

冉学东 魏多兰乌日塔 著

MONETARY

货币 风暴

你知道中国汇率政策的基本逻辑吗

STORM

人民币汇率未来如何走，监管层的政策如何出，这是一本深入浅出而不失洞见的读物。

——水皮



中央编译出版社
Central Document Press

货币风暴

冉学东 魏多兰乌日塔 著



中央编译出版社
Central Compilation & Translation Press

图书在版编目 (CIP) 数据

货币风暴 / 冉学东, 魏多兰乌日塔著. -- 北京: 中央编译出版社, 2017.5

ISBN 978-7-5117-3293-4

I. ①货… II. ①冉…②魏… III. ①人民币汇率—研究 IV. ①F832.63

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第050745号

货币风暴

出 版 人: 葛海彦

出版统筹: 贾宇琰

责任编辑: 邓永标

执行编辑: 舒 心

责任印制: 尹 珺

出版发行: 中央编译出版社

地 址: 北京西城区车公庄大街乙5号鸿儒大厦B座 (100044)

电 话: (010) 52612345 (总编室) (010) 52612371 (编辑室)
(010) 52612316 (发行部) (010) 52612317 (网络销售)
(010) 52612346 (馆配部) (010) 66509618 (读者服务部)

传 真: (010) 66515838

经 销: 全国新华书店

印 刷: 北京东君印刷有限公司

开 本: 710毫米×1000毫米 1/16

字 数: 194千字

印 张: 17

版 次: 2017年5月第一版第一次印刷

定 价: 48.00元

网 址: www.cctphome.com 邮 箱: cctp@cctphome.com

新浪微博: @中央编译出版社 微 信: 中央编译出版社 (ID: cctphome)

淘宝店铺: 中央编译出版社直销店 (<http://shop108367160.taobao.com>) (010) 55626985

凡有印装质量问题, 本社负责调换, 电话: 010-55626985

前言 人民币的真相

2015年12月16日，美联储加息的扳机一扣响，耶伦用她那一如既往的温柔，呼唤美元回家，国际资本的流向顿时逆转，资本呼啸而逃，新兴市场的“货币风暴”旋即上演。

当日，阿根廷政府宣布取消资本管制，允许汇率自由浮动，比索随即创下单日41%最大跌幅，最终收盘下跌29%。2015年12月21日，阿塞拜疆又向外汇市场扔出了一颗“炸弹”——取消汇率管制，致使该国货币汇率狂跌47.6%。2016年3月15日，埃及宣布埃及镑脱钩美元，当日埃及镑暴跌19%。而此前俄罗斯、哈萨克斯坦均宣布实施自由浮动汇率，两国货币均大幅贬值。

而对于一个东方大国的货币——人民币，2015年却是一个非常特殊的年份，人民币在这一年的最后一个月迈出了两大步。

2015年12月1日，国际货币基金组织（IMF）宣布将人民币纳入国际货币基金组织特别提款权货币篮子（SDR），这首先是国际社会对人民币的信任，这个意义怎么诠释都不为过。

而2015年12月11日，中国外汇交易中心发布了人民币汇率指数（CFETS），向市场传递“未来央行将会更大程度上

追求人民币汇率对“一篮子”货币的有效汇率基本稳定”的信号。这意味着从1994年时任国务院总理的朱镕基实行汇率并轨以来，盯住美元的汇率制度安排告一段落，人民币开始告别美元走上独立之路。

央行这样做也许是在尝试，也许是为了保存外汇储备。因为随着美元进入加息通道，未来将加息多次，美元的升值将会持续，而如果人民币一直盯住美元，则上涨幅度更大，过于高估，这将会对中国出口形成巨大的压力。而如果要盯住美元，必然要抛售外汇储备来稳定汇率，这也必将消耗大量外汇储备，对整体金融的安全造成极大威胁。所以尽早摆脱美元是最好的选择。

然而，2015年8月11日后的大幅贬值和2016年1月1日的大幅贬值都产生了央行没有预期到的风险。前一次大幅贬值引发新兴市场货币的抛售，后一次则引发A股的股灾，两次汇率闯关都没有成功，央行不得不选择再次盯住美元，尽管口头上说是要盯住“一篮子”货币。

中国官方的口径是，人民币没有持续贬值的基础。周小川也在表明人民币维持“一篮子”货币的同时，宣布人民币对美元的稳定，中间价的干预进一步强化，而与此同时，资本管制更加严厉。这时候，政府再一次试图以维持人民币的稳定，最终实现外汇储备的稳定，并且维持境内的房地产价格膨胀。

于是从2016年春节开始，一线城市房价再次暴涨。这是由于私人资金出不去，而人们又预期人民币还将贬值，唯有房地产能够保持其资产，这样就把房地产价格再次推上了高潮，人民币汇率这时候其实再次进入了危险状态。

汇率陷阱

十年前，北京大学宋国青教授称，“汇率是纲”。最近十年稳定的汇率政策绑架了货币政策操作，外汇占款变化严重冲击了国内宏观经济的稳定。

2005 年进行第一次汇率改革，对于一个东方新兴转型经济体货币，是石破天惊的大事。但事后看来，这次改革仅仅是万里长征迈出的第一步，而且是很小的一步，因为虽然宣布要盯住“一篮子”货币，但事实上还是盯住了美元，并且对美元升值。这样的制度安排在平衡我国外贸账户的同时，也出现了越来越严重的问题。

按照“蒙代尔不可能三角”，从宏观稳定的角度来看，盯住美元的汇率制度束缚了宏观稳定管理的手脚，顾此失彼，得不偿失。其中锁定汇率波动导致基础货币被动投放，让央行失去了货币政策的独立性，这对世界第二大经济体来讲，是非常危险的。

为了把汇率稳定在既定的政策目标范围之内，货币当局不得不持续大量地购买外汇，由此带来的外汇占款远超出基础货币投放的需要。为了稳定基础货币投放，货币当局又不得不以发行央行票据、提高银行准备金率及窗口指导的方式，对冲外汇占款增加的影响。

但事实证明，这些对冲政策的效果是有限的，即便货币当局采取了多种应对措施，也还是没能避免 2005—2007 年间通货膨胀和资产价格的大幅上涨。中国经济体在这十年来主要依靠投资和出口，而不是在消费之间做出应有的平衡，为中国经济的发展带来难以克服的陷阱。

而且，近十年来，人民币对美元汇率不仅仅是相对稳定，而是大幅升值 30% 以上。这其实并不能真正稳定进口成本和出口竞争力，因为中国对外贸易的对象不仅限于美国，而是全世界。影响中国对外贸易的汇率，不是人民币对美元的双边汇率，而是人民币对诸多贸易伙伴货币价格变化的“一篮子”汇率。

事实上，汇率政策目前最大的任务不仅是推动经济持续增长，更重要的是促进经济结构调整。人民币汇率稳定在一个直线的水平，给企业一个“汇率永远稳定”的错觉，尤其是当中国企业进一步走向世界、在全球进行投资时，对货币汇率进行管理，就成为首要的任务。

热钱凶猛

2005—2014 年，大部分时间内人民币面临着单边升值的压力。这种情境下没有资本流出动力，投机性资本流入动力很强，开放资本项目只会让货币当局面临更大的困难。结果就是资本项目开放进程放缓，打击热钱流入成为货币当局的一项重要任务。

热钱借助于跨境人民币贸易结算和香港人民币离岸市场，从人民币单边升值中套利更加方便，热钱流入进一步扩大。这些热钱以外汇占款的形式投放到市场上，成为基础货币，然后由商业银行通过信贷创造，成倍地扩张成 M2 广义货币。这不仅激发了商业银行疯狂放贷的动机，而且增加了企业的债务负担。直至目前，非金融企业的存量债务和地方政府的庞大负债已经成为中国宏观经济的负担，不能不说这与此前的汇率制度有一定的关系。

所谓的跨境套利，实质上是境内企业以跨境贸易人民币结算为伪装，从香港金融机构处借入人民币款项并汇至内地使用，以获取两地利差的财务操作。一般认为，热钱套利的机制包括

利差套利、汇差套利两种模式。

利差套利就是利用内地市场与香港市场的人民币利率之差进行套利。过去几年内，由于内地的人民币存贷款利率水平显著高于香港的人民币存贷款利率水平，从而给“内保外贷”为代表的跨境套利提供了空间。近年来，香港银行对内地银行的外币（人民币）债权，由2010年的3000亿港币左右上升至2014年的近三万亿港币，成为人民币跨境套利的强有力证据之一。

而汇差套利则是利用内地市场与香港市场的人民币汇率之差进行套利。由于香港离岸市场上的人民币汇率是由市场供求自发决定的，而内地市场上的人民币汇率依然存在着一定程度的干预，是严格受到央行控制的，从而导致了香港与内地人民币即期汇率之间存在显著的差异。

在大多数时期内，由于内地存在稳定的人民币升值预期，造成香港人民币即期汇率高于内地人民币即期汇率，这就会刺激企业与居民将人民币从内地转移至香港、将美元从香港转移至内地的跨境套汇行为。这种行为也会通过人民币跨境贸易结算的伪装进行。

过去几年，香港人民币存款环比增速与人民币升值预期指数之间具有很强的相关性。这意味着，当市场上存在显著的人民币升值预期时，由于香港人民币要比内地更贵，导致居民与非居民将人民币由内地转移至香港，从而导致香港人民币存款上升，反之亦然。

人民币跨境套利与人民币跨境套汇合二为一，指的是在市场上存在持续的人民币升值预期的背景下，居民与非居民可以在香港借入美元，兑换为人民币之后，通过跨境贸易人民币结算的伪装转移至内地，在内地投资于房地产、股市或影子银行产品，借此赚取利差与汇差的双重收益。这种跨境套利交易的规模如此之大，以致多家国际金融机构均将人民币套利交易视为“本世纪以来最重大的货币套利交易”。

稳定的汇率，过大的顺差，导致资源过度进入贸易品部门，而非贸易品部门资源投入不足。资源过度进入出口产品和进口替代品生产，净出口增加；资源流入内地服务业部门不足，遏制了消费。热钱进入中国，不仅享受中、美两种货币的巨大利差，还享受人民币升值的汇差，另外还享受房地产和股票等资产升值的溢价。

这种情况如果长期存在，不仅会造成居民财富的白白流失，而且会严重影响宏观经济稳定和金融安全，这是必须予以重视的。

“8·11”大贬值

过去十年，我国经常项目收支都趋向基本平衡。然而在经常项目收支平衡的同时，却出现了“衰退式顺差”。

自1994年外汇体制改革以来，我国经常项目收支（主要是货物贸易）连年顺差，且2005年后顺差不断扩大，2007年最高达到当年国内生产总值的10.1%。2008年国际金融危机爆发后，该比例逐年回落，自2010年起降至国际认可的合理标准范围内。2014年全年，经常项目顺差2197亿美元，同比增长48%，与国内生产总值之比为2.1%，较上年回升了0.5个百分点，但仍低于国际认可的合理标准。

2015年一季度，随着货物贸易顺差大幅反弹，经常项目顺差激增至789亿美元，同比扩张了10.3倍，与同期国内生产总值之比为3.4%。这主要是由于国内经济下行、国际大宗商品价格下跌所导致的。

这种情况当然引起了社会各界的担忧。2014年，国务院总理李克强在出访非洲时就曾指出，外汇储备过多是一个负担。事

实上从 2012 年开始，随着中国外贸形势的变化，外汇储备就出现了个别月的负增长。

央行的措施在 2015 年 8 月 11 日突然推出，从 8 月 11 日开始人民币汇率大跌三天，震动了整个国际金融市场，更让市场感到惊异的是，新兴市场货币贬值幅度更大，其中包括巴西、俄罗斯、委内瑞拉、智利、阿根廷、越南、泰国、印度尼西亚、马来西亚等国家。这次贬值在国际市场上造成的影响远远超出了大家的预料。

第四天贬值戛然而止，然后央行召开新闻发布会宣布，即日起将进一步完善人民币汇率中间价报价，自 2015 年 8 月 11 日起，做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化，向中国外汇交易中心提供中间价报价。

这次汇改首先表现为资金的流出，其实 2015 年 7 月外汇储备就已经出现巨额下降，当月下降达 500 亿美元。8 月人民币汇率大跌后，外汇储备减少了 900 亿美元，9 月外汇储备顺势下降 433 亿美元，10 月外汇储备小幅增长 114 亿美元，但是到了 11 月，外汇储备较上月下降 872 亿美元，为 34383 亿美元，预期为 34925 亿美元。

为应对外汇储备的变化、资金外流的加剧，央行一面用外汇储备稳定汇率，一面引导人民币逐渐灵活化。

事实上，自 2011 年底起，受内外部不确定、不稳定因素的影响，人民币汇率开始呈现有涨有跌的双向波动，为进一步推动汇率改革创造了条件。

“8·11 汇改”在当时引起了许多非议，许多人认为，这次贬值幅度过大，不利于宏观金融的稳定，而且正好在股灾发

生后不久，所以有人认为尽管是合理的，但是时机选择不当。

现在看来，这是央行预计12月美联储必然加息而提前在汇率政策的布局，因为此后人民币汇率波幅加大，接着人民币加入SDR，再接着人民币宣布与美元脱钩，美联储加息后，人民币就能稳坐钓鱼台，闲庭信步，而不会像其他新兴市场货币那样在慌忙之中稳不住阵脚。

入篮 SDR

随着中国经济的腾飞，其经济体量已经成为世界第二，对国际经济具有前所未有的影响。而与此同时，人民币还是一个盯住美元的影子货币，这不仅不符合中国经济的地位，而且也不利于国际经济的稳定。在央行行长周小川最后的任期内，人民币国际化成为他的夙愿，而加入SDR是最具战略性的一步。

贸易和汇改如同一辆车的两个轮子，共同推动着人民币国际地位的提升，也将进一步推动跨境贸易人民币结算的普及。

大约从2009年起，中国政府开始大力推进人民币国际化。央行在推进人民币国际化的过程中，主要是在以下方面布局：如鼓励在跨境贸易与投资中使用人民币进行计价与结算。目前人民币已经成为中国在跨境贸易与投资结算领域中使用的重要货币。建立以香港为代表的人民币离岸金融市场也是最重要的环节之一；中国香港、中国台北、新加坡、伦敦等地已经发展成为重要的人民币离岸金融中心，其中尤以中国香港为最。

央行还通过与其他国家或地区央行签署双边本币互换协议的方式来满足境外人民币流动性需求，人民币已经逐渐成为全球范围内重要的储备货币。截至2015年5月底，央行已经与32个国家或地区的央行或货币当局签署了总额达3.1万亿元的双边本币互换协议。目前已有近30个国家的央行宣布将人民币

纳入储备货币范畴。截至2015年4月底，境外央行持有的人民币资产余额达到6667亿元。同期，非居民持有的中国境内人民币资产已经达到4.4万亿元。

经过如此大规模的铺垫，2015年11月30日，IMF执董会决定将人民币纳入SDR，SDR货币篮子相应扩大至美元、欧元、人民币、日元、英镑5种货币，其权重比分别为41.73%、30.93%、10.92%、8.33%和8.09%，新的SDR篮子将于2016年10月1日生效。

这次欧美，尤其是欧洲看起来是欢迎中国加入SDR的，IMF总裁拉加德热情甚高。其实在人民币加入SDR上，不仅仅是IMF需要，世界各国包括欧美也需要人民币加入SDR，因为一个货币加入SDR不仅仅是权利，更是一份责任。人民币这次加入SDR是非常主动高调的，加入SDR是人民币国际化战略的关键一步。有人统计，人民币的实际国际地位若达到与日元相当，境外对人民币主权债券的需求为3000亿美元，若与英镑相当，缺口会高达1.9万亿美元。俄罗斯已经表明要发行人民币债券。

作为一个庞大的经济体，作为一个政局稳定的经济体，从经济实力来看，目前除了美国，就是中国。在美元强势周期之下，可能唯有人民币能够做国际信用价值框架的次中心。

事实上，美元作为最主要的国际储备货币，此前它是扩张的，它向世界各个角落提供流动性，而目前美国向内转，其经济体内部自给自足的趋势正在加强，最明显者当属页岩油气的大规模开采。美国石油自给，建立于中东石油矿藏的石油美元体系的瓦解，再如制造业的回流，双逆差的缩小。

这时候由于人民币的庞大经济规模和体量，以及内部空间的回旋余地，人民币加入SDR就能起到稳定国际金融市场的作用。中国在加入SDR的过程中，有讨价还价，有妥协有博弈，还有一定的利益让渡。

脱钩美元

2015 年对于人民币汇率来说，是一个划时代的年份。8 月人民币汇率突然贬值，改变了市场对人民币长期升值的预期。外界认为人民币正式转入贬值周期。12 月央行推出 CFETS 人民币汇率指数，人民币正式转盯“一篮子”货币。同时，自 2016 年 1 月 4 日起，银行间外汇市场交易系统每日运行时间延长至北京时间 23:30，并进一步引入合格境外主体。

2015 年的一系列动作最后定格在一个核心：与美元脱钩。

按照外汇交易中心的表述，CFETS 人民币汇率指数与 13 个货币挂钩，其中美元在“一篮子”货币中的权重为 26.4%，欧元占比为 21.4%，日元为 14.7%。这个指数推出的当天，离岸人民币兑美元汇率跌破 6.56，创四年来新低，此后人民币在离岸和在岸市场上连续十多天贬值。

以上信息，所指向的是两个结论：一个是人民币将逐渐与美元脱钩，二个是人民币的币值将可能出现较大幅度的波动。

先说第一个，人民币与美元脱钩，要弄清楚这个问题，首先要明白此前为什么要挂着美元。人民币的汇率改革最早的动作要追溯到 1994 年朱镕基总理时期的汇率并轨，当时就是实行了盯住美元的政策。盯住美元的政策有什么好处？美元是世界货币，是世界价值的中心，如果盯住美元，就意味着人民币将成为美元的影子货币，美元下跌，人民币跟跌，美元上涨，人民币跟涨。巧的是人民币盯住美元后，正好赶上美元大跌的周期，人民币跟着美元下跌，这个货币大贬值的周期正好是中国改革开放的周期。加入 WTO 后，中国正式进入新一轮国际化和世界产业分工的链条，这让中国真正成了世界的工厂。可以毫不夸张地说，盯住美元的汇率安排给中国的制造业腾飞插上了翅膀。

打开美元的 K 线图，可以看到美元指数正是在 2001 年超过

120 高点，然后一路下行，直到 2008 年跌到 70。此后，美元开始反复筑底震荡，2014 年 6 月开始了新一轮升值，中国的经济也正是在这条曲线中找到了秘密。

随着美国经济的强劲复苏，以及欧洲和日本经济的疲软，随着美联储的加息通道开启，美元的新一轮升值将不可阻挡，甚至有可能超过 2004 年的 120 点。这时候，人民币是否还能盯得住？下跌时盯住美元，有利于国内经济；而上涨时盯住美元，则将会断送制造业的前程。而如果盯住“一篮子”货币，那在目前人民币贬值压力很大的情况下，对美元必然是下跌，对欧元和日元可能是维持平稳。

不过对“一篮子”货币，在正常情况下人民币至少短期来看相对处于强势。如果经济持续下滑，货币、财政政策对经济的刺激力有不逮，则汇率政策在 2016 年被用作反周期政策工具的机会也不小。

人民币目前在世界价值体系中退后一步，说的是挂钩“一篮子”货币，事实上是在适当贬值后，寻找新的价值坐标，当然，目前的坐标是“一篮子”货币。

所以，此次才是真正意义上的大胆改革，是一次关键飞跃。而这次飞跃恰恰是在中国经济下行压力加大的时候，汇率的波动、资金的流出，是否会伤及房地产和股市等资产价格，这些是否能承受，这当然要从理论上明确，更重要的则是要通过实践去检验。

从更为宏观的视角来讲，人民币作为新兴市场货币跟着美元走了一程，现在长大了，要独立了，是否走得稳，事实上还得看未来经济的发展、新的经济增长点的获得。这还是一个相对漫长的过程。

这是惊险的一跃。

两次闯关失败

从2014年开始，央行已经意识到人民币相对美元有所高估，并且试图开始扩大人民币日内波动幅度，并通过阶段性贬值，释放人民币被高估的压力。

最明显的是2015年8月11日的一次大贬值和2016年开年的一次贬值。这两次贬值给经济造成的影响，超出了几乎所有人的想象。2015年8月11日那次大贬值，引发新兴市场货币更大规模的贬值潮，国际上压力很大，高层没有想到人民币已经有这么大的影响力，因此几天之后人民币贬值戛然而止。

2016年1月1日，人民币连续又是大贬值，这次则主要是对国内股票市场的影响。在人民币持续贬值的影响下，A股又连续启动千股跌停的局面，A股的持续下行，对银行股票质押融资业务等造成危机，许多股票质押融资业务逼近平仓线，A股的下跌进一步放大了银行业的风险，于是央行不得不从离岸和在岸两个市场去干预人民币汇率，以维持人民币稳定。

这是人民币两次闯关最终以失败收场。人民币失去了一次不损失外汇储备，或者较少损失外汇储备而实现弹性汇率的大好时机，也失去了通过弹性汇率顺利实现人民币国际化，并释放内部宏观经济下行压力的大好机会。

为什么这么说？因为人民币2005年开始市场化改革，其本质是应该随着中国经济突飞猛进的发展进行升值，因为那时候人民币已经积累了非常强大的升值压力，但此后人民币并没有进行相应的升值，而是选择了盯住美元的缓慢爬行。到2012年，人民币相对美元已经升值30%以上，高层这样选择的目的是维持外贸顺差，继续支持沿海出口加工产业的兴旺，但事实上经过2008年的国际金融危机，这些低端出口加工企业几乎全部在此次金融海啸中被洗劫。

为了应对这次金融危机，出台的四万亿刺激计划，将中国

经济的内在发展强能过度透支，加上人口等因素，中国已经进入下行通道，而且下行动能很强。这个时候，本来应该是人民币贬值的好时机，但即使到了此时人民币也没有随着宏观经济下行进入贬值通道，而是继续上行。当时央行为了实行人民币国际化，从而形成了人民币估值过高的风险。人民币估值过高，对出口、对境内的利率市场、对中国房地产市场都造成了非常强大的制约作用。

以房地产市场为例，2005年以来顶住美元缓慢爬行的战略，不仅导致持续的双顺差，并且大量热钱蜂拥而入，来到境内套利，出现了两种后果：一种是达四万亿的外汇储备的积累；一种是中国房地产价格出现严重泡沫。一线城市房地产上涨七到八倍，而由于房地产价格的泡沫所形成的地方政府的债务规模也史无前例，这些都变成了对未来经济健康发展的危害。

两次闯关失败后，2016年2月下旬，G20央行行长会议在上海举行，此次会议确定汇率稳定的目标，官方的统一口径是人民币不具备持续贬值的基础，央行行长周小川对外的表态尽管是人民币维持“一篮子”货币的稳定，但是也再次确认央行将对人民币兑美元中间价进行适当干预。这表明，至少在短期内，人民币兑美元的贬值将画上句号。此后央行在市场上持续干预，再加上美国经济复苏反复，美联储没有持续加息，美元持续弱势，人民币暂时维持了对美元的稳定。

然而，为了维护人民币的稳定，央行不得不实行更为严厉的资本管制，并且把香港的人民币存款水平抽干，这让人民币国际化的步伐大大倒退，并为此付出了很大的代价。

但是笔者认为，这种稳定是暂时的，关键是中国宏观经济下行趋势没有改变。人民币作为一种资产，相对于美元，投资收益率是下行的，未来还会更低，那么资金出逃就是一个必然。也就是说，人民币高估的状态不改变，资金的流出就不会改变。

那么在稳定汇率和外汇储备之间做何选择呢？目前高层选

择了前者，然而，如果经济持续下行，稳定汇率付出的代价必然是外汇储备。而这两个选项之间存在着负循环的逻辑，维持汇率稳定要消耗外汇储备，而外汇储备逐渐消耗，如果没有经济的改善，则汇率更难稳定。

更让人担心的是，目前实行的“关门放水”的死守汇率政策，会让楼市进一步攀升，尤其是一线城市的楼市。高层希望通过房地产各种优惠政策，再加上信贷货币的宽松，让居民去购买房地产，从而实现去库存的压力，把企业的杠杆转移到购房者身上，但是资金的去向没有遵循高层的意志，而是一窝蜂地涌向一线城市，将资产泡沫再次吹大，形成了更加危险的资产泡沫。

在中国，汇率和房地产是一体两面，一旦汇率维持稳定，房地产价格必然飙升，因为此前进来的资金出不去；而一旦汇率不稳定，房地产价格就会震荡，就会形成泡沫破裂。未来在人民币汇率的抉择上，高层如果按目前的既定战略——死守汇率，不仅仅会导致外汇储备的减少，而且会进一步吹大房地产泡沫。这样的状况持续下去，会对经济产生非常大的潜在危险。

纵观发生货币危机的各国，起先都选择稳定汇率，消耗外汇储备，到最后外汇储备消耗完了，最后不得不放开汇率贬值，资金外流，形成内部的金融危机。

作为具有三千年历史的亚洲货币，人民币走上国际市场化的道路是一个人类历史上的大事件。这条道路注定了不平坦，需要大智慧大战略，切不可因小失大，亡羊补牢。