



人民币汇率的抉择

○ 李山

最近一段时间，人民币汇率问题又成了国内外关注的焦点。以美国为代表的西方各国向中国施加强大压力，要求人民币升值。美国最激进的观点认为人民币应该升值30%~40%。与此同时，国内经济学家也几乎异口同声地主张人民币升值。虽然中国政府表示将继续保持人民币汇率稳定，但最近的“两会”期间，中国人民银行周小川行长表示，人民币对美元保持稳定的政策只是应对目前的金融危机的权宜之计，这进一步引发了国际资本市场对人民币在国际经济复苏后大幅升值的预期。

有趣的是，国外反而出现了不同的声音。我在麻省理工学院学习时给我讲授货币银行学的教授、现任国际货币基金组织首席经济学家布兰查德（Olivier Blanchard）今年2月初表示，各国不应拿人民币汇率来抨击中国。但他并不能代表西方主流的观点。诺贝尔经济学奖得主、曾在麻省理工学院给我讲授国际经济学的克鲁格曼（Paul Krugman）教授声称，其他国家应与中国“打一场贸易战”。

1993年我在美国高盛公司创办中国经济研究部时的第一个课题就是预测人民币汇率的走向。与今天的情况相反，当时全世界的经济学家都认为人民币应该大幅贬值。和今天的情形一样，众经济学家们均有看似充足的理由支持他们的观点。当时中国出现了巨额贸易赤字和通货膨胀。按照经济学教科书的经典理论，这二者都必然导致人民币贬值。为了搞清楚实际情况，我专程从纽约总部飞到北京拜访金融界的一些领导，包括建设银行王岐山行长、中国银行周小川副行长以及国家开发银行刘明康副行长。与他们的交谈使我认识到中国的实际情况与西方经济发达国家很不一样，关于汇率形成理论的前提条件在中国并不

成立。最关键的是人民币尚不可完全自由兑换。于是，从分析外汇供求的实际状况入手，我得出人民币必将升值、国家外汇储备将大幅增加的结论，并将我的分析发表在高盛公司的研究报告上。后来发生的情况与我的预测完全一致。

时过境迁，十几年后市场的共识有了180度的转变，专家们普遍认为人民币应该大幅升值。我1998年回国工作后的主要精力已不放在经济研究上了，但我仍然十分关注中国宏观经济政策。国内外许多经济学家在人民币汇率问题上的众口一词让我很惊讶。我拜读了他们关于这一问题的文章，并向其中一些人当面请教，他们的答案仍然不能使我信服。后来我又与哈佛大学商学院金李教授探讨这个问题，发现我们的看法非常一致。于是我们2007年共同撰写了一篇文章，认为中国政府在解决与美国的贸易争端时不应采用人民币升值的方法，而应对一些能耗高、严重污染环境的出口产品取消出口退税。这一方面可以增加这些产品的出口价格，减少美方的抱怨，另一方面也有利于我国走资源节约型、环境友好型的发展道路。我们在吴仪副总理率中国代表团到美国华盛顿出席“中美战略对话”时将这篇文章呈交国内相关领导，同时发送给了我在高盛时的公司总裁、时任美国财政部长的鲍尔森先生。在“中美战略对话”举行的当天，我们又将文章公开发表在《华尔街日报》上。我们的努力也许没有白费，据说在这次对话过程中人民币汇率问题并未像市场预期的那样成为双方争执的焦点。数周之后，中方主动宣布取消对几千种高能耗、高污染产品的出口退税。

但是，2008年初人民币走上了加速升值的轨道。这给外汇投机者创造了一个只赚不赔的套利

机会。大量投机“热钱”通过种种合法（例如进出口贸易）与非法的渠道进入国内，使外汇供应量大幅增加，从而使外汇储备和人民币发行量加速增长，流动性泛滥，造成股市、房市和食品价格大幅上涨。资产涨价又进一步刺激更多的“热钱”进入中国，雪上加霜。

针对这一情况，一些国内的官员和经济学家提出了让人民币加速升值的政策建议。他们以为通过迅速（甚至“一步到位”）让人民币相对美元升值10%~15%，使人民币汇率达到市场“均衡水平”（实际上是美国要求的汇率水平），市场对人民币进一步升值的预期消失，“热钱”就会停止流入中国，流动性过剩的问题就能从根本上得到解决。与此同时，进口产品的人民币价格会下降，从而有利于控制国内的物价水平。

我和金李教授认为这一政策建议是短视而有害的，如果实施将从根本上损害中国经济的发展。在目前全球经济竞争中，中国的核心竞争力既不是技术，也不是管理，而是廉价劳动力。人民币的大幅升值，将使大批外向型企业失去国际竞争力甚至倒闭（在美国经济遭受本次全球金融危机拖累的外部环境下，这一政策尤不合时宜），并严重打击国内的关联企业，给中国经济发展造成巨大的负面影响。同时，大批来自农村的工人将失业，被迫回到乡下务农。这种背离中国农村城市化的长远发展目标，追求短期经济平衡（控制“热钱”和通胀）的政策无异于杀鸡取卵。有人认为这种做法正好迫使中国经济转型升级，可以让低附加值的产业转移到经济上比中国更落后的国家，从而使中国可以集中发展资本密集型和高技术的行业，实现经济腾飞。这种说法并不符合中国经济的现状，是不切实际的“产业

大跃进”。

我们于是向有关领导建议：1. 停止人民币大幅升值；2. 改变自上世纪90年代初以来实行的出口收入全额换汇的结汇政策，设立特别账户存入出口企业的外汇收入，把部分流动性截留在境外；3. 继续利用国家外汇管理局和中国投资公司对外投资，并鼓励国家开发银行等金融机构为中国企业（包括民营企业）到海外投资提供资金支持。2008年7月初，我们又将这一建议公开发表在《华尔街日报》上。十分凑巧，就在文章发表的当天，国家外管局发布限制外汇收入结汇的公告，第二天国外的远期交易市场上人民币相对美元贬值，当月中国停止了人民币大幅升值的政策。

今天，中国再次面对人民币升值的强大压力。人民币汇率政策的抉择关系到中国经济发展的前景。中国产品的国际竞争力增强，从根本上说是中国市场化改革与对外开放导致生产率大幅提高的自然结果，而非“操纵”人民币汇率所致。但国内外一些经济学家似乎认为中国有义务通过人民币大幅升值将生产率提高带来的国际竞争优势自行消除掉，以减少对外贸易的顺差。他们也许没有意识到这种论点与他们自己口中奉行的市场经济与自由贸易的原则其实是相违背的。前车之鉴，后事之师。二战以后日本经济的高速发展也引发了日美之间的贸易冲突，结果在美国的高压之下，上世纪80年代日元被迫大幅升值，日本经济增长从此陷入停滞状态。

莎士比亚《王子复仇记》中主人公哈姆雷特的名言“是生存，还是死亡”（To be, or not to be.）似乎也道出了今日中国领导人心中的焦虑。人民币是升值还是保持稳定，确实是他们必须做出的重大抉择。❏



清华大学百年校庆
TSINGHUA UNIVERSITY
CENTENARY CELEBRATION

清华大学百年校庆专题网站 100.tsinghua.edu.cn

百年校庆网站栏目设置：
• 聚焦2011 • 百年清华 • 今日清华 • 学在清华
• 我爱清华 • 服务社会 • 走向世界 • 祝福清华

以跻身世界一流大学为目标，以奉献国家服务社会为己任

