

余永定 著

Dollar

见证 失衡

双顺差、人民币汇率和
美元陷阱



余永定 著

见证 失衡

Dollar

双顺差、人民币汇率和
美元陷阱



Copyright © 2010 by SDX Joint Publishing Company

All Rights Reserved.

本作品著作权由生活·读书·新知三联书店所有。

未经许可，不得翻印。

图书在版编目 (CIP) 数据

见证失衡：双顺差、人民币汇率和美元陷阱/余永定著. —北京：生活·读书·新知三联书店，2010.6
ISBN 978-7-108-03386-4

I. ①见… II. ①余… III. ①贸易顺差—研究—中国
②美元—研究 IV. ①F752.6②F837.126

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 227843 号

责任编辑 李学军

封扉设计 罗 洪

出版发行 **生活·读书·新知** 三联书店

(北京市东城区美术馆东街 22 号)

邮 编 100010

经 销 新华书店

印 刷 北京隆昌伟业印刷有限公司

版 次 2010 年 6 月北京第 1 版

2010 年 6 月北京第 1 次印刷

开 本 635 毫米 × 965 毫米 1 / 16 印张 23

字 数 256 千字

印 数 0,001 — 7,000 册

定 价 36.00 元

序 言

1978年中国共产党十一届三中全会决定，实行对外开放政策，把对外开放作为一项基本国策，在自力更生的基础上，积极发展同世界各国的平等互利的经济合作和技术交流，以促进我国的经济的发展。1979年，中央决定在广东和福建建立经济特区。兴办经济特区的方针是：建设资金以吸收外资为主；产品以外销为主。^①为了贯彻这一方针，1980年广东省出台了经济特区对外商投资的一系列范围十分广泛的优惠政策。^②1984年在4个经济特区基础上，中央开放了沿海14个港口城市和海南岛。与此同时，中央允许在上述开放城市（岛）划出一定区域开办经济技术开发区，实行更为优惠的外资政策，允许技术先进、国内短缺的商品按一定比例内销。1985年中央又开辟了3个沿海经济开放区。到1990年代末、2000年代初，中国大地上出现了形形色色数以千计的经济技术开发区。对外资的超国民待遇，对出口的优惠政策事实上已经成为全国范围内各级政府竞相实施的政策。

改革开放初期，在特定的历史条件下，中国选择了出口导向发展战略或增长模式。出口导向增长（export-led growth）通常是指政

^① 经济特区“四个为主”的方针是：建设资金来源，以吸收外资为主；经济形式以中外合资、中外合作、外商独资经营为主；产品以外销为主；经济运行以市场调节为主。

^② 例如三资企业所得税税率为15%，而内资企业所得税税率为33%。

府通过各种优惠政策鼓励出口，把出口作为经济增长的引擎。发展中国家采用出口导向政策的主要目的是克服储蓄和外汇缺口以解决发展融资问题，即通过出口所得外汇资金支付经济发展所需之进口，使经济突破一般发展中国家的负债能力约束而实现高增长。与此相对应，出口导向增长的另一个主要内容是吸引外资（外国直接投资和间接投资）。外国直接投资（FDI）被认为不仅可以解决发展融资问题以提高投资率，而且可以带来发达国家的先进技术和管理经验，从而使引资国得以通过提高生产效率，进一步提高经济增长速度。中国的出口导向发展战略的最初样板是所谓东亚“四小龙”、“四小虎”。但是，中国的出口导向战略与东亚国家（经济体）也存在很多不同点。其中最重要的不同点之一是中国在推行一系列优惠政策大量引资的同时，限制进口、鼓励出口，力图保持经常项目顺差。在一定程度上，中国的增长模式可以称之为“出口导向型创汇经济”。考虑到1980年代中国的特定内、外条件，采用这种模式有其必然性和合理性，而且可能是最优的。这种模式对中国经济发展起到了积极的推动作用。虽然我们还难以做出任何最终判定，中国在过去三十多年中创造了经济奇迹则是不争的事实。然而，正如马克思所说：“辩证法在对现存事物的肯定的理解中同时包含对现存事物的否定的理解。”^①中国的出口导向增长模式存在内在的不合理性。中国经济狂飙突进的过程也是这种模式的自否定（Selfnegation）过程。经历了三十多年的成功发展，中国终于成为世界的第二大经济体、第一大出口国和第一大外汇储备国，中国民众的生活水平得到很大提高。与此同时，中国经济的不平衡，特别是国际收支

^① 马克思：《资本论》第二版“跋”，《马克思恩格斯选集》，第2卷，人民出版社1972年版，第218页。

的不平衡，也达到前所未有的严重程度。建立在政策扭曲基础上的不平衡发展以越来越快的速度增加着中国的发展成本（资源、环境、人力、社会、安全），使中国国民生活福利水平越来越难以实现本来应有的更大提高，并给中国的未来发展留下严重隐患。中国国际收支格局的形成、发展和走向“另类危机”的过程从一个侧面反映了中国式出口导向增长模式形成、取得成功和走向生命终点的过程。中国经济增长的可持续性正面临空前严峻的挑战，实现“范式转变”（paradigm shift）已经刻不容缓。

本文集收集了我自1996年到2009年初围绕中国国际收支不平衡问题撰写的部分文章（包括数篇答记者问）。这些文章记录了十多年来我对于经济增长模式的思考历程。我以为，中国经济学界就中国国际收支不平衡问题持续十几年（甚至近三十年^①）的时断时续的辩论应该能够说明：当前中国经济存在的“不稳定、不平衡、不协调、不可持续的结构性”问题^②并非是作为初始条件的中国的特定“经济结构”所使然。相反，这些“结构性”问题以及产生这些问题的经济结构是政策选择的结果。换言之，如果我们能够辩证地看待

① 我最近发现，中国世界经济学会早在1982年就对这个问题进行了讨论，在1982年学会的讨论会上，有与会者指出，在大力吸引外资的同时，保持贸易顺差“不合逻辑”。见《世界经济学会大事记》，2009年，内部文稿，中国世界经济学会秘书处编辑。

② 2007年3月16日上午11时，国务院总理温家宝应大会新闻发言人的邀请，在人民大会堂三楼大厅与采访十届全国人大五次会议的中外记者见面并回答记者的提问时指出：“中国经济存在着巨大问题，依然是不稳定、不平衡、不协调、不可持续的结构性问题。所谓不稳定，就是投资增长率过高，信贷投放过多，货币流动性过大，外贸和国际收支不平衡。所谓不平衡，就是说城乡之间、地区之间、经济与社会发展之间不平衡。所谓不协调，就是一、二、三产业不协调，投资与消费之间不协调，经济增长过多地依赖于投资和外贸出口。所谓不可持续，就是我们还没能很好地解决节能降耗问题和生态环境问题。这些问题都是摆在我们面前需要解决的紧迫问题，而且是需要长期努力的问题。”2010年1月22日至2月1日，国务院总理温家宝在中南海主持召开五次座谈会，征求对即将提请十一届全国人大三次会议审议的《政府工作报告》的意见时指出：“外部环境不稳定、不确定因素增多，国内发展不平衡、不协调、不可持续问题依然突出，必须保持清醒头脑，周密做好应对各种风险和准备的准备。”

我们的发展战略、及早发现处于萌芽状态的自我否定因素，在十年前、五年前甚至在两三年前及时调整经济政策，我们当前所面临的一些“结构性”尴尬是可以避免的。如果上述说法成立，我们可以进一步得出结论：即便我们现在面对的是“结构性问题”，只要改变政策，假以时日结构也应该是可以改变的。以“结构性”为由拒绝政策调整是完全错误的。只要调整政策就能调整结构，只有调整政策才能调整结构。中国经济很可能已经进入一个全新的发展时期，我们需要新的发展战略和新的经济政策。只有这样才有可能实现中国经济未来十年、二十年的持续增长。

文集的副标题《双顺差、人民币汇率和美元陷阱》不但概括了中国国际收支不平衡问题的三个主要领域，而且反映了我对这个问题认识发展的三个主要阶段。由于领域转移和认识深化基本重合，文集中的 25 篇文章按时间顺序排列而免去了分节的麻烦。“双顺差、人民币汇率和美元陷阱”是中国执行出口导向发展战略的三部曲。首先，中国特色的出口导向发展战略在中国建立了一种“创汇经济”。这种创汇经济的成功导致 1991 年以来以“双顺差”（即贸易顺差和资本项目顺差，更严格的说法应该是经常项目顺差和金融与资本项目顺差）为特征的中国国际收支格局的形成。其次，中国的汇率政策，作为中国出口导向发展战略的重要组成部分，对双顺差格局，特别是对中国贸易顺差的形成发挥了重要作用。2003 年以来，汇率问题（当然还有其他政策问题）再次提到议事日程，但是，由于种种原因，中国在汇率政策、贸易政策上调整缓慢，中国的国际收支不平衡愈演愈烈。第三，持续的双顺差不可避免地导致中国外汇储备的增加。由于美元在国际货币体系中的特殊地位，中国成为美国国债的最大外国持有者。由于美国经常项目的持续逆

差，自 2002 年以来美元已经贬值 40% 左右。美国次贷危机以及美国急剧恶化的财政状况，进一步削弱了美元的地位。从长期来看美元贬值是不可避免的。中国的巨额外汇储备面临着缩水甚至违约的危险。凯恩斯有言：“当你欠银行 1 万英镑时，你受银行摆布。当你欠银行 100 万英镑时，银行受你摆布。”作为美国的最大外国债权人，中国陷入了“美元陷阱”。中国国际收支终于陷入由顺差导致的“另类危机”。

我自 1996 年对中国国际收支不平衡问题的关注是从“双顺差”问题开始的。《资本流入的宏观管理》（1996 年 10 月）一文提出在大力引入外资的同时，保持贸易顺差这样一种引资格局“可以比喻为穷人以高利息从富人那里借钱，再用低利息把钱借回给富人。这是对资源的一种极大浪费。这种引资格局应当及时纠正”。此文发表之后不久，《世界经济调研》刊登了该文的摘编（《对我国外汇储备的战略思考》，1997 年 6 月 20 日），提出：“中国政府必须有一个明确的引资和外贸战略，并在此基础上制定一套首尾一贯的经济政策。变单纯创汇观念为实现总体上的资源最优配置，此其时矣！”文章观点很快受到严厉批评。随后《人民日报》发表了署名“任正岩”的文章（《正确认识我国的外汇储备问题》，1997 年 7 月 24 日，见附录）。尽管《思考》一文讨论的是中国国际收支结构问题，并未涉及中国外汇储备的多寡，^①出于善意，“任正岩”并未按领导口径对我进行批评，而是用大量篇幅论证中国的外汇储备并不多（当时的外汇储备是 1059 亿美元），引资规模也不大。值得注意的是，“任正岩”在论证中国为什么应该有较多外汇储备的过程中，没有提及中

^① 在 1996—1997 年间，中国经济学界和政府内部有不少关于中国外汇储备是否过多的讨论。

国的储蓄—投资缺口之类的“结构性”原因。当时人人都知道中国外贸顺差增加是外贸政策（例如人民币贬值和出口退税政策）的结果。没有人会想到储蓄—投资缺口的扩大（或其他所谓“结构性”因素）对当时的贸易顺差起到什么作用。事实上，如果说 $S - I = X - M$ 的恒等关系必须维持，至少在当时 $X - M$ 的增加是主动的， $S - I$ 的扩大是被动的。

《外汇储备和国际收支结构》（1997年10月）一文重申了自己的看法。与1996年文章不同的是，该文主要从一国不同经济发展阶段中储蓄与投资的变化出发，对中国国际收支格局的不合理性进行了讨论。无论如何，由于高层的明确表态，1997年7月以后的相当长时间内，“双顺差”的讨论不再见诸报端和杂志。而紧接其后的东亚金融危机似乎也支持了中国必须增加外汇储备的观点。

随着东亚金融危机的恶化，政策辩论的焦点转到汇率和资本管制问题上。1994年中国成功进行汇改，建立了单一汇率下有管理浮动汇率制度。同时，官方汇率由1993年的5.76元人民币兑换1美元贬值到1994年的8.62元人民币兑换1美元^①。此后，中国出口和贸易顺差大幅增加。1994—1997年间，人民币对美元名义汇率升值3.4%。^②1998年和1999年由于亚洲金融危机，中国的出口和贸易顺差增长速度大幅度下降。金融危机爆发后，为了稳定国际投资者信心，中国政府执行了事实上钉住美元的汇率政策。通过严厉的资本管制并以充足的外汇储备作为一种应付投机性攻击的威慑力量，人民币汇率得以稳定在8.278—8.277元人民币兑换1美元的水平上。

① 年平均汇价（中间价）。

② Zhang Zhichao, 2000, Exchange Rate Reform in China: An Experiment in the Real Targets Approach, *The World Economy*, Vol. 23, No. 8, p. 1067.

在东亚国家货币纷纷贬值的情况下，中国坚持人民币对美元汇率不变，为稳定东亚经济乃至全球经济做出了重大贡献，得到了全世界的一致赞誉。^①在1998年的一篇文章中，我把人民币绝不能贬值的理由归纳如下：（1）中国政府事实上已对香港做出了人民币不贬值的承诺，承诺一经做出就必须坚持。这是一个信用问题，信用是无价的。（2）人民币没有必要贬值。直到当时为止，中国仍然保持着大量贸易项目顺差和资本项目顺差。由于种种原因，其中包括中国外贸部门的努力，中国当年的贸易状况实际上比绝大多数经济学家在年初估计的要好得多。墨西哥和东亚国家是在发生严重支付危机的时候出于无奈而贬值的。如果一个国家在继续保持双顺差、外汇储备仍在增加（尽管不多）的时候实行贬值不但没有必要而且荒唐。（3）人民币贬值将导致亚洲国家（地区）货币的竞争性贬值，到头来人民币的相对竞争力还将保持不变。其结果只不过是拖延亚洲经济恢复正常的时间并使中国的贸易条件进一步恶化（美国人用更少的美元买更多的中国货）。（4）到当时为止的统计数字显示，尽管自1997年7月以后泰国、马来西亚、印度尼西亚和菲律宾的货币已大幅贬值，中国与这些国家对日出口的比重并无明显变化，在有些季度甚至有所上升。中国出口所面临的问题主要恐怕还是日本及其他亚洲国家和地区的经济衰退。由于收入下降市场萎缩，人民币即使贬值，中国的出口恐怕也不会有多大增长。（5）在全球金融不稳定的时候，贬值幅度难于控制。一旦宣布贬值，投机者和投资者就会预期人民币进一步贬值，从而造成人民币贬值的更大压力。人民币可能会发生过度调整，大幅下泻，从而大大破坏中国的金融秩

^① 在此期间所撰写的有关文章大都收入我的第二本文集《我看世界经济》（生活·读书·新知三联书店，2004年）。

序和生产秩序，自己给自己制造一场金融危机。(6)按世界大多数经济学家的观察，从购买力平价的角度来看，人民币并不存在严重高估的现象。根据外贸部门有关人士的说法，当时的人民币汇率同换汇成本并没有出现严重背离。由于加工贸易在中国的对外出口中所占比重很高，亚洲其他国家和地区货币贬值对中国出口的不利影响在一定程度上被进口原材料和半成品价格的下降所抵消。(7)促进出口不应该依赖人民币的贬值，而应该主要通过结构调整、技术进步来增强出口产业的国际竞争力。日元贬值实际上给我们提供了一个面对挑战，提高出口增长质量的机会。在这方面，70—80年代的日本给我们提供了很好的经验。(8)退一步讲，为了提高出口企业的盈利性，我们完全可以采取其他政策手段，特别是财政手段（退税等），而无须依赖汇率下调。(9)由于中国并没有开放资本项目，中国依然有能力对资本的流动进行有效控制。外国投机者也缺乏对人民币进行投机的市场与金融工具。只要对资本流动管理的措施得力，在宏观经济政策上不犯大的错误，中国完全可以遏制资本的投机性外流以维持人民币的稳定。^①

顺利走出东亚金融危机之后，2000年中国GDP增长速度由1999年的7.6%，回升到8.4%，出口额由上年的1949亿美元增长到2492亿美元，增长速度28%。但中国经济的回升并不稳定，2001年中国GDP增长速度又有所回落，为8.3%，出口增长速度也仅为6.7%。中国的贸易顺差则一直处于下降状态。中国的贸易顺差仍然低于1997年。直到2002年，国际上所担心的仍然是人民币是否会贬值。

^① 余永定：《日本的经济形势和人民币汇率政策》，1998年8月21日《中国证券报》（摘要），见《我看世界经济》，生活·读书·新知三联书店，2004年，第344—347页。

长期以来多数东亚国家货币都钉住美元，而日本又是东亚国家的主要贸易对象国，日元兑美元的汇率一直是影响东亚经济增长的关键因素之一。1985年广场会议后日元对美元的升值，为东亚经济增长创造了有利条件。但日元从1995年夏季一度突破1美元兑换80日元大关后，开始一路贬值，1998年8月日元对美元名义汇率一度跌到148日元兑换1美元。直至1998年10月，日元的贬值才伴随美国长期资本管理公司危机戛然而止。此后，日元对美元汇率维持在110日元兑换1美元的水平上下。2000年11月日本经济再次恶化，2001年初日本银行恢复了零利率政策并开始实行数量宽松政策，但经济恶化的势头似乎并未得到扭转。在刺激内需无望的情况下，日本再次把目光转向出口。2001年12月日元突然急剧贬值，很快突破130日元兑换1美元大关。日元贬值不可避免地对正在走出通货收缩的中国经济造成严重不利影响。2001年底我应有关部门约请在《人民日报》^①和《中国经济时报》发表文章批评日本的汇率政策，指出日元贬值并非市场力量而是日本政府干预的结果。《日元贬值：汇率牌？》（2002年1月）一文提道：“中国的汇率制度是有管理的浮动汇率制度。人民币将越来越多地根据国际收支状况和其他因素的变化而变化。随着时间的推移，中国的汇率制度必将越来越成为名副其实的有管理的浮动汇率制度。”^②之所以有这样的想法，在当时的情况下是十分自然的：中国的汇率制度本来就是有管理的浮动汇率制度，钉住美元只是临时性措施。我想这也是当时大多数经济学家的共识。

① 《评日元贬值》完成于2001年12月29日。2002年1月初《人民日报》摘要发表该文。

② 原标题为《日元贬值：汇率牌是救命稻草吗？》，《中国经济时报》2002年1月1日。当时中国经济走出通缩的迹象还不明显，我的言下之意是中国有权在必要时让人民币贬值。

2002年日本名义GDP增长速度为-1.3%，通货膨胀率为-0.9%，失业率则达到创纪录的5.4%。2002年4月后日元兑美元汇率回升趋稳，年底日元兑美元汇率已上升到120日元兑换1美元以下的水平。在这种背景下，2002年12月初，日本大藏省次官黑田东彦等在英国《金融时报》发表文章称，在国内价格下降和实施钉住美元的汇率制度的情况下，中国正在通过出口输出通货收缩。^①2003年2月日本财政大臣盐川正十郎要求七国集团向中国施加压力，让人民币升值。日本的批评显然是没有道理的。事实上，2002年中国进口增长22%，2003年更是达到40%。日本事后发现，“中国特需”已成为日本战后最长经济扩张期（69个月）的主要发动机之一。日本批评中国输出通货收缩、要求人民币升值之声逐渐沉寂下来。

2003年之后，美国开始取代日本成为对中国施压，要求人民币升值的主角。2001年美国因IT泡沫破灭陷入衰退。2002年美国虽已温和复苏，但失业率仍居高不下。由于投资者对美国经济和经常项目逆差不断增长的担心，自2002年4月美元开始了所谓的“战略性贬值”。为了维持美元的国际储备货币地位和美国自身的金融稳定，美国并不想让美元大幅度贬值（“强势”美元政策）。强迫贸易对象国货币升值是美国的惯用手段。在过去，美国的最大贸易顺差国——日本是美国的主要打压对象。但是，由于日本经济的长期不景气，美国政府不打算对日本施压。面临2004年大选的美国政治家知道，如果指责北京的共产主义者抢了美国民众的饭碗，对于捞取选票将会有不少帮助。在这种情况下，中国成了美国失业

^① Haruhiko Kuroda and Masahiro Kawai, Time for a switch to global reflation, FT.com site; Dec. 1, 2002. 在此之前（2002年10月）摩根斯坦利首席经济学家斯蒂芬·罗奇也曾提出类似观点（“China exporting deflation to the world”）。

的最方便的替罪羊。^①

2002年中国经济强劲回升，GDP增长速度达到9.1%，外汇储备由2001年的2121.6亿美元增加到2864亿美元。2003年中国继续保持双顺差，外汇储备逐月增加。人民币因资本外逃而贬值的危险已经消失。^②在这种情况下，中国让人民币与美元脱钩、恢复1994年以来的有管理的浮动汇率制度本来是不应该有什么问题的。事实上，2003年初人民币同美元脱钩、升值问题就已提上议事日程。但当时中国经济彻底走出通货收缩的形势还不十分明朗。政府担心一旦允许人民币升值，中国的经济复苏可能夭折。因而，人民币同美元脱钩、升值问题被暂时搁置。

2003年9月美国财政部长斯诺访华。行前美国政府官员宣称斯诺访华的使命是要给中国政府施加压力，让人民币升值。但在访华期间，斯诺尽量避免刺激中国，不提让人民币升值的要求。在私下的座谈中他更是对中国经济增长对世界经济的贡献大加称赞，批评日本无所作为。斯诺恳求中国做些将让人民币更多由市场供求关系决定的姿态，不使很快面临大选的布什为难。但在美国国内，批评中国的声浪则不断高涨。日本的“中国输出通货收缩”论、美国政客的颐指气使大大刺激了中国公众。中国国内开始形成“绝不升值”的“同仇敌忾”。汇率问题的政治化使得这个本来不是十分复杂的问题变得难以解决。事实上，在斯诺访华前夕，就有外国记者指出，向中国施加压力在政治上可以得分。但中国是不会任由外国摆布的，美国越是想试图告诉中国做些什么，中国就越不会去做。

^① William Pesek Jr., "John Snow's China Dreams Meet S&P's Reality", *Bloomberg*, Sep. 16, 2003

^② 非典的爆发一度给中国经济增长造成不确定性。但在下半年经济以出人意料的速度恢复增长。

美国一些著名经济学家对人民币汇率讨论的介入使问题进一步复杂化。这些经济学家几十年来一直主张固定汇率制度。他们把中国当作实践自己所珍爱理论的重要场所。他们劝告中国不要放弃钉住美元，不要让人民币升值。尽管他们的理论和政策建议在国际经济学界（包括日本经济学界）基本得不到支持，但却很快在中国找到大量听众。在相当长的时间内（或许直到现在），中国学者和政府官员普遍认为，日本的资产泡沫和此后的经济停滞是日本政府未能抗拒美国压力，在1985年广场会议后让日元大幅度升值的结果。与这种看法相反，日本学者和政府官员普遍认为，日元不但应该升值，而且早就应该升值。1985年广场会议前，日元是严重低估的（与此同时美元是严重高估的）。日元在广场会议后才大致达到合理水平。^①在短期，日元的急剧升值（一年内对美元升值40%）确实对出口从而对整个经济造成一定冲击。但从较长期看，首先，升值改善了贸易条件，推动了出口部门的升级，实现了出口的稳定增长（但贸易收支基本平衡）；其次，升值使进口物价大幅回落，为稳定物价做出了贡献；再次，升值改善了日本经济结构，使第三产业得到长足发展；最后，升值促进了企业海外投资，增加了投资收入（现在日本的经常项目顺差中，占主导地位的是投资收入顺差而不是贸易顺差）。^②日本资产泡沫早在广场会议之前就已经出现，而此后的急剧恶化则是因为日本政府担心日元升值对经济增长的抑制作用，采取了过于扩张性的货币政策。特别是，在1987年卢浮宫会议后，为了帮助美国遏制美元的急剧下滑（换句话说，遏制日元兑

^① Hiroshima Yoshikawa, *Japan's Lost Decade*, I-House Press, Tokyo, 2002.

^② 参见日本经济产业省审议官（副部长）石毛博行：《汇率变动对日本经济的影响》，北京长富宫，2010年1月21日。

美元的升值),日本银行更是把基准利率降低至2.5% (1983年是5%),并将其维持了两年零三个月。利息率过低、信贷增长速度过快以及流动性泛滥终于导致资产泡沫失去控制。总之,日本资产泡沫的原因是过于扩张性的货币政策而非日元升值。^①而资产泡沫破灭后不良债权迟迟得不到处理以及一系列结构性原因所造成的有效需求不足是导致日本经济“十年不况”的原因。^②

东亚金融危机之前,人民币一直在小幅升值,没有人认为不妥,甚至没人予以注意。危机中人民币钉住美元,大家都同意这是不得已而为之,一旦危机过后应该尽快恢复有管理的浮动。为什么在走出危机后大家却一下子变得如此害怕升值,甚至2—3个百分点的升值都不能接受呢?简单说来理由来自三个方面:升值对中国经济的负面影响、对外国施压的“同仇敌忾”和刚刚学到的“日本经验教训”。而拒绝小幅升值的主要理由则是,小幅升值会形成人民币的“非理性”升值预期,而热钱的流入将使人民币的升值失去控制。在国内的强烈反升值气氛下,2003年下半年我撰写了《人民币汇率考验国家智慧》(2003年7月)、《建立灵活的人民币汇率制度》(2003年9月)和《消除人民币升值恐惧向经济平衡发展过渡》(2003年9月)等文章,《消除升值恐惧》一文比较全面地阐述了我

① 余永定:《日本宏观经济政策的重大转变》,《国际经济评论》,1998年第7—8期。见余永定:《我看世界经济》,生活·读书·新知三联书店,2004年,第506—524页。有不少日本经济学家认为,日本的资产泡沫在80年代初就已经出现。

② 可参见 Hiroshima Yoshikawa, *Japan's Lost Decade*, I—House Press, Tokyo, 2002。王洛林等:《日本金融考察》,社科文献出版社,2001年。顺便指出,在中国社会科学院副院长王洛林教授领导下,中国社会科学院考察组自1995年以来对日本进行了长达6年的跟踪考察。会见了大量日本高、中级官员(大藏省政务次官、各主要司局长、课长,日本银行行长、副行长、各主要司局长)和著名经济学家、媒体人。考察组对日本资产泡沫产生、破灭和日本经济停滞的原因以及日本政府对策进行了详细研究。《日本金融考察》即是这次考察的成果。遗憾的是,类似《报告》之类的调研成果并未得到国内学界的重视。国内许多关于日本经验的说法流于以讹传讹。

对人民币升值问题的看法。首先，文章对“中国实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度”的政策表示了强烈支持。其次，文章力图打消国人对人民币有限升值的顾虑。中国担心升值的原因可归纳为：“其一，升值之后，中国出口顺差将会减少、甚至会出现逆差。经济增长速度将因此而下降，并对就业增长造成相应不利影响。其二，一旦升值就会形成升值预期，升值预期将导致投机资本的流入，从而对金融稳定造成冲击（如形成资产泡沫等）。其三，人民币升值将导致通货收缩的恶化。”针对这三个担心，文章分别提出自己的不同看法。例如，关于人民币升值对中国贸易顺差的影响，文章指出：第一，中国对外贸易以出口加工工业为主导。出口加工工业产品的主要特点是进口含量高。由于进口价格的下降，出口加工企业的盈利性不会受到人民币小幅升值的严重影响。第二，中国出口商品的价格弹性从总体上相当低。中国出口商品价格的有限变动不会导致消费者对中国商品需求的重大变化。第三，反对升值的经济学家认为，贸易顺差主要是因为储蓄高于投资，而不是因为贸易品的价格偏低。照此逻辑推，结论恰恰应该是：人民币小幅升值对中国的贸易差额不会造成严重影响。不难看出，文章支持人民币有限升值的理由同我在东亚金融危机期间反对人民币贬值的理由是一致的。我希望人民币升值的另一个重要理由是，不希望外汇储备过多，以致因美元的贬值而遭受损失（《美元贬值和外汇储备安全》，2005年1月）。^①

具有讽刺意味的是，在此文中这些用于支持人民币有限升值和在前述1998年文章（《日本的经济形势和人民币汇率政策》）中用于

^① 还可参见《美元对日元的汇率及其长期变动趋势》（《中国经济时报》，2002年3月2日，余永定：《我看世界经济》，生活·读书·新知三联书店，2004年，第391页）