

周其仁 著

# 货币的教训

汇率与货币系列评论

ESSAYS OF EXCHANGE RATE AND MONEY



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

周其仁 著

# 货币的教训

汇率与货币系列评论

ESSAYS OF EXCHANGE RATE AND MONEY



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

## 图书在版编目(CIP)数据

货币的教训:汇率与货币系列评论/周其仁著. —北京:北京大学出版社,2012.1

ISBN 978 - 7 - 301 - 14480 - 0

I. ①货… II. ①周… III. ①金融市场 - 中国 - 文集 ②汇率政策 - 中国 - 文集 IV. ①F832 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 270318 号

书 名:货币的教训——汇率与货币系列评论

著作责任者:周其仁 著

责任编辑:郝小楠

标准书号:ISBN 978 - 7 - 301 - 14480 - 0/F · 3015

出版发行:北京大学出版社

地 址:北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址:<http://www.pup.cn>

电 话:邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

出版部 62754962

电子邮箱:em@pup.cn

印 刷 者:三河市北燕印装有限公司

经 销 者:新华书店

965 毫米 × 1300 毫米 16 开本 18.5 印张 254 千字

2012 年 1 月第 1 版 2012 年 1 月第 1 次印刷

印 数:00001—10000 册

定 价:36.00 元

---

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010 - 62752024 电子邮箱:fd@pup.pku.edu.cn

## 前 言

准备就汇率和货币问题写一系列评论,是去年春节时的念头。那时,在《经济观察报》开设的专栏已经停了好长一段时日,编辑正催我重新开工。写专栏这回事,停下很容易,重开就难了。开了工再停下,好像也容易。想来想去,决定选“系列评论”,无非是要给自己增加一点开工复停的成本,好逼自己就范。

到北大任教以来,先后写过三个系列评论。第一个是1998年开始参与电信市场开放竞争的讨论,当时在《财经》杂志开的头。胡舒立以“未完待续”之法,逼我在该刊连发三文,举出了“三网合一、数网竞争”的标语。电信网络向来是政府独家垄断的领地,主张数个电信网络彼此展开市场竞争,要阐述的理由当然不少。于是,接着在《经济学消息报》开始一篇接一篇讲述意犹未尽的话题,中心题目还是电信基础网络为什么也可以开放。总共写了十多篇,加上先前发表过的,集成一本小书由三联书店出版,书名就叫《数网竞争》。

过了几年,故伎重演。这回系列评论的主题是“农民收入”。当时关于农民收入增长低迷有不少讨论。自己出身杜润生门下,怎么算也与农民问题脱不得干系。当然,离开农口数年,在美国大学图书馆里读了几年书,再转到北京大学任教,不免就想选一个理论性的题目来舞枪弄棒。选用的是费雪的理论框架,把“收入”看做是得到法律界定和市场交易再界定的资产提供的服务。在此框架下,农民收入问题,要从农民拥有资产的权利界定状况里去找寻原因和改善的办法。那个系列(“农民收入是一连串事件”),一口气写了20篇,外加余言6篇,一并收到《收入是一连串事件》,由北大出版社出版。销售记录表明那本小书卖得还不错,也许逛书店的朋友一看“收入”当头,先买进一本再

说吧。

第三个系列评论集中于医改。大约 2003 年以后，香港和内地的一些医改论者把大陆的“看病贵、看病难”，诊断为“医疗服务领域市场化的恶果”。他们开出的“药方”，当然是反市场化之道的由政府包办医疗。一时间，医改讨论铺天盖地。一些对改革开放以来的中国经验毫无认知、连实际生活常识也好像不那么多的“专家”，煞有其事地要为 13 亿中国人设计“整体医改方案”。这倒给我提供了一个调查研究的题目，从头探查医疗服务的行为、问题和令公众不满意现象的根源。这组评论写了 41 篇，集结成书《病有所医当问谁》。有一次我自己要买两本送人，到书店里找时，发现它被陈列在医书的书架上。

这三个系列评论，写出了一些心得。第一，选题要集中，为读者广为关心；第二，作者要有持久探查的热情，至少为了满足自己的求知欲，有决心着手连续的调查；第三，内容可以分层次，容许细细道来，久说也不那么令人生烦。这三样，缺一不可。如果不是热门话题，关心的人太少，一般不宜选来作为系列评论之题。很多舆论的热议，问题的内涵不够，讲不了几句就没啥好讲的了，也不适宜。最要避开的，是自己懂得不多却又没有探查的持久动力，上手开了篇，最后自己坐蜡，收不了场的。

掂量再三，“汇率与货币”够分量。首先，拜外国政要和舆论鼓噪之福，人民币汇率升值问题早就被炒得沸沸扬扬。由此带来的思维惯性，是不少人认为人民币汇率问题是“对外的”，属于中美经济关系、中欧经济关系或中国与全球经济关系的范畴。这就给本系列评论造就了一个阅读方面的“市场”，因为我的认识，汇率问题也对内，或者说首先对内，属于一部分中国人与另外一部分中国人的经济关系问题。把“汇率”与“货币”（准确地讲，是探查“人民币汇率稳定”与“人民币币值稳定”之间的关系）联系到一起，问号有吸引力。

其次，汇率和货币问题深不可测，专家自有越讲越深的理由。要拿到报刊上来公开讨论，作者自己先要弄懂、弄通。我是讲过“懂钱容易

懂货币难”的,那是说我们对拥钱在手的那一段也许还有直接经验,一旦把钱花出去,大家关心的就是换回来的商品,而对流入他人之手的钱反倒就不那么关心了,所以谁也没有跟着钱在市场里转来转去转到底的经验。“货币”者,偏偏就是流通中的钱。从已知的“钱”向未知的“货币”前进,是知识上的深度探查,大有可为也。

最后,货币的现象与本质,以及不同货币之间的价格(汇率)变化,涉及的层面既广且深,展开分析的层次当毫无问题。这点考虑也为事后的经验所证明。翻阅这组系列评论,从“人民币汇率究竟是怎样形成的”这么直白的问题入手,转向实际形成人民币汇率的中国外汇交易中心的制度特征,转向央行和基础货币在人民币汇率稳定中所起的决定性作用和后果,转向当代为什么守不住固定汇率,转向我国货币的主动超发到被动超发,再转向本轮通胀的由来和后果应对,才几个层面呀,已写出去几十期了。

题目受关注、自己有探查的决心和热情、内容允许分解层次,那就开工吧。专栏刊出以来,据说读者的反映还好。元旦前《经济观察报》刘志坚总编和栏目责任编辑殷练女士约我餐叙,态度客气,鼓励继续。我心知肚明,与两位的交情归交情,但市场还是市场。这家报纸不靠订户靠零售,最后要读者买账才算数。这次,《南方周末》横向评选,对我这组尚未完成的系列评论也礼遇了一下,分明也是代表读者带给作者的鼓励。要说有对不住的地方,是在栏目下开列了邮箱,但基本上没有看,更没有回复读者发来的问题。不是漠视读者意见,而是在习惯上,探查一个问题时全神贯注,把自己以为搞明白的先写下来,等到全部刊出可以集结之时,再认真看了各方意见,全盘做一修订吧。

读者也许关心这个系列评论还有多少没写完,老实讲,我也不知道。大体想过还要转几个层面,包括人民币汇率机制改革策略的选择,以及一旦无须拿基础货币受汇率之后,人民币本身以什么为锚。不确定的地方是,本轮通胀还在发展,派生出来的题目想回避也回避

不了。这也算新的经验：实际经济情况、题目以及待探查一起在变。从经济研究的角度看，当下的中国真是遍地黄金，我等有幸生逢其时。

（本文原刊于《南方周末》2011年2月11日，题目为“《汇率与货币系列评论》的途中手记”）

# 目 录

## 第一部分 人民币汇率之争

口水能定汇率吗? .....	3
形成人民币汇率的市场特征 .....	6
央行购汇的支付手段 .....	9
央行负债的经济性质 .....	13
如此辛苦为哪般? .....	17
“汇率稳定”与“币值稳定”的纠葛 .....	21
守不住的固定汇率 .....	24
固定汇率与浮动汇率之争 .....	28
当代庞统的连环策 .....	32
这世界刮的是什么风? .....	37
人民币不能以美元为锚 .....	41
人民币盯美元的由来 .....	45

## 第二部分 货币是怎样炼成的

被动超发货币的教训 .....	51
出口导向的国内平衡 .....	55



货币老虎越养越大 .....	59
货币无侥幸 .....	63
政府投资与“货币创造” .....	67
银根与“土根”的纠结 .....	71
货币运动两个圈 .....	75
货币调控的中国特色 .....	78
政府主导投资的经济性质 .....	82
货币是怎样炼成的？ .....	86
流动性创造流动性 .....	89
“不差钱”有什么不妥吗？ .....	93

### 第三部分 治理通胀之道

通胀没有那么多的类别 .....	99
高价不抱无缝的蛋 .....	103
货币稳健不应该是短期政策目标 .....	107
水多了加面 .....	111
“货币深化”与改革的风风雨雨 .....	115
转让权影响货币数量 .....	119
加息的不同含义 .....	122
央行与商业银行的关系 .....	126
黄金管得住超发货币的冲动吗？ .....	130
民间的金本位 .....	134
从海外代购到境外直购 .....	138
扩大进口 抑制通胀 .....	142
通货膨胀与农民 .....	146
伊拉克蜜枣与治理通胀 .....	150
管价限购无助于治理通胀 .....	155

财政稳健是货币稳健的条件 .....	159
--------------------	-----

#### 第四部分 货币制度重于货币政策

大刀阔斧改汇率 .....	165
用什么把基础货币换下来? .....	169
财政购汇的三条筹资通道 .....	173
人民币汇率问题的重心所在 .....	177
在真金白银的约束下利害计算 .....	181
人民币以何为锚? .....	185
美元之锚的历史变化 .....	189
以央行行长为锚的货币制度 .....	194
人民币当然要择善而从 .....	198
货币准则才是问题的根本 .....	202
货币制度重于货币政策 .....	206

#### 第五部分 录以备考

毫不含糊地反对通货膨胀 .....	215
通货膨胀与价格管制:谨防一错再错	
——在 CCER 中国经济观察第 12 次报告会的发言 .....	225
货币、制度成本与中国经济增长 .....	232
货币不能大松 .....	244
还算“适度宽松的货币政策”吗? .....	247
货币似蜜,最后还是水 .....	250
保持人民币币值稳定是第一要务	
——对话《第一财经》记者 .....	253

以货币深化缓解通胀压力

——对话《金融周刊》记者 ..... 259

避免最糟糕的政策组合

——与《中国改革》记者的对话 ..... 267

过去十年是开放政策收获的十年

——《21世纪经济报道》十年专访稿 ..... 275

## **第一部分 人民币汇率之争**



## 口水能定汇率吗？

汇率者，不同货币之间的市场价也。譬如近来又吵得沸沸扬扬的人民币汇率，无非就是多少人民币换一美元的市价问题。从变化的趋势来看，用比今日之汇价更少一点的人民币就可换得一美元，人民币就是升值了。反过来，要用更多的人民币才换得同样的一美元，人民币汇率则是贬了。

市价有什么好吵的呢？在日常生活里，你我不是天天要进市场、时时要与市价打交道吗？经验很真实：早餐之价不要吵，铅笔文具之价不要吵，衣帽鞋袜之价也不要吵。市场之道，可以讨价还价，但不需要吵。讲不成价钱也好办，买卖不成仁义在，还有下回哩。从没见过“白菜升值派”，隆重其事写下白菜应升值的理论及其政策主张的——卖白菜的只要对其他买家的光顾信心满满，不改口自己的出价就足够了。

是不是汇率涉及与老外的生意，所以就非吵不可呢？也不尽然。今年1月到达沃斯开会，来回搭乘德国汉莎航空的班机。作为购票者，我的立场摆明是希望自己口袋里的人民币对汉莎机票升值的。无奈寻来比去，同等条件下没有他家航空公司可选，只好屈从汉莎公司——那分明可恶的人民币贬值派。相比之下，成都远郊的农民比我本事大：他们也是人民币对可口可乐汽水的升值派，却足不出村，就可以在那里的小卖店购得只有城市销价五分之一的可口可乐。胜利可不是吵来的，那只是因为其他竞争者逼得可口可乐不敢多要一分钱！

市场之价为什么无须争吵？我的理解，市场其实是一套靠行为定价的游戏。天下买家大同小异，差不多个个天生都是自己持有货币的升值派。卖家也大同小异，都是顾客手持货币的贬值派。问题是，市场里的升值贬值不需要吵，各方出价就是了。横竖买家与买家争、卖家与

卖家争。至于升值派能不能赢,决定的因素是卖家营垒的竞争程度是不是压过了买家营垒的竞争程度。若是,吵也没有用,买家所持货币终究要升值;若不是,吵得再凶,买家的货币也挡不住对卖家的商品贬值。

这是说,凡能够以行为定价钱的,吵闹就多余了。从这点看,市场就是以出价竞争的行为代替口水争议与政治辩论的一套制度。是的,古往今来,自发的市场熙熙攘攘,但绝不吵吵闹闹,一般不是好勇斗狠之士喊打喊杀的好去处。不是在市场里没有利害关系,无论中国人与中国人,中国人与外国人,还是外国人与外国人,买卖各方的利害分歧,与生俱来并亘古不变。但是,有了市场制度,可以出价定胜负,吵闹就多此一举了。

人民币汇率究竟中了什么招,要这样吵了又吵的?远的不提,1997年亚洲金融危机,过不了多久就传来“国际声音”:人民币不要贬。五年后,国际呼声转为“人民币要升值”,而同情中国的老外学者,一般说人民币升值绝不可取。国际上开吵,国内也跟着吵,升值派与不升值派营垒分明。也有学者开始主张人民币绝不能升值,等到政府决定于2005年7月开始小步升值,又说缓升也许是必要的。再过三年,全球金融危机横扫神州大地,人民币升值之声让位于全球救市。不过还真有人倒回去算,说人民币升值是比美国金融危机还要厉害的中国经济杀手!又过了一年,“后危机时代”幡然来临,人民币升值的呼声重起。这回动静可大了:从诺贝尔经济学奖得主、百多位美国议员,直到美国总统,一起放话要人民币升值。冷眼看上去,正派反派的论据无数,却不见有人问出缠绕我心头好几年的一个问号:他们为什么吵架而不出价?

我的这个问题是冲着升值派去的:你们要是真的主张人民币升值,何不带头——然后带领所有赞同升值主张的人们——大手以美元买人民币呢?此处的经济逻辑很简单:大手以美元买人民币的“买压”,总比大呼小叫人民币必须升值的“言压”管用吧?众君子动口不动手,难道人民币汇率真可以靠叫喊升值?我的问题也是冲着人民币绝不升值派去的:要是真主张人民币不升值,大手拿人民币买美元不就得了?!更一般地,我的问题是冲着所有“有汇率主张”的人们去的:请用出价行

为,而不是犀利的言辞来表达阁下的主张。

说来不容易相信,我的问题来自一次令人尴尬的经验。那时听一位朋友讲述人民币绝不应升值的理由,他讲得实在头头是道。我知道他海外归来,便问他自己是否多持一点美元。不料他很吃惊:早把美元卖掉了呀!受此刺激,我以后听到“主张”就非联想到“行为”不可。蒙代尔说人民币汇率不可升,我想问他为什么减少在美国的时间到中国来领北京绿卡?克鲁格曼说美国唯有压迫中国升值,我想问是否他也接受以人民币计价的美国薪酬?130位美国众议员联名要美国财政部把中国列为汇率操纵国,我想问他们干吗不来点真格的,干脆拿美国的黄金储备换他个几十万亿人民币?看来,人们还真的不太把经济学当回事。这门以解释行为为己任的经验科学,最起码的坚持就是把人们的行为——而不是人们的言辞,尤其是人们关于自己行为的言辞——作为研究的对象。

我的问题说到底还是冲着自己来的:在热烈地争论人民币汇率应该这样、应该那样之前,我们搞清楚人民币汇率实际上究竟是怎样决定的了吗?容我强调一句:不是这样或那样的“汇率主张”,而是在每个平常交易日早上9点15分,由“中国人民银行授权中国外汇交易中心公布”的那个“美元对人民币汇率的中间价”(2010年4月12日为1美元对人民币6.8259元),实际上到底是怎样形成的?

2010年4月14日



## 形成人民币汇率的市场特征

把世界吵得翻天覆地的人民币汇率,是在一个中国的市场上形成的。这个市场叫中国外汇交易中心,总部在上海外滩中山北一路15号,曾经的国民政府中央银行和后来的华俄道胜银行所在地。与纽约、伦敦、东京那些外汇市场不同,中国外汇交易中心是一个有形市场,加上历史不长,容易观察,弄清来龙去脉不算太大的难题。

1994年前的中国早有外汇交易,但没有统一的市场。那时,人民币换美元的需求是通过两条轨道来实现的。第一轨是计划轨,就是按政府的官方牌价结汇。不论企业还是个人,有了外汇收入,都要以政府规定之价,结算给政府。那时的人民币估值很高,应该是那时中国的创汇能力不足,而政府又希望以较少的人民币代价购得全部外汇。不过,这样打算盘有一个代价,就是谁也不愿积极创汇。政府低价购汇,如同当年低价收购农副产品一样,妨碍了生产者努力创汇的积极性。

逼来逼去就逼出了第二轨。路径大体如下:国家从80年代开始逐步提高购汇牌价,然后又推出“外汇留成”制度,即允许创汇企业留下一个比例(20%)的外汇自用,并可以把这部分留成的外汇,拿到“外汇调剂中心”去,看有没有谁的出价比官方外汇牌价更高。由于低于真实市价的“平价外汇”短缺,需求就永远旺盛。大家你争我夺出价,把计划外的外汇调剂价格拉高了。外汇双轨制应运而生:牌价外汇5元多兑1美元,调剂中心的可以8元、9元甚至10元兑1美元!后者才是市场,因为凡想多要美元的,无须喊叫,也无须左打报告右审批,拿人民币出价就是了,游戏规则是在调剂中心里出价高者得外汇。

拜改革开放大潮之福,外汇市场轨的力量越来越大。到1993年中国第一次汇改的前夜,中国全部外汇的80%来自调剂中心即市场轨,仅