

WHAT'S HAPPENING TO RMB EXCHANGE RATE

徐霜北 许正中 高常水◎著



人民币汇率

怎么了



中国财政经济出版社

# 人民币汇率怎么了

徐霜北 许正中 高常水 著

中国财政经济出版社

**图书在版编目 (CIP) 数据**

人民币汇率怎么了/徐霜北, 许正中, 高常水著. —北京: 中国财政经济出版社, 2011. 11

ISBN 978 - 7 - 5095 - 3185 - 3

I. ①人… II. ①徐…②许…③高… III. ①人民币汇率 - 研究  
IV. ①F832. 63

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 209383 号

责任编辑: 张 军

责任校对: 杨瑞琦

封面设计: 陈 瑶

版式设计: 兰 波

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: [cfeph@cfeph.cn](mailto:cfeph@cfeph.cn)

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 88190406 北京财经书店电话: 64033436 84041336

涿州市新华印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 12 印张 151 000 字

2011 年 11 月第 1 版 2011 年 11 月涿州第 1 次印刷

定价: 29.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 3185 - 3/F · 2695

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

质量投诉电话: 88190744

# 前 言

纵观世界经济进步史，每次经济危机都由新产业的诞生、产业结构升级和政府职能转变、社会治理模式创新作为补偿，此次肇始于美国次贷危机的全球经济危机，同样拷问和催生世界经济新秩序。美元的疲软、欧元的重振和人民币的国际化重塑着国际利益的交汇点和共同体，创新着全球经济政治运行新秩序。时至2011年上半年，世界经济整体形势仍不容乐观：欧债危机、美债危机、全球主权债务危机此起彼伏，深刻地影响着世界经济的走向与发展。欧债危机愈演愈烈，从周边国家向核心经济体蔓延；美债突破上限的法律虽已通过，但其不稳固的债务状况给本已脆弱的金融市场造成了新一轮的冲击，标准普尔近百年来首次降低美国评级。美国主权债务危机遗留下来的问题远远多于解决的问题，债务危机仍将潜藏风险；亚洲等新兴经济体遭遇输入性通胀威胁不减，美联储两轮量化宽松货币政策和全球大宗商品价格明显飙升两大影响挥之不去，全球经济滞涨风险持续增加。

## 欧美债务危机持续发酵

美国总统奥巴马2011年8月2日签署了提高美国债务上限和削减赤字法案。至此，持续数月的美国债务违约风波将暂告一段落。但是，美国的债务危机也许才刚刚开始，无关债务上限调整与否。现在国会增加额度，要求政府削减支出，既不利于本来就萎靡不振的经济复苏，也不会改变政府负债不断上升的趋势。债务上限得到提高，并不意味着美国已经躲过了债务危机的风险，更没有消除市场的担忧。国际评级机构标准普尔公司当地时间2011年8月5日宣布，将美国AAA级长期主权债务

评级下调一级至 AA+，这是美国首次丧失 3A 主权信用评级。可以预见的是，本次欧美主权债务危机的长期性和复杂性将带来各种溢出效应，成为悬于全球资本市场头顶之上的达摩克斯之剑。

世界经济完全被欧美债务危机绑架了，欧元区债务危机尚无缓解迹象，美国债务危机又起风波。评级机构的一连串行动给欧元区债务危机又泼了一盆冷水，欧美经济面临的险境更甚于 2008 年金融风暴。3 年前为应对国际金融风暴，美欧等经济体相继推出规模庞大的财政、货币刺激政策，美国更是连续两次启动量化宽松政策，遏制了危机进一步蔓延。刺激政策的后遗症正在持续显现，本质上看，应对 2008 年金融风暴的政策是结构转移，即把负债从金融部门转移到政府部门，债务始终没有消亡。只要我们认真看一看结果：

第一，失去政策刺激后主要经济体已显露疲态，而全球通胀压力逐渐增大，滞胀风险正在加码。

第二，债台高筑导致政治斗争造成政府决策缓慢。在欧盟，各成员国为了各自的国内政治利益而不团结。比如，默克尔在决策时就不得不顾及国内民意；而在美国，共和党和奥巴马代表的民主党为了 2012 年的大选，都在利用债务上限问题向选民们兜售自己的政策主张。

第三，逼迫欧美进行财政整顿，而货币宽松也几无空间。弹尽粮绝的政策制定者要么坐等经济自我修复，要么效仿美联储主席伯南克，用量化宽松赌明天。

### 人民币升值不是欧美债务危机的救星

所谓国际多边治理机构中的一些人认为，推进金融改革计划的一个先决条件是人民币进一步升值。鼓动升值的理由是可以放缓中国外汇储备增加的速度，从而减少注入到金融系统的流动性，中国经济因此可以稳固前行。进而鼓动说中国政府应该采用人民币升值来缓解通胀和房地产泡沫等风险，因为人民币升值可以帮助降低油价、食品价格和其他进口产品的价格。还说，仅靠现行的国际汇率机制安排，仅能在应对全球经济失衡方面发挥温和作用；而人民币被低估，则是阻碍了中国国内经

济再平衡的进程。

看上去真的是为人虑计、用心良苦啊。只消翻一翻最近的历史，我们就可以知道，2007年美国敦促越南盾升值来抗衡石油价格，结果是越南盾的升值速度赶不上原油的涨价速度，反倒让自己陷入了金融危机。

汇改以来，人民币不断升值。人民币升值解决不了欧美债务危机，一方面因债务国财政收支境况差，不得不“借债度日”；另一方面因经济衰退导致政府必须发更多债，依靠公共开支刺激经济。所说的纠正外部不平衡，除非回到经济学假设的最初起点，自由贸易、勤劳、公平和效率，否则皆是些经济掠夺的借口。对全球来说，如果各国GDP不能以正常的速度保持增长，新旧债务必然压制经济增长，而低增长又让偿还债务陷入难以为继的恶性循环，这是一种可怕的结局。美国经济史学家查尔斯·金德尔伯格在其名著《世界经济霸权1500—1990》中说，一个国家的经济最重要的就是要有“生产性”。历史上的经济霸权大多经历了从“生产性”到“非生产性”的转变，这就使得霸权国家有了生命周期性质，从而无法逃脱由盛到衰的宿命。

### 欧美债务危机推动国际货币体系改革

汇率机制不仅是国家经济的防波堤，也日渐成为国家间利益的转换器。此次经济危机以来，美国利用其发币权，打压日本产业、横圈中国钱财、挤压欧元空间。从希腊危机到欧洲“笨猪”四国（葡萄牙、意大利、希腊、西班牙）再到美债危机，都在为寅吃卯粮支付沉重的代价。欧元区部分国家债务高企是过去十年甚至更长时间累积的结果，解决债务危机需要的资金可能超过2万亿欧元，加上美债，全球所需要的资金高达5万亿美元以上，情急之下，谁不惦记中国3万亿美元的外汇储备呢？我们再仔细地想一想，这一轮欧美债务危机对中国的影响，不见得都是坏事情。美国主权信用评级下调，也将促使中国改变外汇储备资产的投资策略。中国进口的规模可能会增加，带动进口额的快速增长，这将在一定程度上减少国际收支顺差的压力，以此因应所谓国际治理机制关于“经常性账户”绵延不绝的游说。美国主权信用评级遭降，也是国际金融

危机爆发后市场机制的自我纠正和自动纠偏。发生在美国本土的次贷危机动摇了以美元为核心的金融体系，而美元债券的降级，则进一步松动了美元的信用，加上今后的贬值预期，必将使许多向美国出口的国际企业转为以其他货币结算，投资者也逐步投资其他货币以寻求更大的收益。以我们的见识能预见到的，世界人民曾经希冀的“新国际货币体系”，距离现实只能越来越近。

美国前国务卿基辛格说过一句话：谁掌握了货币发行权，谁就掌握了全世界。要减少损失，对外汇储备的主动管理已经不是好出路，那只是长城之内的固守。只有人民币适时地推出去，成为国际主币，才是最优途径。进取是最好的防御。对美债危机和疲软的欧元，越来越多的国家表达了改革国际货币体系的愿望，期待选择更多的国际储备货币的权利。这些正为人民币的国际化提供了机会和条件。我国充足的外汇储备也是人民币国际化的最好保障。要借鉴当年德国的经验，将外汇储备当做平准基金，以此调节马克汇率，最终使马克成为国际硬通货，进而为欧元奠定坚实的基础。

我们要将美国主权信用评级下调视做外部对我国加快经济结构调整的强大动力，抓紧转变经济发展方式，减少对出口的依赖，扩大国内的需求。积极地推动国际货币体系改革，增强人民币的话语权，创新国际货币新秩序，真正改善中国复兴的国际环境。

许正中

2011年8月于国家行政学院

# 目 录

## Contents

导 论 为什么要关心汇率 ..... ( 1 )

没有人能够告诉你该怎样做  
因为潜意识已经赋予了行动全部的策略  
如果愿意稍作停留  
我会告诉你为什么

第一章 全球流动性过剩 ..... ( 15 )

- 一、美元本位的确立 ..... ( 17 )
- 二、国际货币体系面临危机的根源 ..... ( 19 )
- 三、美元贬值推动人民币升值加速 ..... ( 23 )
- 四、全球流动性膨胀导致人民币面临升值压力 ..... ( 28 )
- 五、美元本位制的可持续性和超主权货币的未来 ..... ( 29 )

世上哪有那么多的不平  
趴在上流饮水的狼  
声声警诫下游的羊  
污了清洁的水源  
就是吃掉你的因缘

第二章 贸易顺差下潜伏结构危机 ..... ( 37 )



一、美国要求人民币升值的基本观点 .....	( 38 )
二、汇率问题并非中美贸易失衡的根本原因 .....	( 40 )
三、贸易失衡及其汇率效应 .....	( 42 )
四、谁是贸易失衡真正的赢家 .....	( 46 )
五、“贸易失衡”中国获利几何 .....	( 48 )
六、怎样对减贸易失衡 .....	( 50 )
七、全球经济失衡的原因 .....	( 55 )

要是看不到泛滥的洪流  
是因为没有预见漫天的雨云  
要是不筑牢低洼的堤坝  
潜蚀大基的暗流将在这里涌出

### 第三章 低利率之痛 .....

---

一、较低国内利率水平转化为汇率压力 .....	( 61 )
二、“广场协议”后的日本宏观经济：进退两难的货币 政策 .....	( 65 )
三、如何协调中国汇率政策与货币政策的冲突 .....	( 72 )
四、利率政策和经济形势 .....	( 73 )

松一松握紧钱袋的双手  
让辛劳都有回报  
不为富裕文明的乌托邦  
也要想一想  
販售花哨产品的时候  
是谁在最终担当

### 第四章 工资与劳动生产率的渊藪 .....

---

一、三个红利 .....	( 80 )
--------------	--------

二、人口红利正传 .....	( 83 )
三、制造业工资水平与劳动生产率非协调增长 .....	( 91 )
四、“低成本”压力源 .....	( 94 )
五、工资与国家竞争力 .....	( 97 )
六、提高工资的困境 .....	( 98 )
七、工资能顺利提高吗 .....	( 101 )

世界真的很小  
 几户人家挤得满当  
 我家节俭  
 辛劳了多年的积蓄  
 常常借贷与他家  
 他家富贵  
 过惯了富裕的日子  
 有钱还在处处打白条

<b>第五章 外汇储备持续增长只是个结果 .....</b>	<b>( 107 )</b>
一、过量外汇储备形成汇率升值压力 .....	( 107 )
二、外汇储备持续增长只是个结果 .....	( 109 )
三、升值预期促进外汇储备增长 .....	( 110 )
四、超额外汇储备的策略与原则 .....	( 111 )
五、简要评述“高储蓄两难” .....	( 114 )
六、积极作用与风险 .....	( 115 )
七、人民币升值预期压力下外汇储备管理途径 .....	( 117 )
八、外汇储备管理的财政政策战略 .....	( 119 )

如果策略集合里有三样  
激进  
保守  
抑或中庸  
你准备怎样选择

**第六章 汇率政策终将何去** ..... (137)

有人说溪水窄浅  
有人说大河深急  
终究要涉过横在眼前的水流  
你可曾确切知道自己的水性

**第七章 看看他们的办法** ..... (147)

- 一、德国的成功 ..... (147)
- 二、迷失的日本 ..... (153)
- 三、同途殊归的德和日 ..... (156)

请原谅这冒昧的提议  
既不是来自经验的蚂蚁  
又不是来自逻辑的蜘蛛  
辛劳的蜜蜂坚信  
那些逝去的光辉岁月  
正在昭示伟大时代的到来

**第八章 汇率正途是沧桑：人民币国际化** ..... (161)

- 一、人民币市场 ..... (161)
- 二、人民币国际化的条件 ..... (164)
- 三、推进人民币国际化的主要措施 ..... (166)
- 四、人民币国际化：汇率的正途 ..... (169)

主要参考文献 ..... (173)

后 记 ..... (179)



## 为什么要关心汇率

正如所有宏大叙事史诗的序幕，波澜壮阔的背景总能抓住听众的心。新世纪的第十年，世界经济的状况着实让经营资本牟利的经济学家（请允许这样出于礼貌的称呼）心灰意冷。至于我们的人民，正在勤奋和勇敢地直面无度的贪欲和掠夺所造成的灾难，在所能表述的泛经济学词汇中，我们成为发展不平衡的替罪羊。汇率已经成为挥霍者“再平衡”的工具，并将继续成为“再平衡”的借口。让我们荡开思路，从中国国内的宏观经济开始汇率之旅。

为什么通货膨胀的压力越来越明显呢？2009 年国家公布的两年中央新增投资 1.18 万亿元带动总额 4 万亿元投资计划。与此配合，2009 年人民币贷款年末余额增至 40.0 万亿元，同比增长 31.7%，增速比上年高 13.0 个百分点，比年初增加 9.6 万亿元，同比多增了 4.7 万亿元。这一组摘自中国人民银行官方网站 [www.pbc.gov.cn](http://www.pbc.gov.cn) 《2009 年第四季度中国货币政策执行报告》只不过说明，适度宽松的货币政策放大了市场的流动性，可以设想，市场中的货币供给突然增加了 30%，对经济的压力可想而知。

### 房产泡沫

我想告诉你的也正是你的第一个感受：房价。在货币供给突然变

多的情况下，能够得到贷款的人们肯定不会把贷款存银行，一方面获得贷款需要支付成本，另一方面趋利性只会促使人们把获得的贷款继续投入到市场中最增值的行业中。供给与需求的差距被流动的货币无限度放大，反过来给我们这样的心理暗示：房价飞涨。并不是房子越来越值钱，而是流动性的压力越来越大。

下定决心调整房地产市场是我们宏观经济政策必需的组成部分，那是因为经济矛盾开始向社会矛盾转变，“不患寡而患不均”。是不是相信房价一定会降呢？从当下经济结构的关联度可以看出，房地产已经是经济增长的火车头，牵扯到 50 多个上下游产业，房地产市场的调控势必影响到宏观经济增长的速度和绩效。更为重要的是，来源于房地产的经济增长决定着地方政府的财政收入和投资来源：卖地已经成为地方政府最大的收入来源，房地产的投资和销售增长可以分头计算在投资和消费项下，从而构成经济增长的贡献。在充裕货币流动性的驱动下，如果政策效果不足，那么房价的走向，可能你比我更清楚。

### 内需不足

都知道拉动经济增长的三驾马车是出口、消费、投资。在金融危机影响下，出口萎缩，拉动内需成为我们保增长的主要措施。家电、汽车、摩托车下乡等刺激消费的措施，短期内效果明显。考虑到 2009 年以来的扩张措施已经透支了未来几年内的消费，今后扩大内需的任务将更为艰巨。毕竟耐用消费品有其规律性消费周期。为什么老百姓不能敞开消费，根本原因还是收入水平和民生建设滞后的制约。消费扩张是一个系统性工程，非一朝一夕能够解决。

### 产能过剩

当我们把目光投向国家发改委公布的产能过剩行业表，其规模令人瞠目，因为几乎包括了所有行业。不管是宏观数据，还是微观产

业，都在显示产能过剩加剧。2010年6月份制造业PMI出现了连续三个月的下跌，12个分指数中11个在下跌，唯有库存上升。库存水平的升高表明，需求正在萎缩，产能过剩恶化。以钢铁为例，中国钢铁工业协会数据显示2010年5月末，全国26个主要钢材市场五种钢材社会库存量合计为1578万吨，而2008年6月底，这一库存仅为286.9万吨。从2010年4月份开始，国内汽车销量连续三月环比下滑，库存从2月份的41天逐步增长到6月份的55天。

### 地方风险

中国人民银行的数据显示，截至2009年5月末，全国3800多家政府融资平台管理约8万亿元的总资产，负债高达5.26万亿元，平均资产负债率约为60%<sup>①</sup>。世界银行的分析报告认为，2009年年底，地方政府的债务规模累计9万亿元左右<sup>②</sup>。审计署公布数据表明，截至2009年年底，审计的18个省、16个市和36个县本级地区政府性债务余额合计2.79万亿元，省、市本级和西部地区债务风险较为集中，有7个省、10个市和14个县本级超过100%，最高的达364.77%。

我们分析这些问题的根源在于流动性过剩，但是否收紧信贷就会解决问题呢？可以设想紧缩信贷的第一个结果就是无法保证经济增长的连续性，经济衰退比通货膨胀问题更具破坏性，将会带来更多的社会问题。一旦市场失去信心，经济下行的趋势难以阻拦。任何危机爆发的背后是原有经济格局不可持续，新世纪第一个十年结束之际，我国的经济政策面临前所未有的巨大考验。有一点可以肯定，国民经济正面对一个新的临界点。

我们更关心世界主要经济体的政策对中国产生了哪些影响和将产

① 和阳：“地方债面临两难”，《商务周刊》，2010年第7期。

② World Bank. China Quarterly Update. 2010年3月版，第15页。

生哪些潜在影响。这些影响和潜在影响与国内的经济格局联立成一个均衡增长的方程式，在求解这个方程式的过程中，汇率的作用被寄予了太多期望，显然超出均衡增长本身的命题，因为自工业革命以来，国际经济格局从未真正实现过均衡增长。我们试着回顾一下2010年4月3日，美国财长盖特纳宣布推迟原定于4月15日发布的主要贸易对象国际经济和汇率政策情况报告。国内媒体高度评价这个决定，认为这为缓和中美关系取得了阶段性的胜利，那么这个胜利的背后是我国正面临的一个危机——美国正在挑头发起一场货币战。

关注最近的国内外新闻就能看清国际压力到底有多大。早些时候奥巴马提出，“中国应该向更加市场化的外汇制度转型”，直指中国操纵汇率。中国人民银行行长周小川回应，“中国将根据市场实际情况适时地、灵活地调整汇率”。市场普遍认为这是中国政府在美国压力下释放出来的人民币升值信号，而且预计升3%~5%。但此后不久，在两会记者招待会上，温总理斩钉截铁地指出，“我不认为人民币汇率被低估了，中国政府绝不会应外界压力而放弃对汇率的主动权。”此言一出，马上成为全球媒体爆炸性新闻，全球100多媒体连番报道，似乎只有一个主题“中国为什么这么横？”美国政府的反应异常激烈。次日美国总统经济顾问（获此殊荣者对美国经济政策走势影响重大），诺奖获得者克鲁格曼首先发难，直接叫嚣：“拿下中国（take on china）。”文章声称，美元对人民币的合理汇率应该是1:5。紧接着，国会130多名议员联名上书奥巴马，要求奥巴马政府动用一切手段促使中国结束汇率操纵，建议对中国进口商品收取反补贴税和惩罚性关税，把中国列入汇率操纵国。对中国政府施加压力的政治阀门转向了美国内政，批评者指责中国压低汇率，促进本国出口而减少了进口，导致了美国高失业率。

导论之后的章节中我会提到，美国为什么要对中国施压？显然是为了维护其核心利益、继续其霸主地位。这里先讲几个专属的词汇。

一个是铸币税之争。美国向中国施压的原因在于保持美元的强势



地位，即国际储备中心货币的地位。那么这种地位又为美国带来了什么利益呢？答案就是追求暴利的铸币税。简而言之，就是印刷纸币的购买力与印币成本之差。因能坐享这种巨额收益，世界上任何一个强大的国家都试图谋求让本国货币成为国际储备中心货币。一旦成功，国际交易就不再以购买力的平价为基准（以物易物），而按照自己的需求印制钞票流向全球（一定把借口推向治理全球经济失衡）。第二次世界大战以来，美国成为独享铸币财富受益者。

美国的货币霸主地位是如何形成的呢？当然是打出来的。第二次世界大战后，美国一举成为世界经济霸主，1944年7月，布雷顿森林会议通过《国际货币基金协定》，以世界性的协定形式明确规定了国际货币制度的规则以及执行和维护其原则的手段，确立了以美元为中心的固定汇率制体系，缔约各国开始牺牲本国的经济主权。布雷顿森林决定让美元成为国际储备货币，但要求美元与黄金挂钩：35美元纸币兑换1盎司黄金，有多少黄金就印制多少美元。当时美国占有国际黄金储备的70%，在钞票流通量与黄金一致的情况下，第二次世界大战后直到20世纪70年代都不存在金融风险。但美国的越战改变了一切，由于20世纪70年代的越南战争导致美国严重的赤字，尼克松总统焦头烂额。在偷偷多印美元还不能救急的情况下，1970年，美国总统经济顾问弗里德曼提议，美元与黄金脱钩。在国会的多番辩论下，该决议获得通过。1973年，布雷顿森林会议所建立的体系最终解体，浮动汇率制的时代到来了。事实上，浮动汇率制给予了美元更加灵活的空间，印发钞票和一对一的汇率谈判构成了这种灵活性的重要方面。

美元与黄金的脱钩必然损害美元的公信力和价值，世界其他国家将对美元丧失信心，不再持有怎么办？“伟大的”弗里德曼早就有万全之策。1971年，当时的国务卿基辛格博士与弗里德曼一同秘密出访沙特（石油产量占据世界的40%），以保卫沙特国土安全为由提出了两个条件，而这个看似双赢的协议从此贻害全球。其一，沙特销售