



华民, 现任复旦大学经济学院学术委员会副主任, 复旦大学世界经济研究所所长, 兼世界经济系主任。担任的社会职务有, 上海市人民政府决策咨询专家, 中国世界经济学会副会长, “国家中长期科技发展规划战略研究”咨询专家, 上海市世界经济学会副会长等职。共出版《西方混合经济体制研究》、《转型经济中的政府》、《长江边的中国》等学术著作 12 部, 《国际经济学》、《公共经济学教程》等教材 4 部, 在国内权威与核心期刊上发表学术论文近 400 篇。

## 人民币汇率升值压力是怎样形成的

前不久, 人民币对美元的汇率跌破了 8:1 的比价, 这表明人民币在升值的道路上又被向前推进了一步。然而, 我们必须冷静地思考一下, 人民币升值究竟有没有道理。

从统计数据上看, 自 2003 年以来, 中国的国际收支出现了罕见的三顺差态势。不仅是贸易经常项和外商来华直接投资发生了大规模顺差, 就连长期来一直为负的错误与遗漏项也发生了大规模的顺差。从三顺差的国际收支表出发, 经济学家们会很容易地得出人民币升值必须升值的政策结论。但是, 这样的政策结论其实是很不科学的, 因为中国的国际收支顺差事实上是不大可能通过升值来加以消除的。

首先, 中国的贸易顺差源于缺乏内需。从中国最终需求的结构看, 不仅投资占 GDP 的比重长期偏高, 而且投资的增长率还处于一种持续上升的状态, 2000 年中国投资支出占 GDP 比重约为 36% 左右, 到了 2004 年, 该比重则高达 44% 以上。与此相反, 国内居民的消费率则持续下降, 消费支出占 GDP 的比重已经从 2000 年的 61.1% 下降至 2004 年的 53% 左右。如果将中国的数据与国际平均水平作一个比较, 那么中国内需不足的问题就会变得更加一目了然。从资本形成率上看, 自 2000 年以来世界平均水平不仅显著低于中国而且持续下降, 已经从 2000 年的 22.5% 下降至 20% 以下。再从最终消费率看, 世界平均水平自 2000 年的 77.2% 持续上升至 2004 年的 80% 左右。中国投资增长率高意味着产出规模大, 中国居民最终消费支出占的比例不断下降则意味着不断增加的产出不能被国内消费所吸收, 于是过剩的供给就只能通过出口来加以出清, 中国的贸易顺差也就呈现节节攀升的趋势。

其次, 中国资本项目下的国际收支顺差主要是由大量外商直接投资的进入所造成的。中国为什么会有如此大规模的外资流入呢? 从中国商业银行不断增加的居民存款余额来看, 中国其实并不缺少资金, 在这种情况下, 中国还需要通过大规模引进外资来推动中国经济的增长, 这只能说明中国缺乏好的企业和企业家, 因为没有好的企业和企业家, 所以尽管中国的储蓄率很高, 却不能有效地转化为生产性的资本来推动经济增长。由外商直接投资所带来的不仅是一笔资本, 而且还是一种技术和一种新型而又有效的管理, 更重要的是还可以带来企业家精神, 从而可以有效地解决中国经济转型时期企业家要素与企业家精神短缺的问题。当中国需要通过引进外商直接投资来实现经济增长的时候, 外商也愿意进入中国市场进行大规模的投资, 这是因为中国廉价的劳动力和高速增长的经济可以为它们提供难得的获利机会。如果把上文中所提及的中国缺乏内需的约束条件考虑在内, 那么大规模的外商直接投资又为什么会为中国缺乏内需而选择加工贸易的模式而导致贸易顺差的进一步扩大。由此可见, 由外商直接投资进入中国而导致的资本项目下的国际收支顺差与经常项下的国际收支顺差具有相互促进的特征。

最后, 开始于 2003 年的错误与遗漏项下的顺差可以说是以上两个项目长期顺差的必然结果, 当然, 其中一个极为重要的促成因素则是人民币汇率制度的改革。不断增加的经常项目和资本项目下的国际收支顺差必定会给人民币带来巨大的升值压力, 当这样的看法一旦变成市场共识, 那么就会有国际游资通过各种非正规渠道进入中国来投机套利, 于是就会发生中国国际收支账户上错误与遗漏项下与日剧增的顺差。特别是当中国有关当局决定改变人民币汇率的形成机制, 并打算放弃盯住美元的固定汇率制度时, 人民币升值升值的预期便会在短期内陡增, 从而吸引了更多的套利投机资本的流入, 而这反过来又会进一步加强人民币的升值压力, 这就是金融学家们通常所说的“自我加强”式的升值。

●只要中国还存在大量的失业与过剩劳动, 那么采取名义汇率升值的做法不仅不能减少贸易顺差, 反而会使劳动者的利益普遍受损, 因此, 这样的政策是有损国民福利的。

●本币升值, 在贸易品的价格外生决定的情况下, 由本币升值所节省的剩余货币就会自动地流向非贸易品(其中最为典型的就房地产市场)和资本市场, 这就是中国目前房地产价格继续上涨的主要原因和股票市场价格不断上升的一个主要动力来源。资产价格上涨, 从短期来看, 有可能降低中国的国际竞争力, 从长期来看则有可能产生经济泡沫。因此, 从实际效应看, 人民币升值并未让中国经济增长变得更加健康, 反而是变得更加充满风险了。

●采取怎样的政策措施才能真正有效地缓解人民币的升值压力, 使中国的经济走上健康的增长之路呢? “对内转变经济增长方式、对外保持人民币汇率稳定”的策略是比较可取的。

●只要美元作为世界本位货币的地位不变, 不管人民币对美元选择的是固定汇率制度还是浮动汇率制度, 人民币都不能获得自主的定价权, 尽管如此, 选择盯住美元的固定汇率制度与选择放弃盯住美元的浮动汇率制度, 其经济效应还是大有区别的。选择既定的人民币盯住美元的固定汇率制度要比放弃这一制度来的更加优越和安全。

## 怎样才能缓解人民币的升值压力

分析表明, 升值本身并不能降低人民币的升值压力, 那么对内的宏观调控能否起到作用呢?

对对内的宏观调控政策来看, 旨在控制投资增长的紧缩政策大致产生了以下一些消极效应: 第一, 投资增长率的下降引起了中国进口的下降, 而这又会引起贸易顺差的增加; 第二, 投资增长率的下降还会导致就业增长率的下降, 而这又会加剧中国内需不足的问题, 从而导致出口增长率的进一步上升, 其后果也是贸易顺差的增加; 第三, 处在经济起飞阶段的中国经济有足够的经济增长空间, 当政府的宏观调控政策紧缩了国内投资时, 却给进入中国的外商以巨大的投资空间, 结果, 中国的经济增长率在宏观调控下不降反升, 并且, 在中国企业投资紧张、外商投资蜂拥而入的情况下, 中国宏观调控的实际效应是让外国投资者获得了增长的机会; 第四, 由宏观经济调控所造成的贸易顺差的增加和外商大规模追加投资的后果是中国的国际储备出现进一步上升的趋势。

### 采取“对内转变经济增长方式、对外保持人民币汇率稳定”策略

面对这样的局面, 我们究竟应当采取怎样的政策措施才能真正有效地缓解人民币的升值压力, 使中国经济走上健康增长之路呢? 基于中国的国情, 我们认为“对内转变经济增长方式、对外保持人民币汇率稳定”的策略是比较可取的。

针对总量的宏观调控不能有效地降低人民币的升值压力, 我们建议政府应当转而使用“对内转变经济增长方式”的策略。经济增长方式的转变是指从劳动贫困性的向劳动富裕性的转变, 或者是从消费压抑性的向消费释放性的转变, 其目的就在于创造与增加内需, 而不是传统意义上所说的刺激内需(当人们手中没有现金流量的时候, 刺激内需的做法实际上是没有意义的)。总结国际经验、汲取中国历史上的教训, 我们认为采取城市化与工业化并行的发展战略是一种可以有效地达到上述目标的方法。因为城市化与工业化并行的发展战略可以同时缩小城乡与工农之间的差距, 并且还可提供巨大的集约化的消费空间。

### 对外采取保持人民币汇率稳定策略的理由

那么, 为什么对外又必须采取保持人民币汇率稳定的策略呢?

首先, 对于一个存在大量失业和过剩劳动的国家来说, 名义汇率升值的作用是不大的, 因为升值政策一定会被微观主体的冲销行为(即降低名义工资或者实际工资的行为)所抵消而招致实际汇率的贬值。因此, 对于像中国这样一个存在大量过剩劳动的发展中国家来说, 在汇率政策上其实只有非常有限的选择: 要么贬值、要么维持既定的汇率保持不变, 而升值则是万万不可行的。经常会有人以日元升值促使

日本企业增强创新能力为由主张中国也应当通过人民币升值来提升中国企业的创新能力。在这里必须澄清以下事实: 第一, 日本企业的创新能力其实并不强, 日本企业比较擅长的是技术革新; 第二, 日元升值后, 日本企业开始大量对外投资, 目的在于寻找低成本的生产地; 第三, 随着日本企业的大量外逃, 日本的经济走向衰退, 日本的失业也随之增加。由此可见, 企业创新首先在于企业制度和企业生存的环境, 而不是在于价格(汇率)的变化。

其次, 中国是一个缺乏内需又处在经济起飞和高速增长长期的发展中国, 产业结构具有十分明显的出口导向性质, 而且贸易依存度也非常之高。在此背景下, 第一, 中国应当尽可能地低估汇率; 第二, 在今天的国际环境已经不再允许人民币像 1994 年那样大幅贬值的情况下, 中国应当保持汇率的稳定, 否则规模巨大的贸易部门就会被完全暴露在外汇风险之下。第三, 为了保持人民币汇率的稳定, 我们还要坚持现有的人民币汇率定价制度保持不变。只要定价制度还是放弃盯住美元的浮动汇率制度, 保持一种稳定的汇率水平就是不可能的。虽然经济学家们为汇率定价问题提供了诸多的理论和模型, 但是当今世界的货币体系来看, 世界货币的定价权实际上掌握在美国手中。不论是布雷顿时代, 还是后布雷顿时代, 美元在实际上都充当着世界本位货币的功能, 而发行美元的美国则扮演着世界中央银行的功能。在这样的世界货币体系下, 除了美元之外, 世界其他货币几乎没有有什么定价权可言。

这可以 2002 年前后世界主要货币的汇率变动来加以说明。在 2002 年前, 基于良好的经济基本面, 美国采取的是强势美元政策, 于是世界主要货币如欧元与日元, 不管它们发行国的基本面如何, 在美元强劲的升值走势下, 不得不处于长期贬值的状态。但是, 在 2000 年纳斯达克股票市场暴跌、2001 年 9·11 事件和 2002 年美国大公司财务造假案的连续冲击下, 美国经济基本面开始逆转, 为了防止国际资本外逃, 美国转而采取了弱势美元政策, 结果不管欧元区国家的经济基本面如何、也不管日本的经济基本面如何, 欧元与日元又不得不走上升值的道路。由此可见, 世界货币的定价权实际上是控制在作为世界本位货币的美元主权国美国的手中。当美国单方面地决定改变美元汇率时, 世界主要货币发行国除了被动地做出反应, 如消极地进行一些市场干预之外, 并不能独立地选择本币的汇率水平。所以, 我们的结论是, 在今天的世界货币体系下, 世界主要货币的定价权实际上已经在很大程度上变为美国的一种国家主权。在此体系下, 中国人民要想获得自主定价权实际上是不可能的, 人民币与美元脱钩的想法也是不切实际和危险的。

假如世界货币定价权已被美国掌控, 那么让市场力量来决定人民币的汇率水平也是一种幼稚的想法。由于外汇市场不存在商品市场的价格粘性, 因此, 让市场力量来决定汇价, 那么外汇市场上供求关系的任何一种微小变化都会导致汇率波动, 从而导致很高的汇率风险。在这种情况下, 人们或许会说我们可以引进外汇的远期交易市场。但是, 远期市场在本质上是个不完全的市场, 它是建立在对于各种不确定性因素之动态变化预期之上的, 所以远期市场还是一个风险市场而不是一个定价市场。更加重要的一点是, 外汇市场的预期实际上是跟着美国的指挥棒走的, 因为在外汇市场投机的人们看重无非是美联储或者美国财政部发布的各种信息与数据。因此, 外汇市场的实际情况是, 美国定价、市场跟着美国的指挥棒转。

由上可见, 只要美元作为世界本位货币的地位不变, 不管人民币对美元选择的是固定汇率制度还是浮动汇率制度, 人民币都不能获得自主的定价权, 尽管如此, 选择盯住美元的固定汇率制度还是放弃盯住美元的浮动汇率制度, 其经济效应还是大有区别的; 假如人民币继续选择盯住美元的固定汇率制度, 人民币当然没有自主定价权, 但是我们却可以搭美元的便车, 并且还可以避免外汇的风险暴露, 这一点对于贸易依存度高达 65% 左右、并且美国至今仍然是我最大贸易伙伴和顺差来源国的中国来说是极为重要的; 假如人民币选择脱离美元的浮动汇率制度, 或者其他什么汇率制度, 由于世界货币的定价权实际上控制在美国的手里, 人民币仍然不能得到自主的定价权, 不仅如此, 由于人民币与美元的固定比价已经不复存在, 于是中国的外汇风险就会被充分暴露, 同时人民币也更加容易遭到国际游资的攻击。这样, 人民币不仅不能享受搭美元便车之便, 反而需要面对更多的风险、支付更多的调整成本。比较这两种不同选择的后果, 我们认为, 人民币选择盯住美元的固定汇率制度要比放弃这一制度来的更加优越和安全。

### 用贸易战替代汇率战

在人民币汇率制度保持不变、汇率水平适当低估的情况下, 中国又应当如何来回应世界主要国家对中国的贸易制裁呢? 在中国已经成为 WTO 成员国的今天, 完全可以在 WTO 的制度框架内, 与试图制裁中国的贸易伙伴国家展开有理、有利、有力的“贸易战”, 并且尽快地推进贸易自由化的进程。用贸易战替代汇率战的好处是, 可以在减少自己的调整成本的同时, 却需要对方支付较高的谈判成本(交易费用)。同时, 由于贸易战所涉及的是经常项目的调整, 它比汇率调整需要更多的时间, 并且还具个案性, 因此, 它不仅可以使中国的企业获得更多的回旋余地, 而且还非常有利于中国经济的结构性调整。

# 人民币升值对中国经济发展意味着什么

复旦大学世界经济研究所所长 华民

## 人民币汇率升值的经济效应: 理论的与实际的

从理论上讲, 人民币汇率升值应当可以产生以下一些经济效应: 促进贸易平衡; 促成产业结构升级; 控制通货膨胀; 给央行以更大的政策调整的空间。但是, 由于中国经济既处在转型中, 同时又处在起飞时期, 所以在成熟市场经济中必然发生的以上这些经济效应事实上都没有发生。

### 升值预言并未得到验证

按照一般的规律, 一国的本币升值必然会引起本国居民支出结构的转换而更多地购买进口商品。与此同时, 国外的消费者则会因为其本币的相对贬值而减少对货币升值国家的商品的购买。这样, 在货币升值的 J 型曲线的作用下, 货币升值国家的贸易顺差就会逐步趋于消失。但是, 这样的汇率升值效应依赖于两个必要条件: 第一, 货币升值国家的居民有足够的购买力, 以致只要本币升值就会去增加对进口商品的购买; 第二, 货币相对贬值国家的居民必须可以找到价格相对低廉的替代商品, 以致当货币升值国家的出口商品价格上涨时可以转向本国厂商购买, 或者从第三国市场进口。然而, 以上两个条件在人民币升值时却都无法得到满足, 这是因为: 第一, 中国是个缺乏内需的国家, 汇率的变化对居民的购买行为不会发生什么重大的影响; 第二, 中国在进行汇率调整的时候恰逢宏观经济调控, 由于投资受到控制, 所以就投入品的进口也未随人民币汇率的升值而出现增长迹象; 第三, 中国的出口产品在很多国家中已经产生了巨大的替代效应, 中国廉价的生产力使得中国出口商品的价格已经处在世界最低水平, 因此, 人民币的小幅升值根本不可能改变中国商品进口国家消费者的购买行为。结果自去年 9 月人民币升值以来, 中国经常项目下的贸易顺差不仅没有减少, 反而按照其原来的运行轨迹趋于增加了。所以, 当人们说人民币升值可以促进贸易平衡时, 很可能是按照教科书的逻辑而推导出来的一种脱离中国实际情况的政策效应。

按照正常的政策传导机制, 人民币升值, 出口企业竞争力下降, 企业为了维持生存和继续发展, 就必须进行产品或者技术创新, 以便冲销由于名义汇率升值而带来的成本上升。假如这样的传递机制是存在的, 那么, 人民币升值对于加快企业技术升级与产业结构的调整是有促进作用的。但是, 由于中国存在大量的失业和过剩劳动, 以上所描述的那种传递机制并不存在。因为当实施人民币汇率升值政策时, 企业完全可以通过降低名义工资或实际工资来维持其既定产品和技术结构下的出口竞争力, 以致企业所面对的实际汇率不仅没有升值, 反而发生了贬值。由此产生的后果是, 在人民币名义汇率升值之后, 出口企业的技术和产品结构未变, 出口商品总量则未降反升, 但出口企业员工的名义工资或者实际工资却有可能下降, 而这倒过来又会加剧中国内需不足的问题, 使得企业不得不追加出口的数量或者规模。至此, 我们就不难理解, 为什么在去年 9 月人民币名义汇率升值以后, 中国的出口与贸易顺差反而不同程度地增加的原因了。结论是, 只要中国还存在大量的失业与过剩劳动, 那么采取名义汇率升值的做法便不能减少贸易顺差, 反而会使劳动者的利益普遍受损, 从而是有损国民福利的。

至于人民币升值可以防止可能发生的通货膨胀这种说法就更没有道理了。首先, 中国宏观经济今天面临的主要问题是通货收缩, 因为中国目前的宏观经济形势不是需求过剩, 而是供给过剩。其次, 就中国经济增长的动力主要来源于投资而言, 汇率升值反而具有刺激通货膨胀的效果, 因为汇率升值会导致进口投入品价格的下降而对投资产生正向的刺激作用; 从汇率的利率平价来看, 本币升值将会导致本币利率的下降, 而这也会对投资产生正向的刺激作用(假如利率不降, 就会刺激更多的国际游资进入套利, 从而导致储备增加, 并

且还会进一步增强人民币的升值压力)。自从人民币名义汇率升值以来的中国经济增长证实了以上的观点, 统计显示中国的投资增长出现了明显反弹, 今年一季度的经济增长率也比预定目标高出很多。

那么, 人民币汇率升值是否增加了央行政策的调整空间。根据汇率的利率平价理论, 假如一个国家的汇率升值了, 那么其国内利率就有下调的可能, 反之则相反。照此推理, 假如一个国家通过改革汇率制而让汇率变得更加富有弹性, 那么该国的央行就可以获得一个比较自由的利率政策调整空间。但是, 这里得有一个先决条件, 就是央行有没有进行利率调整的微观基础, 即所有的微观主体能否根据央行给出的基准利率的变化调整它们的投资与消费行为。否则改变汇率制或者改变既定的汇率水平是没有意义的。然而, 今天的中国并不满足这样的条件: 第一, 转型经济的不确定性使得中国居民的储蓄率居高不下, 对利率的变化几乎没有有什么反应; 第二, 作为中国正规金融体系中融资主体的国有企业由于缺乏产权约束, 对利率变化的敏感度极低, 除了中央政府的行政命令, 利率杠杆对于改变其投资行为的既定逻辑几乎没有太大的作用。因此, 利率的变动除了改变商业银行的盈亏平衡点之外, 对整个经济运行的实际影响其实并不大。既然如此, 以人民币升值来换取央行更大的利率调整空间就没有必要, 也不会有什么好的结果, 反而有可能引致更多的游资进入中国市场来参与人民币升值的博弈。

如果我们再从长期的角度来加以讨论, 那么在中国生产率增长快于世界平均水平的前提下, 用弱购买力平价衡量的汇率将会在一个比较长期的升值过程中, 而这从利率平价的角度来看, 就意味着中国的利率必须长期下调, 在这样一种趋势性的变化中, 央行其实并无利率政策的弹性可言, 并且还有可能引发以下问题: 第一, 假如升值趋势不改, 那么随着利率的持续下降, 虽然不一定发生通货膨胀, 但资产的价格必定会暴跌; 第二, 一旦升值趋势发生变化, 那么因为利率长期下降必定会导致套汇资本外逃, 直至引发因资本外逃、资产价格暴跌而造成的金融危机。日本、拉美和东南亚国家的经济体都曾经经历过这样的痛苦历程。

### 升值负面效应逐步显现

从以上分析中我们可以清楚地看到, 支持人民币升值的各种预言都没有在实际经济中得到验证, 与此相反, 自人民币升值以来的负面效应正在逐步显现出来: 第一, 贸易顺差因为实际汇率贬值(这是企业名义汇率升值做出的一种反应)而继续增加; 第二, 由于名义汇率没有调整到位, 事实上也不可能调整到位, 导致人民币汇率升值预期进一步自我强化, 从而激励更多的短期套汇资金流入, 并使中国突然间成为全球外汇储备最多的国家; 第三, 随着外汇储备的剧增, 特别是短期套汇资金的流入, 中国的资产价格开始出现迅速上涨的势头, 无论是股票价格还是房地产价格, 即使在严厉的宏观经济调控的背景下, 还是不以宏观调控者的主观意志为转移地上扬着。其中的道理是, 本币升值, 在贸易品价格外生决定的情况下, 由本币升值所节省的剩余货币就会自动地流向非贸易品(其中最为典型的就房地产市场)和资本市场, 从而会推动房地产价格和股票价格不断上升。资产价格上涨, 从短期来看, 有可能降低中国的国际竞争力, 从长期来看则有可能产生经济泡沫。由此, 我们大致可以得到这样的结论: 人民币汇率升值并未让中国的经济增长变得更加健康, 反倒是变得更加充满风险了。