

这个环节讨论的是人民币国际化的机遇和挑战，我想从三个方面简单汇报：结合今年外汇形势的变化谈一谈我对人民币国际化的看法，未来有序推进人民币国际化可能面对的机遇和挑战，最后有几点建议。

2022年外汇形势的变化

今年美联储开启了超预期的加息周期，在这种情况下，叠加其他因素的影响，中国遭遇了各种冲击，可以检验前些年中国金融改革开放发展的成果。

今年人民币汇率大起大落，年初还在升值，但3月初起冲高回落，8个月时间从6.3元跌到7.30附近，跌了13%以上。11月初人民币汇率触底反弹，到12月初又升回7.0以内。在这一过程中，境内外汇市场供求基本平衡，没有出现抢购和囤积外汇的情况。外资今年2月开始持续减持人民币债券资产，到10月份已经连续9个月减持累计将近7000亿元人民币，约合1000亿美元，相关市场仍然保持平稳运行。今年中国资本流出的规模大幅度增加，特别是短期资本的流出。短期资本外流规模创到2017年以来的同期新高，相比2015和2016年更好，但相比2017年以来的规模更大一些。在这样的情况下，中国国际收支保持了自主平衡。今年，很多亚洲国家抛售外汇储备干预本币汇率贬值。但今年前三季度中国外汇储备不降反增，储备余额减少2212亿美元，其中，交易引起的外汇储备实际增加610亿美元，全球股汇债“三杀”引发的负估值效应2822亿美元。

这些超预期的冲击是对前期中国金融改革开放发展成果是一个很好的检验。因为一个政策好不好不是看顺风顺水的时候，应该是看逆风逆水的时候，能不能经受极端市场情形的考验。到目前为止，我们的市场还是比较有韧性的。

人民币国际化面临的机遇和挑战

1998年亚洲金融危机爆发以后，斯蒂格里茨做过形象的比喻，说明大国开放和小国开放不一样，大国是一艘大船，小国是一艘小船，大国有好的船长，船体坚固就可以在海里乘风破浪，小船的船长再有经验、船体再坚固，碰到大风大浪都容易被颠覆。这就是大型开放经济体和小型开放经济体在开放方面的立场不一样的原因所在。今年发生了一系列超预期冲击，中国能够初步接受考验，印证了中国是一个大型开放经济体，在开放方面可能很多小国模型的结论是不太适用于我们的。

为什么我们跟七年前相比能够平稳度过美联储这一波超预期紧缩带来的冲击？是外因通过内因起作用。中国这些年由于汇率的双向波动，民间对外负债减少，货币错配改善，而且由于汇率弹性的增加，市场的风险中性意识增强，加强了外汇风险的对冲。

由于人民币汇率有涨有跌的双向波动，到目前为止既没有影响国内的金融稳定也没有影响物价稳定，保障了货币政策的自主性。2018年中美货币政策分化，我们只敢降准不敢降息，但从去年下半年以来，我们又降准又降息，降息用得比降准还多，很大程度上是拜汇率弹性增加所赐。

过去汇率僵化的情况下，对于资本流动我们一会儿控流入一会儿限流出，但2018年以来，特别是今年经历了这么大的外汇市场的宽幅震荡，我们没有出台新的限流出的措施。大家曾经担心有可能形成资本外流、汇率贬值的恶性循环，但实际上数据表明，6至10月份整个外资流出的势头是趋于缓解的，陆股通和债券通合计月均净流出规模相比2-5月减少了47%。

当然，我们也看到了挑战。二十大对人民币国际化的提法比十九届五中全会、十四五规划偏积极一些，现在是叫做“有序推进”，之前是“稳慎推进”。即便如此，我们还是要看清楚形势、稳扎稳打、坚持少说多做、低调务实、市场驱动、企业选择。为什么这么讲？现在一个基本的客观现实是在美联储超预期紧缩的情况下，全球遭遇的是美元荒，不是美元灾，美元的中心货币地位没有动摇，反而在加强。今年5月国际货币基金组织对SDR篮子货币权重进行定值重估，国内报道比较多的是人民币的权重提高了1.36个百分点，其实美元的权重更是提高了1.65个百分点。过去十多年来，国际货币地位受损的是欧元不是美元，美元是不降反升，这是我们扩大金融开放、推进货币国际化必须面临的客观现实。而且，从国内外经验来看，经济大国、贸易大国并不一定就是货币强国，也并不一定其货币就可以是国际化货币，这不存在必然的联系。经济和贸易实力是创造了货币国际化的条件，但不一定能够马上跃升为大家普遍使用和接受的国际货币，这反映了国际货币体系的网络效应、路径依赖。

目前国内“三重压力”有增无减，明年美联储紧缩还会进一步推进，溢出影响还会进一步显现。对中国的影响是今年以金融冲击为主，明年是金融+实体经济的双重冲击。我对明年人民币汇率谨慎乐观，同时也要有坏的思想准备，可能面临像亚洲金融危机类似的情形，就是外部美联储紧缩，内部经济下行。如果碰到这样的情况，对中国来讲是一个比较大的挑战。

中国要实现高质量发展，既要解决改革问题，也要解决开放问题。不过我们在开放环境下推动改革措施，实际上面临的环境更加复杂。就像我们对教培机构的整顿、对一些行业的调控，本来可能是属于产业政策，但在国际资本市场上带来了大的影响。我们对此必须要有清醒的认识。2006年底美联储放水，泰铢面临升值压力，泰国央行宣布拟对外资流入征收无息存款资本。政策公布第二天泰股大跌，当天晚上泰国央行就把托宾税的安排取消了。可见，很多措施在开放环境下跟封闭环境下是不太一样的。

百年变局加速演进，大国博弈更趋激烈。今年年初俄乌冲突刚爆发的时候人民币走出美元强人民币更强的行情，很多人给人民币贴上了避险货币的标签。然而，人民币如果是避险货币也只是区域性避险货币，对个别国家来讲，跟美国关系不太好的可能把人民币作为安全资产，但对大部分国家来讲，人民币却成了地缘政治风险货币，这将影响外资持有人民币金融资产的兴趣。今年2月份以来外资持续减持境内人民币债券，除了利差原因，一定程度上也跟这些非经济因素有关系，我们对此必须要有清醒的认识。我们不要主动推动这种阵营的对立和分化。

推进人民币国际化的措施

要千方百计保持经济运行在合理区间。对明年经济形势既要乐观，同时也要保持清醒的认识。我们的疫情防控政策进行了很大的调整，但调整以后经济社会活动的正常化路径并不确定。不管是硬核防控还是佛系防控，病毒是客观存在的，仍然会在未来一段时间造成反复的冲击，我们要关注疫情的疤痕效应对经济恢复的影响。改革开放已经进入攻坚阶段，很多方向都是明确的，但在方向明确以后关键就是怎样抓落实，不但要讲政治正确，也要讲技术、讲专业，把好事儿办好。前些年有些这方面的改革是有遇到挫折，这对市场信心和经济运行都带来挑战。围绕保持经济运行在合理区间，强烈建议人民币国际化应该是工具，不应该成为目标，人民币国际化、金融开放应该服务实体经济发展，不要本末倒置。经济强才能货币强，否则日元的国际化就是前车之鉴。

要继续保持汇率政策的灵活性。经历2020年以来人民币大起大落这一波考验以后，应该更加深刻地认识到汇率灵活的好处。汇率灵活有助于我们保障货币政策的独立性，有助于减轻对行政干预手段的依赖，能够从根本上保证经济平稳运行，提振投资者的信心，无论是境内还是境外投资者。但任何汇率选择都是有益有弊的，汇率灵活最大的问题就是容易出现超调。在这种情况下，今年无论是发达经济体还是发展中国家，很多都面临所谓的“二元悖论”，即无论汇率浮动还是固定，都难以确保货币政策的独立性。所以对中国来讲，下一步怎样进一步完善对跨境资本流动的宏观审慎管理，缓解“二元悖论”的问题？前期我们在宏观审慎方面做了很多探索，但应该与时俱进，对现有的宏观审慎措施进行评估，不断充实我们的政策工具箱。

要加快发展在岸金融市场，特别是解决金融市场大而不强的问题。股市债市都很大，外汇市场相对比较弱，但还是有进步的。今年国际清算银行抽样检查，人民币全球外汇交易的排名前进三名，从第八大变成第五大。但是，在岸市场深度广度不够，流动性比较差，特别是金融交易的定价权拱手相让，全部在离岸市场完成，这对在岸市场的价格发现、资源配置、风险规避都是不利的，我们应该在这方面有突破。

要坚持改革和开放双轮驱动，稳妥有序推进制度性的金融开放。无论是金融开放还是人民币国际化都是系统工程，不是单纯的金融问题，也不是单纯的外汇问题，应该一揽子措施稳步推进。2012年曾经有一个讨论，最大的引起争议的就是提出一个资本帐户开放的“三无”理论，既没有标准又没有条件还没有次序，实际上已经被2015年汇改证伪了。我们的开放不能功利主义，每次政策的反复都会对政府信誉造成极大的伤害。我们现在的开放主要着力点还是在于解决让不让外资进来的问题，就是能不能的问题，更高水平的开放还要解决外资敢不敢、愿不愿的问题，就是金融市场既要市场化也要法治化，同时还要国际化。我们的开放应该跟国际最高的经贸标准接轨，不求一步到位，但至少应该做到现在放开的将来不能随便收。一会儿控流入、一会儿限流出会带来很多不确定性，不利于鼓励中长期资本的流入，反而会鼓励一些投机资金的流入。

此外，随着我们对外金融方向的开放，对外金融资产和负债都会不断增加，我们应该借鉴国际上的经验，妥善应对海外经济金融制裁，保护我们海外金融资产负债的安全，这也是我们在开放过程中必须培养的能力和增长的本领。

(作者管涛为中银证券全球首席经济学家)