

主编：余永定 何 帆

WHITHER RMB

CURRENT PROBLEMS
AND FUTURE ADJUSTMENT

人民币悬念

人民币汇率的当前处境和未来改革

中国青年出版社

WHITHER RMB

主编：余永定 何 帆

人民币悬念

人民币汇率的当前处境和未来改革

CURRENT PROBLEMS
AND FUTURE ADJUSTMENTS

中国青年出版社

(京)新登字 083 号

图书在版编目 (CIP) 数据

人民币悬念：人民币汇率的当前处境和未来改革/余永定，何帆主编. —北京：中国青年出版社，2004

ISBN 7-5006-5511-8

I. 人... II. ①余... ②何... III. 人民币 (元) - 汇率-研究 IV. F822.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 000013 号

*

中国青年出版社出版 发行

社址：北京东四 12 条 21 号 邮政编码：100708

网址：www. cyp. com. cn

编辑部电话：(010) 64034349 邮购部电话：(010) 64049424

北京中科印刷有限公司印刷 新华书店经销

*

880 × 1230 1/32 7.75 印张 2 插页 180 千字

2004 年 1 月北京第 1 版 2004 年 1 月北京第 1 次印刷

印数：1—8,000 册 定价：13.00 元

本图书如有任何印装质量问题，请与出版处联系调换

联系电话：(010)64033570

雄狮书店：(010)84039659

目 录

前言/1

谁在制造人民币升值论(覃东海 何帆)/6

中国是东亚地区的稳定力量

还是通缩压力之源

(罗纳德·麦金农 甘瑟·施纳布尔)/21

为什么人民币需要升值(关志雄)/56

消除人民币升值恐惧症(余永定)/71

日本汇率政策失败所带来的教训(黑田东彦)/90

人民币被低估了吗? 人民币

均衡汇率:现状与运动趋势(张斌)/98

如何应对人民币升值压力(何帆 张斌)/120

解析人民币钉住美元制(李婧)/140

退出钉住汇率制的最佳时机和步骤

(何帆 邓宝凌)/145

如何进一步完善人民币汇率形成机制

(张斌)/167

开放中国的资本帐户:排序理论的

国际发展及对中国的启示(张志超)/186

后记/241

前言

从 2002 年起,中国社会科学院国际金融研究中心就已经确定了人民币汇率为重点研究的问题之一。这个选择是基于以下几个方面的考虑:(1)从 2002 年以来,国际上要求人民币升值的舆论就已经初见端倪。我们预期,要求人民币升值的国际舆论将会逐渐升温,这将成为中国政府不得不面对的新问题。如何看待国际上的人民币升值舆论?需要经济学家们做出实事求是的分析;(2)从种种迹象能够看出,市场上对人民币升值的预期已经出现。过去很长一段时间,由于人民币汇率一直保持固定,所以人们对于汇率风险似乎已相对淡忘,升值预期的出现提醒投资者和企业,需要重视汇率风险,并分析汇率风险对于微观经济行为的影响;(3)从理论上讲,人民币汇率问题也充满挑战性。由于中国正处于经济转轨和对外开放的过程之中,汇率制度、国际收支等问题均具有其特殊性和复杂性。比如,我们曾经关注过中国经常账户和资本账户的双顺差、中国外汇储备的最优规模、中国的资本外逃、中国和其他东亚国家间汇率制度的关系和 FDI 对中国国际收支可能产生的影响等问题。当人民币升值压力逐渐升温之后,我们意识到可以以汇率研究为主线,将我们所关注的各个问题串起来,形成一个较长时间的研究计划。

最近两年内,国际金融研究中心集中力量,从几个方面展开了对人民币汇率的研究:(1)为了回答人民币是否应该升值的问题,首先应该寻找人民币的合理水平。国际上通行的方法是计算均衡汇率,我们根据国际上较为先进的模型和方法,结合中国的最新数据,估计了人民币均衡汇率水平及其变动趋势,并探讨了人民币均衡汇率水平变化的原因;(2)汇率水平的变化将对中国经济的各个方面产生深远影响,比如人们普遍担心人民币升值将影响到中国的出口、经济增长、FDI 流入甚至物价水平等,我们对这些问题进行了较为全面的分析,这些分析实际上有助于消除人们对汇率调整的某些疑虑;(3)比汇率水平的调整更为重要的是汇率制度的改革。我们长期以来一直在进行这方面的研究,比如在余永定教授的指导下,李婧的博士论文研究的就是关于人民币钉住美元汇率制度的利弊分析。2002 年我们还选派姚枝仲博士到日本一桥大学,和著名的国际金融学家 Ogawa 教授一起研究钉住一揽子货币汇率制度中的各种技术性问题。如何寻找最适合中国国情的汇率制度,以及在进行汇率制度调整的过程中需要注意哪些问题,这都是我们将要继续研究的;(4)我们所一直关注的相关问题,如人民币资本账户可兑换的次序、如何提高资本管制的有效性、人民币国际化和加强东亚区域货币合作等,都有助于我们形成对人民币汇率问题研究的全方位的视角。

在短短不到两年的时间里,国际金融研究中心围绕人民币汇率问题发表了 10 多篇学术论文,在各种媒体上发表了大量的经济评论并接受包括中央电视台、国际广播电台、《人民日报》、《中国证券报》、《经济观察报》、《南方周末》等多家媒体的采访,引起了较大的反响。我们围绕人民币汇率问题召开了很多次学术研讨会,并产生了较大影响,比如我们和日本产业经济研

研究所共同主办的人民币汇率国际学术研讨会邀请到了国际知名学者麦金农教授、关志雄博士和张志超教授,大家围绕人民币汇率和相关问题进行了激烈的讨论。我们还邀请到诺贝尔经济学奖得主、国际金融研究中心的学术顾问蒙代尔教授、日本首相经济顾问、前日本大藏省次官黑田东彦先生和在国际上被称为“日元先生”的前日本大藏省次官神原英资先生等学者到国际金融研究中心做有关的学术报告。我们关于人民币汇率的观点和建议,已经上报到国务院、人民银行总行、外汇管理局等有关部门,并引起重视。我们关于人民币汇率的一些对策研究,比如为建设部完成的人民币影子汇率研究,可能会对有关规则 and 政策的形成起到较为直接的影响。

本书集中收录了国际金融研究中心最近两年关于人民币汇率问题发表的 10 余篇论文,并根据文章的内容大致分为三个部分。第一部分讨论的是人民币升值的国际舆论。覃东海和何帆的论文《谁在制造人民币升值论?》回顾了日本、美国等国政府、国际学术界、国际金融界和相关国际组织关于人民币汇率的不同观点,并试图分析要求人民币升值的各种舆论的真实动机和依据。麦金农和关志雄的两篇文章是在国际金融研究中心举办的人民币汇率国际学术讨论会上提交的论文,这两位学者对中国经济的了解都很深入,远远超过了一些从未到过中国却对中国问题指手画脚的所谓专家学者。但是他们的结论并不一致,我们正是希望这种有价值的学术争论能够促进今后的汇率问题研究。第二部分集中分析了如何应对当前的升值压力。张斌的论文《人民币被低估了吗?》计算了人民币均衡汇率及其变动趋势,余永定的《消除人民币升值恐惧症》从汇率变动对出口、FDI、物价等的影响进行了深入分析,他同时提出,目前已经到了要对中国的经济发展战略进行反思的时候。黑田东彦的文章

《尼克松冲击和广场协议：日元升值的经验和教训》从一个亲历者的角度对日本当年应对升值压力过程中出现的失误和教训进行了反思，这对中国的决策者提供了宝贵的借鉴。何帆和张斌进一步地分析了升值的成本和收益，并对人民币汇率制度调整的几种备选方案进行了初步的比较。本书的第三部分是对未来汇率制度改革的若干研究。其中李婧的论文指出，人民币钉住美元制削弱了货币政策的效力，增强了实际经济部门的调节压力，使人民币汇率生成机制的市场化程度较低。从长远来看，在中国资本账户逐步走向开放的情况下，维持单一钉住美元制会越来越困难，成本会越来越高，所以，人民币汇率制度选择要有整体规划和设想，从固定走向灵活将是人民币汇率制度的改革取向。何帆和邓宝凌的文章分析了从钉住汇率制度退出的过程中需要注意的问题，并根据智利和泰国的案例分析了退出的成功经验和失败教训。张斌更为详细地探讨了各种汇率制度调整的方案。张志超教授以大量的文献和国外经验分析了人民币资本项目自由化的最优次序，而这也是人民币未来改革中必须要面对和解决的问题。

国际金融研究中心围绕人民币汇率问题的研究并没有结束，我们只不过刚刚开始。今后，我们的研究将从以下几个方面继续深入：（1）升值压力对货币政策的影响。央行实行冲销政策在何种条件下是有效的？从今后较长一段时间来看，冲销政策是否具有可持续性？（2）本书中的汇率制度研究仍然比较粗浅，我们正在进行一系列的研究，将对汇率制度中的更具体的问题，比如钉住一揽子货币制度中各种货币的最优权重问题进行更深入的分析。希望分析的结果能够提出具有可操作性的改革建议。（3）我们过去一段时间的研究表明，人民币汇率制度改革是当前宏观经济管理当局迫在眉睫的工作。人民币汇率形成

机制的市场化及更灵活、更具有弹性的人民币汇率、资本市场的开放是改革的主要趋势,完成这一改革必须有微观金融市场,尤其是健全外汇市场的支持,企业和银行将迫切需要相关的避险工具以规避汇率波动的风险。因此,建立、健全外汇市场(包括即期市场、远期市场、期权市场、期货市场)成为完善人民币汇率形成机制首当其冲的研究任务之一。我们的计划是把人民币汇率制度改革、中国外汇市场建设和外汇市场产品开发研究结合起来,从宏观到微观,从当前到未来,多个角度研究人民币汇率风险和相关的 外汇市场建设以及汇率衍生品开发等问题。

(4)完善汇率制度改革的前提条件之一是加强对资本流动尤其是短期资本流动的管制。如果没有有效的短期资本管制为中国的国内金融体系改革提供铜墙铁壁的保护,中国的对外开放和金融改革将险象丛生。但是,目前中国的资本管制存在结构上的缺陷,具体地讲,就是有些管制过严但实际效果不佳,有些又过于疏漏,可能会对未来的改革带来潜在的隐患。我们的主张是通过放松资本管制提高资本管制的有效性,即集中力量加强对短期资本流动的管理。

何 帆

2003 年 12 月 5 日

谁在制造人民币升值论？

章东海 何帆

一、问题的提出

世事如棋。一年前，国际舆论的热点话题还是“唱衰中国”，质疑中国的统计数据。一年后，国际舆论已经四处密布“中国威胁”的阴云，在这种背景下，“人民币升值”的外部压力悄然升温。要求人民币升值的较早言论，一是在2001年8月7日英国《金融时报》上的文章《中国的廉价货币》（*China's Cheap Money*）；二是在2001年9月6日《日本经济新闻》上的文章《对人民币升值的期望——中国威胁论的升级》。其后，日本的政府官员开始在不同场合力促人民币升值。2003年6月和7月美国财政部长斯诺（John Snow）和美联储主席格林斯潘（Alan Greenspan）先后正式表态，希望人民币更具弹性。2003年7月，ASEM会议的亚欧财长会议上，欧洲中央银行总裁德伊森贝赫（Wim Duisenberg）和欧洲委员会主席普罗迪（Romano Prodi）也加入了人民币升值论的合唱中。美欧官方的正式介入使得对人民币汇率问题的争论进一步升温，《经济学家》、《华尔街日报》、《纽约时报》、《金融时报》等西方主流媒体开始展开争执。国际货币基金组织（IMF）、世界银行（WB），以及国际清算银行

(BIS)也纷纷发表意见。包括蒙代尔(Robert Mundell)、克鲁格曼(Paul Krugman)、麦金农(Ronald McKinnon)在内的一些著名经济学家,或以经济评论、或以专业论文的形式展开讨论。

突如其来的人民币升值外部压力反映出两个问题:首先,中国经济已经从原来的自给自足转变为世界经济舞台上的重要角色。尤其是作为一个正在逐渐崛起的发展中大国,中国势必会引起其他各国的普遍关注,这其中更是因为掺杂了国际经济格局的调整而变得愈为复杂。其次,近年来,世界经济一直处在相对低迷的状态,美国经济复苏乏力,欧洲经济沉痾不起,日本经济陷入了“失去的十年”,在这种背景之下,贸易保护主义悄然抬头。尤其是,受到国内利益集团的压力,各国政府试图借人民币汇率大做文章,满足国内某些利益集团和部分选民的述求。本文通过回顾最近出现的围绕人民币升值的国际舆论,试图回答以下几个问题:一是国际上要求人民币升值的原因何在?这种依据有几分真实?二是中国因素对世界影响到底有多大?这种影响对其他国家而言意味着什么?三是就未来而言,人民币何去何从?人民币汇率需要做何调整?人民币汇率制度需要做何调整?

二、日本方面的舆论

日本政府是呼吁人民币升值的始作俑者和急先锋。2002年12月2日,日本副财相黑田东彦(Haruhiko Kuroda)及其副手河合正弘(Masahiro Kawai)在英国《金融时报》上发表署名文章《全球性通货再膨胀正当其时》(*Time for a Switch to Global Reflation*);2002年2月22日,日本财务大臣盐川正十郎(Masajuro Shiokawa)在OECD七国集团会议上向其他六国提交通过提案,

要求逼迫人民币升值。2003年3月2日,《日本经济新闻》发表文章称“中国向亚洲国家输出了通货紧缩”。

——日本要求人民币升值的主要理由是中国向全球输出了通货紧缩。黑田东彦和河合正弘的文章具有代表性。他们在文章中强调了三个方面:(1)新兴市场国家,主要指中国和其他东亚国家进入国际贸易体系,产生了巨大的通货紧缩压力。由于新兴市场国家的加入,国际市场上的供给能力扩大,导致工业化国家的物价急剧下跌,企业和家庭的实质债务增加,并危机到金融系统的稳定性,使得政府的财政压力加大。而且,总需求下降对价格的进一步向下压力有引发螺旋式通货紧缩的危险。(2)中国正在输出通货紧缩,而且这种影响不局限在它的邻国。由于出口急剧增长、国内的价格紧缩以及钉住美元的汇率制度,中国正在向全世界输出通货紧缩。(3)在应对全球性通货紧缩方面,美国、欧洲、日本分别采取了各种形式的通货再膨胀政策,现在也应该包括中国。中国是最大的新兴市场国家,有责任为稳定世界经济做出贡献,也符合其利益。如果中国政府不能严格限制出口,那么为了扭转国内通货紧缩局势,应该采取扩张性的货币政策,或者是让人民币升值。

中国是否向全球输出了通货紧缩?经济学理论和统计计量分析给出的答案都是否定的。首先,目前国际货币体系的一个显著特征是全球美元本位^①特征下的“中心—外围”架构,是“中心”国家的国别货币充当世界货币的信用本位制度。在这种体系下,通货膨胀和通货紧缩的传递机制完全不同于金本位制,只能由“中心”国家向“外围”国家单向传递。麦金农和施纳布尔

^① 麦金农定义了全球美元本位特征并探讨了其建立过程,参见:McKinnon, Ronald(2002):“The East Asian Exchange Rate Dilemma and the World Dollar Standard.”(<http://www.stanford.edu/~mckinnon/papers/ADBPaper.pdf>)

(McKinnon and Schnabl)指出,如果是金本位制,中国快速的经济增长以及对基础货币的需求会消耗掉世界上其他国家的黄金,从而引起世界性的通货紧缩,就像美国、德国在 19 世纪晚期的快速经济增长造成了 1870 年代到 1896 年世界范围内的通货紧缩那样。现在,由于全球金融体系是以美元为本位货币,除非美联储减少基础货币供应,否则不会出现货币短缺的现象。因此,世界范围的通货紧缩压力产生于美国的经济泡沫破灭以及美国的通货紧缩压力。其次,中国主要的贸易伙伴中的日本、欧盟均实行浮动汇率制,汇率变化能够很大程度上冲销中国物价对其国内价格的影响,中国缺少向这些国家输出通货紧缩的机制。最后,考虑到加工贸易因素,中国的出口总额大致占世界的 3%,而中国向美国和日本的出口也只占它们 GDP 总量的 1%~2%;中国出口的主要产品是轻工、纺织以及低端电子产品,而世界市场的价格下降主要是由计算机、通讯设备以及半导体价格下降引起的,中国的贸易规模和贸易结构决定了中国不可能对世界市场价格产生显著影响。^① Rogoff 指出,尽管中国在世界上的贸易份额增加了,并没有足够的证据表明中国输出了通货紧缩。通过向量自回归分析方法考察中国同其贸易伙伴之间的价格关系,中国台湾省和香港特区受到的影响最大(相对其他地区是最大的,但绝对影响仍然不大),新加坡其次,其他像马来西亚、泰国、印度和印度尼西亚等国基本没有受到影响;对美国和日本具有可识别的影响,但是特别弱小。^② 关志雄指出,就日本的通货紧缩而言,一方面日本从中国的进口占其 GDP 比例很小,而且中国和

① 麦金农、施纳布尔(2003):《中国是东亚地区的稳定力量还是通缩压力之源?兼论鱼和熊掌不可兼得》,《比较》2003 年第 7 期。

② Rogoff, Kenneth (2003): "Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options—Findings of an Interdepartmental Task Force.", April 30, IMF.

日本在贸易上的竞争程度极低,因而中国的通货紧缩(或者与之相称的人民币升值)对日本物价的直接和间接影响都有限;另外,中国的通货紧缩和日本大致处于同一水平,与其说中国造成了日本的通货紧缩,不如说日本造成了中国的通货紧缩。^①

解决日本的通货紧缩需要的是其进行国内的痛苦改革,人民币升值实际上对日本有害无益,日本要求人民币升值的愿望是一种“损人不利己”,甚至可能是“损己利人”的行为。IMF 组织的一个研究团队提供了关于日本经济困难的一份研究报告。该研究指出,日本的通货紧缩反映了其经济的薄弱方面,即长期以来表现为低经济增长和需求转换迟滞为特征的经济弊病。来自外部的供给冲击并不是日本通货紧缩的原因。该报告还从金融部门改革、企业重组、财政政策、劳动力市场结构性变化、失业保险和社会安全网等方面进行分析并给出了相关的政策建议。^② 关志雄指出,中国的通货紧缩具有“良性通货紧缩”和“恶性通货紧缩”两方面的效果:一方面中国出口产品下降可能占据日本企业的部分国内市场(需求曲线左移);另一方面日本企业进口产品价格低廉意味着生产成本下降,虽然会导致物价下跌,但生产反而会出现增长(供给曲线右移)。考虑中国和日本的经济关系是互补大于竞争,人民币升值虽然会带来产品需求增大的正面影响,但生产成本上升导致的企业收益和生产减少的负面影响更大。因此,日本提出的人民币升值的要求的最初愿望是“损人利己”,效果可能正好相反——“损己利人”。^③

① 关志雄(2003):《为什么人民币需要升值:中国才是真正的受益者》,《比较》2003 年第 7 期。

② IMF(2003):“Japan; Selected Issues.” *IMF Country Report* No. 03/282, September.

③ 关志雄(2003):《为什么人民币需要升值:中国才是真正的受益者》,《比较》2003 年第 7 期。

表1 日本的主要宏观经济指标

	1999	2000	2001	2002	2003
GDP	0.2	2.8	0.4	0.2	2.0
私人消费	0.2	0.9	1.7	1.4	1.1
住房投资	0.0	0.9	-5.4	-4.8	-2.4
非住房投资	-4.0	9.7	1.1	-4.6	6.2
公共消费	6.0	-9.8	-4.2	-4.9	-7.8
出口	1.4	12.4	-6.0	8.1	7.7
财政赤字/GDP	-8.7	-8.5	-6.3	-7.8	-7.6
GDP 平减指数	-1.5	-1.9	-1.6	-1.7	-2.5
CPI	-0.3	-0.7	-0.7	-0.9	-0.3
失业率	4.7	4.7	5.0	5.4	5.5
日元/美元	113.9	107.8	121.5	125.2	116.5

资料来源: Burton and Lipschitz (2003): "Staff Report for the 2003 Article IV Consultation." Prepared by the Staff Representatives for the 2003 Consultation with Japan, July 29, IMF.

考察上表中日本的一些主要宏观经济指标,我们发现,日本的消费和投资全面萎缩,仅仅在出口方面表现正常。财政赤字严重,失业率居高不下,通货紧缩继续,日本经济面临的全面困境没有得到改善。在这种困境下,呼吁人民币升值一方面可以转移视线降低国内压力,另一方面也是希望增强其出口的竞争力,扩大出口刺激经济,也不排除完全是一种“恶意的嫉妒”。胡祖六认为日本不断呼吁人民币升值,或许是因为日本当局对于其国内经济结构顽症一筹莫展,而寄希望于廉价日元这根稻草。^① 关志雄就指出,期待人民币升值的论调,与其说是基于冷静分析后的战略考虑,不如应该理解为在经济政策步入死胡同的情况下而产生的一种“治标”疗法。^②

① 胡祖六(2003):《人民币:重估抑或浮动?》,《财经》2003年2月20日,总第77/78期,第113页。

② 关志雄(2003):《为什么人民币需要升值:中国才是真正的受益者》,《比较》2003年第7期。

三、美国方面的舆论

2003年6月和7月美国财政部长斯诺(John Snow)和美联储主席格林斯潘(Alan Greenspan)先后公开发表谈话,希望人民币选择更具弹性的汇率制度,认为钉住汇率制度会最终损害到中国经济。其后美国的商务部长、劳动部长也发表了类似观点,人民币升值的真正压力从日本转向美国。美国的一些利益集团,以健全美元联盟(Coalition for a Sound Dollar)为代表,在要求人民币重估方面的表现最为积极,美国方面的情绪随着斯诺9月访华而达到高潮。

美国方面希望人民币升值的主要理由是中国的货币操纵造成了美国严重的制造业失业问题。其分析思路为:中国存在严重的低估人民币的货币操纵行为,从而使得中国的制造业赢得了巨大的竞争优势,美国制造业发展出现萎缩,企业大量倒闭,带来了严重的失业现象。美国的经济学家和一些组织机构给出了各种判断,认为人民币低估了15%~50%不等。从2003年6月开始,健全美元联盟还抛出了每月一期的《亚洲货币操纵监控报告》(*Asian Currency Manipulation Monitor*)。在其6月、7月和8月推出的报告中均强调,中国、日本、韩国和台湾存在严重的货币操纵行为,东亚地区的货币操纵构成了美国制造业失业的主要原因。健全美元联盟中的成员像美国纺织业协会(ATMI)、美国林业和纸业协会(AF&PA)、国家制造者协会(NAM)以及制造业技术协会(AMT)均提供了相关证词。2003年7月美国参众两院议员代表联合给财政部长斯诺和布什总统写信,他们要求人民币升值的逻辑顺序为:首先,美国的失业率已经到了难以忍受的地步,到2003年6月美国的失业率已经达到了