



把控流动性 应对人民币贬值压力

与以往不同，目前中国企业美元对外负债比重不大，为此人民币贬值的冲击可控。推进自贸区账户和人民币资金池，可以从监管和充分利用“外资”两方面来确保流动性不流失。只要企业能获得流动性并且还生存着，人民币汇率长期稳定就有了保证。

文 | 丁剑平

数月来，人民币兑美元汇率持续走低，“6.7”，“6.8”关口先后失守，贬值压力积聚。

为应对人民币贬值压力，要通过推进自贸区账户等措施来监管资本抽逃，通过“人民币资金池”让贸易企业获得流动性。同时在货币政策空间压缩的情况下要及时推出结构性、定

向的货币政策和财政政策组合拳来确保企业流动性和经济增长下滑。目前人民币虽有贬值压力但并不改变人民币稳定趋势。

波及效应显著

人民币这一轮贬值，一定程度上受到参照

作为指数货币，根据国际货币基金的有效汇率（eer）数据分析，从1994年至今，人民币一直处于升值通道。

篮子货币的外围国家贬值趋势的影响。近期新兴市场经济体汇率大跌，市场利率大幅攀升，新一轮货币危机爆发概率增大。通常，超过5%的货币贬值会引起全球震动，超过20%的贬值被定义为货币危机。

2018年5月9日阿根廷比索对美元汇率跌入历史最低，其关键利率在此前一周拉升40%，外汇储备瞬间消失50亿，危机期间每天用于干预市场的外储量达3亿美元，阿根廷请求国际货币基金组织援助300亿美元，但在两星期内贬值依旧达到11.9%，而2018年以来阿根廷比索已经贬值达21.4%。

还有多个国家和地区出现了类似状况。巴西货币雷亚尔在这两星期内贬值5.4%；墨西哥比索从2018年2月20日以来下跌达12.5%；俄罗斯卢布从2018年2月初以来下跌11.5%；自从2月以来印度卢比和印尼盾跌幅超过5%；随后土耳其也受到了美元上涨的影响，5月24日，土耳其里拉对美元汇率跌到4.85比1，创历史新低，较年初对美元已经贬值约20%；3月11~12日，港币下跌到33年以来最低点，1美元兑7.85港币，香港金管局购买了88.16亿港币用以干预市场。

一般来说，货币危机是新兴市场经济体政府国内政策难以“收场”的无奈选择。货币危机的“阈值”一直难以测定，但通常把外汇储备下跌、利率攀升、货币暴跌作为货币危机的三重特征。这种现象不可能在中国发生。

尽管人民币进入“特别提款权”篮子、人民币汇率指数问世已历数年，但居民还是时常继续以美元作为标准来衡量资产价值。事实上，作为指数货币，根据国际货币基金的有效汇率（eer）数据分析，人民币还处于升值通道。

与中国的贸易伙伴相比，人民币属于强势货币，这意味着即便出现短暂的贬值，也还会重返上升通道。例如，2015年人民币经历贬值，

但两年内已升值到较高水平。作为指数货币，2~3年内货币就会升值解套。不仅人民币如此，作为指数货币的美元和日元也是如此。

诚然，在外部风险较大时，人民币可能会出现一段时间内的上下波动，但作为SDR篮子货币，人民币具有较高的避险价值，未来也可能会成为一种“避险”货币。1997年亚洲金融危机与2008年美国次贷危机期间，人民币均表现相对稳定。反而在危机前会表现出一定波动，可视作一种对未来潜在危机的提前释放。由于目前股市下跌的悲观情绪的“发泄”无疑也会波及到汇市，对美元衡量的“惯性思维”，也在一定程度上起到了推波助澜的作用。

防控不稳定因素

不可否认，当前确实存在一些不利的现实情况。首先，净外储当中外资占比高，可用外汇储备有限。目前中国3.12万亿美元的外汇储备中，外债水平已经达到约1.8万亿，再加上约3000亿美元的贸易顺差，实际上可用的外汇储备仅约1.3万亿。4月份外汇储备比3月减少了180亿美元，5月底中国外汇储备余额为3.1106万亿美元，创下7个月来新低。其中美元储备仍然是人民币发行的重要信用基础之一，这在很大程度上对人民币汇率的稳定产生影响。

中国的基础货币发行很大程度上还是用外汇占款来实现的。也就是央行收购企业和个人手中的美元，按照市场汇率再释放出人民币，通过这种方式把流动性释放出来。外汇占款占到央行释放流动性的比例最高时达到80%以上，目前也在60%到左右。因而外储下降，导致外汇占款下降，市场流动性自然收紧。

目前的股市下跌也在“消灭”市场上的“流动性”，加上由于贸易逆差等带来的外汇占款释放流动性的减少，负面影响有所叠加。

由于债务规模攀升，去杠杆压力也不容小觑。由于2018年迎来了公司债的偿还高峰期，偿债规模是2016年以前的4.3倍，压力陡增。仅在4月份，全国出现违约的债券就达到了16只，涉及金额高达130亿元。截至2017年年底，中国家庭债务相当于GDP的47%，比2010年年底增加20个百分点，而非金融企业部门杠杆率已经达到210.6%。目前中国的杠杆率高达260%，远远高于新兴市场国家债务率平均水平，与日本20世纪90年代债务历史最高水平持平，也高于美国2008年金融危机时的历史最高点。

在这样的背景下，恰当把控“流动性”，是避免引发货币危机的必然选择。

实体经济是关键

任何货币都有升值和贬值“难过”的窗口期，关键是如何度过，要让实体经济不因流动性短缺而被“憋死”。只要实体经济生存且相对健康，则一切好办。

过去中国企业对外负债美元化有可能引发人民币持续贬值的恐惧，而这一情况在2010年开始已逐步减少。中国目前对账户监管严格，国内也在不断完善包括自贸区账户在内的各种账户的监管。目前经济金融对外开放针对的是对外资金融机构牌照的开放，而对资本流动和账户监管仍然严格。这是“珍惜”现有流动性的措施。推进外资企业开立人民币账户，则有助完善人民币账户支付和监管体系。

随着与美国贸易战持久化，中国贸易方向将会转变，外资企业参照人民币的权重可能会增大。中国不存在保汇率、保储备、保房价的问题，只要对账户监管到位，一切问题将迎刃而解。

由于美联储加息、减税、缩表的组合拳，贸易战会引发全球通胀预期，从而加息幅度扩大预期也会提前。博鳌论坛上央行刚刚表示了

要进入紧缩周期，但却在10天之后宣布了降准。说明了单靠货币政策“捉襟见肘”。中国通过货币政策来确保各类企业流动性的空间受到压缩，迫切需要推出结构性、定向的货币政策和财政政策组合拳。

为提高市场流动性，一方面需要推进“负债型”人民币国际化来改变传统利用“外资”的思维。通过将在上海举办的中国国际进口博览会等活动推进非居民开立人民币账户，开展进口活动，让出市场、让出就业，但以人民币支付给出口方（非居民），例如以泰国、越南、马来西亚等为代表的东盟国家向中国出口获得的人民币，他们可以用作相互之间债权债务的抵消，但这部分人民币仍然留在中国国内市场，因而中国拥有使用权，从而也扩充了流动性。这也是开辟流动性的新渠道。

另一方面，则需要通过财政手段进行积极配合，通过扩大融资渠道，降低税收负担，增加风险保障。其中包括，扩大出口企业，尤其是高技术企业、中小型和成长型企业包括研发融资和出口融资在内的融资渠道；增加研发支出抵扣、扩大企业所得税优惠范围，降低企业融资税收成本，扩大出口退税范围，降低企业税收负担；创新企业出口信贷保险种类，降低保险费率，增加出口信贷保险的覆盖范围。

当然，这两方面开展都需要促进国内金融体制改革，完善中小企业的征信大数据，发展和完善国内金融市场。

与以往不同，目前中国企业美元对外负债比重不大，为此人民币贬值的冲击可控。推进自贸区账户和人民币资金池，可以从监管和充分利用“外资”两方面来确保流动性不流失。只要企业能获得流动性并且还生存着，人民币汇率长期稳定就有了保证。□

（作者系上海国际金融中心研究院副院长、上海国际金融与经济研究院研究员）

任何货币都有升值和贬值“难过”的窗口期，关键是如何度过，要让实体经济不因流动性短缺而被“憋死”。