

# Roundtable

## 后危机时代：中国如何走出美元陷阱？

嘉宾

中国社科院经济研究所研究员  
渣打银行全球研究部首席经济学家  
中国社科院金融研究所货币理论与政策研究室副主任  
中欧国际工商学院金融学教授

袁钢明  
Gerard Lyons  
杨涛  
张春

奥巴马来了，又走了。对于炙热的人民币升值话题，他在访华的66个小时中出乎意料地进行了冷处理，而他上台初期则对此一直持强硬态度。奥巴马冷暖不一的态度，多少使人有些困惑。

当前，在经济复苏形势尚未明晰的情况下，美国政府的宽松货币政策正使美元陷于两难的境地，是保持美元强势？还是让美元继续贬值以刺激国内经济？

美元的走势牵动着中国的神经，著名经济学家克鲁格曼将中国目前持有巨量美元外汇的境地形容为“美元陷阱”，“一旦美元贬值，中国的外汇储备就会遭受巨大资本损失。”

后危机时代，世界经济在复苏中面临着不可预知的系统性风险，这使得人民币和美元的问题更加错综复杂。一旦美元继续贬值，人民币是否会与美元脱钩？中国将如何维护超过2万亿美元的外汇储备的安全？本期金融圆桌将就上述问题一一展开。

◎记者 唐真龙 石贝贝 ◎编辑 颜剑 于勇

### 一、美元：向左走，还是向右走？

上海证券报：为了恢复国内经济增长，提高公众信心，美国政府采取了一系列措施，这些措施客观上造成了美元对世界主要货币不断贬值，您认为左右美元贬值的因素有哪些？未来的发展趋势如何？

袁钢明：美元走势情况不妙。总的来说，美国仍处于实施经济刺激政策的过程中，美国目前必须采取宽松货币政策，而且这种宽松的货币政策仍在对美国复苏发挥积极作用，目前仍未到退出宽松货币政策的时机。此外，根据目前局势判断，美元仍在贬值、市场对于美元的信心也在下降、美元利差问题也没有解决、还有美国国债问题等，这些都会造成美元贬值。

尽管美国一再强调强势美元政策，但这只是他们的一种说法，也正好证明了他们自身和周围的压力。如果全世界开始抛售美元，美元只会更加弱势。尽管美国政府不愿采取贬值美元的政策，但是美国受危机冲击之后，其根本问题仍未解决，再加上国际货币基金组织提升SDR份额、中东国家停止使用美元作为交易货币等做法，这些都是对美元走势不利的。

但是美国竭力阻止美元贬值，世界上一些持有较多美元资产的国家也不希望美元贬值。因此，总的来说，美元的贬值将会是缓慢的、难以觉察的，有时还会出现波动。一旦美元走势波动，欧元、日元反而会受到冲击，有时也会出现美元升值的情况，但是这仅是一种波动变化，从长期来看的美元贬值趋势不可阻挡。

Gerard Lyons：我们对美国经济短期表现保持乐观。虽然新兴市场经济是近年来全球经济的主要推动力，但是全球第一大经济体——美国——的反弹，不论从实际贡献还是信心来说，对全球经济依然有着重大的意义。

我们认为，对于美元未来走势很难单方向定论，尽管长期来看我们对美元展望仍偏负面，但是美元在此期间也可能会出现短期强力反弹。它可能会有助于今年年底之前投资者进行获利回吐，或者，一旦全球投资者恢复风险厌恶情绪，美元走势也会完全不同。尽管目前全球对需要强势亚洲货币的愿望非常强烈，但是当前亚洲各个经济体目前并没有采取能够实现强势货币的政策。

杨涛：美元汇率变化还是要看多种经济和政治因素的影响。第一，持续的经常账户赤字与危机后不断扩大的财政赤字，客观上促成了美国政府通过美元贬值来消除双赤字的动机，美元贬值造成的“估值效应”能够降低美国政府的对外真实债务，从而改善财政赤字政策的可持续性。第二，未来如果美联储实施的宽松货币政策不能及时退出，将导致未来通胀预期迅速上升，从而加剧美元贬值压力。第三，美国经济基本面的变化将会影响美元汇率的变化，虽然部分指标表明美国经济在缓慢恢复，但其中的诸多不确定性增加了人们的担忧。第四，美元汇率还取决于外部情况的变化，当全球经济普遍回暖时，美元的避险功能就有所弱化，引起对美元的需求下降，而当其他国家的情况相对好于美国之时，则美元的吸引力也会下降，反之亦然。正是由于存在许多不确定性，因此美元汇率前景并不明朗。短期内美元的弱势可能会持续到明年，但可以肯定的是，弱美元“难以保持稳定的国际地位，也不符合美国的长期利益。”

张春：这场危机是美国造成的，如果是一个小国，可能它的货币早就贬值了，但是我们看到在去年有一段时间，美元反而是在升值，这主要是由于美元基本上是目前唯一的一个国际储备货币，相比于欧元、日元，它还是相对安全的，在去年危机较严重的时候，人们会选择用美元来避险，因此在那个时候美元呈现升值的趋势。然而现在风险降低了，不少地方经济都恢复了，澳大利亚等地都加息了，所以现在人们开始把钱转向那里，此外中国经济也开始相对好转，所以也会有人配置人民币，从而从美元退出来，这是一方面原因。

从长远来看，究竟美元会不会贬值，主要取决于美国的经济是否会复苏以及复苏的力度如何。我自己认为，虽然美国经济从技术层面上来看已经复苏了，但其实还是有好多问题，其现在的去杠杆化是把坏账剥离到政府手里，政府目前有大量坏账和赤字，在政府层面需要加税，需要去杠杆，这对整个经济前景并不是很好，因此即使经济复苏也不会是很强劲的，美国经济总体上还是疲软的，再加上目前对于通货膨胀的担忧，总体的趋势上美元还是贬值的。

### 二、美国的货币，全球的问题

上海证券报：当前世界经济正在逐步复苏，然而在复苏的过程中也面临着系统性风险。有观点认为，美元不断贬值严重冲击了全球资产价格，对全球经济复苏、尤其是新兴市场复苏形成冲击，您如何看待这一问题？

袁钢明：这是毫无疑问的。美元贬值对全球大宗商品、股票、房地产等价格造成冲击。这也与人们对美元的恐慌心理相关，由于担忧美元贬值，人们会转而寻找黄金、房地产等其他资产进行投资，会去寻找其他市场的投资机会和漏洞，的确会引起其他国家资产价格暴涨的风险。

Gerard Lyons：我们预计2010年亚洲经济将继续保持稳定，相比西方国家依然会出现令人惊叹的增长。然而，如果西方国家经济不能恢复繁荣，那么亚洲经济也不可能独自增长，因为亚洲经济依然十分倚重于对西方国家的出口。

一个核心问题是过去几年内人民币与美元的稳定汇率，人民币的稳定迫使许多亚洲国家保持其币值的稳定，从而使他们的出口商保持国际竞争力。这导致许多国家资产价格的通胀问题。反过来，这也导致了美元相对浮动汇率体制国家货币的贬值，尤其是欧元。

预计多数亚洲国家目前并不愿意其货币升值，除非它们对于经济复苏更具信心。这同时也导致了许多国家的资产价格通胀问题。

以色列、挪威、澳大利亚等少数国家近期采取加息政策。随着经济逐步进入确定的复苏阶段，许多国内因素会促使一国货币政策发生转变。而一个两难局面在于，由于投资者往往追求更高回报，许多较早采取紧缩政策国家可能会吸引大量热钱的流入。然而，如果单纯等待，不及时调整货币政策，这则有可能促使大量流动性流入证券和房地产市场，催生资产价格泡沫。另外，我们寄望于经济复苏增长的迹象有助于促使政策制定者们远离贸易保护主义。

杨涛：自金融危机爆发以来，美元的名义和实际有效汇率便经常出现“下泄”，而且贬值时期远多于升值，全球经济复苏时期，美元形成了严重的不稳定因素。一方面，这事实上通过压低境外持有美元资产的价值，间接输出了次贷危机的成本。另一方面，通过贬值能促进进出口而防止经济下滑，而由于许多新兴国家需维持在美市场份额，弱美元也没有给美国带来明显的进口价格上涨压力。由此可见，金融危机为美元贬值提供了一个非常规的借口，虽然长期来看可能对美国经济是一把“双刃剑”，但短期内似乎令美国人很满意。

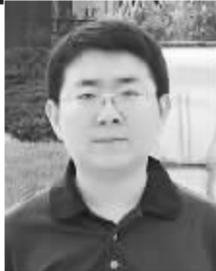
对此，美元波动使许多发达国家和发展中国家都同样受到伤害，这不仅让人想起上世纪美国财政康纳利的名言：美元是我们的货币，你们的问题”。此时，全球对人民币的关注，远低于对美元的担忧。在各国对美国的“不作为”普遍不满的情况下，我国应该变被动为主动，积极与各国一起敦促美国适当干预“弱势美元”的局面，从而间接抑制人民币升值预期，防止弱势美元的波动把全球经济拉入泥潭。



袁钢明



Gerard Lyons



杨涛



张春

### 三、汇率问题：中美博弈新阶段

上海证券报：美国政府称人民币低估造成中美贸易失衡，中国则敦促美国承认中国的市场经济地位。奥巴马访华之前曾表示将与中领导人讨论汇率问题，但此次中美领导人并未就汇率问题达成共识。对此，您如何看待？

袁钢明：美国总统奥巴马就职前后与访华之际，全球经济局势已经发生了极大的变化，美国和中国的关系也发生了变化。中国持有大量美国国债，若中国减持美国国债，会引发世界范围内更大规模的抛售美国国债，势必对美国经济恢复不利；而中国也不希望抛售美国国债，进而引发美债价格下跌、中国剩余美债资产价格缩水。因此，双方处于相互制约过程中，只是中国对美国制约更大而已。

在此背景下，美国已经失去原有与中国谈判时的强势地位，需要与中国保持合作、友好、沟通，此次美国总统访华主要是畅谈“友谊”，其深度和广度也超越任何一届美国政府。我们可以看出，美国现在处于非常困难时期，急需寻找盟友，希望从更长远、更宏观的角度实现双方关系，使得中国成为美国盟友。但是，与亚洲的日韩不同，中国奉行的是不结盟政策。因此，奥巴马此次访华，重点不在于与中国争汇率、贸易等双方争议问题，因此不会谈及汇率、贸易等问题。

杨涛：本次奥巴马中国之行，对于人民币汇率的问题明显比较低调，并未成为双方讨论的焦点。事实上，与奥巴马政府上台初期对于人民币升值的强硬态度相比，近期已经有所松动。但是，一方面，由于欧元区国家近来对人民币升值问题反应强烈，另一方面美国国内很多人把失业率上升与人民币纠缠在一起，因此，奥巴马政府作为西方国家的“首席发言人”，仍然会对人民币问题有所表态。但随着中美双方近年来不断加强联系，以及处理双边经济金融问题更加成熟，加上美元自身存在“不负责任”问题，预计双方未来在处理人民币汇率问题时，一方面，会在形式上继续进行存在分歧的争论。另一方面，则会更多通过“台下”交流来讨价还价。

张春：前一阵子在美元升值的时候人民币也没有贬值，近期央行行长周小川在上海讲过，在2005年到2008年年中这段期间，我国已经建立了比较灵活的汇率机制，而在从去年到今年这段时间采用的汇率形成机制只是个应急措施，主要是根据以前应对亚洲金融危机时采取的措施而采取的。

不过周小川行长提到，一旦危机过去，中国还会回到原来的较为灵活的汇率形成机制。我想对于这些问题，中国肯定和美国沟通，我猜想美国方面也能够理解这一点，在这一点上中国的做法是非常有道理的，因此对于奥巴马来说在公开场合将这一问题讲得太严重并不利于处理两国之间的关系。

### 四、趋势：人民币脱钩美元不可避免

上海证券报：有观点提出，自2008年年中以来，人民币实际盯住美元。而中国人民银行近期表示将把主要货币走势变化纳入人民币汇率参考因素，有分析人士认为这暗示着中国或将脱离非正式盯住美元机制。对于人民币未来走势、人民币与美元汇率关系，您有何样的预期？

袁钢明：人民币盯住一揽子货币，这样，人民币相对于其他货币不会贬值，反而会处于一定上升趋势。中国此时表态盯住一揽子货币，主要也是担心美元贬值会对人民币稳定不利。然而，实际操作过程中，人民币盯住一揽子货币，是很难选择的，这也是一个难题。比如，澳元、加元、日元的波动性也很大，并不容易选择。实际做法可能是，仍然以盯住美元为主，附带参考其他主要货币，放松盯住美元程度，逐渐加大放松程度。

Gerard Lyons：渣打研究部预计，未来一段时期，美元表现可能会仍不如除日本外的多数亚洲国家货币。渣打研究部也认为，人民币可能会逐步脱离盯住美元，且在2010年二季度重拾对美元缓慢升值。

杨涛：对此，我们认为，央行之所以对人民币汇率的表述有所变化，首先，是表明了央行对于“热钱”流入的担忧。热钱进入内地，主要目标之一就是追求人民币升值的预期，因此应该继续作为完善人民币汇率弹性机制的考虑重点。其次，也表明了央行对于近期美元贬值压力的担忧。由于人民币事实上仍然是盯住美元，因此使得人民币实际有效汇率一度连续下跌，到今年8月份才有所回升。虽然这有利于我国对非美元区的出口，但也增加了与欧元区、俄罗斯等转轨国家、甚至是周边新兴市场国家的矛盾与贸易摩擦。因此，在短期内美元持续疲软的情况下，人民币汇率形成机制有必要进一步加以完善，主要是优化针对不同货币的汇率权重与弹性问题。

当然我们认为，人民币实际有效汇率在较长时期内将以维持稳定为主，不会转入升值轨道。一则，保持人民币汇率相对稳定，以及促使美元等主要货币的稳定，在此基础上逐渐推动人民币国际化，是中央从战略角度确定的基本原则。二则，中国经济仍处于回升巩固阶段，此时大幅升值将不利于出口的稳定性。三则，根据历史经验表明，在近期“热钱”压力较大的情况下，人民币升值也并不能消除未来的升值“预期”，反而会加重这一困境。

由此，人民币汇率将来可能会有两方面的变化。一方面，是会进一步增加汇率弹性，并且对于实际上有所强化的“可控性”的实现形式进行改革，以弱化外界的质疑。另一方面，人民币对美元的汇率有可能出现更加复杂的变化，不排除小幅升值的现象，但在此基础上，会更加强化人民币整体有效汇率的稳定性。

张春：在2005年以前人民币是盯住美元的，在2005年之后参

考一揽子货币后，人民币就升值了，到去年之后人民币又盯住美元了，现在照周小川行长的话讲，我个人也认为在未来几个月完全有可能恢复到参考一揽子货币的机制上去，与美元脱钩。这也是没有办法的事情，因为美元如果继续贬值，尤其是针对资源类产品、大宗商品等贬值，会增加中国的进口成本。同时还会带来输入性通胀的压力，另外如果人民币长期处于被低估状态的话，一定程度上会加剧资产泡沫的膨胀，所以中国不得不让人民币升值，在一定程度上更灵活一点。长期来看，人民币肯定会升值，但有一个因素可以让人民币不用升的太多，那就是中国能让老百姓去国外投资。长远来看人民币的升值的趋势是浮动的，但短期内也存在一次性升值较大幅度的可能。

上海证券报：中国有超过2万亿美元的外汇储备，随着美元贬值问题的凸显，中国外储安全问题越来越受到关注，在维护外汇储备安全方面，中国应采取哪些措施？

袁钢明：中国外汇储备安全，实际上就是所持美元资产安全的问题，中投公司投资安全的问题。

对于外汇储备投资，我主张采取援助的方式，这也借鉴日本在上个世纪80年代的外储投资经验。比如，中国此次提出对非洲国家援助，这也一定会拉动国内产业发展。我们应该鼓励、支持中国企业到海外扩大投资。另外，在投机性波动很大、风险很大的情况下，美元国债仍是第一选择；第二选择才是通过主权财富基金去投资能源、矿产等，尽管在此过程中也并不那么容易，但是我们决心不能动摇，要在游泳中学习游泳。还有，此次金融危机教训深刻，说明人类还没有掌握金融全球化、金融扩张化的规律，此时我们对金融监管约束、金融创新自由化的程度都不能太快，此时中国对外投资仍应以稳定、安全性资产为主，强调外储投资安全第一。

杨涛：从短期来看，维护外汇储备安全的重点，在于适度进行期限、结构的优化和多元化管理，但这也并非容易的事情。

从长远来看，外汇储备在“保持信心”方面的作用逐步增大，同时就意味着，在外汇储备管理的战略中，其作为一国财富的功能得到强化。我们认为，保持较大规模的外汇储备并不构成资源浪费，在相当长时期内，它是适应中国经济发展之基本战略的；重视国际储备的财富功能，弱化外汇储备增长对货币供应的影响，强调外汇储备应用有机纳入中国全球化发展战略之中，是当前中国外汇储备改革需要关注的重点。因此，长期来看，重点在于中国应加快外汇储备管理体制变革，以弱化外汇储备快速增长对国内货币供应的硬性约束，并使外汇储备应用服务于中国的全球发展战略。