



您的位置：首页 - 最新观点

刘煜辉：人民币汇改应超越汇率形成机制本身(4月12日)

文章作者：

近日，两个强悍的美国参议员舒默和格雷厄姆对中国为期一周的访问引起世界前所未有的关注，因为这两个人搞了个“舒默—格雷厄姆”联合议案，提出如果人民币汇率6个月内不改变，将对中国增加27.5%的关税。尽管这份议案后来又又被推迟半年表决，“汇率操纵”的字眼也最终换成了“汇率失调”，但市场往往是最敏感的，当官方还在为3月初人民币的短暂下挫实现了“双向浮动”而弹冠相庆时，人民币汇率再续强劲升势，连续数个交易日大幅上扬，并连创汇改新高纪录，直叩8元大关。

应该说，自去年7月份汇改以来，货币当局一直在做积极的努力，试图缓解不断增强的人民币升值的压力，从刻意牺牲货币流动性以维持货币市场的低利率，到主动推出外汇交易做市商制，到增加人民币汇率的浮动弹性、藏汇于民等等。但人民币升值的预期却随之愈来愈强。

在现代经济学中，汇率是最没有共识的理论。其中一个理论认为汇率是由购买力平价、利率平价来决定的，哪个国家通货膨胀率高，货币就会贬值。为此，经济学家们甚至提出了汉堡包指数，据此来判定世界各国汇率的高低。有人认为从长期来看这个理论是成立的：通货膨胀变化是因，汇率变化是果。但实际上汇率变化通常要比通货膨胀变化快得多。而且决定汇率的因素很多，除了通货膨胀肯定是一个因素；另外一国贸易状况也是很重要的因素；再就是国民经济增长率；一国的利率水平；最后可能更重要的是所谓自我实现的心理驱动因素，就是预期。还有一个极端的理论认为汇率完全是炒作的，毫无规律，这就所谓是随机游走。应该说，实际情形应该介于这两者之间，汇率变动主要受少数垄断金融机构左右，包括外汇市场在内的国际金融市场是一种垄断竞争的格局。也就是说，国际金融市场大的走向，主要由几个金融大国的政策决定，小国基本上没有多少游戏的空间。

在当今货币竞争的格局中，截止到2005年底，美元在国际结算中的比重为65%，在各国官方储备中的比例则高达75%，是当之无愧的霸主货币。按麦金农的话说，“美元本位”的布雷顿森林体系在当今世界特别是在东亚地区事实上依然在延续。货币地位的不对称决定了国际经济体系中的利益分配不对称。

东亚国家将出口所得的货币收入（主要是美元），通过中央银行公开市场购买等形式转化为外汇储备。鉴于美元的重要地位，相当部分外汇储备以回报率较低的美国政府债券的形式持有。美国将海外资金的一部分用来从事利润率较高的研究和开发以及销售和服务（即“微笑曲线”的两端），提升本土产业的竞争实力，另外一部分则以回报率要求比较高的投资资本的形式又返回到东亚国家。美国和东亚国家之间这种独特的循环链，使得亚洲不仅是美国人最大的生产基地，还是美国人事实上的银行。

由此而导致了当今世界越来越失衡的经济格局：美国经常项目逆差不断积累和中国等东亚国家经常项目顺差迅猛攀升，两国（地区）呈现出截然不同的经济结构，即美国的高消费、低储蓄与中国的高储蓄、低消费。2005年，美国对外债务总额超过2.5万亿美元，经常账户赤字高达8000亿美元，占到美国国内生产总值6.5%，美国的储蓄率降低到0.3%以下；而与此形成鲜明对比的是，亚洲国家外汇储备超过2万亿美元，储蓄率居高不下。2005年，中国居民储蓄存款超过1.7万亿美元，国民储蓄率高达46%。美国虽然储蓄率几乎为零，但依靠着世界经济增长引擎和国际资本“避风港”的地位，吸引了源源不断的海外资本，从而维持了经济体系的顺利运行。

当下流行的理论认为，作为现代化的标志，经济越发达就越应该走向浮动汇率，这是典型的芝加哥学派的逻辑。事实上，美国的历届政府，不论共和党还是民主党，没有一个照芝加哥学派做的。当然在对外宣传制造舆论的时候芝加哥学派是很有影响力的，但脱离国际利益角逐的教科书理论的背后多少也有些戏说的成分。还是那句著名的警言：“你不要照美国人说的做，你要看美国人做什么就做什么”。中国没有必要天真地相信美国所说的市场力量将会决定一个汇率的均衡产出。

事实上，当下美国的利率政策事实上已然失效了，美国人发现依靠自身的经济政策（利率政策）的调整也越来越难以挣脱自己制造的全球经济失衡的格局，就像从魔瓶中放出“魔鬼”以后的尴尬。从2004年6月开始着手加息，经过15轮，现在美联储基金利率已达4.75%，这可是25年来美国持续时间最长、频率最为密集的加息周期。但实际上，长期市场利率并未随之而动，呈现越来越明显的背离，甚至还出现了下跌，低利率使得资产价格上升，促使资本市场与房地产市场的泡沫化得以延续，由于政府支出与居民消费的巨大需求，使得经常项目的巨大赤字根本得不到缓解。在此格局下，美国利用东亚国家外向型经济的脆弱性，迫使这些国家调整其本币对美元的汇率，以转嫁美国进行经济调整的成本，就成为其必然的选项。一些美国的政策制定者正在利用热钱促使有利于美国但是对其他国家地区不利的局面出现。热钱通过推动危机的自我实现来达成盈利的目的。

显然，当下人民币汇率改革要超越汇率形成机制本身，必须放在全球经济失衡的大背景下来考量。从全球视野看，如果美国增加储蓄，那么为了维持全球经济的持续增长，世界其他国家就不得不多支出。为了弥补对美出口下降造成的损失，其他国家将不得不另寻经济增长推动因素，否则它们将因本国货币升值而放慢经济发展的速度。故此从长远计，中国最好的路径是寻求经济的自稳定增长。世界经济史和大国兴衰史告诉我们，内需主导型战略是大国经济的基本制度安排。只有实现经济转型，才能在全球经济失衡的格局下，真正掌握人民币汇率改革的自主权。为此，有几个关键点需要把握。其一，社会保障是扩大内需瓶颈，中国社会保障体系的改革严重滞后于经济发展。在中国，依靠市场手段解决这个问题很难，这就需要政府干预，国家财政要扩大消费支出，包括公共医疗、廉租房、教育等等，就是要拿出更多的公共产品用于消费；其二，房地产泡沫化倾向必须得到抑制，房地产问题已经成为产能过剩、消费不足的死结，尽管涉及众多深层次利益调整。

在房地产市场上，房价的上涨是有可能用行政手段和征收资本利得税的方式得以控制；其三，对外开放政策必须调整，如改革外贸政策，取消目前的鼓励出口、限制进口政策或降低幅度，取消外资投资“超国民待遇”政策，内外资企业的所得税并轨不能再拖。

此外，在目前以美元主导的国际货币体系下，积极参与东亚地区的区域金融合作，谋求人民币区域内的国际化，是尽可能减少美元汇率过度波动对中国和亚洲各国经济稳定增长的负面影响的现实选择。首先在东盟10+1的经济合作框架内逐步谋求货币合作，可以固定各自的汇率，对外联合浮动，待时机成熟后，可以用强势的人民币替代其他的货币或以人民币为主导创造单一货币实现货币统一。应该指出的是，人民币是否能成为区域内主导性货币，同样有赖于中国经济的成功转型，一个外需主导型经济增长模式是难以成为区域内货币的支撑点的（如日元）。因为其在调整与区域内货币的汇率关系时，只能贬值，不能升值，如此将导致整个货币体系缺乏弹性。

文章出处：《中国经济时报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307  
版权所有：中国社会科学院金融研究所