

关于人民币汇率问题的思考与政策建议

林毅夫

人民币汇率近几年来成为国内外关注的焦点，1997年东亚金融危机爆发后，国际金融界连续几年投机人民币大幅贬值，2003年以后则反过来投机人民币大幅升值。升值问题最早由日本政府在2003年春的七国峰会上提出，指责人民币币值严重低估，中国大量向国际市场倾销廉价产品，导致国际上出现通货紧缩。接着美国跟进，国会上有些议员以同样的理由指责中国大量向美国出口廉价商品，致使美国出现巨额贸易逆差，抢走了美国国内的就业机会，使失业增加、经济萧条。有些国会议员甚至威胁人民币若不升值30%-40%，将通过立法，把中国出口到美国的所有商品都征收27.5%的关税。在日美政府提出人民币币值的问题以后，国际金融界转而热炒人民币升值，并且，由于中国外汇储备猛增，更增加了这种升值预期和压力。

本文将首先分析人民币目前的币值是否严重低估，然后探讨日美政府对人民币汇率施压和国际金融界投机人民币汇率的动机，最后，对因由管理巨额外汇储备所带来的挑战和改革机遇提出几点建议。

一、人民币币值是否严重低估？

目前支持中国人民币币值严重低估，应该大幅升值的主要论据有两方面：一是中国可贸易部门相对于不可贸易部门的劳动生产率增长很快，近10年名义汇率未升值，致使真实汇率严重低估，需要经由名义汇率的大幅升值才能恢复真实汇率的均衡；二是中国这几年的贸易顺差很大，2005年达到1020亿美元，2006年增加到1700亿美元，表明中国汇率严重低估，需要大幅升值才能恢复贸易平衡。以下逐一分析上述观点，以确定其立论是否正确。

1. 劳动生产率变化和人民币真实汇率

人民币真实汇率严重低估的观点是由北京大学中国经济研究中心的卢锋教授根据“巴拉萨—萨缪尔逊效应假说”的理论模型，整理了中国自改革开放以来制造业和服务业部门工资和单位劳动成本相对变动的大量数据并与13个发达国家的相关资料进行比较后提出的。卢锋教授为此写了七篇长文，其中三篇已经以“北大中国经济研究中心讨论稿”的形

式发表。然而，是否可以用“巴拉萨—萨缪尔逊效应假说”和国内外制造业及服务业劳动生产率相对变动的比较来作为人民币名义汇率调整的依据则值得商榷。^[1]

“巴拉萨—萨缪尔逊效应假说”首先由著名的国际贸易学家巴拉萨 (Balassa) 在 1964 年发表于美国《政治经济学评论》杂志上的《购买力平价学说的重新评估》一文中提出。这篇文章的主要目的是批评有些经济学家简单地依据购买力平价理论，把两个国家物价水平的相对变动作为名义汇率需要调整的依据。他指出上述经济学家忽略了每个国家的物价是由可贸易商品的价格水平和不可贸易商品的价格水平组成，当一个国家的物价水平相对于另一国家的物价水平发生变动，在一定条件下只代表这一个国家真实汇率的变动，并不一定就意味着其名义汇率偏离均衡。巴拉萨在文章中举出如下的例子来说明他的观点：(1) 如果一个国家的可贸易部门的劳动生产率水平提高，导致工资率上升，而产品的价格没有发生变动；(2) 如果国内劳动力市场是统一的，由于劳动力市场的竞争，不可贸易部门的工资将随之上升；(3) 不可贸易部门由于工资成本的上升，而产生成本推动的价格上升；(4) 国内物价的总体水平由于不可贸易部门价格的上升而上升；(5) 一个国家可贸易部门商品的价格等于另外一个国家可贸易部门商品的价格乘上名义汇率；(6) 由于可贸易部门产品的价格并没有变动，因此，(5) 中的等价关系仍然成立，名义汇率并不需要调整；(7) 真实汇率等于名义汇率乘两国的相对物价水平，所以，可贸易部门劳动生产率水平提高的国家，代表了真实汇率的升值。

上述例子假定某一个国家可贸易部门劳动生产率水平提高导致工资上升，而可贸易商品的价格不变，其实，也可能是导致产品的价格下降，但工资不变。此时，该国不可贸易部门的工资和价格都不会变化，但是，另外一个国家的可贸易商品的价格、可贸易部门的工资、不可贸易部门的工资以及不可贸易商品的价格都会下降。因此，在该国名义汇率不变的情况下，真实汇率也会实现升值。另外，在上述的两个例子中均假定不可贸易部门的劳动生产率没有发生变化，其实，重要的是一个国家可贸易部门的劳动生产率相对于不可贸易部门的劳动生产率的变化，以及这个变化和其他国家这两个部门劳动生产率的相对变化的比较，并且这种相对变化对这两个国家工资和物价水平的影响。

在巴拉萨的论文发表的同一年，诺贝尔经济学奖获得者萨缪尔逊 (Samuelson) 也在发表于美国《经济和统计评论》的“贸易问题理论短论”中提出了相同的论点。因此，后来的学者把由于一个国家的可贸易部门和不可贸易部门劳动生产率的相对变动可能导致这个国家真实汇率变动的理论假说称为“巴拉萨—萨缪尔逊效应假说”。

在快速发展的发展中国家，通常可贸易的制造业部门劳动生产率的提高会高于不可贸易的服务业部门的劳动生产率的提高，而且，这种相对生产率的变化也大于发达国家，按“巴拉萨—萨缪尔逊效应假说”，这样的发展中国家真实汇率应该提高。近数十年来快速发展的东亚经济，其制造业和服务业劳动生产率的发展情况符合“巴拉萨—萨缪尔逊效应假说”的条件，因此，有不少经济学家，如 Ito, Isard 和 Symansky (1997) 以及 Drine 和 Rault (2003) 等用东亚经济的资料来检验此理论假说的预期和现实经济中汇率的变动是否一致。结果发现日本、韩国、中国台湾真实汇率的变动基本上符合上述理论预期，但是印度、印度尼西亚、菲律宾、新加坡、泰国等国的真实汇率并没有因为可贸易的制造业部门劳动生产率相对于不可贸易的服务业部门劳动生产率的快速提高而升值。

上述经验检验说明“巴拉萨—萨缪尔逊效应假说”中所阐述的劳动生产率的相对变化对真实汇率的影响在现实经济中并非必然成立的数学恒等式。其原因在于，从可贸易部门和不可贸易部门劳动生产率的相对变化到真实汇率的变化之间，要经过上述 (2) 到 (6) 的 5 个逻辑环节；然而，除了劳动生产率的变化外，在现实经济中有许多其他因素也会影响各个部门工资和价格的变动。以印度、印度尼西亚、菲律宾、新加坡、泰国等国的经验为例，Drine 和 Rault (2003) 发现这些国家制造业部门劳动生产率和服务业部门劳动生产率的相对变动并没有导致相应的制造业部门和服务业部门相对价格的变动，所以真实汇率的变动就没有服从“巴拉萨—萨缪尔逊效应假说”的预测。

根据卢锋教授的研究，中国改革开放最初十余年可贸易部门和不可贸易部门的相对劳动生产率不仅没有增长反而有所下降。以 1978 年为 100，相对劳动生产率指数到 1990 年下滑为 84。然而这一指标进入 1990 年代后开始止跌回升，特别是在近十年进入快速增长时期，到 2004 年这一指数上升为 276。按照“巴拉萨—萨缪尔逊效应假说”，当可贸易部门的劳动生产率相对于不可贸易部门的劳动生产率下降时，真实汇率应该贬值，中国在改革开放的前十多年经由名义汇率的大幅贬值，实现了真实汇率的贬值。卢锋教授因此认为“巴拉萨—萨缪尔逊效应假说”适用于中国，并且由此认为进入 1990 年代以后，尤其最近十年，可贸易部门的劳动生产率相对于不可贸易部门劳动生产率快速提升，而且，相对提升的速度比发达国家快，所以，应该经由名义汇率的大幅升值来实现真实汇率的升值。

可是在运用“巴拉萨—萨缪尔逊效应假说”来推论中国真实汇率乃至名义汇率变化时有一点应该注意，即可贸易部门和不可贸易部门相对工资的变化并没有服从上述效应假说成立的条件 (2)，即这两个部门相对劳动生产率变化和这两个部门工资变化应有的关系。

根据卢锋教授的研究，在改革开放最初十余年可贸易部门和不可贸易部门的相对劳动生产率虽然没有增长，但是，相对工资却增长得很快。如果以 1978 年为 100，到 1990 年时这两个部门的相对单位劳动成本上升为 117-118 左右。这个结果和“巴拉萨—萨缪尔逊效应假说”中条件（2）所要求的从劳动生产率的相对变化导致工资的变化变化的中间传导机制正好相反，生产力增长比较慢的制造业部门的工资增长速度反而快于生产力增长比较快的服务业的工资增长。既然“巴拉萨—萨缪尔逊效应假说”成立的中间传导机制被违反了，1990 年初以前人民币真实和名义汇率的贬值就不能认为是由于可贸易部门劳动生产率的提升慢于不可贸易部门劳动生产率的变化造成的。实际上，1990 年初以前人民币的贬值，更可能的原因是在改革之前为了推行重工业优先发展战略，人民币币值被高估，以降低重工业所需的机器设备的进口成本，改革开放初期人民币的贬值是从高估的汇率向均衡汇率的回归。^[2]

当然，1990 年初以前人民币汇率的变动不能用“巴拉萨—萨缪尔逊效应假说”来解释，并不代表这个假说就一定不适用于中国后来的情形。卢锋教授的研究发现，进入 1990 年代以后，可贸易部门的劳动生产率相对于不可贸易部门劳动生产率快速提升，同时，他发现 1990 年代以来，制造业部门单位劳动成本下降速度加快，而服务业单位劳动成本上升迅速，到 2004 年时，这两个部门相对单位劳动成本的指数从 1990 年的 117-118 降为 28.4。卢锋教授的研究还发现，中国服务业单位工资的增长快于美国和其他 OECD 的 13 个国家，而且，制造业工资的增长自 1995 年中以来则低于美国和其他 OECD 的 13 个国家。虽然没有细致的研究，但是总的来讲，自 1990 年代以来，中国服务业的物价不断上涨，而制造业的价格不断下跌，是一个众所周知的事实，相对于其他发达国家，中国服务业价格的上涨和制造业价格的下跌幅度也应该是较大的。从严格的意义来讲，上述不可贸易部门劳动生产率增长相对慢可是工资增长相对快的经验事实已经违反了“巴拉萨—萨缪尔逊效应假说”成立的条件（2），即经由劳动力市场的竞争，可贸易部门和不可贸易部门的工资要以同等的幅度来变动的要求被违背了，这个效应假说应该即已不适用。然而，从较为宽松的意义，即可贸易的制造业部门劳动生产率和不可贸易的服务业部门的劳动生产率的相对变动会导致这两个部门的相对价格的变动进而导致真实汇率的变动来讲，卢锋教授的研究发现在这段时间里，中国不可贸易的服务业出现价格上涨而可贸易的制造业部门出现价格下跌，而且，两者的变动幅度均大于发达国家，这样在名义汇率不变和可贸易部门的跨国价格服从上述“巴拉萨—萨缪尔逊效应假说”条件（5）的情况下，中国的真实汇率其实已经升值了。

上述讨论说明,卢锋教授提出的中国由于 1990 年代以后可贸易部门的劳动生产率相对于不可贸易部门劳动生产率快速提升,但是,因为名义汇率自 1997 年以后未调整而致使真实汇率严重低估的结论是不成立的。因此,认为由于真实汇率严重低估需要经由名义汇率大幅升值来实现真实汇率升值的建议也是值得商榷的。

2. 外贸顺差和人民币币值

虽然,从卢锋教授的研究不能得出目前人民币真实汇率和名义汇率已经严重低估的结论,但是,也不能就此认为中国目前的汇率接近均衡水平。^[3]

受到一国汇率水平影响最大的应该是经常账户。如果币值严重低估,国内可贸易商品的价格在国际上的竞争力就强,出口就会多,同时国外可贸易商品的价格在国内就会高,进口就会少,因此,经常账户盈余的绝对量和经常账户盈余相对于贸易总量以及相对于国内生产总值的比例就应该都很大;反之,如果币值严重高估,经常账户盈余的绝对量和相对于贸易总量以及国内生产总值的比例就应该都很小。

表 1 中国的贸易盈余情况(1995—2005 年)

年份	贸易盈余 (亿美元)	进出口总额 (亿美元)	贸易盈余占进出口总额的 比例(%)
1995	167	2809	5.9
1996	122	2899	4.2
1997	404	3252	12.4
1998	435	3240	13.4
1999	292	3606	8.1
2000	242	4743	5.1
2001	226	5097	4.4
2002	305	6208	4.9
2003	255	8510	3.0
2004	321	11546	2.8
2005	1020	14219	7.2

资料来源:《中国统计年鉴 2006》。

表 1 给出了中国自 1995 年以来贸易盈余、进出口总额和贸易盈余占进出口总额的比

例。从这个表中可以看出，当国际上开始热炒中国人民币升值时的 2003 年，中国贸易盈余的绝对额 255 亿美元少于 1998、1999 年国际上热炒中国人民币贬值时的 435 亿美元和 292 亿美元。而且，即使 2005 年中国的贸易盈余增加到 1020 亿美元，贸易盈余占进出口总额的比例只有 7.2%，低于 1998、1999 年的 13.4% 和 8.1%。更何况中国的出口中有 60% 是外商直接投资的加工贸易，外贸盈余从 2004 年的 321 亿美元猛增到 2005 年的 1020 亿美元中，应该有相当一部分是从事进出口贸易的企业利用这种加工贸易，低报进口原材料和中间品的价格，并高报出口最终产品的价格，人为虚增贸易盈余以投机人民币升值的结果^[4]。从上述贸易盈余的绝对量和相对量的实际情况可以得知，1998 年以来国际上有关人民币汇率的投机，如果真是基于中国人民币币值的高估或低估而来，那么，1998、1999 年应该投机人民币升值而非贬值，2003、2004 年应该投机人民币贬值而非升值。

对人民币的投机不是根据人民币币值的实际状况还可以从表 2 贸易盈余占国内生产总值比重的国际比较而得到印证。如果中国人民币的币值比其他国家低估，那么，中国贸易盈余占国内生产总值的比率应该比其他国家高。但是，从表中可以看出，中国贸易盈余占国内生产总值的比例在东亚经济中处于最低水平，以 2004 年为例，中国内地的比例只有 1.7%，远低于日本的 3.7%，新加坡的 19.8%，中国台湾的 6.6%，韩国的 4.2%，马来西亚的 13.7%，菲律宾的 3.2%，泰国的 4.5%，中国香港的 8.1%。从上述贸易盈余情况的比较来看，合理的推论是人民币的币值并没有严重低估。如果国际上的金融炒家真是以币值偏离均衡作为汇率投机的依据，那么这些炒家炒的对象应该是新加坡、马来西亚、中国香港、中国台湾、韩国等的货币，而不是人民币。

表 2 东亚经济和美国贸易盈余占国内生产总值的比例

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
日本	2.1	1.4	2.3	3	2.6	2.5	2.1	2.8	3.2	3.7
新加坡	17.7	15.2	15.6	22.6	18.6	14.5	19	21.5	30.9	19.8
台湾地区	2.1	3.9	2.4	1.3	2.8	2.9	6.4	9.1	10	6.6
印尼	-3.2	-3.4	-2.3	4.3	4.1	5.3	4.9	4.5	3.9	0.5
韩国	-1.7	-4.4	-1.7	12.7	6	2.7	1.9	1.3	2	4.2
马来西亚	-9.7	-4.4	-5.9	13.2	15.9	9.4	8.3	7.6	11.1	13.7
菲律宾	-2.7	-4.8	-5.3	2.4	9.5	8.2	1.8	5.4	2.1	3.2
泰国	-8.1	-8.1	-2	12.7	10.1	7.6	5.4	6.1	5.6	4.5
中国	0.2	0.9	4.1	3.3	2.1	1.9	1.5	2.9	2.1	1.7
香港				1.5	6.4	4.3	6.1	8.5	11	8.1

美国	-1.4	-1.5	-1.5	-2.3	-3.1	-4.2	-3.9	-4.6	-4.9	-5.6
----	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

资料来源：Schnabl, Gunther (2005) “International Capital Markets and Informal Dollar Standards in the US and East Asia”, Hamburg institute of International Economics, HWWA Discussion Papers 326.

二、人民币币值低估问题的由来

人民币的币值既然没有严重低估，为何现在国际金融界却在热炒人民币升值？其实，这些年来国际金融界炒作人民币的贬值或升值其缘由都不在于人民币币值的真实情况：1998年及其后几年国际金融炒家无非利用外贸出口对中国经济非常重要，而东亚其他经济的汇率大幅贬值，一般人都会认为中国政府会为了保持出口竞争力而随东亚货币大幅贬值的心理因素来炒作人民币贬值。2003年以后国际金融界炒作人民币升值则是利用日本政府和美国政府对中国政府施压，这些金融炒家根据1980年代的历史经验，认为只要美国政府对哪一个国家或地区的货币施压，这个国家或地区的政府最终会屈服于压力，而让货币大幅升值；以及利用中国外汇储备急剧增加成为世界最大的外汇储备国，一般人会认为这是人民币币值低估所致，需要人民币大幅升值才能缓解外汇储备增加的心理因素。以下先分析日本和美国政府的指控是否成立，然后，再分析外汇储备为何大幅增加。

1. 来自日本和美国政府的压力

2003年日本政府指责中国人民币币值低估，出口产品价格低，导致国际上出现通货紧缩。然而这个指责根本站不住脚，因为，2003年中国贸易量仅占世界贸易总量的4%，而世界贸易总量约占世界经济总量的25%，也就是中国的贸易量只占世界经济总量的1%左右，即使中国出口的产品全部免费赠送也不能引起国际的通货紧缩。日本政府之所以提出这个问题是因为日本从1991年房地产和股市泡沫破灭以来，出现连续10多年的通货紧缩。小泉首相2001年以治理通货紧缩为号召上台，到了2003年尚未能摆脱国内通货紧缩的困境，看到中国进出口贸易快速增长，就以人民币的币值低估导致国际和日本出现通缩为借口来转移国内的政治压力。现在，小泉已经下台，日本也已经走出了通货紧缩，2002年到2005年的4年间，日本对中国的出口从534.6亿美元增加到1004.1亿美元，贸易顺差从50.3亿美元增加到164.2亿美，对中国出口和贸易顺差的大量增加是日本走出通货紧缩的重要原因，因此，日本政府将再也没有理由和借口重提人民币币值低估的不实指控。

2003年以来美国政府提出人民币币值的问题表面上看起来是中美贸易之间中国的大

量顺差所致，然而，究其真实原因同样是因为美国国内的政治需要。2001年3月美国互联网泡沫破灭，纳斯达克股市崩盘，接着发生了“9·11”恐怖袭击、阿富汗战争、伊拉克战争，美国政府财政赤字激增，经济疲软，失业率增加，内外交困。到了2003年共和党政府面临期中选举的压力，像日本政府一样，就把国内经济的困难、失业率的增加归罪于中国对美贸易顺差的激增，试图以指责中国故意低估人民币币值向美国大量出口廉价产品，抢走了美国的市场和就业机会，造成美国经济增长缓慢，失业率增加，来转移国内选民对政府政策的不满。

然而，中国的人均国内生产总值在2005年时只有1730美元，美国则为4.2万美元。中国的比较优势是劳动力多、劳动力价格相对低廉，生产和出口的主要为劳动密集型的产品，这些产品在劳动力相对短缺、劳动力昂贵的美国基本已经不生产，中美两国的经济和贸易结构完全是互补的。近些年来，中国对美贸易顺差的增加是原来东亚国家和地区出口到美国的劳动力密集型产品转移到中国来生产，属于美国进口来源地的调整，并没有挤占掉美国自己原有的产业和市场。而且，这些劳动力密集型的产品大都接近生活必需品，其价格弹性低。如果人民币升值，美国不是需要以比较高的价格继续从中国进口这些产品，就是必须从其他国家进口这些产品，而他们的产品必然比中国现在的产品价格高。不管是前者或是后者，人民币大幅升值，美国总的贸易逆差会增加而不是减少。并且，这些生活必需品的价格提高会降低美国一般家庭对其他产品和服务的购买力，国内总需求会下降，经济增长的速度会放缓，美国的失业问题可能会更加严重。

对于人民币升值不能解决美国贸易赤字和失业率的问题，美国国内的许多学者和政府官员是非常清楚的，基于国内政治的需要，美国政府，尤其是国会，或许在将来还会重提此事，但是，美国政府将不至于搬石头砸自己的脚，真的要人民币大幅升值。美国政府应该也清楚中国采取的灵活有管理的小幅度浮动汇率制度对中美两国经济来说都是最有利的制度安排。

2. 外汇储备大幅增加

近10年来中国的外汇储备急剧上升，从1996年的1050亿美元增加到2006年超过1万亿美元，10年扩大了近10倍。因此，很容易让人认为这是中国币值低估所致。然而，长期以来作为全世界第一大外汇储备国的日本在近10年外汇储备也以同样的幅度急剧增加，可见中国外汇储备的增加有其外部原因。如表3所示，日本一直到1994年外汇储备才超过1000亿美元，可是现在也已经接近1万亿美元。也就是，中国外汇储备从1996年的

1050 亿美元迅猛增加到 2006 年的超过 1 万亿美元，除了自 1994 年以来，连续 13 年的双顺差之外，更重要的是外部环境的改变。如表 2 所示，美国自 1990 年代中以来贸易赤字占国内生产总值的比例不断增加，以 2004 年为例，比例达 5.6%，总量为 7000 亿美元。美国是当前世界第一大经济和贸易国，美国贸易赤字的激增必然使和美国贸易关系密切的其他国家积累了大量的经常账户盈余。

而且，从日本和中国台湾过去的经验来看，贸易顺差和外汇储备的积累与汇率水平的高低并无直接的关系，中国现在即使人民币大幅升值也未必能减少外贸顺差和外汇储备的继续增加。表 3 的数据显示日圆的汇率从 1985 年的 238.05 日圆兑 1 美元大幅升值为 1986 年的 168.03 日圆兑 1 美元时，经常账户的顺差反而从 1985 年的 491.69 亿美元增加到 1986 年的 858.45 亿美元，外汇储备则从 1985 年的 265.1 亿美元增加到 1986 年的 422.39 亿美元。1987 年日圆汇率继续升值到 144.52 日圆兑 1 美元，贸易顺差则继续增加到 870.15 亿美元，外汇储备猛增到 814.79 亿美元。贸易盈余一直到 1988 年才开始有所下降，而且，经过两三年调整后，到了 1991 年外贸顺差又大幅攀升。外汇储备变动的趋势基本上和外贸盈余变动趋势相同，1989 年后有所下降，但是从 1992 年开始又大幅攀升。台湾地区的新台币在 1986 年大幅升值后，外贸盈余和外汇储备变动的情形也和日本的情形非常类似。如果人民币现在大幅升值很可能和当时日本和中国台湾的情形相同，也未必能消除经常账户的盈余和减少外汇储备的积累，并且，很可能对中国经济产生巨大的不利影响，其原因如下：

首先，中国内地和日本、中国台湾的外贸结构相同，出口加工占有重要地位。在汇率调整期间，许多从事进出口贸易的企业可以以低报进口的原材料和中间产品的价格、高报出口最终品的价格，来虚增贸易盈余以套取汇率升值的收益，在汇率升值期间或是预期汇率会升值时，经常账户的顺差反而会扩大。日本 1986、1987 年和中国 2005、2006 年外贸顺差猛增应该就是这个原因造成的。同样的道理，外国资金也会通过各种渠道，流入套利，使资本账户出现更多剩余。在经常账户和资本账户顺差都扩大的情况下，外汇储备增加会更显著。

其次，在上述的套利期过后，汇率大幅上升将会降低出口部门和进口替代部门的竞争力，使出口减少，进口增加，而降低经常账户的盈余，但是，将会伴随着出口部门和进口替代部门产能过剩的情形，而使物价下跌，抵消掉汇率升值的效果。所以，在一轮调整后，经常账户的盈余很可能依然如旧，日本就在经过 1989、1990 两年的调整后，经常账户

的顺差就又开始猛增，如果人民币大幅升值也很可能会是同样的情形。

最后，和日本以及中国台湾在 1980 年代中不同的是，中国内地目前产能过剩的情形已经相当凸显，如果人民币大幅升值，将使产能过剩的情形雪上加霜，甚至有可能导致严重的通货紧缩。而且，和 1980 年代的日本以及中国台湾相比，中国内地企业普遍管理水平低，效率不高，投资大量靠银行贷款，如果出现严重的通货紧缩，企业利润将大幅下降，好不容易压下来的银行呆坏账可能又会迅速反弹，甚至引发经济金融危机。果真如此，资金将会外逃，外汇储备有可能会显著下降，但是，国民经济将要为此付出沉重代价。如果幸运地在大幅升值后没有出现大的经济金融危机，经过一轮调整后，中国经济会继续持续发展，外资仍将会为了利用中国改革开放 20 多年来在制造业上形成的卓越群聚效应，而把中国作为出口加工基地，以及为了进入中国快速扩张的国内市场而继续大量涌进，资本账户仍将会有巨额的盈余。在经常账户和资本账户都有大量盈余的情况下，外汇储备则将继续快速增加。

表 3 日圆汇率、经常账户和外汇储备

年份	日元兑美元汇率	经常账户盈余（亿美元）	外汇储备（亿美元）
1980	226.45	-107.64	252.32
1981	220.83	47.70	284.03
1982	249.26	68.50	232.62
1983	237.61	207.99	244.96
1984	237.61	350.03	263.13
1985	238.05	491.69	265.10
1986	168.03	858.45	422.39
1987	144.52	870.15	814.79
1988	128.2	796.31	976.62
1989	138.11	571.57	848.95
1990	144.88	357.61	770.53
1991	134.59	960.17	689.80
1992	126.62	1066.00	686.85
1993	111.06	1202.00	955.89
1994	102.62	1209.00	1228.45
1995	93.97	1068.00	1828.20
1996	108.81	674.00	2178.67
1997	120.92	998.00	2207.92
1998	131.02	1399.00	2159.49

资料来源：矢野恒太纪念会编（2000）《数字ごみる日本の 100 年》改定第 4 版，日本国势社。

从上述的讨论可知，中国当前贸易盈余和外汇储备的增加和人民币的币值没有直接的关系，人民币大幅升值既未能从根本上减少中国经常账户的盈余，也很可能不能减少外汇储备的积累。如果经常账户盈余和外汇储备真的因而显著下降，国民经济将为此付出难以承受的巨大代价。

三、外汇储备过万亿美元所带来的挑战与机遇

中国外汇储备在 2006 年已经过万亿，超越日本成为世界第一大外汇储备国，未来外汇储备很可能将会继续增加，人民币汇率的问题短期内也不会消失。如何应对外汇储备过万亿美元以及未来继续增加给国民经济带来的挑战和机遇是中国当前外汇和外经贸政策所应该研究的重要问题。

1. 稳住预期，抑制外汇升值投机

在外汇储备已经高达 1 万亿美元并可能持续增加的情况下，国际金融界的投机家将会借题发挥，热炒人民币升值的议题。国内国外的多数资金拥有者对人民币币值并没有严重低估的情况并不清楚，因此，很容易跟风，而对人民币形成巨大的升值压力。人民币如果大幅升值固然可以打消投机压力，但是，由于人民币的币值并没有严重低估，如果大幅升值，本文第二部分第 2 节所分析的情况很可能发生，也就是经过调整期后，外贸顺差和外汇储备会继续增加；在调整期间，国内至少会出现通货紧缩，很可能还会诱发金融经济危机。此时，国际金融投机家很可能反过来以中国金融体系不健全、银行呆坏账比例高、各种隐性社会欠账多而炒人民币贬值。对于国际金融投机家来说，只要汇率按照他们热炒的方向大幅升值或贬值，就能在短期内获得暴利，升值或贬值以后对一个国家经济的影响他们并不关心。对于中国来说，应付升值压力只要增发自己能够印制的人民币即可，因此相对容易；应付贬值压力则需动用外汇储备去稳定币值，外汇储备总有用完的可能，应付起来相对难。所以，在人民币币值没有严重低估、国内经济承受能力不高的情况下，以大幅升值去消除国际炒家的投机压力，会正中投机者的下怀，国民经济将会为此付出巨大代价。

投机者的目的是试图从汇率的大幅升降中获取暴利，如果他们认为中国汇率有可能按他们预期的方向和幅度变动，就会加大投机的压力；反之，如果确信人民币汇率没有大幅升降的可能，投机者自然会离开，投机压力就会消失，就像 1998 年国际金融大鳄投机港币贬值，最后铩羽而归一样。尤其是中国目前资本账户尚未开放，外国的金融炒家投机人民币需要通过迂回、隐蔽的渠道进行，交易费用很高，如果经由代理人进行，每年需要支

付 5%左右的高额手续费，而且至少也必须放弃每年 4%上下的美国政府债券的年利率，投机人民币的成本不低于 8%。只要中国坚持目前所采取的自主的、灵活的、可承受的原则，在有管理的浮动汇率制度下，以行动表明每年人民币升值的幅度只会是在 3%左右，投机者在赚不到钱而且亏本的情况下就会自讨没趣地走开，人民币投机的压力就会消失。

在人民币投机压力未消失前，外国金融投机家可能会利用中国资本账户管制上的一些合法渠道，例如投资于中国的房地产，来进行人民币汇率和房地产的双重投机。因此，中国需要对房地产的投机进行必要的管制，防止房地产业的泡沫化。另外，从事进出口贸易的企业也会利用高报出口价值、低报进口价值的方式来虚增贸易盈余，加重货币升值的压力。然而，一个进出口企业的国内外账户最终总要有实际的支付发生，只要明白了人民币不会大幅升值，从事贸易的企业利用虚增盈余的方式来获利的动机也会消失。

2. 抓住机遇进行外资、外贸体制改革

在有管理的浮动汇率制度之下，中国除了坚持每年根据国内经济的可承受力，对人民币汇率采取自主、灵活、小幅度的调整之外，还应该利用目前外汇储备充足、国内经济较为宽松的机会，对中国的外资、外贸政策进行必要的改革。

中国过万亿美元的外汇储备来自于连续多年的资本账户和经常账户的双顺差，这种双顺差和中国现有的外资、外贸政策有关。改革开放初期，中国的经济是一个既缺资金又缺外汇的典型“双缺口”发展中经济。为了克服外汇缺口对中国经济发展的瓶颈限制，1985年开始，中国政府采取了出口退税政策鼓励出口以多赚取外汇。同样，为了填补资金缺口，在改革开放初期，中国采取了鼓励外商直接投资的政策，给外资企业许多政策优惠，包括税收上的“两免三减”，所得税只有国内同类企业的一半等。在这些政策的刺激下，中国对外贸易增长非常快，1978—2005 年间年均增长高达 17%，为世界同期贸易增长率 8%的 2 倍多，27 年间对外贸易增加了 68 倍；同时，中国也成为除了美国之外吸引外资最多的国家。

从 1994 年开始，中国经常账户和资本账户年年都出现双顺差，现在已经积累了全世界最大的外汇储备；而且，在连续 27 年国内生产总值年均增长 9.6%和高储蓄倾向下，中国的资金也出现了相对富余。外资、外贸政策的基础已经发生了很大的变化，“双缺口”条件下形成的政策已经不适应中国当前经济发展的需要，因此，有必要对这些政策进行相应调整和重新定位。

在外贸政策上，1980 年代中开始推行的出口退税是以鼓励出口、多赚取外汇为目的的，现在外汇既然已经不再短缺了，外贸政策就应该以鼓励中国企业利用国内、国外两个市场，

实现资源的最优配置为目的。明确地说，中国是一个资源、土地、能源短缺，环境比较脆弱的国家，因此，应该降低或逐渐取消对资源密集、土地密集、能源密集和高污染产品的出口退税，这样中国的企业才会少发展、少出口这些产品，从而有利于改善中国的资源配置，提高经济发展的质量。

在外资政策上，1980年代初开始实行的凡是外资就能得到所得税减半以及“三免两减”等优惠是为了多引进资金，现在资金已经不再是中国经济发展的主要瓶颈，因此，外资政策应该改为以吸引国内所没有、对中国经济发展至关重要的高新技术和鼓励到中国亟待发展的落后地区投资为主要目的。具体来讲，应该实行“两税合一”，统一内外资企业的所得税税率和税收政策，取消现在对内外资企业实行差别待遇的政策，并代之以不同技术标准的行业以及不同发展地区的差别待遇政策。在取消对外资企业的超国民待遇后，并非就不能再鼓励对中国经济发展具有重要意义的外资企业到中国来投资，其实，只要把行业准入和高新技术标准的门槛，以及需要鼓励发展的地区确定清楚，仍然可以给需要鼓励的外资优惠。当然，将来国内的企业如果达到同样的技术标准和到同样的地区投资，只要这个优惠政策还在也应该同样得到优惠。不过，优惠的目的既然是鼓励国内所没有的高新技术企业或是到有待发展的落后地区投资，届时，就应该水涨船高，提高优惠的门槛。这样的外资政策既不违背国民待遇的原则，也能够更有效地鼓励具有先进技术的外资企业来中国，以及到有待发展的地区投资，以推动中国经济更好、更快地发展。

3. 扩大国内消费需求，改善宏观管理能力

经常账户的顺差和外汇储备的快速积累除了和中国鼓励外资外贸的政策有关之外，也和国内经济存在产能过剩凸显，国内供给大于国内需求有关。“十五”时期，中国社会消费品零售总额年均增长 11.4%，扣除消费物价指数年均增长 10.1%，这样的增长速度应该说是相当快的，但是，由于产能过剩，国内消费需求相对不足，于是就表现为对外贸易的顺差。所以，为了减少经常账户的顺差和外汇储备的积累，一方面，中国政府应该采取积极的政策扩大国内需求，以消化过剩生产能力。有效的措施包括：推动社会主义新农村建设，以改善农村的消费环境；实行养老、医疗、住房、教育等社会保障体系和社会事业的改革，以进一步提高城市和农村居民的消费意愿；支持劳动力密集型的中小企业和服务业的发展，增加就业机会，以提高低收入群体的收入水平，改善收入分配的结构，提高国民经济的消费倾向等。另一方面，还应该防止投资过热的不断出现，避免产能过剩的情形继续恶化和向更多的产业蔓延。中国当前是处于快速发展阶段的发展中国家，其特性是在经济发展、

产业需要升级时，企业容易对下一个有前景的产业产生共识，投资上出现像近几年在钢材、水泥、电解铝、汽车等产业那样一轰而上的“潮涌现象”，等各个企业的投资都建成时，产能过剩的情形就难以避免，因此，政府应该发挥总量信息的优势，改善宏观管理能力，对投融资进行必要的指导，以防止过剩生产能力的不断出现和积累。

4. 完善外汇储备管理体制

在外汇储备已超过万亿美元，未来还可能继续增加的情况之下，管好、用好如此庞大的外汇储备，实现外汇资产的保值增值是一个亟需思考并采取行动的课题。国内的有些学者建议学习新加坡、韩国、挪威等国家的做法，对外汇储备进行积极管理，即在满足储备资产必要的流动性和安全性的前提下，对外汇储备实施分档，将富余储备交由专门的投资机构进行管理，拓展外汇储备的资产种类，提高外汇储备的整体收益水平，这是一个值得考虑的建议。如在价格合适的时候，增加石油等战略资源的储备，或者与石油和其他战略资源的生产国合作，投资战略资源的生产、储备的基础设施，争取这些战略资源的稳定供给；或是成立类似于新加坡“政府投资公司”（GIC）和淡马锡的专门管理国家外汇资产的投资公司，进行海外股权投资、战略投资者投资等；以及由财政部发行特种长期债券，吸收民间人民币，向外管局购买外汇注入社保基金，以充实社保基金并加大社保基金的海外投资比例等都是值得考虑研究的措施。但是，外汇储备本质上是中央银行以人民币的负债换来的资产，所以，对外汇储备的积极管理要有保值增值和风险意识，要按国际游戏规则专业运作，加强公司治理，切忌不计成本、势在必得的“暴发户”行为和心态，也要淡化中国企业海外发展的政治色彩，只有在深入研究和了解所要投资的国家和文化、法律和制度，对发展的环境和获利可能有足够和充分的了解后，才谋定而后动。▲

注释：

[1] 卢锋教授是国内讨论人民币汇率水平的各家之说中下了很大工夫去整理数据，然后才提出观点的经济学家，不管同意或是不同意他的观点，学者们都可以从他的研究中获得很多有用的信息与启示。

[2] 卢锋教授在其文章中也提到了这一可能原因。

[3] 在讨论汇率问题时通常指的是名义汇率，因此，在以下的分析中除非特别指出，否则指的是名义汇率。

[4] 1980年代中，国际上热炒日圆和新台币升值时，日本和中国台湾地区也出现了贸易盈余突然猛增的情形。