



## 告别浮动汇率恐惧症

随着一个经济体变得更为发达，灵活的汇率安排能够促进稳定，而非创造不稳定性

新兴市场国家通常有一种汇率浮动恐惧症，即不愿转向灵活的汇率机制。中国就是一个例子。不过，相对僵硬的汇率制度和相对封闭的资本账户，已经不再适应中国当前的经济发展阶段。

在一国经济发展初期，固定汇率有助于为通胀提供稳定锚，增强政策的可信度。不确定性的减少和汇率的稳定，能够促进投资和贸易。

但当一个国家从发展中国家身份“毕业”，迈入新兴市场国家行列，进而成为发达国家的进程中，其汇率政策和资本账户管理相应地也需要与时俱进。

一国晋身为新兴市场国家、可以利用国际金融市场后，采用固定或半固定汇率制度的成本就会升高，原因在于其面对的资本跨境流动越来越多，较大比例的货币供应量需要被用于维持汇率水平。此外，当银行和企业开始积累外币债务时，发生银行和货币危机的几率也会上升。

当一个国家晋身发达经济体后，实施浮动汇率制度能最大限度地提高灵活性，让经济体免于外部冲击，帮助其减少产出波动，提高经济增速。

然而，中国正处于一个困局中。当前汇率管理策略成本较高，可以说汇率诱发国内危机的潜在压力正在增加。同

时，中国也已错过了转向浮动汇率的最佳时间窗口。理论上，这需要在经济增长情况良好、市场信心充足之时，投资者相信汇率自由浮动后可能升值，也可能贬值。因此，收紧跨境资本流动管理是当前惟一的选择。

真正的矛盾之处在于，当前中国汇率管理、资本流动管理、人民币国际化的目标、策略和方法并不兼容。

收紧跨境资本流动管理和更积极的汇率管理不仅与推进人民币国际化的努力相悖，还让国际货币基金组织（IMF）在将人民币纳入特别提款权（SDR）篮子后面临尴尬。更广义地说，汇率改革的反复，拖累了中国打造一个国际金融中心的努力。

最为重要的是，从短期来看，在资本流动管理的掩护下，免于国际资本市场的压力，中国推动改革的紧迫性减弱，经济更可能继续依赖放水和银行展期。深层次来看，中国面临的巨大资本外流压力，反映的是国内经济面临的挑战。最终，任何汇率机制都无法代替良好的宏观经济政策。中国当前采取的加强资本流动管理，只是买来更多时间。

如果中国政府能利用这些时间推进关键改革，解决僵尸企业、去产能、债务重组等问题，那么国际资本有可能重

拾对中国的信心。但是，通过资本流动管理能买到的时间，越来越有限。

如果国内宏观经济问题能够缓解，中国就应该对采取浮动汇率报有信心。

中国不太可能出现类似拉丁美洲国家所遭遇的严重危机，主要原因有三个：首先，中国国内储蓄率很高；其次，中国依赖外债来消费和投资的程度很低，因此不太可能因资本流入停止，马上就面临经济崩溃；最后，很多中国企业已经在分散其投资组合，并且已经为应对更大汇率波动的冲击做好准备。因此，即便中国转向浮动汇率，推进金融自由化，银行、主权债和货币危机接踵而至也不太可能发生。

中国必须从发展中国家的身份“毕业”，全面接受作为一个新兴市场的角色。随着一个经济体变得更为发达，灵活的汇率安排能够促进稳定，而非制造不稳定。欧盟“外围”国家之所以在欧元区危机中受到巨大冲击，正是由于它们无法调整汇率。在物价和工资水平黏性较高的情况下，浮动汇率能帮助降低实际价格水平，推动经济增长。但这并非这些国家拥有的政策选项。从世界历史上成功转向浮动汇率国家的经验来看，中国未来也应该从惧怕汇率浮动转向学着让汇率浮动。■