

## 人民币一次性升值真的不可以是一种选择吗（上）？

人民币一次性升值真的不可以是一种选择吗（上）？

在GOOGLE搜索此内容

2005-5-5 施建淮 阅读3398次

施建淮

（北京大学中国经济研究中心）

我国货币当局现在实实在在地陷入了一种政策困境：一方面，由于银行系统仍然脆弱、金融市场还不发达，不能为贸易商和投资者提供规避汇率风险的手段，目前还不能让人民币自由浮动；另一方面，由于受到了来自美国贸易保护主义以及中国经济本身越来越大的压力，继续实行硬钉住美元的汇率政策也变得越来越困难。我们的政策操作是如何被压迫至没有一点弹性空间了的呢？为什么固定汇率制度下正常的平价调整在中国绝对是不可行的呢？

因为存在人民币升值有害中国经济的强有力声音（麦金农教授警告我们：任何的本币升值都将减缓本国的经济增长并最终导致通货紧缩螺旋，还有可能使本国政府失去信用，以后无法将汇率固定在任何一个水平上）；因为存在对任何中间汇率制度都不可维持这一主流观点的不准确的理解；因为货币当局的指导思想是人民币汇率重在机制改革而非简单调整汇率水平；因为人们担心人民币一旦升值将影响人民币作为国际强势货币的潜力；因为存在人民币汇率没有失调（低估）因而根本没有调整的必要性这一截了当的论理；还因为一些学者的讲话客观上营造了人民币升值就是中国政府屈服于美国压力的社会舆论。

人民币一次性升值真的不可以是一种选择吗？我国货币当局真的无法走出目前的政策困境吗？本文试图对此表达不同的看法。我们的分析表明，反对人民币升值的许多理由其实都是不能成立的。

### 任何的本币升值都将减缓本国的经济增长吗

为什么“任何的本币升值都将减缓本国的经济增长”（从而增加失业）呢？是因为本币升值导致本国净出口下降？还是本币升值导致本国投资需求下降或消费需求下降？麦金农教授在国内几乎所有场合都在向我们说明名义汇率变动不会影响贸易余额，因为贸易余额是由储蓄倾向决定的，麦金农教授说本币升值导致本国净出口下降逻辑上就是矛盾的了。那么是本币升值导致本国投资需求下降或消费需求下降吗？麦金农教授曾经提出过一个假说：本币升值导致本国投资需求下降。但是不仅中国的数据不支持这一假说，美国和日本的数据也不支持这一假说（请参见北京大学中国经济研究中心中文讨论稿2005年第3期）。即使本币升值有导致本国总需求下降的倾向（我们认为主要是在其他条件不变的情况下，本国净出口——出口减去进口——可能有所下降，但下降程度如何取决于进出口弹性、汇率渗透的程度、加工贸易的比重等，中期还取决于出口商品结构的变化），理论上也不能得出本国的经济增长一定会下降的结论。

事实上调整汇率只是一种支出转换政策，政策当局还有支出扩大政策工具，例如，如果本币升值的同时配合以扩张的财政政策，理论上是可以保持经济的增长的。1998——2003年期间我国政府执行的实际上就是这种政策组合。东亚货币危机期间，除香港外，我国主要贸易伙伴的货币对美元都出现了较大幅度的贬值：日元贬值了约30%，韩元贬值超过了50%（一度超过100%），新台币贬值了约25%，德国马克的贬值也在15%左右，这直接导致人民币名义有效汇率大幅升值。然而我国政府在人民币名义有效汇率大幅升值的同时执行的扩张性财政政策使得中国经济仍然保持了高速增长。关于本币升值是否最终会导致通货紧缩螺旋，作者在上面提到的中文讨论稿中已有质疑和评论，这里不再赘述。我们只想给出两个反例：1985年广场协议后，德国马克和新台币都经历了对美元的大幅升值，但是前西德和中国台湾并没有因此陷入通货紧缩螺旋，中国台湾还以此为契机实现了出口商品结构的高度化。

### 一旦升值就无法将汇率固定在任何水平吗

那么是否“一旦人民币升值，就会失去人们对中国政府承诺的信任，从而以后无法将汇率固定在任何水平上”呢（需要澄清的是中国政府从来没有承诺过不会调整人民币平价）？是否任何中间汇率制度都是不可维持的呢？

我们知道固定汇率制度天生地具有一个弱点，那就是它容易受到投机性攻击，从而发生货币危机。这同商业银行天生地存在银行挤兑的可能性，从而可能发生银行危机的道理是一样的。在布雷顿森林体系时期，国际证券资本流动非常有限，各国普遍实行资本管制，那时世界经济的主要决定力量是国际贸易。因此固定汇率制度的上述弱点没有被人们认识到，或者没有引起人们的足够重视。20世纪80年代以来，随着各国相继取消资本管制以及发生了深刻的金融创新，国际资本的跨境流动无论在规模上还是在速度上都达到了空前的程度。20世纪90年代在欧洲、拉美和东亚发生的一系列货币危机终于使人们认识到：在存在大规模国际资本流动的情况下，固定汇率制度一旦受到投机性攻击是很难维持下去的。在资本大规模跨境流动的国际环境下固定汇率制度的这种不稳定性，是促使国际货币基金组织态度发生180度转变，鼓励成员国采取浮动汇率制度的根本原因。

但是，需要指出的是，投机性攻击有两种类型（或者说有两类货币危机），而这两类投机性攻击在固定汇率的可维持性方面是不对称的。一类是在本币面临贬值压力的情况下，投机者用本币挤兑货币当局美元储备的投机性攻击；另一类是在本币面临升值压力的情况下，投机者用美元挤兑本币的投机性攻击。在前者的场合，由于美元非本国货币当局可以创造，本国在国际市场上的借贷能力也是有限的（新兴市场国家更要受到国际流动性约束），在巨大的国际投机基金的攻击下，本国的美元储备必然有消耗完毕的一天，在这种情况下，贬值是不能使该国避免货币危机的。贬值反而会使人们产生进一步贬值的预期，因为每个人都知道，货币当局的美元储备是有限的，贬值正是美元储备即将消耗完毕的信号，因此都希望抢在别人之前，将自己的本币资产兑换成美元，从而导致固定汇率制度在一夜之间崩溃。这是第一代货币危机模型向我们描述的景象。

然而，对于用美元挤兑本币的投机性攻击，情况则有很大的不同。理论上货币当局具有无穷的本国货币创造能力，说得通俗些，货币当局可以将印钞机架在投机者的面前，你要多少，我印多少！因此，即使发生了用美元挤兑本币的投机性攻击，货币当局要想维持特定的汇率，是可以维持住的。如果货币当局将本币一次性升值，然后决定钉住新的汇率水平，这一新的汇率水平同样是可以维持住的，即使由于一次性升值产生了进一步升值的预期（其实未必一定如此），从而投机攻击的数量较一次性升值之前更大，只要货币当局决心钉住这一汇率水平，是一定能够钉住的。因此麦金农教授所谓“一旦人民币升值，就会失去人们对中国政府承诺的信任，从而以后无法将汇率固定在任何一个水平上”的说法是不能成立的。

实际上，真正重要的问题不是是否能维持住固定的汇率水平，而是维持固定汇率的代价。第二代货币危机模型告诉我们，投机性攻击具有自我实现的特性，如果人人预期本币迟早要贬值（升值），那么不贬值（不升值）的代价就会越来越大。在这种情况下，如果货币当局认为继续维持固定汇率的代价太大，那么即使有能力维持固定汇率，它也会主动选择放弃固定汇率。1992年英镑在投机攻击下退出欧洲汇率机制，便是一例。到目前为止，在巨大的升值压力面前我国货币当局选择人民币不升值，这意味着我国货币当局并不认为维持目前人民币汇率的代价很高，或者情愿承担很高代价来维持目前人民币汇率水平。如果是这样的话，一次性升值后继续钉住新的汇率水平的代价为什么就承担不起呢，那时的代价比现在又能高到哪里去呢？何况我国仍然实行着资本管制，对投机性资本流动的规模还有一定的控制。而人民币一次性的升值至少让我们享受了贸易条件改善的好处！

值得指出的是，许多经济学家和政府官员在讨论人民币应否升值问题的时候，无论是否意识到，往往将人民币升值等同于人民币自由浮动，他们列举的人民币升值的害处许多实际上是人民币自由浮动的害处，例如所谓人民币升值将导致中国银行系统的崩溃，便是如此。我们知道，脆弱的银行系统、浮动的汇率制度和自由的资本流动三者的结合是非常危险的，我们也知道，中国银行系统存在大量坏帐，而且中国银行系统在风险控制方面的能力还不足以应对浮动汇率和资本自由流动。然而，人民币一次性升值并不等同于人民币自由浮动，我们上面的分析表明，一旦人民币一次性升值也不意味着便不得不转为自由浮动。实际上，人民币一次性升值，不仅不会增加银行系统的风险，反而可以改善银行的资产负债表，使其财务更稳健。出其不意地一次性调整平价然后较长时期钉住新的汇率水平并不会带来任何汇率风险（只有汇率不断地波动才会产生汇率风险），1994年人民币汇率出其不意的并轨的情况就是如此。所以，我们应该反对的是在目前条件下实行人民币自由浮动，而不是调整人民币汇率水平。（未完待续）

注：本文发表于《21世纪经济报道》5月2日专栏。《21世纪经济报道》在发表本文时将题目改成了“汇率浮动的一种技术分析（二之一）”。

---

相关信息：

没有相关信息

---

相关评论：

没有相关评论 [点这里发表评论](#)

