



您的位置：首页 - 最新观点

李扬：警惕升值后货币错配风险(8月1日)

文章作者：余维彬

对于我国人民币汇率制度改革而言，启动汇率改革，只是迈开了万里长征的第一步。鉴于人民币汇率改革的长期性和复杂性，我们就应全面估量改革深入后可能产生的新问题，并为解决这些问题制定预案。

警惕短期三个问题

这些问题有短期和长期之别。在短期内，有三个问题需要充分注意。

汇率制度的变动对国民经济的不同层面、不同领域的影响各不相同。对此，我们一方面积极调整发展战略，争取在国际分工的新格局中取得更为牢固的比较优势；另一方面，根据各个行业得失之差别，适当给予(如果需要)政策支持。

由于2%的汇率水平的调整与近来市场上的几乎所有预期都相距较远，汇率改革启动后，人民币进一步升值的预期可能会进一步加强，这可能在我们的外汇市场上形成“单边市”，迫使人民币汇率逐步走高。这一情势如果持续，投机资本将更大量涌入，国内企业和居民也将更大规模地将持有的外汇资产转换为人民币资产，其综合结果，将是我国外汇储备水平的进一步提高。对此，我们应当有充分的准备。

汇率制度改革启动之后，国内政府、广大金融机构、工商企业和居民户面临的汇率风险无疑现实化了。在没有有效的对冲手段的条件下，整个中国都将暴露在汇率风险之下。因此，迅速建立有效的外汇市场，推出各种防范汇率风险的衍生产品，便以极为紧迫的形势被提上了议事日程。

由于国内经济结构尚存在较大的扭曲，而政府、广大的金融机构、工商企业和居民户尚不熟悉汇率的波动、相应制度安排——例如，统计、会计、税收、财政等等——尚未充分考虑新的汇率环境而作出调整，整个中国经济一时间很难承受汇率的剧烈波动。因此，如果说改变对美元的钉住状态十分重要且十分紧迫的话，那么，在这种变动的过程中保持人民币汇率的稳定，至少具有同等的重要性。正是在这个意义上，我们赞同对浮动汇率实行管理，而管理的目标则是保持汇率水平的基本稳定。在这方面，我们显然没有经验。因此，认真研究诸如日本之类国家的汇率管理经验，就有了相当程度的紧迫性。

货币错配严重

在长期内，“货币错配”风险将是我们面临的主要问题。

由于国际资本市场不接受发展中国家本币，而发展中国家资本市场发展滞后而积极寻求海外资本，这种跨国资本流动加剧了发展中国家货币错配。

为应对货币错配蕴涵的汇率风险，发展中国家政府往往通过保持汇率稳定来提供非正式的套期保值。但如果一国实施固定汇率制度，存在货币错配的企业或银行就不会有动力去控制和化解风险；而货币错配的积累和扩大又会进一步加剧发展中国家政府的“浮动恐惧”，由此形成恶性循环。

简单的计算显示：中国目前已属货币错配比较严重的国家之一。截止到2004年底，中国居民持有的外币资产(约9000亿美元)占M2的比重已达27%，如果再考虑到中国外债余额在2004年底已经高达2285.96亿美元的现实，货币错配矛盾显然更为突出。

从总图景来看，我国的外债规模小于外币资产规模，同时外汇收支也大体平衡，因此，中国货币错配风险的性质与爆发金融危机的多数发展中国家正好相反——在那些国家，外币资产远小于外币负债，其风险暴露于本币的贬值。而在外币资产大于外币负债的情况下，货币错配的风险则暴露于本币升值方面——这会导致以本币计值的外币净资产缩水。就这种状况而言，中国目前的货币错配风险与日本的情形更为接近。

化解“货币错配”风险

货币错配是发展中国家实行汇率改革的最主要障碍，因为它的存在，可能使发展中国家的任何改革都进退失据。因此应通过多方面的改革来创造有利于管理货币错配风险的制度体系。初步分析，这种改革涉及以下四个方面：

保持规模较大的外汇储备。较大规模的外汇储备有助于控制货币错配风险。首先，外汇储备是管理浮动汇率制度，抵御国际投机资本冲击的重要保证。20世纪90年代以来，发展中国家的外汇储备的功能已经从着重于“解决问题”转换到主要着重于“保持信心”。从“保持信心”的新原则来看，国际储备水平越高，其“引而不发”的“威胁”作用就越大，国际投机资本对该国的汇率制度就越不敢造次。其次，较高水平的国际储备可以保证政府有能力接手私人部门的货币错配(这种必要性可能会长期存在)，通过政府承担货币错配损失来避免对微观经济主体的全面冲击。

加强针对货币错配的审慎性监管。密切监控各层次经济主体(企业、部门、银行、国家)的货币错配状况，是控制货币错配风险的一项重要措施。在各层次经济主体中，加强对银行体系的货币错配监管是关键。这是因为，相对其他企业而言，银行货币错配风险一旦失控可能导致的危害要大得多。加强监管有助于银行体系消除货币错配的不适当累积，避免银行信贷规模顺周期地大起大落，最终，这将有利于一国经济的稳定。

稳定的宏观经济环境、完善的微观制度，促进资本市场发展。货币错配的起因之一是发展中国家的资本市场(尤其是债券市场)不发达，亚洲国家尤其如此。从这一角度来看，发展资本市场(尤其是债券市场)理所当然地应在管理货币错配风险的战略中居于重要地位。

而发展资本市场，从根本上说，稳定的经济环境是必要前提。有鉴于此，在货币政策方面，中国应当逐步过渡到通货膨胀目标制度，而不是简单地从控制货币供应转向调控利率；在财政政策方面，通过审慎的财政政策来稳定公众预期也绝对必要。惟其如此，才能避免经济产生剧烈波动。同大多发展中国家一样，中国在微观制度的许多方面都存在阻碍资本市场发展的因素，这都需要通过改革来加以完善。加强微观制度层面的建设同样重要。

加强针对货币错配的资本项目管制。资本项目管制有助于当局了解并控制货币错配风险。一方面，资本项目管制是加强外债管理和外汇储备管理，抵御国际投机资本冲击汇率的一项重要措施；另一方面，通过针对性的安排，资本项目管制可以限制因国内资本市场发展滞后带来的“过度”国际借贷和“过度”国际投资。需要指出的是，尽管资本项目管制效力在全球范围内呈下降趋势，尽管资本项目管制在一些方面会造成经济“扭曲”，但它依然是发展中国家在金融全球化背景下谋求经济和金融稳定发展的重要手段。

文章出处：《21世纪经济报道》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所