

对《中国汇率及金融抑制与人民币国际化的冲突》的评论

罗纳德·麦金农教授是中国最受尊重的外国经济学家之一，其在汇率政策方面的观点众所周知，并在中国有非常大的影响力。他和施纳布尔·冈瑟合著的论文《中国汇率及金融抑制与人民币国际化的冲突》是近年来对中国汇率政策和资本账户政策最严谨、最全面的研究成果之一。

麦金农和冈瑟在文中阐述了三个核心观点：

第一，中国人民银行应致力于严格稳定美元对人民币汇率，因为浮动（升值）的汇率会吸引更多的热钱流入，这将导致通货膨胀和资产价格泡沫。

第二，由于外国利率水平过低，为了阻止热钱的进一步流入，中国必须严格维持资本管制，人民币不能（也不应该）完全的“国际化”。

第三，像中国这样的储蓄过剩国家，人民币汇率升值对其净贸易差额的影响是不明确的。而工资增长应该是增加居民消费，减少贸易顺差的有效工具。

我完全同意麦金农关于中国资本账户自由化的谨慎观点，但对他的关于人民币汇率的看法则不敢苟同。

原则上，一国可以在相当长期内保持经常账户赤字或顺差。如果保持经常项目顺

差，按定义，这个国家就是一个资本输出国，反之，该国就是资本输入国。

中国在长达 20 多年的时间里一直是经常账户顺差，换句话说，在长达 20 多年的时间里中国一直是资本输出国。一个贫穷的发展中国家长期充当资本输出国是不正常的。中国的持续经常项目顺差（贸易顺差）是从 1993 年开始的，而当时中国的人均收入水平还不到 400 美元。

目前，经过 20 多年的“双顺差”，中国积累了 5 万亿美元左右的海外国资产，3 万亿美元左右的海外债务。吊诡的是，尽管中国有 2 万亿美元的净资产，但在过去十年中，中国却连年出现投资收益赤字。2011 年和 2012 年，中国每年的投资收益赤字都超过了 800 多亿美元。换句话说，作为世界上最大的净债权国之一，中国每年都要向世界其他国家支付约 800 亿美元的利息。这种现象表明中国存在严重的资源错配问题。

中国必须避免进一步增加官方外汇储备。在目前情况下，达到之一目标的，唯一有效的办法就是让中国人民银行停止干预外汇市场。而这无疑意味着实行浮动汇率。

经过 8 年的人民币对美元的逐步升值，中国国内已经形成一个共识，即，人民币汇率已经离其均衡水平不远了。这意味着，如果中国人民银行停止对外汇市场的干预，人民币升值幅度就不会太大。

实际上，由于中国经常账户顺差的下降和更加不稳定的跨境资本流动，人民币升值预期已经明显减弱了。在 2011 年的下半年和 2012 年的大部分时间里，人民币是贬值的。

因此，一旦中国人民银行停止对汇率的干预，尽管汇率会升值，其升值幅度也是有限的。这反过来又意味着市场化的人民币汇率对经济增长的影响将是有限的。

2013 年，大量热钱回到中国。然而，这次热钱流入的主要驱动力是套利收益。如果中国人民银行停止对外汇市场的干预，人民币汇率就会升值到均衡水平，并围绕均衡水平出现双向波动。此时，套利交易就不再是无风险的。同固定汇率相比，浮动汇率将提高套利的成本，从而遏制而不是鼓励热钱流入。

由于中国金融市场缺乏深度和弹性，短期跨境资本的迅速流入或流出会使人民币汇率出现过度的波动。因此，中国需要通过短期跨境资本流动的管制来减少汇率波动。在资本管制方面，我同麦金农的意见一致。

中国需要减少贸易顺差。麦金农和冈瑟认为汇率变化对减少贸易顺差无效。我赞成升值不是解决贸易失衡的良药，但我相信，假定其它因素不变，升值一定会对贸易顺差产生影响。否则，中国的出口产业就不会一直坚决反对人民币升值。

$S-I=X-M$ 这个恒等式只是为我们提供了分析内外均衡关系的有用框架。但是，在我看来，我们不能从这个恒等式来说明是一端决定另一端。重要的是，我们要找到使恒等式成立（即等式两端同向等量变化）的具体传导机制。

例如，升值会带来更大的国际旅游支出，假设其他因素不变，这将会通过增加进口（国际旅游支出）降低贸易顺差，并通过增加消费（国际旅游）减少储蓄缺口。因此，我赞成采用综合措施实现再平衡，即设法同时影响恒等式两端的 4 个变量。麦金农和冈瑟提出通过工资上涨从而达到人民币实际升值的目的建议是值得考虑的。

实际上，在过去的几年中，中国工资一直在快速上涨，我相信这有助于减少顺差。但是，成本推动型的通货膨胀会对经济产生很多负面影响。因此，很难说这种方法就比人民币名义升值更好。

尽管与两位作者的观点有差异，我还是认为麦金农和冈瑟的论文是非常有益的，这将有助于中国读者更清楚的了解其思想，并促使大家更全面、更综合地思考再平衡和汇率政策问题。

（作者系中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。