

汇率改革时机的 理性选择

文 / 曹文

5月30日，世人瞩目的《2005 诺贝尔获奖者北京论坛》上，第一位登台进行主题演讲的是有“欧元之父”诺贝奖获得者罗伯特·蒙代尔，他把原来要讲的题目《主张世界货币的理由》改成了《关于人民币汇率的一个大辩论》。

对于人民币汇率的问题，蒙代尔的观点一直非常鲜明，就是应该维持现有的盯住美元的固定汇率制度不变。“对于一种在资本项目下不可兑换的货币施压升值，在人类货币史上是没有过的。”“用中国话来说，现在中国最好的办法就是‘以不变应万变’”。

且不说他的态度如何，人民币是不是该升值的问题是近段时间的绝对热点，在世界范围引起非常大的争论，人民币汇率的“新闻”前所未有地密集。这涉及到两个问题，一是人民币是不是该升值？二是何时升值？

升值的外在压力

中国不仅是世界上经济增长最快的国家，也是开放度最高的国家之一。目前我国商品和劳务出口总额已占 GDP 的 40% 以上，美国、日本、印度、巴西只有 30% 左右，日本在高速增长时期也只有 35% 左右。我国外商投资占 GDP 的 36%，也高于很多发达国家。





必须看到，现行的人民币汇率安排是国际金融格局和我国金融结构交互作用的结果。正如德意志银行研究报告所指出的，正是中国和其他亚洲国家实施的与美元紧密挂钩的制度，才使美国有效为其经常项目赤字融资，才使美国仍然处于国际汇率体系的中心。

1994年以前，中国实行的是多重汇率，有官方价格、调剂价格等等，人民币有被高估的情况。然而，从2000年开始，形势再次发生变化，中国的经济发展状况良好，贸易额增长，贸易结余也增长。此时，人民币开始面临升值压力。

美国一直公然要挟中国重估人民币，而欧洲央行发表公开言论时，从未指名道姓谈论中国。但5月23日，特里谢在向欧盟经济及货币事务委员会所作的讲话中单独提及了中国。他以直率的语气呼吁中国允许人民币兑欧元和美元升值，并称“这一问题必须得到解决”。

对于人民币汇率问题，近期来美国政府对人民币升值的施压更是变本加厉。继此前美国财政部要挟人民币6个月内升值，以及为加速解决人民币汇率问题而专门指派中国特使后，5月23日，美国财政部又进一步曲线威胁中国政府，称如想防止美国国会的保护主义立法措施出台，中国必须将人民币升值至少10%。

美国财政部长斯诺公开说如果中国不在近期内重估人民币价值，将在今年十月份



出台报告将中国列为货币操控国，征收27.5%的惩罚性关税，实行贸易报复。

加大洛杉矶分校著名亚洲问题专家普雷特指出，中国紧盯美元的汇率政策自身肯定存在着一定的弊病，但美国政府之所以不停地向中国施压，只是在为国内的高额贸易赤字找些发泄的借口。

5月10日，国家统计局经贸司官员公开发文称，不论汇率改革何时出台，仅对人民币升值的预测就已经干扰中国出口的均衡性，如果人民币在年内升值将会严重困扰我国的出口。该官员在文中表示，如果人民币升值3%至5%，在其他因素的共同作用下，我国今年的出口增幅将下滑至10%或以下。如果升值15%甚至更多，我国今年的出口增幅有可能转为负增长，甚至出现较大幅度的负增长。该文还指出，人民币如果出现较大幅度的升值，热钱获利后大规模外流，也有可能导致人民币在短期内出现贬值。激烈的汇价震荡将使我国出口的均衡性完全被打破。

因此，人民币升值的压力，主要来自于外部。而在内部，主要是改革人民币汇率形成的机制，而不是讨论人民币升值多少。

理智的时机选择

现在的问题是，制约人民币汇率改革方案推出的主要障碍是市场对人民币升值的预期过高。现在，国内有大批

国际热钱在赌人民币升值，国外又给中国划定了人民币升值的路线图，在这种状况下，人民币升值的内外环境均不具备，升值的可能性几乎没有。

据中国人民银行新近公布的数据，截至2005年3月末，我国外汇储备达创纪录的6591亿美元，同比增长49.9%。目前，我国外汇储备规模仅次于日本，居世界第二位。

有人用2004年末的统计数据分析后认为，这一年，我国吸引外商直接投资606亿美元，海关统计的进出口贸易顺差320亿美元，服务贸易顺差100多亿美元，然而外汇储备却净增2067亿美元。除去外商直接投资和贸易顺差转换成的外汇储备以及通过其他正常渠道形成的外汇储备外，其余都是从境外流入的国际游资；即便是通过正常渠道流入的境外资金，其真实的业务背景也值得怀疑。目前虽然尚无确切数据，但据国家发改委的初步统计，2004年进入我国境内的国际游资应不少于1000亿美元。

国际游资之所以蜂拥而入，豪赌人民币升值是其目的之一。自2002年2月以来，美元汇率持续走低，到2004年11月，美元对欧元的汇率下跌了40%，对日元下跌了20%。由于人民币实行与美元挂钩的汇率制度，美元不断贬值，人民币相对于世界其他主要货币也不断贬值。于是，世界上期待人民币升值的呼声很高。在这一背景下，大量国际游资竞相流入我国，豪赌人民币升值。这些国际投机者的如意算盘是，现在将外汇以比较高的汇率换成人民币，一旦人民币升值，再将其抛出，便可稳赚一把。

在如此预期强烈的背景下推出汇率改革，极可能加剧市场对升值的预期，使人民币汇率被严重高估。换句话说，如果说要升值，也一定不是在人民币被市场严重高估的时候。

对于美财长所画出的汇率改革路线图，中国有关官员

就响应说，中国从来不怕压力，而且呼吁国际社会不要把经济问题政治化。

其实，中国政府态度非常明确，一直是积极推进人民币汇率改革，这要像小平同志改革那样，我们要实行的是渐进性改革的方案，一定要考虑人民币汇率改革的宏观环境，也要考虑对世界贸易的影响，各方面都要配合，但是不要把

这个问题政治化，这样对中国推进人民币汇率改革没有好处。保持币值稳定是良好货币政策的核心，有利于营造良好的投资环境，向海内外明示中国是对货币负责的国家。

按国际经验，成功转换时机的选择主要应

考虑这样几个因素：其一，选择货币处于“强势”处境、存在汇率升值压力时进行，而不是在市场力量已明显地意识到汇率的脆弱性，以及投机者认为攻击时机比较成熟的时候；其二，选择货币没有贬值压力，国内有净资本流入的时机；其三，需要谨慎的头寸管理及提供有效的规避风险工具。

人民币汇率改革是中国的主权，每个国家完全有权选择适合本国国情的汇率制度和合理的汇率水平。一项好的制度安排，一件涉及全方面的重大改革，时机的选择有时比方案本身更重要，显然，中国汇率改革目前不具备这样的有利时机。**El**

曹文：

著名金融竞争力研究专家

北京赛诺经典商业顾问有限公司总裁 博士