



国际战略研究简报

International and Strategic Studies Report

第45期

2010年4月28日

北京大学国际战略研究中心主办

Center for International and Strategic Studies, Peking University

大国开放追赶需要弹性汇率制 ——以中国发展为本位求解汇改难题

北京大学国家发展研究院教授 卢锋

汇改讨论需跳出被动反应模式

针对近来美国学界政界新一波批评人民币被低估的浪潮，我国官方义正词严地表示人民币汇率政策绝不屈从外部压力，我国学界则指出人民币升值并不能解决美国的问题。这些都是正确和必要的。然而回顾近十年来多次类似的争论，我们 also 需反思如何使汇改讨论跳出“国外施压、国内反弹”的被动反应模式。我们当然不应屈从外国压力，然而对国外诉求如果一定“反其道而行之”，也会妨碍我们理性认识和应对这个本应属于经济政策范畴的问题。

深化汇率改革对完善我国开放宏观政策架构和实现宏观均衡目标具有关键作用。应把人民币汇改及可能升值与外国人合理或无理诉求切割开来：不能因为外国人有意见，人民币就一定升值；反过来，也不必因为外国人有说法，我们就讳言升值，错失深化改革的良机。我们应转变视角，以中国经济发展的长远利益为本位，探讨人民币汇率改革与可能升值问题。

研判汇改的“五个有利于”标准

以我国发展为本位求解汇改难题，关键是要确定适当标准。从经济分析角度观察，可以提出五点标准进行探讨。一是看是否有利于我国经济长期增长和结构高度化调整，二看是否有利于保持国际收支平衡和改进贸易条件，三看是否有利



于短期宏观经济稳定运行和保持大体均衡，四看是否有利于建立和完善与大国经济追赶总需求的管理目标相适应的开放宏观政策架构，五看是否有利于实现做大做强人民币的远景目标。

首先看长期追赶和结构调整标准。我国正在经历大国经济追赶过程，可贸易部门劳动生产率从上世纪90年代中期以来一直保持强劲追赶势头。依据巴拉萨效应原理以及德国、日本等大国经济追赶经验，经济长期追赶客观要求本币实际汇率趋势升值作为其展开形式。另外，允许汇率这个开放经济的相对价格变动，向企业提供我国经济相对竞争力动态信号，有利于通过市场机制推动经济结构调整。

其次看外部平衡和贸易条件标准。我国2002—2009年贸易顺差累计达1.12万亿美元。十多年来我国资本账户也持续顺差。“双顺差”推动我国外汇储备目前已超过2.4万亿美元。在储备过量增长的背景下，实行更为灵活的汇率制并允许本币适当升值，或有利于缓解国际收支失衡，或有利于改善我国贸易条件从而增进国民福利，或者兼而有之。

再次看合意总需求标准。我国改革时期虽有短期总需求不足和通缩，但主要困扰还是间歇性通货膨胀和增长偏快偏热类型的宏观不平衡问题。2003年以来主要面临经济增长偏快和通胀压力挥之不去的形势。目前增长重回快车道，管理通胀预期成为主要矛盾。这时增加汇率弹性，允许适当升值，可促进宏观均衡并改善贸易条件。汇率改革关键是让供求关系对汇率形成发挥基础性调节作用，如果出现总需求不足和通货紧缩形势，也不排除汇率适当贬值加以应对。

又次看完善开放宏观政策架构标准。开放型市场经济需要建立并完善与机会平等原则相一致、以参数型工具为主要手段的总需求管理框架。过去几年宏观经济运行“车马效应”的经验表明，实行盯住或半盯住汇率制不利于灵活利用利率等货币政策工具。在面对内外经济因素变动冲击和宏观不平衡压力时，不得不采用五花八门的替代工具进行调控，难免造成形形色色的“宏观调控干预微观”的问题，因此需要通过深化汇改和完善开放宏观政策架构加以解决。另外，不同程度地内生于我国总需求增长的大宗商品进口价格飙升，构成冲击我国宏观稳定的新挑战，增加汇率弹性对此也有积极调节功能。

最后看做大做强人民币标准。在夯实我国经济发展基础的同时，推进人民币逐步实现资本项目的完全可兑换，培育人民币国际化因素自然稳健生长，是当代国际货币体系改革多重议程中最为能动和最为本质的内涵。从长期看，要想人民币茁壮成长，不能老是挂住一个或一些相对走下坡路的大国货币。要有信心在务实调整汇率政策的基础上实现做大做强人民币的目标。

可见，盯住汇率制或半盯住汇率制，好比孩提时代的一件小衣服，现已不适应中国经济这个大小伙子骨骼身体发育生长的需要。立足中国经济发展本位，从长期增长和短期均衡的不同角度来探讨，结论是应深化人民币汇率体制改革。

汇改目标的模式与措施选择

人民币汇率改革长期目标取向应是“脱钩换锚”：与美元脱钩，也不准备刻意与其它一篮子货币或拟议中功能扩大的特别提款权(SDR)之类的世界货币挂钩，而是转向“咬住”因应我国产出和支出结构变化而动态调整的国内一篮子商品劳务。汇率改革应成为更为广泛的宏观政策改革的一部分，中心目标是“管好货币、稳定币值”。

汇率改革目标模式可坚持“有管理的浮动汇率制”的表述。实质要求是让国际收支和汇市供求真正在边际上对汇率发挥决定性作用，关键措施是对央行汇市数量干预加以限制。可以考虑采用“干预定量、汇价放开”的改革思路来实现这一目标。汇率改革后，可以每年规定央行干预汇市数量规模的上限，超过央行对冲上限部分的汇市供求因素变动在边际上直接决定汇率。也可以考虑在启动改革时将人民币对美元汇率一次性（也是最后一次）显著升值，然后在央行有限干预基础上由市场供求关系决定汇率。

自2008年下半年到2009年初，我国经济增速下滑，宏观经济面临总需求不足的问题。但去年以来总需求出现V型回升。目前，宏观形势呈现“经济增速趋于偏快、通胀预期压力上升、利率进入负值边缘、劳动力市场偏紧运行”的特点。总需求走强和通胀预期走高的宏观环境，再次为加快汇率市场化取向改革提供了适当的时间窗口。我们应排除外部干扰，凝聚内部共识，抓住有利时机，果断深化改革，避免被动拖延造成更多损失。

对“汇改—升值质疑论”的若干点评

(1) “汇改—升值冲击我国出口和就业”

考虑这方面的影响是必要的，不过汇率是宏观经济变量，应从总量关系角度分析这方面的影响。总需求不足时升值不利于宏观均衡。然而如总需求偏强，就业增速高于与宏观均衡相一致的合意水平，劳动力市场间隔性出现“民工荒”，升值对就业的潜在冲击就会被市场机制本身力量限制在比较可控的范围内。

对冲击程度也不必过于夸大。如2005—2008年汇率显著升值时期，我国纺织年出口额从1077亿美元上升到1707亿美元，贸易顺差从234亿美元上升到250亿美元。规模以上纺织企业年利润总额从437亿元增长到777亿元，权益资本税前利润率从10.9%上升到12.3%，就业人数稳定在600万人上下。

(2) “汇率升值导致外汇储备价值‘缩水’”

发展中国家要有一定规模的外汇储备，不过数量选择“过犹不及”。本质问题不是升值导致储备缩水，而是早前的本币动态低估导致收购外汇资产的价格过高和数量过多。其逻辑链条是：过度夸大外汇储备积极功能等认识偏差妨碍及时改革，改革延后导致本币汇率低估，汇率低估又导致外汇储备买价过高和规模过



量，外汇资产回归真实价格后“缩水”风险水落石出。目前“缩水因素”继续成为回避改革的理由。

对外汇储备与汇改关系应从存量与流量两个层面考察。从存量角度看，目前过量储备是一个难以改变的事实，应坚持“安全、流动、收益”的目标排序原则审慎管理，以尽量减少损失。从流量角度看，恰恰应加快汇率改革，避免继续在本币低估背景下用虚高定价过量被动收储外汇资产。如果听任汇率动态低估机制继续发挥作用，未来会面临更大规模“缩水”损失。

(3) “汇率升值鼓励热钱流入”

所谓“热钱”一般指可能给流入国带来“麻烦”的短期资本，对我国更多指绕过资本管制措施违规流入的短期资本。开放经济环境下很难完全杜绝热钱，治本之道在于主动深化改革，促使银行、企业等市场主体适应资本流动环境并主动应对其可能影响。同时要加强监测和必要管制，防范热钱大量出入冲击宏观经济。还应通过国际合作探索对短期资本适当有效的监管途径。

认为人民币汇率升值鼓励热钱流入的观点似是而非，而真实的因果关系链条是：生产率追赶背景下汇率弹性不足导致本币动态低估和国际收支失衡，市场主体观察到汇率和外部失衡的事实并形成人民币最终会升值的判断，汇率动态低估矛盾加剧，不得不做间歇式调整，这在客观上提供套利机会并刺激热钱流入。深化汇率体制改革，让市场供求关系对汇率形成真正发挥基础性决定作用，有助于避免汇市过度扭曲，有助于抑制热钱进出冲动。

(4) “人民币升值将使中国重蹈日本覆辙”

上世纪90年代后日本经济增速大幅放缓，直接原因是股市房市泡沫破灭导致经济衰退，深层根源则是日本进入“最富裕国家俱乐部”后经济稳态速度回落。认定本币升值必然导致经济崩溃与经验事实相左。日元上世纪70年代升值43%，同期经济年均增长率5.3%，失业率平均值1.7%。1985—1988年日元升值近一倍，同期经济保持平均4.5%的增长率，1989—1992年仍有4.9%、5.1%、3.8%的较高增速。人民币2005—2008年显著升值，也没有出现上述预测结果。

1981—1985年日本累计顺差1153亿美元，日元升值势在必行。日元汇率政策的教训在于，日本未能坚持以我为主设计汇率改革政策，尤其是试图利用低利率刺激经济导致资产泡沫。超低利率刺激股票市场指数从1985年的1.3万点上升到1989年的3.89万点，地价指数1985—1990年上涨两倍。等到1990年日本央行提升利率刺破泡沫时，日本经济已深陷资产负债表危机的泥潭。