

上海金融论丛 2014

SHENHUA GAIGE ZHONG DE
HUOBI ZHENGCE FENGXIAN GUANLI
YU JINRONG FAZHAN

深化改革中的 货币政策、风险管理 与金融发展

上海市金融学会 编

学林出版社

上海金融论丛 2014

SHENHUA GAIGE ZHONG DE
HUOBI ZHENGCE FENGXIAN GUANLI
YU JINRONG FAZHAN

深化改革中的 货币政策、风险管理 与金融发展

上海市金融学会 编

学林出版社

图书在版编目(CIP)数据

深化改革中的货币政策、风险管理与金融发展/上海市金融学会主编. —上海: 学林出版社, 2014. 10
ISBN 978-7-5486-0779-3

I. ①深… II. ①上… III. ①货币政策—研究—中国
②金融业—研究—中国 IV. ①F822.0②F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 230200 号

深化改革中的货币政策、风险管理与金融发展



编 者——上海市金融学会
特约编辑——刘益民
责任编辑——薛 仁
封面设计——周剑峰

出 版——上海世纪出版股份有限公司 学林出版社
地 址: 上海钦州南路 81 号 电话/传真: 64515005
发 行——上海世纪出版股份有限公司发行中心
地 址: 上海福建中路 193 号 网址: www.ewen.co
排 版——南京展望文化发展有限公司
印 刷——常熟市东张印刷有限公司
开 本——710×1020 1/16
印 张——27.75
字 数——51 万
版 次——2014 年 10 月第 1 版
2014 年 10 月第 1 次印刷
书 号——ISBN 978-7-5486-0779-3/F·40
定 价——59.00 元

(如发生印刷、装订质量问题,读者可向工厂调换。)

目 录

一 货 币 政 策

人民币发行方式与汇率市场化·····	胡海鸥 冯 霞(003)
我国央行流动性供给机制·····	白当伟 金艳平 宋 诚(028)
中国货币政策双重操作目标 ·····	李良松(041)
货币政策对银行间货币市场流动性的影响·····	何文忠 刘维泉(053)
我国货币政策对商业银行盈利性影响 ——基于面板 VAR 模型的实证研究 ·····	叶 欣(067)
人民币国际化与中国银行卡产业国际化相关性 ·····	刘 源 高鹏飞 罗沛君(081)

二 风 险 管 理

金融深化过程中的金融创新与风险防范·····	廖 岷 马 强等(101)
后危机时代国有金融企业改革的思考 ——政策导向、结构调整与路径选择 ·····	邵亚良 童 威 宋 耀 方 勇(118)
压力测试在中国商业银行风险管理中的探索与应用 ——以上海辖内法人银行的实践为例 ·····	张光平 孙 慧等(135)
利率市场化下国债期货在商业银行利率管理中的应用 ——从美国银行业利率避险绩效评估角度衡量 ·····	杨 军(152)
金融消费者保护与金融危机	

——基于全球 142 个经济体的实证研究	陈 晨(169)
衍生品使用与商业银行风险承担	
——基于我国上市银行的经验证据	斯 文(188)
同业业务发展的现状、风险与监管	韩爱华 吴海文等(203)
构建一种新型的小企业风险评价模型的理论及实证分析	方 奇(212)

三 金 融 市 场

上市外汇期货对汇率稳定的影响	刘文财 朱钧钧(225)
上海场外资本市场挂牌、融资、转让、登记制度及支持其进一步发展的 措施	闻岳春 唐学敏 刘 畅 谭丽娜 李峻屹(242)
市政债券：适合城镇化建设的有效融资工具	陈峥嵘(259)
我国资产证券化的路径选择与制度安排	张生举 刘俊山 吴凤丹 邹春昊(292)

四 金 融 实 务

大数据背景下商业银行消费金融业务拓展路径	成善栋 徐 红 陈秋敏 陈佳瑛(311)
商业银行发展互联网金融研究	孟志芳 刘勤福(331)
利率市场化背景下商业银行票据业务经营转型	王红霞 施俊兴 曾一村 吴晓均(349)
企业价格风险识别及期货市场最优套保比研究 ——以精炼铜企业为例	高 杰 杨 波 宋姗姗等(360)
小微金融发展模式比较及路径选择	周 辉 孙晓敏 郭建邦(392)
买入返售业务交易结构研究	刘文雯 章 隽(408)
BT 项目投资风险预警	王向阳 王 蔚 顾剑红(420)
编后记	上海市金融学会(437)



— 货币政策

人民币发行方式与汇率市场化

胡海鸥 冯 霞

所谓汇率市场化,就是汇率由两种货币的市场供求所决定。决定市场货币供求的因素很多,如公众持币倾向,商业银行存款派生规模,金融市场活跃程度,国内外经济金融形势,在决定货币供给的变量中,最重要最能为央行把握的则是货币的发行方式。我国目前以买外汇的方式发行人民币,这与发达国家买国债或商业票据的发行方式有根本不同,由此造成我国汇率的波动及其对国际收支的影响与经典理论相悖,从而会误导经济运行和宏观调控,所以只有将人民币发行方式转移到买国债上来,才能奠定汇率市场化必要条件。

一、发行方式与市场化汇率的关系

一般来说,货币汇率由两国的国际收支状况和汇率的高低所决定,也就是顺差国的货币升值,逆差国的货币贬值。利率高的货币升值,利率低的货币贬值。所以如此的根本原因就在于货币发行与国际收支没有直接的联系,而与资产价格密切相关。于是汇率市场化就要从促使货币发行具有这样的基本特征开始。

以美英两国为例,美联储买国债发美元,英格兰银行再贴现商业票据发英镑,这样的货币发行都与国际收支状况无关,所以国际收支顺差,外币进入增加,本币数量保持不变,因为国债和商业票据与国际收支状况没有关系。外币相对本币为多,外币贬值,本币升值。反过来,国际收支逆差,本币发行仍然不变,本币相对外币为多,外币升值,本币贬值。升值的货币带动该国商品的外国价格上升,出口减少,国际收支顺差缩小,甚至消失为逆。反过来,贬值的货币带动该国商品的外国价格下降,出口增加,国际收支逆差缩小,甚至消失为正。

美英两国央行买入国债和商业票据,则有关证券的价格上升,收益率和利率下降。资本没有国界,且逐利而动,所以资本就会流出美英两国,带动市场美元英镑供给与外汇需求一起增加,外汇升值,美元英镑贬值。反过来,美英央行卖出国债和商业票据,则有关证券价格下降,收益率和利率上升,资本流入美英两国,外汇供给与美元英镑的需求一起增加,外汇贬值,美元英镑升值。货币发行方式就通过这样的机制作用和影响汇率,并通过汇率调节国际收支,最后带动汇

率相应调整。在这种情况下,央行要调节国际收支和汇率,就只能以买卖国债的方式来进行。也就是说,如果央行要缩小国际收支顺差,则要低价发行国债,让利率上升带动汇率上升,然后出口减少,国际收支顺差缩小。如果要扩大国际收支顺差,则要高价买进国债,让利率下降带动汇率下降,促使国际收支顺差扩大。

英美国家的货币发行具有普遍意义,日本和我国台湾的货币发行也是买进需要偿还的有价证券,即便央行要干预外汇市场,也只能动用外汇平准基金,而外汇平准基金是财政发行债券筹集的,它们本来就是流通中的货币,只不过在不同所有者手中转换,所以外汇买卖不会造成流通中货币数量的变化。于是央行要调节货币收支和汇率,就要买卖有价证券,有价证券的价格和收益率就成了影响国际收支的重要变量。

显然,汇率市场化就是国际收支变动带动本外币供求变动,进而作用汇率波动。但如果货币发行与国际收支和外汇成正相关,则国际收支顺差,外汇供给增加,本币发行也增加;反过来,国际收支逆差,外汇供给减少,本币发行也减少。像我国这样实行结售汇制,本外币的数量关系相对稳定,本外币升值和贬值都难以到位,逆差不会及时消失,顺差则长期存在。更重要的是买卖外汇的货币发行与金融资产的价格无关,所以不会有收益率的变动带动利率的变化,以及后续的其他效应。但是,买不买外汇关系到同业拆借市场资金的充裕程度,进而引起市场利率的变动。不过在存贷款利率基本管住,只能有上下限10%波动,货币供给对利率的影响有限,其对资金流动和汇率波动的作用也势必有很大的折扣。

在这种情况下,央行无法采取买卖国债的方式,把经济繁荣,就业和国际收支调节在期望的水平上。且不论我国国债市场的深度、广度和品种都远远不足以当此重任。即便可行,出口企业获得外汇无法及时转换成人民币,生产循环就会中断,出口也会难以为继,所以央行只能用行政手段将汇率保持在期望的水平上。这就形成了我们今天的人民币汇率,以及对汇率市场化的要求。在人家的货币发行买国债,我们的货币发行买外汇,在两种货币的性质、运行机制和作用方式都完全不同的情况下,作为两种货币数量之比的汇率,其含义、功能与都是买有价证券发行的货币数量之比有根本的不同。因为它既不能充分有效地反映外汇的供求,也不能合理有序地调节国际收支。更重要的是作为扭曲的信号,它还会误导资源配置和宏观调控,致使产业结构难以走向规范有序的轨道。

最麻烦的是它还会误导管理层的判断,因为他们会根据理论确定的含义,以为这些变量具有理论确定的功能,然后根据经济所处的状态,进而运用这些变量调节经济,其结果非常可能南辕北辙。

二、买外汇发货币扭曲汇率决定

在现代国际金融理论中,有这样三个为金融理论和实务界人士所耳熟能详

的经典论断,即国际收支顺差国家的货币升值,国际收支逆差国家的货币与通货膨胀国家的货币都贬值。然而,在我国,这三个论断似乎都有颠倒。于是,按照经典论断,推断人民币汇率的含义,则非常可能误导我国的金融实践与宏观调控,包括对通胀压力的低估。

(一) 汇率逆理而动的机制

所以这三个经典论断似乎都有颠倒的主要原因在于我国不具有央行买国债,或者其他与外汇无关的金融资产发货币的前提条件。要证明这个前提的重要性,则要从这三个论断的形成机制说起。

只有在不买外汇发货币的条件下,一国国际收支顺差,该国外汇供给增加。外币对本币的需求增加,但本币数量不变,所以外币贬值,本币升值。假定 A 国初始国际收支平衡,如图 1 所示,纵坐标是用 B 元表示 A 元的价格,横坐标表示 A 元的数量, D_A 是对 A 元的需求曲线, S_A 为 A 元的供给曲线,两者的交点决定初始的均衡汇率为 e_A 。随着国际收支顺差,外币进入增加,兑换本币的需求增加,而本币的供给保持不变,也就是央行不发新币,让市场自发均衡。 D_A 上升到 D_{A1} ,但是 S_A 保持不变,A 币汇率由 e_A 上升到 e_{A1} ,所以国际收支顺差导致该国货币汇率上升。

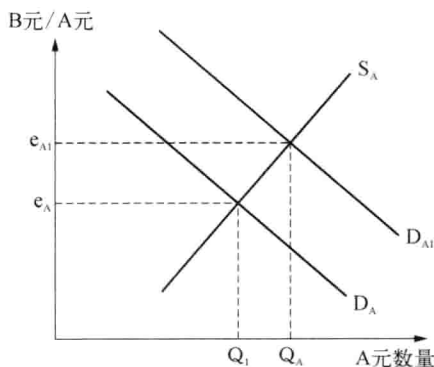


图 1 A 国国际收支顺差,A 元汇率上升

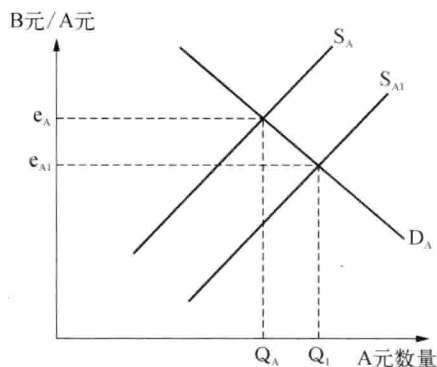


图 2 B 国国际收支逆差,B 元汇率下降

反之,一国国际收支逆差,该国公众要用本币去换外汇,以支付逆差。市场上的本币供给增加,该本币是央行以前买国债,而不是新买外汇后发行的。所以市场外汇供给减少,外币升值,而本币贬值。如图 2 所示,假定 A 国初始国际收支均衡,A 元汇率也在 e_A 上。一旦 A 国国际收支逆差,A 国公众要用 A 元换外汇,以保证对外支付,此时央行保持货币供给不变,市场上的 A 元供给增加到 S_{A1} ,A 元汇率下降到 e_{A1} ,相对的是 B 元汇率上升。国际收支逆差导致该国货币

汇率下降。

按照购买力平价理论,一国通胀导致该国货币贬值的机制为^①:在央行货币供给不变的条件下,对一国货币的需求派生于对该国商品的需求,一国货币的供给派生于对外国商品的需求。如果一国发生通胀,就是该国商品价格比较外国为贵,国内外公众对该国商品需求减少,带动对该国货币需求的下降,同时本国公众对外国商品需求增加,导致该国货币供给增加。其图像表现为图3所示。初始均衡在 e_A 上,通胀发生导致A元需求减少到 D_{A1} ,A元供给增加到 S_{A1} ,汇率由 e_A 下降到 e_{A1} 。一般来说,通胀的国家经济趋于繁荣,进口大于出口,国际收支逆差,本币汇率下降,则国际收支趋于平衡,本币汇率下降,并趋于稳定。

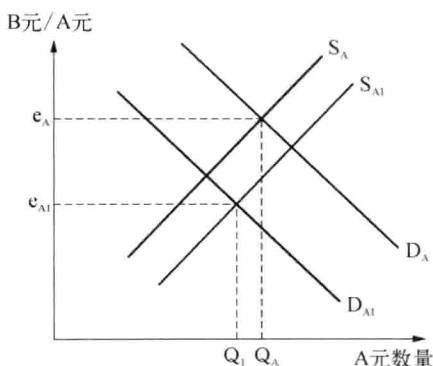


图3 A国通胀,A元需求减少,
供给增加,汇率下降

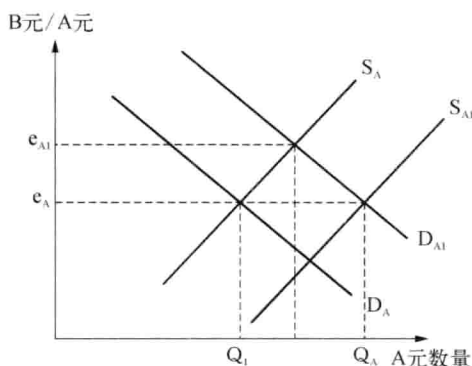


图4 A国国际收支顺差,A国货币供给
增加,A元汇率回到原点

在我国买外汇发货币的情况下,本币的供给将与外币同方向同比例变化,而不是像在购买国债的条件下,本币供给与外币无关,这就势必导致三个经典的论断的变异,人民币汇率难免逆理而动。

如我国发生国际收支顺差,人民币汇率却很难及时上升。因为外币对人民币需求增加,但同时央行实行结售汇制,外汇兑人民币需求的增加带动人民币供给增加,被人民币需求增加拉高的人民币汇率就会被打压回原点。如图4所示,进口顺差带动外币换人民币的需求增加到 D_{A1} ,汇率应该上升到 e_{A1} ,但是人民币供给也增加到 S_{A1} ,人民币汇率回到 e_A 。尽管汇改以来,实际人民币汇率也在逐步提高,但是反应滞后,而且也是内外部压力推动的结果,而不是人民币供给

^① 中国的利率还没有市场化,并不完全具备利率变动带动汇率变动的基本条件,所以这里的解读是按照购买力平价理论,而不是利率平价,或者这两者的结合展开的。

不变情况下自发作用的结果,所以人民币汇率迟迟没有达到国际收支均衡所要求的高度。

如我国发生国际收支逆差,或者公众对外汇的需求增加,人民币汇率难以及时下降。因为公众会用人民币向人民银行兑换外汇,人民银行向市场投放外汇。于是市场上的人民币供给减少,外汇供给增加,表现为商业银行储蓄存款减少和外汇储蓄增加。商业银行储蓄的减少就是人民币供给减少,这就形成人民币利率上升的压力。尽管在行政约束下,这种压力不会直接表现出来,但是它一定会以各种名义推高融资成本,然后带动人民币利率和汇率的上升,进而是美国利率的下降。随着人民币利率的上升,热钱更要进入中国套利,也就是人民币需求更旺,美元供给更多,人民币汇率会进一步上升。

如此逻辑关系可以为图 5 所示,公众用人民币换美元,就是市场上人民币存量减少,人民币供给减少, S_A 移动至 S_{A1} ; 人民币汇率上升至 e_{A1} , 外资进入套利,要转换成人民币,人民币需求增加, D_A 移动至 D_{A1} , 人民币汇率进一步上升到 e_{A2} , 美元相应贬值。只有到了人民银行不再满足市场对外汇的需求,公众只能市场上寻求外汇的补充,人民币的供给大于外汇的需求,国际收支逆差导致货币升值的论断才能充分地表现出来。

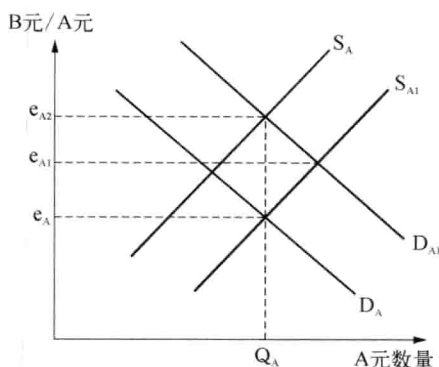


图 2-5 中国国际收支逆差, 人民币却升值的机制

国际收支顺差缩小反而导致人民币汇率上升的逻辑关系可以为 2013 年初的经济形势所证实。在此期间,国际收支顺差缩小,经济增长低于预期,1—3 月,金融机构外汇存款分别为 4 103.24 亿美元、4 178.89 亿美元和 4 415.65 亿美元。^① 公众美元存款的增加就是用人民币转换的,这可以从四大行 4 月首周存款流失高达 1.7 万亿元中得到证明。^② 人民币供给的减少将导致人民币利率的上升,如图 6 所示,回购利率和 shibor 利率都有明显上升,4 月初人民币兑美元汇价不仅在 6.1616—6.1675 的高位波动,甚至还不断创出新高。但在人民币离岸市场,人民币兑美元已累积升值 1.1%,而市场却对赌未来一年人民币汇

① 人民银行, <http://www.pbc.gov.cn/publish/diaochatongjisi/4035/index.html>。

② 文章来自汇金网, <http://www.gold678.com/f/20130412/201304121258272741.html>。

率却下调 1.2%。^① 此外,1—3 月储蓄增长 17% 左右,明显是有外汇资金进来,兑换成人民币后导致储蓄存款大幅度上升。尽管,人民币汇率逆向波动的现象是许多力量综合作用的结果,但是,其中一定有买外汇发人民币造成汇率异动的逻辑力量。

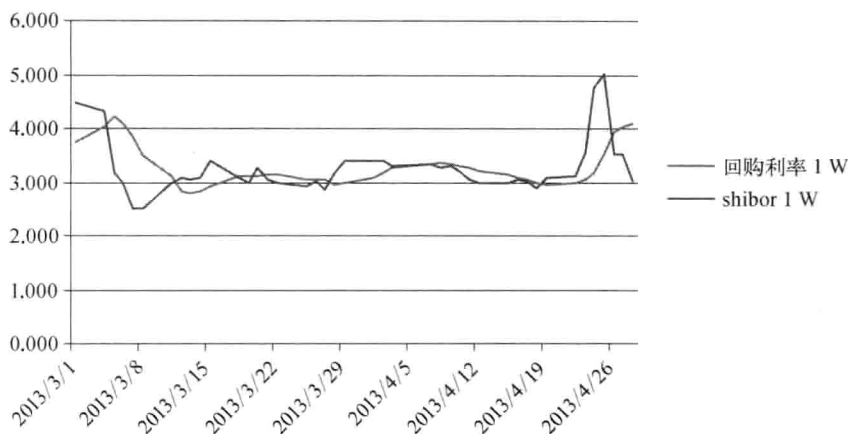


图6 利率走势

资料来源：中国外汇交易中心, <http://www.chinamoney.com.cn/fe/Channel/2790>。

我国发生通胀,人民币汇率也不是经典理论所认定的贬值,而是升值。这种

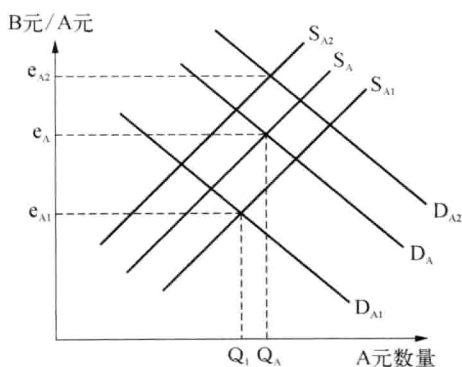


图7 我国通胀,国际收支顺差,
人民币升值的机制

情况已经为我国很长一段经济运行的实际所证实,所以如此的理论逻辑如图7所示。开始中国通胀,人民币汇率应下降到 e_{A1} ,但因政府的干预,增发货币和出口补贴等,致使国际收支保持顺差。出口企业对人民币需求增加,而不是减少, D_{A1} 要回升到 D_{A2} 。顺差刺激公众对人民币升值的预期,因为我国就业增加就是逆差国就业减少,逆差国会用各种方式逼人民币升值。且偏低汇率带动人民币多发,通胀早晚来临,人民银行早晚要提高人民币汇

^① 《人民币汇价走向,还看热钱去留》,《东方信邦》2013年4月28日。

率以缓解通胀。所以公众不愿抛出人民币, S_{A1} 要减少到 S_{A2} , 人民币汇率回升至 e_{A2} 。可见, 只要国际收支顺差不消失, 人民币的对内贬值, 不能遏制人民币需求增加, 供给减少, 人民币汇率甚至还会持续走高。而买外汇发人民币阻止人民币升值到位, 即便人民币实际上在升值, 但升值不可能到位, 国际收支顺差就不会消失, 这就是人民币通胀与对外升值同时并存的机制。

(二) 汇率逆理而动的利弊

人民币汇率逆理而动肯定可以带来短期好处, 但一定会有长期危害, 而且逆理而动的持续时间越长, 长期危害也就越大。所以管理层一定要充分认识这种格局, 只有在不得已的情况下, 才能将汇率的逆理而动作为解决某个紧急问题的权宜之计, 但绝不能作为常规操作。

在短期中, 人民币汇率该升不升的好处是增加总需求和就业, 该降不降则能刺激进口, 更重要的是可以阻遏国际炒家对人民币的攻击, 使得人民币汇率在他们计划下降或者计划上升的时点上不下降或者不上升, 然后让国际炒家承担调集资金的成本, 甚至遭受本金的损失。但是, 在长期中, 汇率变动最终要与理论判断趋于一致, 在此两者背离并未趋于一致的过程中, 各类经济金融风险势必相应累积, 最终在各类指标突然逆转时爆发, 这就可能卷走我国辛辛苦苦几十年积累起来的财富。其过程与机制表现如下:

按照经典理论, 国际收支顺差的货币要升值, 国际收支顺差很快缩小, 甚至趋于平衡。货币发行不会过多, 通胀的压力不会太大。且汇率升值越及时, 国际收支顺差消失得越快, 国际炒家越没有兴风作浪的机会。而人民币汇率不能升值到位, 则国际收支顺差长期存在, 人民币发行越来越多, 通胀将不可避免。为了减少通胀的损失, 人民银行最后只能提高人民币汇率, 然后才有国际收支顺差缩小。人民银行提高汇率越滞缓, 货币发行越多, 通胀压力越大。虽然在此期间, 我国也能享受经济繁荣和充分就业的好处, 但是, 真正为公众所得的福利却相当有限, 因为国际炒家非常可能卷走我们的财富。具体地说, 当他们在美元兑人民币 1: 8.27 时进来, 买进价格尚未高涨的房子, 然后持有房子, 到美元兑人民币 1: 6.27 时将房子卖掉, 并将人民币换成美元。其中房价上涨不止 4—5 倍, 而汇率上升则有 24%, 此两者之和的收益远远超过我国企业可能的最大生产能力。而且, 人民币升值越是滞后, 投机者可以得到的好处就越大。

按照经典理论, 国际收支逆差的货币要贬值, 但人民币却不仅不贬值, 甚至还升值。这种情况也只能是短期的, 因为只要人民银行满足公众用人民币换外汇的需求, 如前所述, 人民币就会升值, 而外币相应贬值。但是, 人民银行的外汇储备毕竟是有限的, 随着逆差的持续, 人民银行外汇储备终究会大幅减少, 于是人民银行只能中止人民币兑美元, 此时人民币的贬值难以阻遏。人民币由升

到贬的骤变也会引发国际炒家的冲击，2013年4月四大行首周存款大量流失就是公众用人民币换美元的信号。如果国际炒家参与其间借入人民币换入美元，等到人民币贬值了，他们只要用很少一点美元就能偿还人民币的全部债务，结果必然是我国公众承受巨大的损失。更不用说，在国际收支逆差，人民币升值的过程中，人民币供给减少，利率上升，所有资产价格都可能趋于下降，持有升值的美元不仅可以换成更多人民币，而且还可以在各类资产上再赚上一大笔。但如果是买国债发货币，国际收支逆差，人民币马上贬值，国际炒家无机可乘，我国经济就不会有这么沉重的损失了。

按照经典理论，通胀的货币要贬值，而通胀的人民币却在升值，这升值也不可持续，最终还要回到经典理论的轨道上去，而正是这个偏离又突然地回归的过程，同样会给我国经济造成巨大的损失。因为在人民币对内贬值对外升值的情况下，出口企业的生产成本都上升，但出口换成美元可兑换的人民币减少，企业势必承受亏损。为了保障经济繁荣和就业增加，财政只能向出口企业提供补贴，但财政收入负担越来越重，所以早晚只能中止补贴。此时企业出口会下降，国际收支顺差缩小。同时，因为通胀作用，本币汇率不下降，就是外汇价格比较其他商品相对便宜，这就刺激公众购买外汇，直至外币汇率上升比例与通胀率持平。如果听任通胀货币对外贬值，财政就无需通过补贴出口企业，而让外国人实际受惠。此外，在人民币汇率突然由高变低之际，国际炒家非常可能重演前述借入人民币买美元，等人民币贬值后，再转换成人民币的故技，从而在汇率变动和资产价格下降上赚上很大一笔。

尽管，人民银行可以采取主动性操作，扰乱市场的预期，提前或推迟汇率骤变的时间，抵御国际炒家的打压，让国际炒家偷鸡不到蚀把米，但是，随着国际金融市场的成熟，国际炒家调动资金实力的增强，人民银行的应对难度和成本都将越来越大。所以，与其等到问题发生后，再提出解决对策，不如构建金融稳定框架，变人民币发行方式由买外汇为买国债，我国经济变量的含义和运行都与经典理论一致了，这才能从根本上杜绝外国炒家掠夺中国财富的机会。

（三）汇率逆动的通胀机制

人民币汇率的异动促使我国积累了大量的外汇储备，确实这些外汇储备有增强我国经济实力，应对外来冲击的一面。但同时这些外汇储备也有引发通胀的一面，并且随着时间的推移和外汇储备规模的增长，这后者的影响甚至会越来越大。

大量外汇储备会导致人民币与商品数量关系的恶化。适度的外汇储备确实有如我国传统理论所言，有助于买入外国商品，投放国内市场，平抑国内物价。但若外汇储备过多，特别是停留在货币形态上，那就意味着国内市场商品供给不仅没有增加，甚至还在减少。因为外汇储备就是由国内商品出口转换的，外汇储

备增加就是国内商品减少,对外汇发行人民币则是人民币供给增加,两者比例恶化势必加剧通胀。难怪郎咸平要说,出口得来外汇比出口不要外汇对中国经济的危害更大^①。3.5万亿美元的外汇储备要多发25万亿的基础货币,相对于50万亿多的GDP,如此规模人民币所能形成的通胀的压力是可以想见的。

大量外汇储备的购买力将随着它的使用而下降。3.5万亿美元确实是个庞大的量,但一经使用就会大幅缩水。因为用掉2万亿美元,所有商品价格都可能涨起来,剩下的钱就很难买到原来值1.5万亿美元的商品。而让国际市场价格抬高后的商品进入国内市场,则不仅无法抑制国内价格,甚至要成为加剧国内通胀的重要原因,因为进口商品成本都上升了。更何况,这3.5万亿美元储备是用等值的商品出口换来的,如果不讨论贸易条件的变化,则势必是我国出口的商品多,而进口的商品少,如此循环则会导致国内商品减少,而人民币发行却越来越多,货币流通形势趋于恶化。

大量外汇储备可能推高国际市场的价格。有限的外汇对国际商品的需求不足以推高国际市场的价格,但是,大量外汇的购买情况就会有根本不同。中国的购买不仅拯救了国际奢侈品市场,而且推高了大宗商品和原材料,甚至是外国房地产的价格,这已经不仅仅是传言。也就是说大量的外汇储备不仅买什么就可能使什么涨,而且会引发国际炒家的炒作,他们只要散发中国将要买什么的流言,就能炒高相关国际商品的价格,并把责任转嫁到中国政府身上。届时,中国政府将百口莫辩,不是我们的责任也被认为是我们的责任。而且,发达国家为了自己的就业和经济繁荣,他们也会多发货币,让他们的货币贬值,这就会导致世界性货币发行过多。可见,拥有大量外汇储备,不仅不能遏制通胀,而且会引发和加剧通胀,并使之向世界范围蔓延。

大量外汇储备产生于人民币发行方式的不合理。曾经有这样得到普遍认可的说法,新兴经济国家对原材料大宗商品需求的增加是世界性通胀的重要原因。这种说法乍一听好像很合理,但稍微一推敲则完全不能成立。因为需求是购买能力和购买欲望的统一,没有货币支持的需求只能算欲望,而不是需求。能够推高国际市场价格的关键不在于新兴经济国家的欲望,而在于他们拥有大量的外汇。如果新兴经济国家的货币发行与外汇收入无关,那么他们的国际收支顺差就会引发他们货币的升值,国际收支顺差就消失,这些国家就不可能积累起大量的足以推高国际商品价格的外汇量。可见,与其说是新兴经济国家对大宗商品原材料需求的增加推高国际商品的价格,不如说是新兴经济国家货币发行制度出了问题,即买外汇发货币,使得他们可以积累足以加剧世界性通胀的外汇量。

^① 郎咸平:《中国低工资高物价的惊人秘密》(2011年3月8日),凤凰网。

还有种流传很广的“阴谋论”，即美国趁我们拥有大量的外汇储备，不断逼人民币升值，然后赖掉他们的部分债务。以目前我国 3.5 万亿美元的外汇储备计算，美元每贬值 1%，我国资产损失就要有 350 亿美元，这是我国承受的巨大损失，也是美国的额外所得。这样的分析固然很有道理，但更能证明人民币的发行制度有问题，因为，苍蝇不叮无缝的鸡蛋。如果不是买外汇发人民币，国际收支顺差就只能是短期的，我们的外汇储备不会积累到今天这个规模，美国人再搞阴谋，也会像狗咬刺猬那样无处下口。

规范人民币发行方式比允许人民币升值到位更加重要。有一种意见认为，只要实现人民币自由浮动，人民币汇率就能升值到位，国际收支顺差消失，人民币就不会继续发行过多，与人民币汇率异动有关的问题就都能得到解决。然而，实现人民币自由浮动的前提是切断人民币与外汇直接联系，否则，人民币供给不规范，作为人民币的外汇价格——汇率也不会规范，无论怎样自由浮动也无法实现国际收支平衡。所谓规范的货币发行就是与外汇数量没有直接关系。然后才有国际收支顺差，外汇增加，但本币数量不变，本币升值，出口减少，国际收支趋于平衡。但如果继续买外汇发人民币，则人民币供给随外汇的增加而增加，两者比例关系不变，或者变动有限，人民币就不能升值，或者升值不到位，国际收支顺差还是不能消失，有关弊端仍然会存在。可见，只有先规范人民币供给才能允许其自由浮动，这与理顺商品供给后，才能放开价格管制是一样的道理。

三、汇率市场化的条件与步骤

要实现汇率市场化，最基本和最重要的条件是将买外汇发人民币转移为买国债发货币，尽管这并不是汇率市场化的充分条件，但如果连这个条件也不具备，汇率市场化就无从说起，所以本文把汇率市场化的条件和步骤主要聚焦在货币发行方式的转轨上。买外汇发货币转向国债需要以下一些基本条件，并遵循相应的路径：

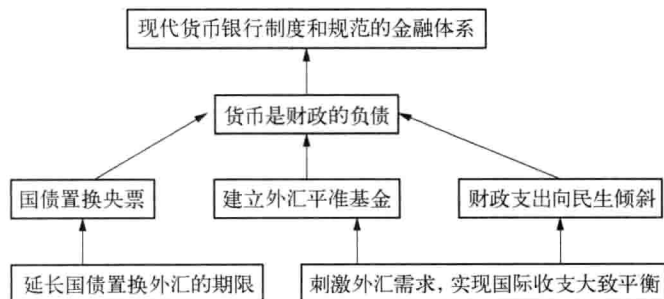


图 8 买外汇发货币转向买国债的路径