

# 第八章

## 汇率政策及宏观调控

肖 耿

### 中国的汇率政策及其对美元的意义

关于人民币与美元间的兑换汇率之争总是被置于两国国际收支失衡的框架下：美国民众超越储蓄能力的过度消费，中国的惊人生产能力及民众的过度储蓄。针对这一失衡现状可以迅速引出如下观点：美国应控制消费、增加出口；中国则应扩大消费、增加进口。两国汇兑之争的焦点就集中在如何实现“再平衡”。西方国家关注人民币是否会在短期内升值；然而中国更倾向于经济方面的体制与机构改革。

美国领导人乐于看到人民币在短期内大幅升值以刺激美国出口与就业；中国领导人却认为使人民币肩负巨大升值压力以满足西方贸易保护政策有失公平并且威胁到中国的发展。如何解释两国领导人观点上的重大分歧？中国对于人民币币值稳定的坚持又是服务于怎样的经济理性？

对于人民币持续升值的争论不仅仅源于就中国经常账户大量盈余的短期关注，而且关系到中国长期发展趋势的经济基础，包括高经济增长率、快速城镇化以及加速工业化进程、保持低的国家对外负债和政府财政赤字。这些长期发展趋势得益于中国 30 年的改革开放，“改革开放政策”将中国推向世界贸易并释放了中国强大的生产力。鉴于其他高增长工业经济体的发展经历，在长期发展趋势的影响下，中国人民的工资水平会逐渐上升，久而久之，伴随中国的消费水平的上扬，人民币最终会升值。

## 中国立场

中国将人民币与美元挂钩视作影响中美以及世界贸易投资关系的一个关键环节。中国担心如此仓促的名义货币联合会带来金融动荡，例如，投机资本大量流入中国，关联资产泡沫以及对外部门的短期就业与商业震荡。

对于中国，1985 年日本应对“广场协议”的政策失误导致日元大幅升值直至 1989 年的泡沫破裂是前车之鉴，日本的泡沫崩塌引致其在保持贸易顺差的情况下长达 20 年之久的通货紧缩。

中国也十分谨慎人民币升值会鼓励国外投机资本的大量流入。由 2005 ~ 2008 年，人民币对美元基本保持每年 5 个百分点的稳步升值，与此同时，中国内地的股指在跌回至 2000 点以前，因为境外投机资金尤其是来自中国香港的投机资金的大量涌入，由 1500 点飙升至 6000 点。如果中国想利用人民币升值实现贸易平衡以及阻止境外投机资本涌入，那么人民币有可能会越过均衡水平的目标，导致泡沫和通货紧缩。

中国不愿意看到人民币预期升值还有另一个重要原因：中国的对外投资。对于一个拥有庞大储蓄和贸易盈余的国家，一个运作良好的金融系统应当支持私人及非国有资本对外投资与贸易顺差并行。然而如果美元持续对人民币贬值，中国国内的私人企业与金融机构是不愿意购买美元资产的。美元贬值预期以及短期内美国储蓄利率几乎为零使得私人部门的对外投资下降，出于对以上情况的考虑，中国人民银行（PBOC）不得不将几乎所有的贸易盈余用于建立外汇储备，这一举措使得中国的金融管制变得十分困难。

无论如何，人民币是否有名义升值必要还十分不明朗。中美两国间的实际汇率应当实现自我调节。这是因为，中国的物价变动率在确切意义上是等于人民币对美元升值率与中国通货膨胀率超出美国通货膨胀率那一部分之和。这一实际汇率变动绝大部分是由中国的生产力增长情况决定的。如果人民币升值幅度超出了中国生产力增长幅度，将会引致国内通货紧缩。与此相反，如果中国拒绝人民币与国内生产力增长率相匹配的升值，中国将会经历由非贸易结构部门的工资增长、物价上升导致的结构性通货膨胀，这一通货膨胀最终会使得实际汇率变动与生产力变动相匹配。如果中国经历了高于其生产力增长的通货膨胀，人民币将会有贬值压力。

诚然，如果中国犯下人民币持续对美元升值的错误——表面上是在反映中国生产力的飞速增长，那么中国的工资增长率将会被预期人民币升值

率大致抵消。生产型企业如果冒险在人民币如此升值的情况下提高员工工资会有破产风险。事实上，在 20 世纪 50 年代至 60 年代日本经济高速增长期间，当日本还保持着 360 日元兑换 1 美元的汇率时，日本的工资水平与国内生产总值几乎保持着一致的高速增长节奏。于是，到了 70 年代美国政府要求日元升值以后，日本的工资增长从此停滞不前并且至今仍保持着当年水平。中国不想因为允许人民币过度升值而走上日本通货紧缩的老路。

还有一点值得注意的是，Hong Qiao（2007）在其近期内的一篇研究报告中指出：货币升值对于贸易净差额的影响是模棱两可的。Qiao（2007）的研究内容明确地指出了中国经济形势与日本当年的经历相一致的情况，并且支持了中国现今的汇率政策。

当谈到如何实现再平衡，真正关键的是实际汇率：以国际货币表示的两个经济体的相对物价水平决定了相对生产成本和进出口合作伙伴。因此，如果中国将人民币与美元挂钩，中国仍然能实现人民币对美元的实际汇率快速增长，代价是比美国高 5% 的通货膨胀率。很多之前高速增长工业经济体——像日本、韩国、中国台湾与香港，它们在高速增长之时保持了 5% ~ 8% 的通货膨胀率，为的是让名义工资与物价水平向国际水平看齐。

因此，通货膨胀与名义货币升值都可以调整实际汇率。中国稳定汇率的方法是先稳定通货膨胀再实现升值，使实现增加就业、生产力、工资以及价格自由化的长期目标优先于通过汇率调整实现贸易再平衡。

## 政策备选方案

基于中国十分谨慎于利用人民币大幅升值的方式实现再平衡这一事实，至少现在中国是如此立场，考虑其他政策备选方案就显得十分重要了。在中国，一个被广泛接受的观点是实现再平衡应当聚焦于减少净储蓄盈余，形式诸如向家庭转移可支配收入、向企业发放股利、增加政府财政支出，等等，而并非调整人民币汇率如此简单。

中国以其高储蓄率闻名于世，储蓄率曾一度占国内生产总值（GDP）55% 之高，2007 ~ 2008 年间其经常账户盈余仍能占到 GDP 的 10%。如此高储蓄率的一个关键来源是中国的国有企业（SOEs）储蓄，2009 年中国国有企业储蓄为国家总储蓄值贡献了近乎一半（Prasad, 2009）。从历史上看，

这些大型国有企业由于受到政府严格管制而不能向其职工支付高额薪水，然而它们也不分发股利。即使在 20 世纪 90 年代经过现代企业化改革，大型国有企业的主要目标还是减少损失而非分发股利。它们无法产生自有购买力即使本企业股价上升，以此产生的巨大资本利得只能在消费方面收获十分有限的财富效应。国有企业的巨额储蓄倾向于投资已经有生产能力过剩趋势的部门。因此，国有企业私有化和放宽政府政策对于减少国有企业储蓄及其低效投资显得十分必要。

中国现今已很明显需要增加消费，但消费却被收入所限。中国在提高员工工资与生产效率方面任重而道远。如今，中国家庭收入占国民收入的比例为 35%。来自农村未受过高等教育的农民工对那一部分微薄的可支配收入变动是十分敏感的，在企业改革的前几十年，因为持续居高不下的非熟练劳工失业率，他们的月收入长期徘徊于每月 120 美元至 200 美元。

中国储蓄率十分高的另一个原因是中国家庭面对着很高的投资回报，比如住宅房地产回报。据我们之前的一项调研（Sun 等，2009）显示：过去 30 年，对比日本 10% 以及美国 5% 的长期资本回报率，中国的长期资本回报率为 20%。不仅如此，中国家庭储蓄还要应对未来的大宗消费，比如独生子女未来的大学学费、医疗费用和退休养老费用。

## 西方国家的顾虑

中外观察家都表达了他们对中国对外出口生产部门和部分政府组织项目投资效率低下的顾虑。因此，中国中央政府近期加紧对所有新项目，尤其是那些容易导致资本过剩项目的监管。然而中国政府尚未改变总的经济刺激政策，并且继续以促进高效投资、增加就业与进口为焦点积极推进全球再平衡与全球经济复苏。

那些为中国 2.2 万亿美元外汇储备而焦虑的人们可以看看这个案例，从而可以明了中国为什么如此需要储备外汇。从 2002 ~ 2008 年，以每年 8% 的增长率，中国自费留学的留学生由 102247 人增长至 161600 人。如果我们假设这样的增长率会在未来 10 年持续下去，到了 2018 年，中国赴外留学生人数将会达到 348882 人。如果每一个留学生在外学习 4 年，每年将会花费 6068 亿美元——相当于现今 30% 的中国外汇储备。在中国，中、高收入层家庭家长为儿女未来出国留学连续储蓄几年甚至 10 年以上已不足为奇。

## 价格扭曲和全球再平衡

驱使全球经济不平衡的一个关键因素是廉价货币，廉价货币与高危投资的微弱管制共同导致了美国及其他经济体资产与股票市场泡沫。泡沫为美国带来了暂时的资本利得，让美国人民减少储蓄并且超越他们的可持续收入水平进行消费。这已是众所周知的事实；然而公众讨论却忽略了同样的廉价货币也通过直接投资（FDI）和其他资本途径涌入中国。廉价外国货币，廉价的中国土地、能源、天然资源都导致中国生产部门巨大的产能过剩，降低了“中国制造”产品的价格。

美国现今近乎零的利率政策对于美国经济也许十分必要，但也很可能产生被投资者利用进行“套息交易”的副产品，投资者能够以很低的利率在美国贷款到利率很高的国家投资以获取利差收益，当利差收益率大于预期货币兑换率，投资者便可获利。如果中国能够很好地将其高额的外汇储备及人民币储蓄利用起来，使得国内投资达到一个更高水平以促进未来国民消费。这肯定能够造福全球再平衡进程。

持续增长的中国家庭收入和大额官方储备意味着中国投资者对国外资产需求的多样化提升。经过一段时间，跨境资本流动定会远远大于贸易流动。为了管理好这些跨境资本流动，维持稳定的汇率和大量外汇储备极有帮助，因为这两者的稳定性消除了中外投资者对汇率变化无常的顾虑。对于很多在中国设有分支机构和持有大量投资的美国跨国企业来说，它们在中国设立机构的同时也为美国增加了高附加值的就业岗位，维持稳定的人民币汇率也同等重要。

## 中国与美元的未来

现代中国政策制定者面临的最大挑战是如何应对来自世界及国内的廉价货币产生的资产及股票市场泡沫。当资产价格与消费者物价指数（CPI）上升，中国应当及时提高储蓄利率——如同印度之前非常成功地应对类似情形——以使实际利率稳定在一个积极的水平。更高的利率水平会吸引更多的想获取中国国内乃至国际更高的投资回报的资本流入，也会限制投机资本流动和低效、低回报的投资。

那么，中国政策制定者的立场对于美元来说意味着什么呢？我们已有一

些十分清楚的暗示。

基于中国对机构和框架的限制，近期内中国政府将提高人民币名义汇率作为核心政策以应对中国及全球经济再平衡的可能性很小。这意味着美国政府想走弱势美元的道路变得异常艰难，如果美元无法对人民币贬值，未来不仅对欧元或日元贬值的帮助会收效甚微，而且有可能导致欧盟及日本的经济震荡。

基于中美跨境投资和债券投资的巨大潜力，一个稳定的人民币汇率符合两国的长远利益。如果中美能够有效合作保持稳定的货币汇率与跨境交易秩序，我们很难相信以美元为基础的国际汇率体系会在可预见的未来崩塌。

长期内，当然会是在 2020 年以后或者 2025 ~ 2035 年之间，在中国经济完成了体制改革并成为完全现代化、更加民主化的经济体之后，人民币会成为国际货币并在国际上完全流通。到那个时候，美国、中国、欧盟、日本这四个经济体将更加紧密地联系在一起，以致该四国货币成为全世界的储蓄货币，彼此维持完全浮动的汇率。

少了对人民币的重新估值，全球经济再平衡很难实现。若不想发生大规模断层，中美都必须进行经济体制改革。中国更高的通货膨胀和美国更低的通货膨胀能够为两国实际汇率，而不是名义汇率带来调整。这就暗示了不仅美元需要走强，美国还需要去杠杆化，且减少美国政府赤字。

## 未来 20 年的挑战

未来 20 年的改革与发展，中国面临的主要宏观经济挑战是决定如何管理汇率、利率和通货膨胀率以使中国经济在西方经济体相对于新兴经济体萎缩的全球经济背景下维持一个稳定、高效、和谐的增长率。

要理解此挑战的深度和广度，关键要承认中国过去 30 年高速增长大部分是基于飞速的生产力增长和追赶。关于生产力的神话还会在未来 20 年继续（如果中国坚持市场导向改革和工业化及城镇化趋势）。因此，中国的非贸易型物品，比如非熟练工人工资和资产价格，相对于由国际设定的贸易型物品，都有可能继续上升。

在未来 20 年间，经过结构性通胀或人民币升值，中国非贸易品价格会与中国香港或美国或两者趋同。关键是中国领导人和人民能够忍受伴随生产力提高的通胀和人民币升值。

更重要的是，既然通胀和货币升值会造成价格扭曲、股票市场和收入的

重新分配，政策制定者就非常有必要运用适当的混合政策区减轻调整过程中可能产生的断层。

举例来说，当结构性通胀发生，提高名义利率以避免负的实际利率产生的资产泡沫、保护没有经济能力进行投资和套期规避资产风险的中低收入者的银行资产就显得十分必要了。自 1991 年以来，中国城市居民房地产价格以每年平均 9% 的增长率增长，但贷款利率仅为 5%，而一年定期存款利率仅为 2%。资产结构性通胀和低存贷款利率暗示了一个严重的问题：我们投资的资产的实际利率是负值。这就是中国资产泡沫和存款者（通常指穷人）与贷款者（通常指富人）相关联的巨大收入再分配的根源。

如果中国无法保持一个正的实际利率，其资产部门的繁荣可能仍会继续，从而导致严重的投资效率低下和社会不稳定等问题。

一方面，如果中国不将利率提高至高于结构性通胀率的水平，那么中国就需要以严格资本管制应对投机资本流入。保持正的实际利率对于中国未来 20 年的重要性已无须赘言，因为中国在宏观调控方面的主要挑战就是提高投资和消费效率以吸引更多的经常项目盈余。否则，中国将会面临严重的国际贸易保护的壓力。

另一方面，这一章内容向我们展示了中国很有必要依靠名义汇率的弹性去管理其日益上升的物价水平，除非中国能够容忍更高的结构性通胀和与之相关的货币升值。事实上，对于中国来说，实施浮动汇率制与允许适当的结构性通货膨胀并行会更加轻松。如果能够允许一定的通货膨胀，当通胀水平超过了生产力增长水平，人民币就会有足够的潜力与空间贬值。因此，通胀和名义货币升值的混合政策能够创造一个机制使得汇率市场上下浮动——减少对持有大量人民币投机者的吸引，因为这些投机者已成为中国外汇储备泡沫的关键驱动力。

应当指出的是，当人民币与美元挂钩，中方并不需要太担心新生的通货膨胀，因为毕竟货币挂钩有其自身的稳定功能。如果通货膨胀率上升超过了中国潜在生产力增长，市场会有人民币贬值的预期，这会吸引资本外流和货币供给的减少。就中国庞大的外汇储备而言，防止新生的通货膨胀并非难事。

只要中国开始容忍合理的结构性通胀和相关的增值，中国名义汇率上升的压力将会减小。

本章也着重强调了汇率不仅仅是贸易也是资产的兑换价格。事实上，资产市场的容量比贸易市场要大得多。维持稳定汇率以有效管理跨境资本流动

可能比使用汇率来平衡贸易更加重要。对于中国，使用贸易政策诸如降低交易成本以平衡中国进口贸易会更加富有成效。

## 参考文献

1. McKinnon, R. 2006, 'China's exchange rate trap: Japan redux?', *American Economic Review*, vol. 6, no. 2, pp. 427 – 31.
2. McKinnon, R. Lee, B. and Wang, Y. D. 2009, *The global credit crisis and China's exchange rate*, Stanford Center for International Development Working Paper no. 391, Stanford University, Calif.
3. Prasad, E. 2009, 'Rebalancing growth in Asia', *Finance & Development*, vol. 46, no. 4, pp. 19 – 22.
4. Qiao, H. 2007, 'Exchange rates and trade balances under the dollar standard', *Journal of Policy Modeling*, vol. 29, no. 5, pp. 765 – 82.
5. Sun, W. , Yang, X. and Xiao, G. 2009, Investment rate and FDI: a comparative analysis of return to capital among China, US and Japan, Paper presented at the joint symposium of US – China Advanced Technology Trade and Industrial Development, Beijing, 23 – 24 October.
6. Xiao, G. 2008, 'China's exchange rate and monetary policies: structural and institutional constraints and reform options', *Asian Economic Papers*, vol. 7, no. 3, pp. 31 – 49.
7. Xiao, G. , Yang, X. and Janus, A. 2009, 'State – owned enterprises in China: reform dynamics and impacts', in R. Garnaut, L. Song and W. T. Woo ( eds ), *China's New Place in a World in Crisis: Economic, geopolitical and environmental dimensions*, ANU EPress, Canberra, pp. 155 – 78.