



管涛：人民币国际化需要灵活的汇率政策





当前外资已持有相当规模人民币金融资产，这是与六七年前的最大不同。如何看待和对待外资增减持引发的金融震荡，是我们未曾真正遭遇过的挑战，却是稳慎推进人民币国际化的一道“必答题”。经验表明，汇率僵化与金融开放是危险的政策组合。

近年来人民币国际化取得长足进展。人民币储备资产份额快速上升，稳居全球第五大储备货币。据国际货币基金组织统计，到去年底，全球持有人民币储备资产 3361 亿美元，占全球已披露币种构成外汇储备资产的 2.8%，较 2016 年底首次披露时上升 1.7 个百分点。

与之对应，外资持有人民币资产大幅增加。据人民银行统计，到去年

底，外资持有人民币股票、债券、贷款、存款等境内金融资产合计 10.83 万亿元人民币（约合 1.70 万亿美元），较 2016 年底增加 2.6 倍。这些外资大都是机构投资者，包括央行和主权财富基金。在分析应对发达经济体政策调整冲击时，央行类机构等境外投资者主动配置人民币国债和政策性金融债增多，被视作中国的“奥援”。但近期金融市场波动，让我们需要重新反思这一判断。

在中外利差收敛、俄乌冲突升级、国内疫情反复的背景下，今年 2 月份，外资净减持境内人民币债券 803 亿元，其中净减持人民币国债 354 亿元人民币。进入 3 月份，外资减持扩大到股票，到 15 日陆股通项下累计净卖出 645 亿元人民币，加速国内股指走弱。“3.16”国务院金融委会议后，这一情况才有所好转。

所有资本流动冲击都是从流入开始的。这并非价值判断，而是资本逐利的天性使然。源于“本土投资偏好”，对外投资天然对当地市场处于信息劣势，一有风吹草动，采取减少风险敞口的操作情有可原。外来股票和债券投资属于典型的国际短期资本，不会因投资者是央行类机构就会根本改变。即便外资持有的是 10 年、20 年期的债券，只要不考虑变现成本，随时可以套现走人。尽管目前外资占比依然偏低，但是外资持有人民币流动性资产的绝对规模已经过万亿美元。

若因为某些原因，外资集中减持人民币资产，势必引发境内金融市场连锁反应。以外汇市场为例，今年 2 月份，银行代客证券投资涉外收付、

代客人民币涉外收付，以及银行代客证券投资结售汇差额迅速有正转负。3月中旬以来，人民币汇率抹去前期所有涨幅，重新跌至去年底附近的水平。

未来，短期内资本集中外流规模超过货物贸易顺差，外汇供不应求缺口扩大，人民币汇率重新承压的情形不能排除。有人就此建议，为防止出现“资本外流—汇率贬值”的恶性循环，需要保持人民币汇率稳定。笔者却以为，改变现行汇率政策灵活性的做法要三思而行。

首先，汇率波动是外资减持人民币资产的结果而非原因。当然，资本外流不必然导致汇率走弱。但如果汇率承压，仅靠稳汇率恐难留住外资，其结果只能是让其高位套现离场。而且，股市与汇市同样透明，投资者可以从陆股通高频数据获得外资持股信息。事实上，今年一季度，人民币汇率一直比较稳，却依然未能阻止 A 股的调整。

其次，汇率不论涨跌均有利有弊，以为跌就一定不好乃旧观念。对外资来讲，更大的风险是“不可交易”。恰恰是汇率浮动，依靠价格出清市场，才意味着政府更有可能减轻对行政手段的依赖。届时，对外资的真正利好是不重启资本外汇管制的承诺及行动，而非汇率稳定。况且，外资可

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_41017

