

# 人民币汇改五大原则



■ 潘英丽 上海交通大学安泰经济与管理学院教授

改革开放 30 余年来的中国汇率政策实践所体现的智慧与取得的成就可圈可点,但是,全球金融危机以来汇率制度与资本账户开放的政策选择显得纠结而艰难。本文期望总结历史经验,并结合国际货币变局与国内经济转型的背景,梳理出人民币汇率制度变革的客观要求和未来方向。

金融全球化已来,大国汇率的变动以及与之密切相关的资本流动已成全球市场变动的风向标。尚未定型的人民币汇率制度如何变革,也因此成为人们关注的重要话题。改革开放 30 余年来的中国汇率政策实践所体现的智慧与取得的成就可圈可点,但是,全球金融危机以来汇率制度与资本账户开放的政策选择显得纠结而艰难。本文期望总结历史经验,并结合国际货币变局与国内经济转型的背景,梳理出人民币汇率制度变革的客观要求和未来方向。

中国改革开放以来的人民币汇率安排大致可分为三个阶段:

**第一个阶段是 1994 年之前,主要采取可调整的钉住汇率制度。**其中 1985 年前钉住由 15 种货币构成的货币篮子,1985—1993 年采取官方汇率与外汇调剂市场并存的“双轨制”,其中官方汇率可调整地钉住美元,通过升值的名义汇率调整来实现国际竞争力、增长与就业等实体经济目标。中国政府以换汇成本为基础调节官方名义汇率水平,以保持中国出口的国际竞争力。一揽子贸易品价格对汇率起到锚定作用,这使汇率基本稳定,并具有相当的灵活性。与大部分国家选定中心汇率并允许名义汇率围绕其波动的管理浮动制度不同,中国采取频繁、小幅、不定时的人民币名义汇率调整,使人民币对美元汇率从其高无比、极不合理的 1.4480 渐进过渡到 1990 年末的 5.7221 元。1986 年 IMF 首次将人民币汇率制度列入管理浮动。名义汇率的变化实际上追踪着出口成本的变动,使出口商在出口成本上的损失可以在汇率上得到补偿,从而确保了出口的盈利性,起到促进出口和经济增长的作用。

**第二个阶段是 1994 年 1 月 1 日的汇率改革至 2005 年 7 月重启汇率改革之前。**中国在 1994 年实施汇率并轨,人民币对美元汇率调整为 8.7 元。官方称之为“以市场为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制”。亚洲金融危机后人民币兑美元的名义汇率一直保持在 8.27 元左右的水平,直至 2005 年 7 月重启汇率改革之时。1997 年东南亚金融危机爆发,泰国汇率从 25 泰铢兑一美元贬到 52 泰铢,印尼更是从 2000 印尼盾兑一美元贬到 16000 盾。当时中国政府承诺人民币不贬值,以避免竞争性贬值的不利影响。人民币随美元升值对中国出口产生了不利影响。1999—2003 年,中国制造业产能利用率甚至下降到接近 50% 的水平,经济陷入通货收缩。政府从国家金融安全出发,采取了严格钉住美元的汇率制度,以避免因汇率波动引发热钱的流动和投机冲击;同时放缓资本账户开放进程,对没有实际经济活动支撑的跨境短期资本流动实施严格管控。政府在外政策方面,积极争取加入 WTO,为制成品出口拓展国际市场空间。在国内政策方面,政府通过住宅商品化改革启动房地产业的发展;通过出售亏损的国有企业壮大民营经济,激活发展动力;并积极推进高速公路等基础设施建设,为后一轮经济增长奠定了坚实的基础。当美元进入十年贬值时期,人民币采取钉住美元的适应性政策,促成了出口拉动型经济的快速增长。

尽管中国政府在第一阶段采取积极主动的汇率调节,在第二阶段采取钉住美元的适应性政策,其本质都是适用发展中国家的实际目标模式,即通过调节名义汇率(或借助美元贬值的力量),实现增长、就业和国际竞争力等实体经济目标。这一政策显然是成功的,体现出很高的智慧和管理艺术。

随着出口的高速增长和中国经济体量的不断扩大,要求人民币升值的国际压力也与日俱增。美国学者通过均衡汇率模型测算认为,人民币汇率有 25—40% 的低估。人民币是如何从高估变得低估的?

就内部原因而言,人民币走向低估一定程度上是由地方政府的 GDP 竞赛和中央政府汇率政策规则共同决定的。与 1994 年汇率并轨改革同时启动的分税制改革,促成了中国特有的政治集权、经济分权体制。在中央政府通过低利率政策鼓励投资,并通过换汇成本决定的汇率水平促进出口制造业发展的同时,追求政绩的地方政府则在利用外资和鼓励投资的优惠政策上展开了过度竞争,导致土地、环境等自然资源的过低定价和建设开发,并形成了地区间市场分割、重复建设和产能过剩的局面。不断扩大的外部市场成为这一增长模式得以持续运行的前提条件。国内产能过剩和各省市对外压价竞争的结果是人民币换汇成本的上升(贸易条件出现恶化,其指数从 2000 年基期的 100 下降到 2011 年的 82.65)。中央政府以换汇成本作为汇率决定依据的操作规则自然会使人人民币从高估走向低估。某种意义上讲,政府通过提高最低工资水平、调节资源使用费的做法具有名义汇率升值同样的纠偏作用。

就外部因素而言,美元的持续贬值导致盯住美元的人民币对其他货币相对贬值。但是,我们(2014)测算的人民币实际美元汇率与经汇率调整的购买力平价(PPP)相比只是在 2000—2006 年出现轻微低估,并在 2007 年开始出现高估。美国学者关于人民币低估的测算本身存在夸大的因素。这是因为他们使用的均衡汇率模型未能纳入对全球价值链垂直分工体系的分析。哈佛大学商学院教授 Pankaj Ghemawat(2010)在其著作 WORLD 3.0 中引用了一个经典案例,非常清晰地解释了这个问题。他以苹果公司的 iPod 播放器为例,指出这个印有“made in China”的产品是中国从东亚进口 400 多个零件组装而成,其售价 299 美元,中国获得的加工费用仅为售价的 1—2%,每台 iPod 的利润是 163 美元,总部就拿走了其中的一半。但是在美国每出售一台 iPod,中国就会产生对美 150 美元的顺差。这一案例说明,加工产业的增加值(或 GDP)理论上具有 100% 转化为对外贸易顺差的可能性。而加工产业出口占中国总出口的比重 1996—2005 年的十年里都在 55%—57% 之间(魏尚进等,2008)。因此,除非颠覆全球的垂直分工体系,否则我们就有必要改写脱离实际的均衡汇率理论。

**第三个阶段即为 2005 年 7 月 21 日至今。**中国在外部的压力下重启汇率改革,实施“以市场供求为基础的管理浮动汇率制”,至今正好 10 年。这一阶段汇率制度的主要特点在于人民币对美元的汇率持续升值和浮动区间的不断扩大。至 2015 年 4 月人民币兑美元的中间价已累计升值 35%,国际清算银行编制的人民币名义和实际有效汇率指数分别累计升值了 42% 和 56%。在这十年里,汇率波动区间经过 3 次调整已从最初上下 0.3% 扩大到上下 2%。人民币汇率也呈现出有涨有跌的双向波动。

这一阶段的改革方向是汇率市场化。外部推动力量是关于“中国操纵汇率”的批评;内部推动力量主要来自两个方面,一是央行维持人民币名义汇率稳定的成本越来越高,快速增长的官方外汇储备收益与风险严重不对称;二是人民币国际化的“标配”似乎是资本账户开放,而后者要求更有弹性的汇率制度。

从中国的实际情况来看,近年来中国经济面临艰难转型。宏观经济难言稳定,金融体系脆弱性加深,国内利率高企,资本流入与流出的动力同样强劲。金融的市场化改革与开放稍有不慎就有可能触发金融危机。现在需要探讨的第一个问题是,市场化是否应该成为汇率制度改革的目标?假定市场化改革方向没错,那么汇率应该由外汇市场的供求关系决定。再假定资本账户开放仍相对有限,外汇供求主要来自贸易收支。那么中国改革开放以来建立在比较优势基础上的加工出口产业,其出口占比 2008 年为 48%。2015 年上半年已下降到 35% 左右。如前所述,贸易顺差是加工产业的常态,如果教条主义地以贸易平衡作为汇率适度标准,这种均衡汇率相对真实经济发展的客观要求而言一定是高估的,因为它只有通过扩大一般贸易逆差或迫使加工产业转移才能实现贸易平衡。这对中国而言似乎是自废武功的做法,在掌握更高级别需要时间的情况下,汇率升值过猛就有可能造成经济硬着陆和通货收缩。在经济的相互依存度日益加强的全球化背景下,这对欧美进口国而言也是不利的,增加其进口成本而不是增加其就业岗位。

再看汇率市场化与资本账户开放的关系。“标配”认为,汇率变动可以吸收外部冲击,因此资本账户开放需要实现汇率的市场化。其实在金融全球化背景下“标配”已经过时。2013 年外汇年交易额达 1400 万亿美元,出于真实贸易需求的不到 1%。汇率变动不仅无法吸收跨境短期资本流动的不稳定冲击,反而会在“预期自我实现”的正反馈机制下放大市场的不稳定。早在上世纪 60 年代,1965 年国际经济学家 Franz Hup (1964, 1965) 及其所主导的 32 人专家组(the Bellagio Group)设计国际浮动汇率制度的初衷是让各国汇率波动以调节国际收支,从而减少对美元储备的需求。不幸的是事与愿违,国际汇率波动与短期资本流动相互加强的不稳定态势引起发展中国家金融危机的频繁爆发,后者不得不通过大规模挤兑美元外汇储备予以应对。国际浮动汇率安排不是减少外汇储备需求,而是创造了“自我保险”的新需求,放大了国际收支的不平衡。Hélène Rey(2013)揭示了美联储主导的“全球金融周期”,提出要么外汇管制,要么丧失货币主权的“二元悖论”,提示发展中国家引入浮动汇率制度似乎于事无补,资本账户开放要慎重又慎重。

国际社会真正需要质疑的是国际自由浮动汇率制度的合法性问题。我们知道,在布雷顿森林体系下,成员国超过 1% 的汇率变动需要得到 IMF 的批准,超过上下 5% 的汇率波动是不合法的。今天回到布雷顿森林体系的可能性很小,但是基于汇率的政策工具性质,大国之间通过货币政策的协商与合

作实现对国际汇率的管理,仍然值得国际社会倡导和努力。已故意大利财长 Tommaso Padoa-Schioppa(2010)就曾建议,国际社会要破除浮动汇率幻觉,实施共同汇率机制,由市场与经济政策的相互作用共同决定。

因此,笔者不认为市场化是人民币汇率制度的改革目标。人民币汇率的制度安排需要体现国家利益与全球责任的一致性。作为全球经济大国,中国的汇率制度安排既要顺应本国经济发展的客观需要,又要体现国际货币体系的未来改革方向。因此它必须为国际货币合作背景下的政府决策留下主导地位,并允许市场参与汇率的形成,建成一种有管理的弹性汇率制度。

**我们需要回答的第二个问题是人民币汇率制度改革与人民币国际化的关系。**

基于“标配”的逻辑,人民币国际化似乎应该有浮动汇率制度相匹配。但是我们基于国际经验的实证分析表明货币国际化与汇率不稳定负相关,英镑与美元的成功经验都是借助与黄金的固定联系扩大其价值效应,日元国际化不成功则与日元币值的大幅波动有一定关系。因此,国际经验表明,维护人民币汇率的长期基本稳定是人民币国际化取得成功的内在要求。

**于是我们涉及第三个重要问题,资本账户如何开放才能既有利本土经济金融的转型,又有利汇率稳定与人民币国际化。**

我们建议资本账户实现“有限定向开放”。第一,政府应加大金融服务业的开放,引入机构投资者的财富管理业务。人们讨论中国股票市场非理性特征时大都指出中国个人投资者的比重过高,这只能说明中国投资管理服务的供给满足不了家庭理财的需要,政府应该更大胆地开放与直接融资相联系的金融服务市场。据跨国量化投资机构高管披露,在美国这样的成熟市场,量化投资收益率为 2%,只有加杠杆才能实现投资者要求的回报率,在中国则可获得 20% 的回报。原因在于中国“钱多人傻”,市场有效性差,从而投资机会更大。实际上资本不存在聪明与笨拙之分,但投资人存在专业与非专业,因此需要加快引入提供专业投资服务的人才和机构,提高资本市场配置效率。但是为了确保本国居民分享经济成长、实现财富积累的优先权,我们不应该对国际金融资本过快开放国内资本市场。第二,政府应采取相应政策鼓励本土企业和金融机构加大对外投资和全球化经营的力度,为人民币的国际使用提供推动力和有效服务。第三,有限定向地开放在岸资本市场。让在岸资本市场的开放成为推进双边货币合作与境外人民币离岸市场建设的激励机制。本土资本市场渐进有序开放也是维护美元体系稳定的需要。中国是美国政府最大的海外债权人,维护美元稳定体现中国国家利益;人民币国际化需要在维护美元体系稳定的前提下实现在亚洲地区对美元的局部替代。这也是减轻美元体系压力,促进具有内在稳定机制的多极化国际货币体系的必由之路。

**最后,我们重新回到人民币汇率制度改革的主题上。**

笔者在此提出改革的几项基本原则:第一,人民币应放弃钉住美元。麦金农提出的“东亚美元区”曾经是日元国际不成功的外部原因之一。人民币未来要成为与美元、欧元三足鼎立国际储备货币,就必须与美元脱钩,形成自己稳定和独立运行的风格,进而成为亚洲国家的货币标杆(也称锚货币)。第二,遵循实体经济发展的客观要求,形成有管理的弹性汇率制度。其中政府在中心汇率的决定和调节上发挥主导作用,市场力量在一定区间内决定围绕中心的日常汇率波动。第三,中心汇率以名义有效汇率表示,参考实际有效汇率决定,以巴拉萨—萨缪尔森效应和中外生产率变动的差异为客观依据进行适当的调整。第四,参考本土市场的成熟程度和企业适应能力,渐进扩大汇率波动区间,最终形成围绕中心汇率上下不超过 10% 的汇率目标区。第五,基于当前人民币汇率存在高估的情况下,政府应采取鼓励企业和金融机构对外投资,同时限制热钱进出的资本账户管理政策,并在此前提下对中心汇率做出适当调整。

在某种意义上,有污点的官员在成为反腐部门的目标后会选择自杀,因为他们的死亡往往意味着调查终止,家人和资产不会受到追究。

(FT 中文网)

## 2015 中国经济学家地理(吉林篇) 吉籍经济学家: 非同寻常的学术名家

■ 白卫星 经济学家周报副主编

关梦觉教授是我国当代著名的马克思主义经济学家、教育家、杰出的社会活动家,吉林大学经济学的奠基者之一,并对其建设与发展做出了重要贡献。

刘鸿儒作为中国从社会主义计划经济逐步向社会主义市场经济体制转型的一个见证者和中国金融体制改革从封闭、单一化走向开放、多元化道路的一个设计者、参与者和领导者,对中国金融改革影响颇深。

孙尚清是新中国成立以来我国自己培养的著名经济学家,在国际上享有很高威望。在他从事经济研究工作的 40 年时间里,结合各种现实经济问题,潜心研究社会主义经济理论,为我国的改革开放和现代化建设事业做出了重大贡献。

曹凤岐是国内最早提倡发展股份制和资本市场的学者之一,也是内地首倡建立创业板的学者之一,他曾参与起草《证券法》和《投资基金法》。

【杰出人物介绍】

**关梦觉(1912—1990)**,满族,教授。吉林怀德(今公主岭)人。1933 年毕业于东北大学经济系。曾任北平《外交月报》编辑,武汉东北救亡总会宣传部副部长,河南大学副教授,嫩江省、黑龙江省政府办公厅主任,吉林省委党校主任、教授,吉林省社会科学院副院长,吉林省第四至六届政协副主席,民盟第五届中央常委、第六届中央副主席,吉林省第七届主任委员,中国世界经济学会、中国《资本论》研究会副会长。是第三至六届全国政协委员、第七届全国政协常委。著有《关于社会主义扩大再生产的几个问题》、《国家垄断资本主义与美国经济危机》。

**刘鸿儒**,1930 年 11 月生,吉林榆树人。1948 年 9 月加入中国共产党,1947 年 9 月参加革命工作,1947 年为东北行政学院学员、组织干事。1950 年任东北人民大学经济系系主任、教员、党总支书记。1951 年为中国人民大学研究生、教员、党总支书记。1952 年毕业于中国人民大学财政政经系。1953 年为东北人民大学经济系教员。1954 年在北京俄语专科学校留苏预备部学习。1955 年赴苏联,入苏联莫斯科大学财政政经系研究生班学习,任党总支书记,获经济学副博士学位。1959 年回国后任中国人民银行干部。1972 年任财政部办公室副主任、负责人。1977 年任中国人民银行办公室主任,中国农业银行副行长。1980 年 7 月任中国人民银行副行长、党组副书记,后任中国人民银行理事会副理事长,1988 年任中国人民银行副行长兼国家经济体制改革委员会副主任、党组成员。1989 年任国家经济体制改革委员会副主任、党组成员。1992 年—1995 年任中国证券监督管理委员会主席。中共第十二、十三届中央候补委员。著有《社会主义货币与银行问题》、《社会主义信贷问题》等。

**孙尚清(1930—1996)**,17 岁中学毕业即参加革命工作,后入中国医科大学。1952 年入中国人民大学经济研究所研究生班学习,1958 年 10 月毕业后留所从事经济研究工作,先后担任助理研究员、副研究员、研究员、研究组组长、副组长和《经济研究》副主编。其间 1973—1982 年在国家计委从事研究工作,并参与筹建计委经济研究所。1982—1985 年出任中国社会科学院主管学术工作的副秘书长、院务委员会委员、院学位委员会委员、全国社会科学规划领导小组成员兼秘书长,主要致力于社会科学科研组织工作和全国社会科学发展规划工作。1985 年 10 月,任国务院经济技术社会发展研究中心副主任、主任。1993 年任国务院发展研究中心主任。主要著作有:《经济与管理》、《中国经济的新路》、《前进中的中国经济》、《论经济结构对策》、《长江流域经济》、《孙尚清选集》等。

**曹凤岐**,1945 年 7 月出生,1965 年—1970 年北京大学经济系政治经济学专业学习,1978 年—1979 年进修于中国人民大学金融系研究生班,1987 年 地财经大学进修并讲学,2000 年 12 月至 2001 年 3 月日本名古屋大学访问教授,2009 年担任北京大学光华管理学院教授、博士生导师、院学术委员会主任、中国金融与证券研究中心主任;并任国务院学位委员会学科评议组成员,教育部社会科学委员会委员,中国金融学会常务理事,中国投资学会常务理事,北京市金融学会副会长,香港城市大学兼职教授等职。主要著作:《货币金融学》、《中国股份制理论与实践》、《宏观经济运行中的货币与资金问题》、《中国证券市场发展、规范与国际化》、《中国金融改革、发展与国际》、《股份经济论》、《趋势——北大资本高级论坛》、《资本市场论》、《经济发展与资本市场管理》、《中国资本市场创新》、《中国资本市场发展战略》等。

■ 附:吉籍经济学家名单(排名不分前后)

关梦觉(1912—1990)  
孙尚清(1930—1996)  
王贵寅(1929—)  
刘鸿儒(1930—)  
何迺雄(1930—)  
王瑞璞(1937—)  
曹凤岐(1945—)  
纪玉山(1948—)  
韩志国(1961—)

## 中国反腐迄今追回 387 亿元人民币

官方数据显示,自中国国家主席习近平 2012 年末发起反腐败斗争以来,中国反腐部门已经为国库收缴了 387 亿元人民币(约合 62 亿美元)的非法所得。

自习近平上任并发起“党风廉政建设和反腐败斗争”运动、打击猖獗的贿赂和违纪行为以来,已有数十万官员被调查。

近日发布的数据,首次显示了作为反腐斗争的一部分收缴非法所得的规模。被追回的 387 亿元人民币包括没收的受贿所得,其形式包括现金、土地和礼品,以及为追回偷

漏税和低价处置国有资产所造成损失而进行的罚款。在中央纪委网站发表的一篇访谈中,中国最高反腐机构称,这部分钱已经上缴国家,但并未具体指出哪个政府部门是接收方。

有些官员已经对反腐部门处理收缴资产的方式提出了质疑,因为这些部门在法外运作,且不受任何外部监督。

据中纪委案件协调处处长韩晋萍介绍,在迄今追回的 387 亿元人民币中,由中国正规司法机关处理的是 186 亿元人民币,而其

余 201 亿元是由中纪委自己收缴并上缴国库的。“把收缴的违纪违法所得上缴国库或者是挽回经济损失,这样就因为腐败而发生错位的经济利益最大可能恢复本位。”韩晋萍表示,“不让这些人在经济上占到便宜,这也是办案案件政治效果、法律效果和社会效果的一个重要考量标准。”

2012 年末发起反腐运动时,习近平誓言既要打击高层的“老虎”,也到拍到官僚体制内较低级别的“苍蝇”。迄今扳倒的最高层人物当属周永康(原中央政法委书记、2012

年末之前是中国最高权力机构中共中央政治局常委之一)和徐才厚上将(原政治局委员和中央军委副主席)。这两起案件都包括了对大量现金和珍贵礼品的收缴,中文媒体的报道充斥着关于他们非法所得的各种惊人轶事。

在某些情况下,有污点的官员在成为反腐部门的目标后会选择自杀,因为他们的死亡往往意味着调查终止,家人和资产不会受到追究。