



# 管涛：把好资金进出的国门



意见领袖 | 管涛（中银证券全球首席经济学家）

## 要点

外汇管理部门是一支召之即来、来之能战的队伍，构筑起资金的“海关”，忠实履行了维护国家金融安全的职责。

以开放促改革、促发展是中国大地发生历史巨变的强大动力。正是改革开放，让中华民族迎来了从站起来、富起来到强起来的伟大飞跃，使中国特色社会主义实现了从创立、发展到完善的伟大飞跃，给中国人民带来了从温饱不足到小康富裕的伟大飞跃。习近平总书记指出，金融是国家重要的核心竞争力，金融安全是国家安全的重要组成部分。总结中国经验，成功的密码之一是，改革开放尤其是 1994 年汇率并轨以来，中国虽然遭遇了多次外部冲击，却是少数没有发生过国际收支危机的新兴经济体。外汇管理部门坚持党的领导，认真贯彻中央各项重大部署，统筹推进贸易投资便利化和防范化解跨境资本流动冲击，在抵御外部冲击，维护国家金融安全方面，做出了重大贡献。



### 1998 年的亚洲金融危机

1994 年初汇率并轨，实行有管理的浮动汇率和银行结售汇制度，实现人民币经常项目有条件可兑换以来，人民币兑美元汇率稳中趋升，到 1997 年年底升至 8.28 比 1，较并轨初升幅达 5%。1996 年 11 月底，我国外汇储备突破千亿美元大关。同年 12 月 1 日起，正式接受国际货币基金组织协定第八条义务，实现人民币经常项目完全可兑换。

1997 年 7 月 2 日，泰铢失守引爆东南亚货币危机，并在年底演变成席卷新兴市场的亚洲金融危机。这引起了国际社会对整个亚洲地区投资风险的重估，中国重现资本外流和贬值预期。1998 年上半年，我国出现了贸易大量顺差但结售汇却为逆差（又称“贸易顺差逆收”）的现象。

1998 年年初，我国政府提出要立足扩大国内需求，保持经济持续健康快速发展，并为此将适度从紧的财政货币政策及时调整积极的财政货币政策，大幅扩张财政支出，连续下调人民币存贷款利率，大幅提高出口退税比率，同时对外承诺人民币不贬值。

当时，我国面临“三元悖论”下政策选择的大考，既要稳定人民币汇率，又要保持货币政策的独立性。这无疑需要创造性地使用外汇管理工具。鉴此，中国在坚持经常项目可兑换原则不变的同时，加强和改进了外汇管理。

一是加强经常账户购付汇真实性审核。针对企业利用假进口报关单骗购外汇，先是采取临时性举措：对一定金额以上货到付款项下的进口支付，要求先到海关进行手工“二次核对”，再到银行办理购付汇手续；9 月份，正式启用海关、银行、外汇局三家联网的“进出口报关单联网核查系统”，堵住了进口骗汇的漏洞，扭转了“贸易顺差逆收”的局势。

二是进一步收紧资本项下的用汇管理。明确限制购汇提前偿还外债，同时规定，除境外带料加工、境外战略收购以及海外援助项目外，限制购汇对外投资。

三是加大对违法违规外汇收支行为的立法和执法力度。最高人民法院出台司法解释，明确逃汇和伪造公文骗购外汇可以入刑，加大了威慑和惩治力度；对于银行、企业相关人员，包括高管涉及违法违规交易，有主观、恶意的，可追究个人行政责任或法律责任；在全国范围内开展打击出口逃

汇和进口骗汇的专项行动；重申地方政府不能对外提供担保；清查对外商直接投资提供固定回报的行为。

危机期间,人民币兑美元汇率基本稳定在 8.28 左右的水平,直至 2005 年 7 月 21 日重启汇改;中国外汇储备余额除个别月份微降外,到 2000 年年底,达到 1656 亿美元,较 1997 年年底增加了 257 亿美元。

亚洲金融危机令不少亚洲新兴市场经济倒退了一二十年,有些亚洲国家还出现了社会动荡、政权更迭。而我国在危机中坚持人民币不贬值,不仅维护了自身的经济金融稳定,还防止了危机的进一步传染,维护了亚洲乃至世界的经济金融稳定,体现了中国负责任的大国风范,奠定了人民币新兴经济体强势货币的地位。

### 2008 年全球金融海啸

2005 年“7·21”汇改,人民币一次性升值 2%之后,汇率重归真正的有管理的浮动。到 2008 年 8 月底,人民币累计升值 21%,国际收支连年“双顺差”,外汇储备持续增加。2006 年年底,中央经济工作会议做出了国际收支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,提出将保持国际收支平衡作为促进宏观经济稳定的重要任务。

2008 年 9 月,以雷曼公司倒闭、“两房”被接管为标志,美国次贷危机演变成全球金融海啸,包括中国在内的新兴市场受到负面影响。2008 年三季度至 2009 年一季度,中国资本账户出现持续净流出(含净误差与

遗漏,下同);2008年11月至2009年11月,出口持续同比负增长;2008和2009年失业人数持续增长。

鉴此,中国政府重新实施积极的财政货币政策来保增长。2008年年底出台了两年四万亿元的一揽子投资计划,要求扩大投资出手要快、出拳要重、措施要准、工作要实;此外,从2008年9月起,主动收窄人民币兑美元汇率的波幅,直至2010年6月19日央行宣布进一步推进人民币汇率形成机制改革,增加人民币汇率弹性。2010年年初,在全国“两会”记者招待会上,时任总理的温家宝表示,人民币汇率在国际金融危机蔓延中基本稳定,对世界经济复苏起到了促进作用。

由于全球在G20框架下迅速采取了一致行动,致力于实现“强劲、可持续、平衡增长”,且主要发达经济体实施了量化宽松的货币政策,世界经济金融呈现出V型反弹。其中,美国经济和股市自2009年3月起出现了一波持续十多年的扩张景气或长牛行情。

随着市场风险偏好的迅速改善,伴随着经济的大幅回升,中国也从2009年二季度起重现资本回流。在此形势下,外汇管理部门密切跟踪形势变化,强化跨境资金流动监测预警和真实性审核,保持了人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。特别是面对瞬息万变的外汇形势,分别于2009和2010年拟定了应对外汇收支风险和跨境资本异常流入的预案,并向国务院报备。而外汇局作为首个按程序启动应对预案的部门,于2010年11月、2011年3月份和2013年5月,三次启动了应对异常流入的预案。

这三次应对预案的启动，都取得了预期的成效。尽管在预案启动之后还遭遇了外汇形势的逆转，如 2011 年年底欧美主权债务危机冲击和 2014 年“3·17”汇改（人民币兑美元交易浮动区间从 1%扩大至 2%）人民币汇率的意外下跌；但银行因预案的实施增持了外汇头寸，因而在形势逆转时有效平滑了市场波动。

### 2011—2012 年欧美主权债务危机

如前所述，2008 年危机造成的中国资本外流只持续了三个季度，因此 2009 年拟定的外汇收支风险应对预案未被启用。相反，因为主要央行大水漫灌，2009 年二季度起，中国重现国际收支“双顺差”和人民币汇率的上行压力。到 2011 年，美联储已实施了两轮量化宽松。同年，中国资本账户前三季度持续净流入，累计达 2877 亿美元，同比增长 114%；不含估值效应的外汇储备资产（区别于外汇储备余额，下同）增加 3731 亿美元，增长 31%。

然而，中国刚走出全球金融海啸，转角就遇到了欧美主权债务危机。2011 年 7 月，美债上限谈判陷入僵局，8 月初美债信用降级；同年 9 月份，欧洲债务危机由希腊等边缘国家向中心国家蔓延，国际金融危机演变成为主权债务危机。这加剧了市场避险情绪，推高了美元指数。

2011 年四季度至 2012 年四季度，除了 2012 年一季度外，中国资本账户有四个季度为净流出。2011 年 10 月份，中国出现了自跨境贸易人民币计价结算试点以来，人民币购售汇额度中的北上购汇额度首次告罄的情

形；同年 12 月份首周，银行间市场人民币汇率连续一周跌停。

由于此次危机期间，外汇管理部门加大了对跨境资本流动监测分析的力度，因而准确地预见这次冲击的开头与结尾。

早在 2011 年 9 月份，主权债务危机发生初期，市场均认为中国将一枝独秀时，外汇管理部门就分析指出，根据历史经验，人民币是风险资产而非避险资产，因此当全球金融动荡、避险情绪上升之际，人民币资产有可能遭到抛售，故中国未来很可能会遭遇资本外流、汇率下行的压力。

2011 年年底，当中国因出现人民币汇率下行、资本外流，导致市场预期转向悲观时，外汇管理部门又分析指出，中国经济基本面良好，这只是一次外部临时性冲击，冲击过后，可能会重现资本内流、汇率回升。当时，外汇管理部门运用内部高频数据模拟分析了这次冲击的力度，预测冲击大概会于 2012 年 5 至 10 月间结束。结果，相关监测指标实际转向的时间正是 2012 年 10 月。同时，外汇管理部门还指出，尽管这波主权债务危机对中国跨境资本流动造成了冲击，但有助于国际收支自主平衡和人民币汇率双向波动，为深化改革提供了时间窗口。

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_33527](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33527)

