时候觉得难以想象。当然我们现在就得发挥想象力了，因为特朗普这个人是很有创造力的，你认为不可能发生的事情他就有可能使这个事情发生，所以所谓的转移到金融，由贸易战、科技战转到金融战，我觉得这是完全可能的。

这个时候会具体表现为什么形式呢？现在很难说，我觉得比较容易想到的第一个是汇率问题，美国对于人民币的汇率一直是长期紧盯着的，虽然我们非常小心翼翼，我们花了大量外汇储备维持人民币汇率的稳定，当然特朗普自从他上台以来甚至在上台之前一直说中国是个汇率操纵国，一直威胁要对中国采取某种行动。

好消息是，好像昨天美国财政部发了声明没有把中国列为汇率操纵国，但是我们不能掉以轻心。一旦我们政策有某种变化的话，美国有可能把中国定为汇率操纵国，当定为汇率操纵国之后，根据美国法律就可以对中国采取报复措施，其中报复措施是对美出口产品进一步加关税，但是这没有意思的，已经加了这么多关税了还想怎么加呢？

而且加关税最重要的特点是杀敌一千自损八百，加了对你本身的损害也是非常大的，所以我觉得不能排除这个可能性，但是我现在尽可能发挥想象力，真找不着特朗普能够找到什么借口对中国发动汇率战，但是这个是我们非常关注的一个要点。

还有一个，比较容易的是，美国会想办法对中国的企业罚款，刚才万女士都讲了，长臂管辖，这是个非常重要的问题，长臂管辖跟所谓的属人管辖权是有关系的，这由于法律问题，时间关系不多讲了，但是我现在提这么一条，英国《经济学人》发表了一篇文章提到 2009-2015 年美国对外国公司的罚款总额是 1610 亿美元。

《经济学人》有这么一段话，“世界上获利最多的敲诈勒索，从事敲诈勒索生意的是什么人？是意大利的黑手党还是克里姆林宫的克格勃还是什么？这些都不是，最大的敲诈勒索者

是美国监管体系，它贪得无厌”。美国长臂管辖这套是经常使用的，不但对中国使用，而且对它的盟国也使用，这个应该是高度警惕的。

还有一个我提示一下，有个英文词是 detain，意思是“扣押”，也就是说美国有可能会扣押中国大量的金融资产储备等，当然这是最后手段，如果这么做了的话美国就一点儿信用都没有了，但是不能排除这种可能性，它扣押你的金融资产，这些东西都需要我们有所准备。