



金融与发展论坛
Finance and Development Forum

风险管理论坛
(2018年第1期 总第3期)

管理金融风险：挑战与机遇

► 主办单位：



► 支持单位：上海市黄浦区金融服务办公室

► 合作媒体：



► 直播支持：



2018年5月13日 上海

金融与发展论坛

管理金融风险：挑战与机遇

国家金融与发展实验室

2018年5月13日

金融与发展论坛

管理金融风险：挑战与机遇

连平

国家金融与发展实验室理事

交通银行首席经济学家

连平：

各位下午好，很高兴有机会来这里做一个交流。今天论坛主题是金融风险管理，刚才李扬理事长梳理了几大方面的问题。最近 5 年来，金融风险事件不断发生，对中国经济带来威胁，甚至在某些方面带来了危害。我认为，当前和未来一个阶段，资本的流出以及货币贬值可能是所有风险中需要高度关注的风险。

最近两年情况发生了明显变化。2016 年我国国际收支出现了出人意料的逆差。2017 年中国国际收支又恢复了顺差，人民币出现较大幅度升值。2018 年以来，尤其是三月底以后，整个国际经济环境又发生了很大变化，美元开始走强。所以接下来的问题是，中国资本流出压力和货币贬值压力会不会进一步显现，会不会出现类似于 2015-2016 年的较大的风险状况。

当前美元出现走强态势出乎很多市场人士预料。我们在 2018 年 3 月 1 日的上证报上发表文章谈到，美元已经结束上升周期的评价讲得过早，我们认为美元还是有进一步走强或者是有一个阶段性走强的可能性。一个

多月之后，美元开始明显走强。我们看到阿根廷、土耳其、波兰等国家，承受这方面压力比较大，资本快速流出，货币短期内迅速贬值，不得不将货币政策收紧。如阿根廷将利率调升到 30% 以上的水平，这是匪夷所思的政策。我们认为经济增长速度放缓，政府债务水平比较高，国际收支逆差，美元债务比较多的发展中国家，在这一段时间受到的冲击可能会比较大。中国接下来会不会承受这样大的压力？

2015-2016 年人民币面临比较大的贬值压力，由于采取一系列的政策措施，最终贬值幅度在 12%-14%。在我们看来，其原因很复杂，有四个方面。

第一，经济增长下行压力较大。特别是 2014 年三季度下行压力比较大。经济运行状况对汇率影响较大。欧元区经济表现与美国相比越来越好，欧元比较强，美元比较弱。当时我国经济增长在往下走，以至于有很多专家讲，不太可能出现 L 型，可能是 I 型，事实上并没有这样。

第二，货币政策在经济下行压力比较大情况下，六次降息，六次降准。由于美国加息，我们降息，利差收窄速度比较快，这对于短期资本流动，短期外汇资金流出有很大压力。

第三，从资本流动角度看，当时由于种种原因，我们直接投资对外流出速度比较快，中国企业在这一段时间刚好走上快速对外发展直接投资的阶段。中国长期以来是贸易大国，但最终要转为资本输出大国，这个阶段已经开始。

第四，相关政策管理。这个阶段政策管理有许多不足。2015 年 8 月一次性贬值，贬值之后可能带来一系列负面效应，是否有非常完善和很有针对性的预

案，现在看来是比较欠缺。过去对资本流入管理采取了很多有效举措，但资本流出管理措施安排不足。所以这一段时间很明显流出压力比较大，规模也是相对比较大。因此 2015-2016 年遇到资本流出压力很大，货币出现了较为明显的贬值。这之后亡羊补牢，尤其是对资本外流管理采取了比较有针对性的举措，总体处于平稳状况。

如果拿现在各方面环境与当时来比较，显然是有明显变化。比如经济增长持稳，货币政策总体上稳健，不可能再进行大规模降息，降准的可能性还是有的，流动性存在一系列调整空间。货币政策需要保持流动性适度合理。

货币政策总体保持稳健中性状况不会有大改变。2015 和 2016 年相比，境外尤其是发达国家对来自中国的直接投资，已经采取一些限制措施。德国默克尔，法国马克龙都有这样的表述，对来自中国的直接投资有很多方面进行限制，进行更严格的审核等等。我们有一些企业在境外的一些不错的投资项目，在这种严格审核甚至是添很多麻烦的情况下，很多项目最终都无法落实，增加了中国对外直接投资企业对于风险的认识。所以这样一来我们的企业对外直接投资，也开始趋于谨慎。

政府对非理性对外投资进行严格管理。资本外逃，将境内资本调出去进行非理性的投资，要受到非常严格的审查，最终难以实现。2017 年数据已经发生明显变化。2016 年对外直接投资是净流出，2017 年是净流入。现在来看短期不可能再出现净流出的状况，原因即是刚才所说的内外两方面。

我的观点是，目前还是有可能会有资本流出压力和本币贬值压力，但不可能再出现 2015-2016 年的状况。但仍有几个方面需要引起高度关注。

从中长期看，国际收支能否持续保持顺差需要打一个问号。首先是经常项。未来顺差规模会进一步收缩，这是大趋势，甚至在经常项下出现逆差，这个可能性也是存在的，2017 年一季度已经是逆差。服务贸易逆差持续扩大，商品贸易顺差过去一直是获得顺差的一个主渠道，但是现在规模逐渐缩小。尤其是中国的需求正在快速发展，国内人均 GDP 水平提高，收入水平提高，进口需求是在持续增长。目前奢侈品进口关税调低，过去关税很高，老百姓去外面买再带回来对国内消费不利。关税调整了以后进口也有明显增大。中国现在收入增长速度是比较快的，但是不平衡的问题也非常明显，高净值人群收入增长非常惊人，所以这方面消费能力增长是比较快的。

从我国相关政策来看，也在促进进口。比如跟一些国家保持良好的经贸关系需要，也需要适当扩大进口。所以不光境内自身有内生需求，政策上也在持续推动进口。而出口也会在一些领域受到一些影响，比如美国经济现在不错，增长也不错，进口需求在增长；但是美方在中美经贸关系问题上不断给我们出难题，因此未来毫无疑问也会相应影响到我们对美国出口。美国经济表现不错，更多国家从中获得好处，但我们要获得的好处可能比别人要少，甚至不见得有好处。这是从商品贸易角度看。我认为随着中国经济进一步发展，人均收入水平进一步提高，进口需求持续增长；中国市场发展空间很大，会有更多全球出口厂商瞄准中国市场，所以经常项逆差很可能不久将来就成为常态。接下来就要看资本流动，资本和金融账户能否持续保持顺差。我们认为在未来中国进入资本输出阶段，输出需求持续增长，尽管受到各个方面的制约和限制，但是总体趋势会继续发展。劳动力成本、土地成本都在上升，对外来资本流入不

要寄希望有持续大幅度上升。这种状态会对未来我国整个国际收支格局带来比较大的影响。如果国际收支出现逆差，毫无疑问对于货币贬值这方面压力会持续存在。

短期有几个因素需要引起关注。第一是美国减税的影响。减税以后对美国企业在境外利润会不会有很大吸引力，总体来看恐怕不会影响太多美国在中国的企业。美国在中国企业投资总的来说不高，利润总量也不大，可能会有涉及一年几百亿美元汇回这样一个规模。所以总体来看要保持很长时间对资本流出产生压力的可能性并不大。但还是要注意短期内利润集中汇回需求会对市场带来风险。有可能使得人民币短期承受比较大的贬值压力，然后影响整个市场预期。

第二是短期外债的影响。2015-2016 年，储备迅速减少，其实背后很重要的原因是短期外债偿付的需求比较大。现在我国短期外债还有 1.1 万亿美元，短期外债占整个外汇储备比重是 35%。从这个数据来看是属于国际安全线之上。但短期内如果有集中流出需求，几百亿美元很短时间集中流出，对市场压力还是很大。2015 年短期外债占储备比重比现在还低，是 28%，2016 年是 29%，这里面还有重要因素是当时储备规模比现在大。2017 年由于整个资本流动状况比较平稳以后，我国外债增加也不少，2017 年增加了两千多亿美元短期外债。因此需要警惕资本流动短期内有较大流出的压力情况下，会对对汇率带来影响，会影响市场预期，未来在总体把握风险的时候需要加以考量。

关于未来的应对政策，谈几点看法。

首先，汇率应该保持基本稳定，两个方面都需要考虑到。一个方面是尝试打汇率战，通过人民币贬值使美国感受到我们这方面压力，既授人以柄，又会给自身经济和市场带来较大压力，这不是我们应该做的。其次，也不应该在美国给予的压力下，推动人民币升值，当年美国对日本就是这样做的，《广场协议》是美国为日本设置的陷阱。这次对我们没有这样做，一是人民币在 2017 年已经有了较大幅度升值，另外一方面美国知道这一招对日本有用，但对中国不管用。目前我国经常项下顺差仅占 GDP 约 1% 的比重，说明人民币汇率水平基本合理。未来既不能通过贬值应对美国贸易战，也不能轻易在美国压力下把人民币汇率抬上去。现在双向波动是阶段性的，美元强时人民币稍微弱一点，美元弱一点的时候人民币稍微强一点。人民币对美元升值和贬值的幅度都会比欧元和日元小。这是人民币最合适的状态。从中国现有国际收支结构来看，已经不能再像过去一样通过趋势性贬值获取更多好处，贬值贬得不好对自己是很大伤害，也会带来资本快速流出，以及对整个人民币标价资产带来一种负面看法。未来不能轻易运用这种工具。

第二，未来资本流动合理适度的管控，我认为还是十分重要的。当前来看我们有能力进一步扩大金融领域对外开放，金融行业对外开放，也能够扩大金融市场开放，但对于资本流动管理还是需要比较谨慎。只有当我们其他各方面条件都比较成熟的时候，才能把资本、金融账户基本开放，那时承受风险比现在快速推进要小得多。在这个过程中，可能有些工具暂时不用，但在未来需要的时候还得用。比如说逆周期因子，当未来市场出现较大幅度变化，这个工具还是需要使用。同时未来需要管理好离岸汇率，离岸汇率上一轮出现较大波

动，离岸头寸进行管理，当准备金比率有明确要求之后，效果是较为明显的。如果允许离岸人民币汇率持续比较大地对在岸汇率形成压力，对我们是很大挑战。

总的来讲，从现有的大环境来看，出现 2015、2016 年大幅度资本流出压力和货币贬值压力的可能性比较小。短期看由于美国货币政策正常化继续推进，短期中东油价上涨对货币政策收紧，带来物价上升、通胀预期，有可能会使得货币政策收紧。不光是美国，还有欧盟、日本等发达经济体货币政策收紧预期会进一步增强。很可能下一个阶段，有进一步美元升值压力。特朗普政府感觉到美元升值对贸易带来的负面影响，可能未来一段时间运用某种手段来表明他对汇率的态度，就像 2017 年特朗普上台不久就表明态度，希望美元不要如此强势。按照他的风格，接下来还是很有可能在这方面有所表态，但却很难彻底扭转美元阶段性升值压力。所以我认为 2018 年剩下的时间当中人民币依然有阶段性贬值压力，总的来讲我们完全有能力管控贬值压力和资本流动压力。谢谢大家！

主持人 杨燕青：

非常感谢连总。我们看每一轮美元升值周期中总有危机发生，80 年代是拉美危机，90 年代是东南亚金融危机，现在美元又进入了一个比较大的升值周期，并随着加息不断演进，这对全球尤其是中国意味着什么，连总做出了解读。他还有几点判断：一是认为美元会持续走强；二是虽然美元走强，但是中国不会再出现 2015、2016 年大的国际收支方面的冲击和压力；三是长期看来，

中国经常项目逆差会成为常态；四是从资本项目角度来看，中国可能会进入逆差状态；此外，如果经常项目和资本项目都是逆差情况下，人民币会有贬值压力；最后，和国际环境相配合，中国在 2018 年或是稍久一些的阶段内，人民币最优政策可能还是在一定区间内保持相对稳定。