

人民币汇率制度改革的历史性一步

中国社会科学院世界经济与政治研究所 余永定

【内容提要】 2005年7月21日,中国人民银行宣布:我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度,并让人民币对美元升值2%。中国人民银行的这一决定标志着中国的汇率制度改革和经济增长战略调整正在进入一个新的阶段。汇率制度改革增加了人民币汇率的弹性,同时又给中央银行干预外汇市场留下了足够的空间,从而保证了人民币汇率的稳定。中央银行必须把握好汇率的稳定性和灵活性,既不能忽视汇率的稳定性,也不能过度强调汇率的稳定性。否则,参考一篮子货币的汇率制度又会回到钉住美元的汇率制度,从而使我们的改革目标落空。

【关键词】 人民币; 参考一篮子货币; 外汇市场

【作者简介】 余永定,中国社会科学院世界经济与政治研究所所长、研究员。(北京 邮编:100732)

【中图分类号】 F822.1 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1006-9550(2005)10-0007-07

汇率问题主要包含两个方面:汇率水平决定(升值还是贬值)和汇率制度选择,而这两个问题又是密不可分的。在改革开放前的20世纪70年代,中国实行钉住由十几种主要货币构成的货币篮子的有管理的浮动汇率制度。^①在改革开放之后,中国实行以维持出口产品竞争力为目标的多重汇率制度。在1994年之后,中国实行单一的有管理的浮动汇率制度。人民币事实上钉住美元的汇率制度是中国政府应对1997年东亚金融危机的临时性措施。在东亚金融危机结束之后,由于人民币与美元脱钩可能导致人民币升值,不利于出口增长,中国政府并未改变人民币事实上钉住美元的状况。2002年底以后,日本和美国先后发难,要求人民币升值,与此同时,由于中国贸易顺差持续增加,国际资本市场形成强烈的人民币升值预期。投资资本开始加速流入中国。东亚金融危机的一个重要教训是:固定汇率制度不利于经济调整,难于抵抗国际投机资本的大规模攻击。恢复有管理的浮动汇率制度是中国政府的既定方针,问题是在什么时候和以什么方式实现这一既定方针。如果不是投机资本蠢蠢欲动,中国可能在更早的时候就已经恢复到有管理的浮动制度了。现在尘埃终于落定。2005年7月21

^① 贺力平:《人民币汇率体制的历史演变及其启示》,载《国际经济评论》,2005年第7~8期,第36~39页。

日，中国人民银行宣布：我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，并让人民币对美元升值 2%。中国政府的决断得到了公众的广泛支持，在世界上也是好评如潮。事实证明，中国政府的汇率制度改革和人民币对美元升值的决策是完全正确的。如何理解汇率在新汇率制度的形成机制、在新汇率机制下可能会遇到的问题以及人民币汇率的未来变动趋势是本文将要简要回答的问题。

一 “参考一篮子货币”汇率制度的汇率形成机制

在钉住美元汇率制度下，无论外汇市场上美元对人民币的供求关系如何，也无论美元对世界其他主要货币汇率的变动如何，人民币兑美元的汇率是事先确定的 1 美元兑换 8.27 元人民币。如果在这一汇率水平下，对人民币而言，美元的供应大于需求（人民币的供应小于需求），中央银行就会买进美元、卖出人民币，使美元兑换人民币的汇率保持在 1 美元兑换 8.27 元人民币的水平上。在钉住一篮子货币汇率制度下，人民币兑美元的汇率同外汇市场上美元对人民币的供求关系也同样无关，但却受美元对篮子中其他货币汇率变动的影响。所谓货币篮子或一篮子货币，是指通过某种方式（按某种公式）联系在一起的多种货币。在钉住一篮子货币的汇率制度下，一篮子货币通常是多种货币的加权和。对于这个加权和（货币篮子），我们可以事先规定一个人民币价格。正如在钉住美元的汇率制度下，1 美元的价格被规定为 8.27 元人民币。在钉住一篮子货币的汇率制度下，我们可以规定货币篮子（或这个一篮子货币）的价格为 8.11 元人民币（正如规定一篮子水果的价格为 100 元人民币）。在下式中，^①等式右边是作为标价对象的一篮子货币（只包括美元和日元），等式左边是该货币篮子的人民币价格。

$$8.11 \text{ 元人民币} = 0.8 \times 1 \text{ 美元} + 0.2 \times 100 \text{ 日元}$$

其中 0.8 和 0.2 是权重。上式也可以写成：

$$8.11 = 0.8 \times 1 \text{ 美元/元人民币} + 0.2 \times 100 \text{ 日元/元人民币}$$

假定美元对日元的汇率是：1 美元=100 日元则可以分别算出人民币兑美元和日元的汇率：

$$8.11 \text{ 元人民币} = 1 \text{ 美元}$$

$$8.11 \text{ 元人民币} = 100 \text{ 日元}$$

假定美元对日元贬值，两者的新汇率变成：1 美元=80 日元，则由货币一篮子的定价公式：

^① 货币篮子的构成和联结方式可以是十分复杂的，该式只是为了说明问题而假设的一个最简单例子。

$$\begin{aligned} 8.11 \text{ 元人民币} &= 0.8 \times 1 \text{ 美元} + 0.2 \times 100 \text{ 日元} \\ &= 0.8 \times 1 \text{ 美元} + 0.2 \times (100 \text{ 日元} \div 80 \text{ 日元/美元}) \\ &= 0.8 \text{ 美元} + 0.25 \text{ 美元} = 1.05 \text{ 美元} \end{aligned}$$

可以推出人民币兑美元和日元的新汇率分别为：

$$7.72 \text{ 元人民币} = 1 \text{ 美元}$$

$$9.65 \text{ 元人民币} = 100 \text{ 日元}$$

上例显示，如果美元对日元贬值，人民币必然对美元升值、对日元贬值；反之，则反。简单地说，在钉住一篮子货币汇率制度下，由于货币篮子的价格（或价格指数）以及权重是事先给定的，人民币对各种货币汇率的变化由篮子中各种货币之间汇率的变化决定。一种货币的权重越高，人民币对该种货币汇率的变化幅度就越小，对其他货币汇率的变化幅度就越大。如果该种货币的权重是 100%，我们就回到了单一钉住美元的汇率制度：人民币对所钉住货币的变化幅度为零（汇率不变），而对其他货币汇率的变动幅度等于这种货币对美元汇率的变动幅度。

汇率制度实际上是有关中央银行干预（或不干预）外汇市场的一整套行为准则。在单一固定汇率制度下，如果外汇市场存在人民币对美元的升值压力，中央银行就要买进美元，抛出人民币，消除人民币升值压力，使人民币对美元的供求在给定汇率水平上（如 8.27 元人民币兑 1 美元）实现均衡。在钉住一篮子货币的汇率制度下，货币篮子的本币价格（或价格指数）和权重是给定的。但是，由于货币篮子中各种货币的相对汇率经常发生变化，本币对这些货币的汇率也应该相应变化，惟其如此，货币篮子的本币价格才能保持稳定。如果篮子中的货币的权重是根据贸易对象国的贸易比重决定的，货币篮子价格的表达式^①就代表了本币的实际有效汇率（REER）。实际有效汇率是人民币对贸易对象国货币名义汇率（外汇市场上的挂牌汇率）扣除物价因素后的加权平均数。

在钉住一篮子货币汇率制度下，中央银行同样需要对外汇市场进行干预，它所钉住的目标是货币篮子的价格，即实现所确定的实际有效汇率。当然，实际有效汇率是会随时间的推移而变化的，中央银行也会在规定的时间内（如一个季度）对实际有效汇率目标进行调整。由于货币篮子的价格和篮子货币的权重事先都已经给定，而篮子中各种货币的相对汇率又是由外部因素决定的，只要货币篮子价格目标给定，本币对篮子中各种货币的汇率也就相应给定了。在单一钉住美元的汇率制度下，中央银行通过买进、卖出美元对外汇市场进行干预，

^① 为了简化分析，本文中的表达式未考虑物价因素。

使外汇市场本币对美元的汇率等于事先所设定的汇率目标（如1美元兑8.27元人民币）。在钉住一篮子货币的汇率制度下，中央银行一般也是通过买进、卖出美元来实现钉住一篮子货币的汇率目标的。具体来说，货币当局首先根据一篮子货币的给定参数和篮子中各种货币之间的汇率计算出本币对美元的目标汇率，然后买进或卖出美元，直至外汇市场上本币对美元的汇率与本币对美元的目标汇率相等。此时，现实的货币篮子（人民币）价格必然等于事先所设定的作为钉住目标的货币篮子价格。由于作为钉住目标的一篮子货币是一种观念上的东西，在操作上，把美元对本币作为钉住目标可能更为便于理解。只要遵循货币篮子的给定计算公式，直接钉住货币篮子与通过钉住美元间接钉住货币篮子是等价的。在中国目前的参考一篮子货币汇率制度下，可以认为，中央银行对外汇市场干预的目标是使人民币兑美元的市场汇率尽可能等于由货币篮子所决定的目标汇率。而中央银行干预之前外汇市场上美元与人民币的供求状况不应对这一结果发生影响。例如，当美元对其他主要货币升值之时，在钉住一篮子货币汇率制度下，人民币应该对美元贬值。但是，由于中国对美国存在大量国际收支顺差，在外汇市场上人民币对美元存在升值压力。此时，如果是严格钉住一篮子货币，中央银行就不但不应该听任人民币因市场压力而升值，反而应该卖出人民币、买进美元，使人民币对美元贬值。换言之，由钉住一篮子货币汇率制度所决定的人民币对美元汇率的变动方向同由市场供求所决定的人民币对美元汇率的变动方向完全可能是不一致的。在这种情况下，中央银行对外汇市场的干预程度将大于在单一钉住美元汇率制度下的干预程度。另一种情况是，货币篮子中其他货币发生反向变化。例如，如果欧元对美元升值，日元兑美元贬值，两种货币变动对货币篮子价格的影响完全可能会相互抵消。在这种情况下，中央银行不必进行新的干预，就能保证货币篮子价格以及人民币兑美元汇率目标的实现。在人民币兑美元的汇率决定之后，由于套汇活动的存在，人民币对其他货币的汇率同这些货币对美元的汇率必然是相互一致的。例如，沿用本文的第一个数例，如果外汇市场上美元对日元的汇率是1美元兑100日元，人民币兑日元的汇率是8.11元人民币兑110日元而不是100日元，投资者将用1美元买进8.11元人民币，再用8.11元人民币买进110日元，最后用110日元买进1.1美元。由于存在0.1美元的套汇收益，在外汇市场上，日元必然处于供不应求的状态，日元必然对人民币升值，直到8.11元人民币只能兑100日元。

在钉住美元汇率制度下，由于中国存在贸易顺差和资本项目顺差，投机者可以放心大胆地赌人民币升值。在钉住一篮子货币汇率制度下，人民币兑美元的汇率变动取决于在美元兑日元、欧元的汇率变动。因而，即便外汇市场存在人民币升值压力，人民币仍可能对美元贬值。这样，单向压注的投机者失去了胜算的把握。并且，同单一钉住美元的汇率制度相比，

钉住一篮子货币的汇率制度能够更好地抑制投机资本流入。

一个非常流行的错误观念是把人民币对美元汇率的稳定等同于人民币汇率的稳定。在实行钉住美元的汇率制度时，人民币兑美元固然是稳定了（1美元兑换8.27元人民币，上下波动不超过0.3%），但是人民币对其他货币的汇率则可能非常不稳定。例如，1995年夏，日元对美元的汇率一度是80日元兑换1美元，到2001年底，日元兑美元的汇率则跌破130日元兑换1美元。在此期间，日元兑美元贬值约40%，这也意味着日元兑人民币贬值了约40%。人民币兑欧元的汇率也经历了类似的变化。在钉住美元的汇率制度下，人民币兑美元的稳定是以人民币对其他货币的不稳定为代价的。如果人民币兑美元汇率稳定有利于中国对美国的出口，那么我们就必须承认人民币对其他货币的不稳定，不利于中国对其他国家的出口。中国对美国的出口仅占中国出口的1/3左右，以对美元的某种程度的不稳定（或灵活性）换取对其他货币的稳定性难道就这么难以接受吗？即便考虑到一些商品以美元计价（如石油）这一事实，上述论点的正确性也不会受到影响。在钉住一篮子货币的汇率制度下，人民币兑美元汇率的稳定性减少了，但对其他货币的稳定性则增强了。实行钉住一篮子货币把我们对单一货币名义汇率稳定的关注转到了对贸易绩效影响最大的实际有效汇率稳定上。我们现在已经习惯了物价的波动，今后我们也应学会习惯名义汇率特别是人民币兑美元名义汇率的波动。因为这种波动是保持实际有效汇率稳定的条件。而实际有效汇率稳定才是保持出口增长稳定的最重要的条件之一。

总之，同单一钉住的汇率制度相比，钉住一篮子货币汇率制度至少有3个优点：第一，从实际有效汇率的角度看，钉住一篮子货币汇率制度下人民币汇率更为稳定。第二，由于汇率变动的方向比较难以预料，钉住一篮子货币汇率制度抵御投机性资本流入的能力较强。第三，在许多情况中，在钉住一篮子货币汇率制度下，中央银行对外汇市场干预的必要性较少。

中国的“以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”同典型的钉住一篮子货币汇率制度有很大不同。参考一篮子货币汇率制度可以看作是处于单一钉住美元汇率制度和钉住一篮子货币汇率制度之间的一种过渡形式。“参考”而不是“钉住”意味着中央银行不一定会根据一篮子货币的给定计算公式来确定人民币兑美元和其他货币的汇率水平。例如，当美元对其他货币升值的时候，人民币兑美元应该贬值。但是考虑到在外汇市场上存在人民币对美元升值的压力，中央银行可能不是根据钉住一篮子货币汇率制度的要求，通过干预外汇市场，使人民币兑美元贬值。相反，中央银行可能不干预外汇市场或仅进行小幅度的干预，而听任人民币在“市场供求”作用下升值。“参考”意味着中央银行有了决定汇率水平的很大灵活性。当然，这样一来，决定货币篮子的各种参数（特别是权重）就需

要经常调整。如果这种调整过于频繁，钉住一篮子就可能不成其为钉住一篮子。“参考”而不是“钉住”，在给予货币当局更多决定汇率水平灵活性的同时，汇率的灵活性是否会增加（这与中央银行相机行事的灵活性不是一回事），取决于中央银行在维持实际有效汇率稳定和维持美元稳定两个目标中的偏好。如果中央银行更重视实际有效汇率的稳定，人民币兑美元汇率的灵活性就会增加；反之，则反。在经过一个多月的观察后，国际金融市场普遍承认，人民币兑美元和其他主要货币汇率的变动趋势同钉住一篮子货币汇率制度的要求是相一致的。

中国新汇率制度的第二个重要特点是对人民币兑美元的汇率变动设定了一个区间。“每日银行间外汇市场美元对人民币的交易价仍在人民银行公布的美元交易中间价上下千分之三的幅度内浮动，非美元货币对人民币的交易价在人民银行公布的该货币交易中间价上下一定幅度内浮动。”在一般钉住一篮子货币汇率制度下，中央银行干预的目的是维持货币篮子的价格（或价格指数）的稳定。因而，如果设置浮动区间的话，区间一般应以货币篮子价格为中间汇率。如果把人民币和美元的某一起始汇率作为浮动区间的中间汇率，货币篮子价格（或货币权重）将难以保持稳定。例如，如果美元对日元和欧元大幅度下跌，人民币兑美元的汇率就应该大幅度上升。如果中央银行对外汇市场进行干预，使人民币兑美元的升值幅度不超过0.3%，货币篮子价格（如果权重不变）就会上升，甚至大大高于原定的货币篮子价格。如果货币篮子价格的波动大于人民币兑美元汇率的波动，^①钉住一篮子货币的汇率制度同单一钉住美元的汇率制度之间的区别就会变得模糊起来。如果参考一篮子货币的汇率制度把人民币兑美元汇率的稳定放在比人民币实际有效汇率更重要的地位（人民币兑美元的浮动幅度很小，美元在货币篮子中权重很高，或在决定人民币兑美元汇率的时候不再顾及货币篮子），汇率制度就有可能变成某种事实上的固定汇率制度或其他汇率制度。

中国新汇率制度的第三个重要特点是存在一个人民币兑美元汇率逐渐上浮的机制。根据中国人民银行2005年7月21日的声明：“中国人民银行于每个工作日闭市后公布当日银行间外汇市场美元等交易货币对人民币汇率的收盘价，作为下一个工作日该货币对人民币交易的中间价格。”如果由于美元对日元和欧元的贬值，人民币兑美元升值超过0.3%，下一个工作日人民币兑美元交易的中间价格就会上升0.3%。这种升值机制的引入，必然导致货币篮子参数的不断调整，但并不必然导致人民币的不断升值。只有当美元对其他主要货币持续贬值时，这种机制才意味着人民币兑美元的汇率有可能在不长的时间内明显升值。需要强调的是，由于中国所实行的参考而不是钉住一篮子货币的汇率制度，中央银行完全可以独立于一篮子货

^① 通过提高美元的权重也可以达到这一目的。

币而根据市场供求和中国宏观经济稳定需要等因素来确定人民币兑美元的升值幅度。中国人民银行在2005年7月26日的声明中已经明确表示：“人民币汇率初始调整水平升值2%，是指在人民币汇率形成机制改革的初始时刻就做一调整，调整水平为2%，并不是指人民币汇率第一步调整2%，事后还会有进一步的调整。”中国人民银行的这一声明同2005年7月21日关于中国仅是“参考篮子货币汇率变动”公告的精神并无矛盾。目前，中国经济出现趋冷迹象，通货膨胀压力减轻；而美元利息率则继续上升，人民币兑美元的利差进一步上升。所有这些都一定程度上增加了中央银行干预外汇市场的空间。因而，在新汇率制度下，只要中国政府认为需要，在相当一段时间内，人民币汇率保持稳定是完全可以做到的。但是，由此导致的超额外汇储备进一步增长，贸易摩擦加剧和结构改革压力减轻等负面影响也会增加。本次汇率改革之前所存在的问题又都会重新出现。

总之，2005年7月21日的汇率制度改革和人民币兑美元的小幅升值标志着中国经济发展进入了一个新阶段。在根据科学发展观对发展战略、宏观调控构架和经济结构进行调整的大背景下，中国的汇率制度还需进一步改革、完善，人民币汇率还将进一步调整以保证中国经济的平稳、可持续增长。

二 汇率水平决定与人民币汇率变动趋势

在这次货币制度改革中，人民币一次性升值2%。国内经济学家所关注的是汇率制度选择问题，而外国经济学家则关注汇率水平决定（升值还是贬值）问题。许多外国经济学家认为，这次人民币兑美元升值的幅度过低。人民币应该一次性大幅度升值，以避免刺激投机资本的流入并帮助美国解决国际收支不平衡问题。什么样的汇率水平更为合理是一个很难说清的问题。估算所根据的理论模型不同、计算方法不同，所得到的结果也不同。比较流行的做法是，首先计算出所谓的“均衡汇率”，然后再确定现实汇率与“均衡汇率”的差额，并由此决定升值幅度。事实上，均衡汇率的计算仁者见仁，智者见智，对于汇率的“合理均衡水平”更是众说纷纭，莫衷一是。一些西方学者大谈人民币低估30%甚至40%。谁知道他们是怎么计算的呢？我们惟一知道的是，没人肯把计算过程拿出来给我们看。但是，人民币币值低估应该是不争的事实。外汇储备的急速、持续增加就是证明。同时，也应该看到，由于中国经济对出口增长的高度依赖性以及经济结构和经济体制上的一系列问题，中国经济恐难承受短时间内汇率大幅度升值的冲击。谁能有把握地告诉我们，如果人民币一次性升值10%，中国经济将受到什么影响呢？因而，比较安全的做法是通过“试错”，逐步向“均衡汇率”靠近。小幅、

渐进升值也有其固有的问题，特别是这种做法会鼓励投机资本流入。许多外国学者说，当年他们国家实行小幅、渐进升值，事后被证明是错误的。但是，事前为什么这些国家都这么做了呢？“两害取其轻”。在这个问题上采取“宁绕十步远，不涉一步险”的态度，对于大多数还有选择余地的政府来说都是最有吸引力的选择。

人民币小幅升值后，对经济增长拉动作用很大的出口速度将会有所下降，从而对经济增长造成一定负面影响。但是，由于升值幅度有限，中国的进出口应该不会受到很大影响。经验证明，中国进出口对汇率变动的弹性不大。特别是我国的贸易以加工贸易为主，升值导致的来料、进料、中间产品价格的下降将抵消出口产品价格的下降（1美元的销售收入折合人民币后将少于8.27元人民币），出口加工企业的赢利性不会受到严重影响。一些外国经济学家把这种情况称为“自然对冲”。在中国经济中确实存在不少这种自然对冲环节。人民币升值对利润率很低的某些特定出口部门特别是纺织品出口，将会造成一定的消极影响。人民币升值2%意味着刚刚接受外汇注资的商业银行的资本金减少了2%。此外，人民币升值对农产品价格和农村收入也可能产生不利影响。因而，中国政府对升值持十分谨慎的态度是完全正确的。更重要的是，中国政府应该随时准备出台相应政策以抵消升值可能产生的消极影响。

汇率政策不应该成为国际投机资本的“人质”。在过去3年中，我们一再宣布不会升值，但这并未消除人民币的升值预期，反而使源源流入的投机资本得以以低成本攫取中国资产，从而加重了中国经济中的泡沫。退一步讲，即便人民币小幅升值会加强升值预期，从而导致更多投机资本的流入，中国仍有许多可供选择的办法来抑制投机资本流入，如严格禁止与经常项目无关的外汇和外汇期货、期权交易等等。尽管有种种困难，通过加强资本管制的方法遏制投机资本流入、使投机资本无利可图依然是可能的。“严进宽出”的方针有必要重新加以考虑。投机资本必然是短期资本，进就是为了出，“饱食远飏”。“宽出”必然会鼓励投机资本的流入。除传统的资本管制手段外，我们还可以更为充分地运用税收手段、行政管理法规、商业手段（如提高换汇手续费）来抑制投机资本的流入。资本项目自由化的步伐不可过快，尤其不应把资本开放作为减轻人民币升值压力的手段。资本项目自由化过快对中国经济可能造成的冲击要远远大于人民币升值可能造成的冲击。对已经实现自由化的资本项目应该重新审查，弥补已经出现的漏洞。例如，对外资进入房地产市场的情况应该予以特别关注。在2005年7月21日之后，外国资本的流入状况似乎并未出现明显的增长。这种情况除了升值早已被国际金融市场预测到之外（想进入的已经进入了），美国利息率的上升趋势可能也有重要作用。各国的经验证明，利差的变化对国际资本流动方向的影响十分重要。

由于中国一直保持着可观的国际收支顺差，2005年年初以来贸易顺差明显增加，人民币

的升值压力无疑是巨大的。由于中国经济目前所存在的各种脆弱性，在短期内，在新汇率制度下，政府仍将主要根据并且能够根据宏观经济形势决定人民币是否进一步升值和以何种速度升值。在经过一个时期的试验之后，政府应该考虑是否能够更多地根据贸易比重来确定各种货币的权数，逐步扩大货币篮子的浮动区间，逐步增加市场供求在汇率决定中的作用，并以此降低外汇储备的增长速度。

许多反对人民币升值经济学家喜欢引用日本的经验，来说明升值对经济的损害。应该指出，这类对日本经验的解读有许多地方是不准确的。人们往往把1985年9月广场会议后日元的升值作为日本产生经济泡沫和后来陷入通货收缩的原因。广场会议确实对日本出口产生了不利影响，但在1987年2月还有一个七国财长会议（卢浮宫会议）。卢浮宫会议的目的是制止美元在广场会议后的急剧下跌。换言之，就是制止日元和马克的升值。为了配合美国稳定美元的要求，日本把公定贴现率下调到2.5%（德国则拒绝下调利息率）。从宏观经济的角度来看，日本形成泡沫经济的直接原因是日本为抵消日元贬值对经济收缩作用而采取的扩张性货币政策，而不是日元升值造成的。中国的情况与日本十分不同，况且人民币的升值幅度远远小于当年日元的升值幅度，根本谈不上重蹈日本覆辙的问题。但是，我们也必须看到，中国目前的经济形势与日本当年的形势有共同之处：经济出现趋冷迹象，通货膨胀率较低且处于下降过程中，虽然股市不振但却存在房地产泡沫（至少在局部地区如此）。货币升值肯定会对经济增长起抑制性作用。在当前的宏观经济形势下，为维持经济的增长势头，政府存在两种选择：放松货币政策或放松财政政策。日本的经验提醒我们，万万不可轻易放松货币政策，但也不能让资产价格急剧下跌而使经济陷入通货收缩。在这种情况下，最好的选择是维持货币政策的稳定性，但适度放松财政政策的紧缩程度。

从长期来看，如果中国经济在今后10年内要保持目前的高速增长，我们就不得不面对人民币持续升值这样一种可能性。发达国家的经验证明，一个国家在其经济快速增长过程中，由于劳动生产率提高得较快，往往伴随着真实汇率升值的过程。在这一过程中，若名义汇率不动，真实汇率就会通过物价上涨实现升值。换言之，政府需要在名义汇率稳定和物价稳定之间做出选择。中国的国情不同，但一个国家在其经济增长过程中，名义汇率逐步升值大概是无法避免的。

三 汇率制度、汇率水平和中国的经济结构调整

在过去25年中，中国经济取得了无可争辩的巨大成就。但是，在经济高速增长的同时，

我们也积累了不少严重的结构性问题。

第一，中国经济对外需的依赖过高。中国的贸易总额对国内生产总值（GDP）比例超过70%，2005年还将进一步上升。在全世界，没有任何大国的贸易总额对GDP的比达到中国这样的高度。在号称严重依赖外需的日本以及号称世界上最开放的美国，这一比例都在20%左右。中国贸易以加工贸易为主的事实只能加强而不能削弱中国经济对外依存度过高这一结论。

第二，中国的投资率过高和投资效益低下。在过去25年中，中国的投资率平均维持在40%左右，在2004年更是超过了45%，2005年有可能达到50%。中国的投资率之高在世界上没有任何国家可以相比。另一方面，中国的投资效率却十分低下。增量资本-产出率（ICOR）可能高达5。投资效率低下意味着中国目前的增长模式是难以持续的。

第三，中国的国际收支结构十分不合理。在历史上，似乎还没有哪个国家曾经像中国这样在如此长的时间内同时维持经常项目和资本项目的“双顺差”。^①中国是世界第一大直接投资引资国，累积直接投资量接近6000亿美元。与此同时，中国通过购买美国国库券等形式大量输出资本。目前中国已经积累了7000多亿美元的外汇储备，2005年底这一数目将达到或超过8000亿美元。换言之，中国在引进大量长期资本的同时，输出了更为大量的短期资本。双顺差不但说明中国资源配置存在严重不合理之处，不断贬值的美元，更是造成了中国外汇资产的缩水。

第四，公共产品领域投资严重不足。中国水资源、土地资源和矿物资源的供给状况严重恶化。中国在铁路网络、医疗卫生、教育与科研、环境保护、社会福利保障体系等领域的投资严重滞后于经济增长速度。中国贫富差距的扩大速度令人瞩目。中国经济在迅速增长的同时，其增长的基础却正在迅速弱化。在2000年世界卫生组织对成员国卫生筹资与分配公平性的评估排序中，中国列第188位，在191个成员国中倒数第4。这对于一个社会主义国家来说是一种耻辱。为了建立一个和谐社会，增加公共产品的供给是必不可少的。

中国的经济结构调整，需要有一套综合治理方案。灵活的汇率制度以及为资源配置提供正确信号和反映经济结构调整需要的汇率水平将在这一调整过程中发挥重要作用。

参考文献：

1. Goldstein, Morris, "Adjusting China's Exchange Rate Policies," Institute for International Economics, Working Paper No. 04-1, June, 2004.

^① 在东亚金融危机之后，许多亚洲国家出现了这种双顺差。这种形势将如何发展还有待观察。

2. McKinnon, Ronald, and Gunther Schnabl, "The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating and Original Sin," *Review of Development Economics*, No.8, 2004, pp.331-360.
3. Williamson, John, "The Renminbi Exchange Rate and the Global Monetary System," Outline of a lecture delivered at the Central University of Finance and Economics, Beijing, China, October 29, 2003.
4. Williamson, John, "A Currency Basket for East Asia, Not Just China," Policy Briefing, Institute for International Economics, Washington, D.C., August 2005.
5. Williamson, John, "The Choice of Exchange Rate Regime: The Relevance of International Experience to China's Decision," *China & World Economy*, Vol. 13, No. 3, 2005, pp.17-33.
6. [美] 罗纳德·麦金农:《世界美元本位和东亚汇率困境》,载吴敬琏主编:《比较》,北京:中信出版社,2002年第1辑。
7. [美] 罗纳德·麦金农、[美] 甘瑟·施纳布尔:《中国是东亚地区的稳定力量还是通缩压力之源》,载吴敬琏主编:《比较》,北京:中信出版社,2003年第7辑。
8. [日] 关志雄:《为什么人民币需要升值》,载吴敬琏主编:《比较》,2003年第7辑。
9. 王洛林、余永定、李薇:《香港股灾的经济分析》,载《国际经济评论》,1998年第3~4期。
10. 王洛林等:《日本金融考察报告》,北京:社会科学文献出版社,2001年版。
11. 王任言:《汇率升值与通缩没有必然联系——人民币汇率变动对我国物价影响的实证分析》,载中国证券报网,2003年8月8日, http://www.cnstock.com/ztyj/qt/t20030808_447334.htm。
12. 易纲:《汇率制度的选择》,载《金融研究》,2000年第9期。
13. 余永定:《关于外汇储备和国际收支结构的几个问题》,载《世界经济与政治》,1997年第10期,第18~23页。
14. 余永定:《中国应从亚洲金融危机中汲取的教训》,载《金融研究》,2000年第12期。
15. 余永定:《日元贬值与中国的对策》,载《国际经济评论》,2002年第1~2期,第5~13页。
16. 余永定:《关于人民币汇率问题答〈经济观察报〉记者问》,载《经济观察报》,2003年9月5日。
17. 余永定:《人民币汇率考验国家智慧》,载《中国证券报》,2003年7月15日。
18. 余永定:《打破升值恐惧症,实现经济的平衡发展》,载《国际经济评论》,2003年第9~10期,第5~11页。
19. 余永定:《关于人民币汇率问题答〈金融时报〉记者问》,载《金融时报》,2003年9月5日。
20. 余永定:《消除钉住美元误解 增强汇率制度的灵活性》,钟伟采访, <http://business.sohu.com/>,2004年月9月16日。

21. 余永定：《美元贬值和外汇储备》，载《中国经营报》，2005 年 1 月 10 日。
22. 余永定：《人民币汇率制度改革，一个历史性的决定》，载《中国证券报》，2005 年 7 月 23 日。
23. 余永定：《管住投机资本，我们会有办法》，载《经济观察报》，2005 年 8 月 8 日。
24. 张志超：《汇率政策“新共识”及“中间制度消失论”》，中国社会科学院国际金融研究中心工作论文，2002 年第 10 号。
25. 张志超：《汇率制度理论的新发展：文献综述》，载《世界经济》，2002 年第 1 期，第 13~22 页。
26. 张志超：《开放中国的资本账户：排序理论的国际发展及对中国的启示》，中国社会科学院国际金融研究中心工作论文，2005 年第 14 号。

[收稿日期：2005 - 07 - 30]

[修回日期：2005 - 09 - 06]

[责任编辑：谭秀英]