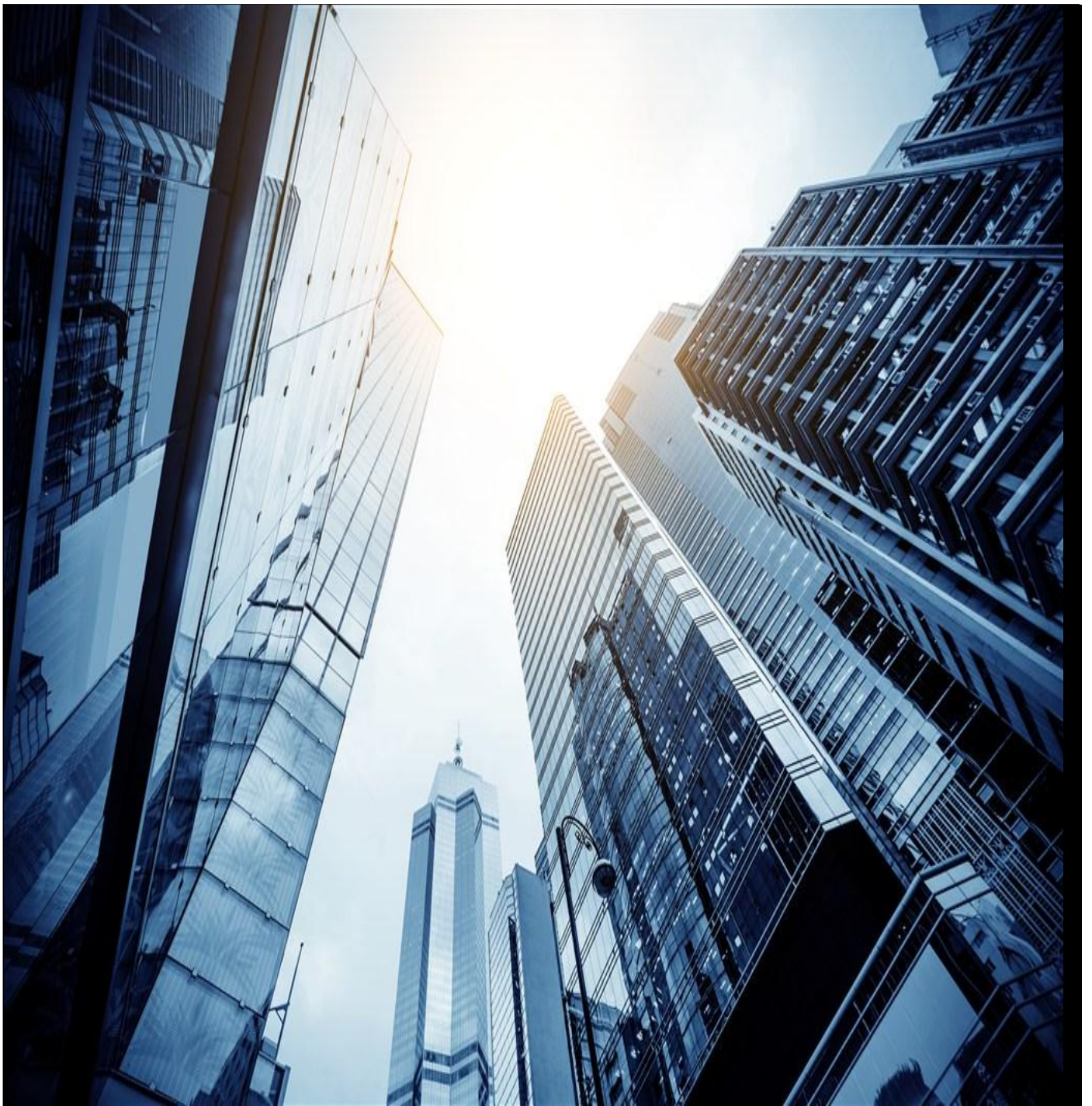




重塑国际经济金融新格局

国家金融与发展实验室

2019 年 8 月 5 日

重塑国际经济金融新格局

管涛

武汉大学经济学博导

董辅初讲座教授

管涛：2008 年危机以来中国恪守不竞争性贬值承诺

内容提要

- 2008 年危机以来，人民币有效汇率指数明显升值，实际有效汇率升幅还高于美元。三轮 QE 期间，美元指数走弱，还曾经被国际社会质疑为货币战争。
- 中国坚持汇率市场化改革方向，但改革多次被外部冲击打断或困扰。前期外汇储备的大幅积累是美国 QE 溢出的结果，而非中国有意为之。危机期间，中国大量购买美国国债，支持了美国经济和金融稳定。“8.11”汇改以来，中国在深化汇率市场化改革的同时，坚持不搞竞争性贬值，并积极为汇率稳定创造条件。
- 美国对中国货币操纵的指责是罔顾事实和双重标准。如果一意孤行，升级对华经贸冲突，将加剧金融市场震荡，甚至可能触发美股崩盘和将美国经济拖入衰退。

北京时间 8 月 6 日，美国财政部发布声明，宣布将中国列为“汇率操纵国”。声明称，中国长期以来通过

对外汇市场的大规模干预推动人民币低估，最近几天更是采取了具体措施令人民币贬值，目的是为了在国际贸易中获得不公平的竞争优势，并指责中国违背了在二十国集团（G20）峰会上做出的人民币不会竞争性贬值的承诺¹。美国财政部的无端指责完全是指鹿为马、颠倒黑白。在信守不竞争性贬值的承诺方面，其实中国比任何主要经济体做得都要多。

一、危机以来人民币有效汇率指数明显升值

自 2008 年全球金融危机爆发以来，G20 就成为国际经济政策协调的重要舞台。其中，避免竞争性贬值，构建稳定的、运行良好的国际货币体系，是 2009 年伦敦峰会以来多次重申的重要合作内容。根据国际清算银行（BIS）的统计，2009 年初至今年 6 月，国际货币基金组织（IMF）特别提款权（SDR）篮子货币——美元、欧元、人民币、日元和英镑（按权重排序）的实际有效汇率指数分别升值了 10.7%、-12.2%、17.1%、-26.8%和 1.7%，名义有效汇率指数分别升值了 15.1%、-1.8%、11.6%、-11.1%和-1.5%。可见，危机以来，虽然美元名义有效汇率指数升幅略高于人民币，但与出口竞争力更加直接关联的、考虑通胀差异后的人民币实际有效汇率升幅却远高于美元。而其他主要货币有效汇率指数则基本处于贬值状态，即便英镑实际有效汇率指数有所上升，升幅也是非常小的。在此过程中，中国对外经济部门趋于基本平衡，经济增长更多由外需转向内需驱动。去年，中国经常项目顺差与 GDP 的比重为 0.4%，远低于 2008 年的 9.2%。自 2015 年起，IMF 在第四条款磋商报告中评价人民币汇率水平与经济基本面基本相符。

二、中国汇率市场化进程是被美国所打断

深化汇率市场化改革是中国社会主义市场经济体制改革的重要内容。从1994年汇率并轨确立以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度框架，到2005年“7.21”汇改，开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币调节、有管理的浮动汇率后，人民币兑美元汇率弹性逐步增加。“7.21”汇改到2007年底，人民币兑美元汇率中间价累计升值了13.3%，其中仅2007年就升值了6.9%。2008年前三季度，又升值了7.1%。但2008年底，美国次贷危机演变为全球金融海啸、世界经济衰退。为抵御外部冲击，保持宏观经济稳定，中国政府被迫收窄人民币汇率波幅，直到2010年6月19日重启人民币汇改。然而，国际金融危机以来，主要经济体先后实施了以低利率甚至负利率、宽流动性为特征的非常规货币政策。受其溢出影响，中国遭遇了热钱流入压力，增加了人民币汇率改革的阻力。

三、前期中国外汇储备大幅积累是美国宽松货币政策溢出的结果

早在2006年底，中央经济工作会议就已做出中国国际收支的主要矛盾已经从外汇短缺转为贸易顺差过大、外汇储备增长过快的重要判断，并强调要把促进国际收支平衡作为保持宏观经济稳定的重要任务。但是，以美国为首的主要经济体先后实施非常规货币政策，导致全球流动性泛滥，国际热钱大量涌入包括中国在内的新兴市场和发展中国家。美联储时任主席伯南克对美国量化宽松（QE）政策导致新兴市场过热的指责进行了辩解²，并一再强调美联储货币政策主要基于美国自身的考虑，至于其溢出影响是相关国家自己应该考虑的问题。

面对热钱持续流入，包括中国在内的许多新兴市场国家不得不采取应对措施，其中一种做法便是通过外汇市场干预阻止本币汇率升值。在中国，这导致外汇储备额外增加了近 3 万亿美元，央行外汇占款渠道货币投放增多，形成输入型的流动性过剩，加大了国内通货膨胀和资产泡沫的压力。另一方面，当美国政府为给其赤字财政融资，到处告借时，中国作为负责任的国际投资者，将外汇储备投向了美国国债，支持了美国的经济复苏和金融稳定。据美国财政部统计，2009 年初至 2013 年底，外国投资者增持美债 2.72 万亿美元，其中中国增持了 5427 亿美元，占到外国投资者增持规模的 20%。最多时，中国占到了外国投资者持有美债的 28%。

四、QE 期间美元汇率曾大幅贬值而被国际社会质疑为货币战争

尽管近年来美元指数持续走强，但在三轮 QE 期间，美元指数则是震荡走低。根据 BIS 的统计，2008 年 11 月至 2011 年 7 月（两轮 QE 之后），美元实际和名义有效汇率指数分别下跌了 13.6% 和 10.5%。这一度引起了巴西等新兴市场国家对美国发起货币战争的批评³。但伯南克多次为美国宽松货币政策辩护称，美联储无意通过量化宽松政策操控美元，QE 是帮助美国经济加快复苏、降低失业率的必要手段⁴，通过刺激美国的消费和增长也会帮助支撑全球经济⁵。他的继任者耶伦也坚称，货币政策被用于稳定国内经济是合理的，应该谨慎不要将其他国家国内政策工具定义为货币操纵⁶。而可比口径的人民币实际和名义有效汇率指数，即便 2015 年“8.11”汇改以来，受中美经济走势和货币政策分化影响有所回落，但自历史高点到今年 6 月，也仅仅分别回撤了 7.4% 和 7.1%。显然，

如果美元出现 10%以上的贬值都不能算作美国货币操纵的话，那么贬值幅度更小的人民币就更算不上了。

五、中国在深化汇率市场化改革的同时坚持不搞竞争性贬值

2015 年 8 月 11 日，中国央行发布公告，优化人民币兑美元汇率中间价的报价机制，以提高人民币汇率的市场化程度和基准地位。在本轮改革之后的一段时间内，中国资本外流情况加剧，人民币汇率持续贬值。此后，中国有关部门通过采取宏观审慎的逆周期调节措施，包括实施外汇风险准备金、引入逆周期因子等，保持了人民币汇率的基本稳定。去年以来，受中美贸易纷争加剧的冲击，人民币汇率屡次承压。从去年 6 月 15 日美方正式公布对价值 500 亿美元中国进口商品加征关税清单，到今年 8 月 8 日人民币兑美元汇率中间价破“7”，美元指数累计升值 2.9%，人民币汇率中间价累计下跌五毛八分钱（5804 个基点）。其中，收盘价相对当日中间价偏弱累计贡献了一块一毛一分钱（11109 个基点）。可见，即便不考虑美元升值的影响，仅收盘价偏弱就能让人民币汇率中间价跌到七块五毛钱。去年 9 月 19 日，李克强总理在天津夏季达沃斯论坛开幕致辞中表示，“中国决不会走靠人民币贬值刺激出口的路。中国坚持市场化汇率改革方向不变，不仅不会搞竞争性贬值，还要为汇率稳定创造条件”⁷。显然，中国政府用实际行动兑现了这项承诺。

六、美方对中国货币操纵的指责是罔顾事实和双重标准

今年 8 月份，针对外汇市场可能出现的正反馈行为，中方重申将采取必要的、有针对性的措施，维护外汇市场平稳运行，稳定市场预期，这本是为了阻

止汇率过快下跌，并非谋求贬值。而且，在有管理浮动情况下，人民币汇率有涨有跌再正常不过。美国将市场力量驱动的人民币贬值视作货币操纵，显然是缺乏专业精神和基本常识的表现。相反，美国现总统本人倒是经常对汇率说三道四，甚至近期公然施压美联储激进降息压低美元。美国这种乱贴“汇率操纵国”标签的行为，正在对其国际声誉造成重大而长远的伤害。8月9日，IMF发布中国年度第四条磋商报告，重申人民币汇率水平符合中国经济基本面，不存在明显高估或低估。这有力反驳了美国对中国“汇率操纵国”的指责。8月11日，美国前财长萨默斯公开发文表示，将中国列为“汇率操纵国”是错误的行为，随着国际贸易紧张局势继续加剧，美国和世界经济正处于本轮全球金融危机以来风险最大的时期。