

金融论坛

第3期

中国社科院金融研究所主办

2003年9月19日

中外经济学家谈人民币汇率

编者按：9月12-13日第六届北京国际科技产业博览会高成长企业与金融市场国际论坛在北京举行，13日下午，中外经济学家就人民币汇率问题进行对话，主持对话的是我院金融所所长李扬，参加对话的嘉宾是：诺贝尔经济学奖获得者罗伯特·A·蒙代尔；高盛亚洲董事总经理、清华大学中国经济研究中心主任胡祖六；中国银行行长经济顾问、重组上市办公室总经理朱民。以下是对话内容，仅供参考。

李扬：女士们、先生们，非常荣幸为大家主持这部分的研讨，今天讨论的题目是人民币汇率问题，这是一个非常热的问题。按照安排，先由我就这一问题背景讲15分钟，然后由三位嘉宾分别阐述自己的观点，每人五分钟，最后是提问和嘉宾之间的讨论。

人民币汇率问题是今年中国经济非常重要的问题，追根溯源，这个问题不是今年才提出的。1996年、1997年时，美国就曾提出要人

人民币升值的问题。回顾历史，我们可以看到，很早就有人让人民币升值了，而由于亚洲金融危机的暴发，这些问题都不谈了，当时我们周边国家都大规模把本国货币贬值，所以人民币升值的事情就不了了之了。但是从去年 10 月开始，国际社会有了一种说法，认为国际社会普遍陷入通货紧缩，而输出通货紧缩的主要国家是中国，对于这样一个问题，当时中国的经济学家做过一些正面的阐述，有很多理由，其中一个非常简单的理由，就是中国的进出口总额占全球贸易有几种统计，最低的统计 3.6%，最高的统计 5.2%，试想，百分之几的贸易量就能造成全球的通货紧缩，这恐怕说不过去。另外，谈的比较多的是日本，日本通货紧缩是较早的事，我们可以从日本输出到中国通货紧缩，这样一些讨论没有得到国际上的回应，我作为密切跟踪这样一些讨论的研究者，注意到中国学者和官方对于所谓通货紧缩的国际传播表述了自己的看法之后，国际社会没有反应，其实这里面已经潜藏了“祸星”，果然，今年这一问题暴发出来，大量的声音要求人民币升值，我们大概能够理解，所谓输出通货紧缩无非是要求人民币升值的一个前奏。

我们看看要求人民币升值的大致过程，首先是日本财务省的官员，直接说人民币应当升值，而且尽管我们对日本的贸易是逆差，但他依然说中国影响了日本经济的复苏，这理由我们觉得是不充分的，所以对于他的意见没有特别多的回应。接着我们在大洋彼岸蒙代尔教授的家乡传来很多声音，美国制造商协会、美元同盟要求美国政府对中国政府施加一定的压力，要求人民币升值，当然，这个声音不特别地强，为什么呢？如果日本以及中国周边的国家和地区说人民币最近几年贬值是造成贸易不平衡的原因，美国是没有理由这样说的，因为我们的汇率是盯住美元的，中国和美国的贸易如果说逆差在扩大的话，原因不应当在汇率上，因为我们汇率没有变化。这个声音当然还在继续，接着我们就听到了“经济沙皇”格林斯潘的一番说法，格林

斯潘用他一贯的作风，中央银行家的风格说的非常含糊，他说中国积累了大量的外汇储备，这会给中国带来长期的通货膨胀压力，站在比较关心我们的角度来说人民币汇率问题，他的意见应当说是非常值得我们关注的。大家仔细分析，就看到我们中央银行在那之后就非常关注——当然过去也关注——货币供应增长过快的的问题、房地产当中一些泡沫问题。在那之后，美国另外一位金融巨头——财长又说了，他也没有向日本政府那样说的这么直接。他称更希望看到中国使用一种更为灵活的汇率制度。但是压力是现实的，接着就有九月初美国财长的亚洲之行，先到日本，然后到中国，他会见中国各方面的官员，也见到了温家宝总理。我们看到的情况是，这次会见之后，要求人民币升值的呼声渐弱，对中国市场表示理解的程度增加，温家宝总理曾经说过，美国财长在见他的时候，说了几句意味深长的话，说会谈刚开始，美国财长第一句话就说“我们清楚地知道汇率政策是一国的内政，我们不会就此说三道四。”第二句话说“美国很多议员对于汇率问题，对于中国的汇率制度并不了解。”接着他说“他们也不想了解，不想搞清楚。”这是原话，关于人民币汇率的问题，如果说是一个经济问题的话，可能更多的有一点政治意味。现在我觉得关于人民币汇率的争论大概可以告一个段落了，这个段落其实更准确地说意味着一个新的阶段的开始，就是中国要非常积极地应对这种变化，尽管我们已经宣布，而且这是很确实的一种承诺，就是人民币汇率不变化，我们现在的表述就是人民币在合理、均衡的水平之上的基本稳定，我们对汇率是这样一个表述。但是这样一种情况我们稳住了一头，它还有其他的一些副作用，另外我们还要考虑从长期战略上来说，人民币应当怎样。于是我们就可以有两方面的问题。

第一方面问题是短期问题，在保持人民币汇率稳定的情况下，如何采取措施来弱化大规模的外汇储备增长的问题，来弱化大量的国外资本流入问题。我想各位如果关注中国经济的话就会知道，前不久国

家统计局公布了一个数字，今年1-6月，中国的外债余额增长很快，比上年末增长8.33%——140多亿美元，我们在积累起大量的美元定值债券的同时，又产生了大量以美元为定值的债务，这两个途径拼到一起就值得考虑。有这么多债务，特别值得我们注意的是这次和过去不同，我们的债务以中短期债务为主，让我们一下子回想起亚洲金融危机的时候，在危机发生之前，无论是泰国、马来西亚还是韩国，都有一个短期资本流入的阶段，这个短期资本对经济迅速冲击一段时间之后又流出。我们对这个问题就要高度警惕。从直接的原因来说，为什么有大量的借债呢，现在流入有好几种情况，一个就是居民国家借债，一个就是大量的资本或者通过资本项目、更多通过经常项目进入中国，致使我们经常项目、贸易项目的盈余远远低于我们接受的数额，上半年我们贸易项目盈余45亿，结果我们银行购汇400多亿，在这里我们感觉到有一些流动，这就是我们保持汇率稳定需要解决的一个问题。

再有一个问题，保持汇率稳定，外汇储备继续增加，它立刻反应在人民银行帐目上就是基础货币的增加，马上变为货币供应的增加，间接地变为银行贷款的增加。我们看到刚刚8月份公布的货币供应继续保持高增长，这个问题也是我们不能忽视的。所以，我们说在我们稳住了一头的时候，下面要做得事情是要设法来消除、来对冲它的不利影响，资本流动问题、货币供应增长速度过快的的问题，以及债权和债务同时积累问题，说起来不是特别合理，当然负债人和债权人不是同一个人，这个有不平衡的状态存在。但是作为一个国家需要统筹安排，这是短期。长期来看，我们实际上在允诺，人民币的汇率，我们汇率水平保持不变，保持稳定。但是人民币汇率形成机制要进行改变，于是提出改变机制，我们很多嘉宾会讨论，改变机制相对来说是容易的，问题是我们要考虑在什么条件下，人民币采取更为浮动的汇率制度，现在看起来至少有四个条件是重要的。

第一个条件，资本项目的基本放开，不只是资本项目的交易，更主要是资本项目交易过程中的汇率要基本放开。

第二个条件，利率市场化达到相当的程度，否则我们就没有手段来对冲汇率的影响，或者说我们没有手段来调控汇率的水平，我们刚刚说的这种情况，在大量的借债，大量借短债，这种情况从现在初步分析来看，是因为人民币利率大大地高于其他国家利率的结果。

第三个条件，我们必须有一个基本健全的金融体系，周小川行长很详细阐述了这个观点，如果说汇率进一步自由化的话，就意味着我们整个中国经济更深融入全球经济，特别在金融方面，我们更深的和全球金融运动结合在一起了，中国的市场、中国的机构、所有的中国人对此做好了准备没有，你这个机制能不能应对这样复杂的变化，这个是我们要考虑的。

第四个条件，我们觉得人民币的可兑换问题，考虑到这几个前提都不是短时间能够完善的，所以人民币的汇率制度更为市场化的进程，我个人觉得不会特别的快，但是这个问题提出来了。

今天我们非常高兴、也非常有幸请到了几位国内外这方面的专家，一位大家非常熟悉，现在所有中国人都很欢迎的罗伯特 A·蒙代尔教授，他从今年在人民大学蒙代尔讲座上讲了汇率之后，一直对于中国的人民币汇率问题作了很多很中肯而且非常专业的、很权威的评论。我们今天有幸直接听到罗伯特 A·蒙代尔先生的讲话。第二位是高盛的胡祖六，当然是中国的精英，能够在一个国际著名的投资银行任重要职务，长期关心大陆的发展，在人民币汇率有他非常独到的见解。还有就是朱民教授，朱民教授是名人了，他在中国银行长期供职，在国外有长期训练的背景，对于我们国家对外政策方面有很深的研究，而且在中国也参与了政策的制定过程，他的见解也会非常有价值。我的导言就到这里，我们热烈掌声欢迎蒙代尔教授发言。

蒙代尔：非常感谢您的导言，非常感谢您刚才精彩的发言，您的发言和我们今天要讨论的主题是息息相关的，因为我只有几分钟的时间，我不可能非常仔细地来讨论这个人民币汇率，我觉得也没有必要，因为现在整个世界对这个问题都非常的关注。今天我想跟大家讨论的是为什么一个国家的汇率的变化得到了其他国家这么多的关注？在亚太经济危机的时候，在印尼，大家都在讨论。大概是1997年、1998年的时候，外汇汇率的变化是他们要讨论的一个问题，他们想他们怎么样能够稳定卢布，同时七国集团他们也在说不要实行盯住汇率，还有其他的一些人他们以前也没有谈到汇率，他们之前也不太了解这个问题。但是今天我们都在讨论人民币的汇率问题，在美国，人们都讨论这个问题，美国的一位名人在介绍中国的时候，他说中国没有使用浮动，在今后六个月之内他就会采取浮动汇率或者让人民币升值，这样的话美国可以从它的升值当中获得20%的贸易顺差的盈利。但是没有发生这样的情况，这种情况是不适当的。不知道美国政府是不是会让这样的事情发生，但是在美国议会有这样一个压力，在2004年我们大家知道是总统的选举年，大家将会关注是不有这方面的举措，彭定康曾经说可能会考虑到400多亿美元贸易赤字的问题，可能会通过人民币的升值得到解决。

另外，一位来自意大利的一个经济学家他也对这个问题非常关注，不管怎样这个问题是大家非常关心的一个问题。我们所考虑的是一个灵活的人民币汇率的问题，在1971年，布雷顿森林体系崩溃以后，国际货币基金组织希望找到一种方法能够使我们的国际金融体系更加稳定，但是美国并没有对此作出承诺，他想放弃不愿意进行的金融体制的改革，现在并没有一个非常灵活的国际金融体系，每个国家都需要一个非常灵活的货币体系。因为它会使大的货币区和小的货币区之间有一个协调，因为大的货币区本身有很大的实力，因为它大概用了二十多年的时间才能够建立这样强的货币区，因此他们让这些弱

的经济体结合起来从而能够实现现在这种实力。所以，日本在 80 年代的时候也想要使汇率能够上升，日本对美国集团的汇率也是属于上升的趋势，美元和日元之间的汇率也发生了变化，1 美元兑换 137 日元，也就是说十年来对于不良贷款的问题还有其他的一些问题，所以说金融体制的改革目前并没有十分到位，现在中国已经慢慢地进入国际社会，中国目前并没有改变它的汇率政策，没有改变 94 年建立的货币政策和汇率政策。在战后每个国家都在努力地希望使它的货币能够稳定，从而使货币能够固定下来。在五十年代和六十年代可能会遇到很大的冲击，但是国际货币基金组织希望固定汇率，一些国家本身确实处于非常尴尬的境地，然后在 97 年、98 年中国出现了一次货币贬值，从而出现了和美元的盯住汇率制度出现了一些波动，人民币的汇率出现一定的贬值和折扣。因为人民币进入了一个更加自由的市场，在那个时候国际货币基金组织认为中国应该采取浮动汇率，应该使货币进一步贬值，但是朱总理说我们不会进行人民币贬值，尽管其他国家这么做，但是我们不愿意这么做，中国这么做是正确的，中国现在发展依然是非常迅速的，增长很快。在历史上从来没有出现过这样的情况，国际社会尤其是货币基金组织希望督促或者施加压力让一个国家去使它的货币升值。在历史上根本没有出现过这样的情况，从来没有强迫一个非兑换性的货币去升值。

中国目前将会渐渐地朝着这个方向发展，渐渐将实现货币可兑换性，这是一个循序渐进的过程，我认为中国不要改变它的汇率，而是要慢慢放开一些限制，慢慢朝可持续性发展，然后慢慢地去改变或者是变动外汇的储备。有一些传言说人民币将会升值，很多的资金将会流进中国，中国将会很快地扩张，像刚才主席先生说的很快就会成为一个债务国，可能会是在 6 个月的时间内，就不会出现像现在贸易顺差的情况，它很快会升值，这样中国对美国的顺差的情况就会改变。而日本在五十年代到六十年代增长非常快，有 15 年的 9% 的经济增

长率，当时就是固定汇率，六十年代的时候日本就有压力，把它的汇率进行升值，以便消除它的剩余，或者说当时日本没有这么做，它又延续了一段时间，后来日本面临了困难，也就是说灵活汇率带来的问题。还有汇率和通胀指标在中国是有所困难的，固定人民币的汇率，从 98 年来，使人民币价值保持了稳定。然后达到了零通货膨胀率，有的时候这些中国政策对那些货币政策要好的多，有的时候又升又降那种，对中国来说，很难这么做，一会儿高一会儿低，货币政策必须找一体化的结构，如果使人民币大幅升值（如果升值一点倒无所谓），国际社会也不会关心它。现在这个胃口比这个大的多，大到升值，外资就不会来了，因为外资对汇率非常关注，非常敏感，从 98 年以来，日本的投资者在 98 年就撤出了，因为日本在中国投资如果出现贬值，他们就不投资，如果来到中国投资，就会马上升值的话，那么就会阻止外国对中国的直接投资。这样对中国的经济的增长会造成损失，中国经济增长可能会减少一半。但是按照经合组织发展标准认为 4% 的增长率已经很高了，但是现在中国的人均收入每年不到 1500 美元，所以它的整个的规模不如经合组织十五分之一和二十分之一，中国需要一个高增长率。89 年时中国的通胀率比较高。在 89 年是 4%、5% 的增长率，那个时候可以说是一种贬值，所以升值将会使问题更加恶化，会增加不良贷款量。中国现在确实也有它的问题，就是中国有压力，让中国做点事情。在明年中国多和外面进行充分的对话，而且告诉他们最好的、最科学的政策，如果现在升值，这是一个非常错误的想法。

另外，从外交角度解决。从学术上来说就是要进行严肃的对话，在美国有些行业有些人，进口对美国造成的威胁，这些问题也需要解决。在八十年代日本也面临过类似的压力和问题，当时美日达成了协议，当时国会就说要增加关税，为了避免关税，两国政府就同意又不增加关税，就是进行自愿出口的限制的安排，这样减少在某个领域的

出口，因为有些产品对美国非常敏感。所以我们中国现在需要做的工作是要了解日本的经验教训，针对这个问题贸易部要来考虑一下，来解决这个问题。好比日本有情报或者研究机构他们来了解这个方面的贸易情况，中国跟其他国家的贸易的情况都应该了解和研究，明年、后年就这个问题还会进行争论，中国要花点时间研究一下，这样正确应对好这个问题，进行对话沟通，找到解决办法。将来中国是不会改变政策，但是中国要解决提出的问题，要通过对话，我想开一些会，可能在中国国内开会，不一定在外面，让国际上的人员到中国来进行对话，对关键方面的人员、国际上的人士和中国进行对话，来解决这个问题。在未来几个月需要有许多调整的措施，来减缓这个问题，明年我觉得中国应该有这种固定的而且从长期来说逐步地去提高浮动的幅度而已。谢谢。

胡祖六：国际上关于人民币的争论，我觉得主流意见大部分要么就是言过其实，要么就是似乎而非，这些意见概括为：第一，人民币目前的汇率，因为中国人民币人为的低估，所以给中国的出口带来不公平的竞争优势。第二，中国通过人为低估的人民币给全球的通货紧缩。第三，中国的汇率造成美国的经常帐户赤字，现在美国 GDP 是 4 % 以上。这些观点基本看全球贸易的投资数据，基本上可以说站不住脚的，有些研究我和我在哈佛大学的学弟合作的一系列研究文章，后来汇编在关于中国与世界五大系列的神话里面，现在被翻译成中文出版了，不做详细的赘述。从出口竞争力来说做一下介绍。现在美国国会第三方的政客们还有美国的劳工、制造协会的组织，一直说中国的出口之所以这么强劲，到美国出口这么多，中美的贸易顺差高达 1000 亿美元，就是因为人民币太便宜了，这是片面的，也是言过其实的，因为中国的出口切实有竞争力，中国主要是在劳工密集性低端制造业，我们有天然的优势，有出口的玩具、低端的 IT 产品，非常有竞争力。主要是我们劳工成本很便宜。我记得以前写过一篇文章说中国

的增长会持续很久，其中一个有利的条件，中国大量的、廉价的社会劳动力的供应，中国可能在未来很长时间劳工成本非常深，因为中国最担心不是劳工短缺，而是水资源。所以劳工的便宜是中国出口率主要的来源，竞争力的主要来源。还有很多外资在中国投资，包括中国进入 WTO 以后，进行贸易改革，还有大量的民营企业的兴起，尤其在珠三角、长三角大量的民营企业都是出口型的企业，这时我们出口率的来源。对人民币的汇率的关系非常小，弹性系数不到 0.2，比汇率贬值 2%，出口才能上升 1%，几乎看不到什么影响。过去十年来，因为人民币跟美元挂钩，美元是强势美元，人民币从汇率上来说是在吃亏。只有过去十几个月来，美元贬值，所以中国人民币跟着贬了一点，不是中国出口强劲的主要原因。从美国经常帐户赤字，GDP4% 确实需要调整，所有美国贸易伙伴国包括周围都有调整的业务，中国贸易顺差只有 230 亿美元，美国有 4000 多亿美元的逆差，日本对人民币升值叫的最凶、最响的，但是日本的贸易顺差比中国高出很多，有 1330 亿美元，中国只有 230 亿美元，中国经常帐户顺差除日本以外比东盟五国加上韩国与台湾还要低很多，东盟五国加上韩国、台湾是 700 多亿美元，中国只有 230 亿美元。中国并不是造成美国金融帐户的主要的罪魁祸首。

我觉得关于人民币目前大辩论，我觉得焦点是错的，不应该围绕人民币是不是应该重估，应该升值或者贬值来做文章，日本人说人民币要升值，但是国内学者都很担心，担心人民币会升值，这个辩论的焦点不应该放在这里，应该从长而计，中国究竟实现什么样的汇率制度。我本人的观点，在很多文章都是主张中国应该尽量创造条件，而逐步向比较有弹性的汇率制度过度，这里有三个基本原因。第一，我们中国需要货币政策的自主权，需要保持有效性，刚才杨教授我们维持固定汇率的结果，导致基础货币的供应的扩张，使国际货币供应有点过度，我们于是有一定的抑制。第二，在未来几年中，因为中国进

入 WTO 以后，我们的经济越来越开放，我们很多产业、关税大大降低，非关税贸易堡垒一个一个消除，中国很多行业不只是制造业，而且是服务业像零售、批发、金融、保险等等，都向外资开放，这些开放的结果一方面是中国在经济跟全球经济越来越紧密，这是好事情，带来我们的效益提高。也跟我们的产业结构、我们的劳工市场、金融体系带来很大的竞争和压力，为了应对挑战和压力必须有弹性的汇率。现在目前来说，人民币有一定的升值压力，因为大量的外资流入，人民币有一定的压力。我们经常帐户按照国内需求的趋势，国内的投资这么高涨，投资需求这么强劲，很可能在不久的将来中国的经常帐户由目前比较轻微的顺差增加 1% 变成一种逆差，这时候人民币有贬值的压力，因为我们中国在 WTO 协议里面要承担比我们贸易伙伴国更大的业务，在贸易改革自由化的力度远远超过任何一个贸易伙伴国，我们从贸易的降低，非关税贸易的消除和市场的开放等等。所以，我们应该有这个主动权，应该保证人民币的弹性，那个时候假设基本面需要人民币贬值的时候，我们也可以贬，因为我们现在划地为牢继续维持人民币和美元挂钩，当经济发生逆转，我们想放，可能为时不晚，信心不支持我们那个时候进行汇率变动。

最后，看全球固定汇率制度，过去二十年来，我作为 IMF 的以前官员，94 年墨西哥危机，97、98 年亚洲金融危机，99 年阿根廷、巴西一个一个被冲垮，因为世界主要的贸易大国，美国、日本、欧洲他们的汇率是任何自由浮动，他们的政府和当局许多任何承诺维持他们的货币承诺。因为一种比较稳定的货币对国际贸易投资有好处，我们新兴市场国家要维持固定汇率是一厢情愿，最理想就是说汇率进行多边的调整，所有的主要国家，包括美国、日本和欧盟都实行汇率制度，重新回到以前的制度，当然中国非常高兴心甘情愿的成为其中一部分，我们为什么要一厢情愿自讨苦吃，我们最大的贸易伙伴国除了中国香港还有马来西亚以外，没有国家实行自由货币制度，从这里看来，

我们应该考虑增加有弹性的汇率。基本的观点，我认为人民币升值的观点，应当是无稽之谈，我们应该抵制，确实从中国自身的利益，从维持我们金融稳定，维持有效性和稳定性，维持应对进入 WTO 以后未来五年的结构的变化，迎接冲击，我们应该逐步地向有弹性的、有决定性的市场过度。

李 扬： 下来请朱民博士发言。

朱 民： 大家好，谢谢主席，感谢会议的邀请，有机会和大家作一个交流。我想先说一下汇率的问题，理论的复杂性和实际操作的复杂性远远超过人们一般的想象。和非常有经验的专家一起来讨论，前面讲了很多，我只想讲三个问题，第一个问题，现在国际上对于人民币要求升值的压力，第一是没有道理的，主要是它的理论上没有道理，而且客观上没有依据，并且主要在市场上没有支持。关于美国的问题，刚才讲的很清楚，美国说出口给中国造成通货紧缩，中国出口量占美国的 1.54%，中国每一个美元的出口到美国的厂商在利润的增加值基本上可以到三四个美元左右，由此产生美国在中国出口产品的收益会转换成 5000 亿美元左右。这个收益变成美国人的消费，变成美国人的投资，这对美国的利益是很大的。我觉得没有理由因为中国现在有高达 1040 亿美元的贸易顺差，由此认为中国货币必须升值，这是没有依据的。比较难理解的是日本，我觉得日本很奇怪，日本是股市升值最积极的一方面，我觉得没有任何理由，日本要求人民币升值，很简单，日本说中国出口的通货紧缩，中国整体出口占日本 GDP 大概 1% 左右，不能说 1% 的出口会影响日本的汇率变化。日本由于 WTO 的原则，正在对中国大规模进行制造业的转移，在中国投资，按照刚才讲到的，在日本大规模制造业转移 FDI 增长的时候，人民币的升值会对日本的投资者产生非常大的负面影响。而且日本是最努力的在市场上操作。今年以来，我们观察到日本人通过 750 亿美元的市场来

维持日元的汇率，昨天日元是 117.25，他们想维持这样一个水平。很难理解，为什么日本人如此强烈提出人民币应该升值，其他的国家包括韩国、包括加拿大等等，和我们出口竞争的国家提出人民币升值主要是直接原因，因为中国出口十年以前，主要是 FDI 进来以后，用中国的资源、用中国的市场，五年以前基本上在用中国的资源在中国生产以后出口到国外，去年第一次开始的外国的公司是用国外的资源和中国的资源在中国生产以后，再出口到全国。去年第一次我们对所有周边国家进行贸易赤字，我们对韩国的贸易赤字是 120 亿美元，我们对所有的国家贸易赤字，因为是在中国生产再出口到全国各地，从去年开始，中国才成为真正意义上的生产基地，中国的出口带动整个亚洲的经济，从这个意义上来说，没有理由说中国人民币应该升值。这个观点没有得到市场的支持，也很重要，因为之所以人民币升值，一个很重要的理由，美元软化，去年美元加权贬值是 13%，今年美元的欧元继续贬了 7.2%，美元兑日元贬了 1.76%，因为人民币和美元挂钩的，所以美元贬值了以后，人民币相对走软，对欧元、对日本人民币应该走强，这是基本的理论。

这个基本论点站不住脚，市场永远在变动。之所以变软，美国和欧元之间的利差的间隙很大，而且美国经济衰退，资本从美国走向欧洲，引起美元的走软，今年年初开始，基本状况发生根本的变化，全世界的利差，今天美国是 1 左右，日本还是 0.6 左右，基本上利差的差距还是走小，而且美国经济从现在开始基本上走向复苏。美国经济今年的增长仍然超过欧洲并且超过日本，所以美国经济今年看好美元会逐渐走强。如果美元会逐渐走强，为什么人民币还要升值？整个支持人民币升值的基本的市场基础，市场的改变在三到六个月内完全取消，从这个意义上来说，国际舆论关于人民币升值的要求我觉得主要是政治的原因，从我们看到的材料在学术界和经济界并没有形成统一

的认识，没有太大的基础，不值得给予太多的关注。这是我想说第一点。

第二点，人民币汇率是中国的汇率，当然从中国的情况来看这个问题。既然外国人的评论不足为谈，剩下的问题应该看一下从中国自己的情况来看，人民币的汇率有没有升值的必要，我就讨论中国的汇率升值有几个很重要的理论和现实观察的基础点需要得以澄清。第一个很重要的事情，因为中国没有外汇市场的需求和供给，就是公开完全市场机制，而且汇率的形成机制是管制的，应该可以这么说，不知道三位同不同意我的观点，在今天没有办法说人民币市场汇率水平是多少。国际基金组织有一个测度，根据那个测度，中国的人民币的汇率大概在过去三年里低估了 17-18% 左右，这个只是个模型的测算，并没有任何东西可以得到经验的见证。从中国的实际情况来说，有两个观察点很重要，第一个，我们通常所说的在中国并不适合，理论上主张人民币升值的原因，中国的经济快速增长，劳动力成本提高，劳动力的成本提高以后，使得你的汇率应该增长。这是在古典经济学里面一个非常经典的理论，李扬刚才反复强调，中国劳动力巨大的供求，以至于中国劳动力成本今天仍然是美国同等白领成本的 5% 左右。所以中国不是通过劳动力成本的增长引起汇率的变化，而相反，确实使得低成本的劳动力使我们的成本控制在相对比较低的水平。第二个，中国贸易的条件是恶化的，当中国不断的出口它的劳动力技术产品的时候，因为需求技术密集型的产品两者不匹配，使得中国在过去几年里贸易条件恶化，因为这两个原因，所以使得中国的人民币一直可以维持在相对比较低的原因，这个低的原因不是人为制造成的，因为中国特殊的国情和现在特殊的情况决定的。我觉得这个是我们分析所谓人民币汇率增值基石是否升值和贬值的一个很重要的方面。如果说市场上有没有人民币升值的压力，我觉得这个压力是有的，压力之所以存在，因为今年以来我们有不断的热钱从国外涌入中国，任何外汇进

入中国，如果能换成人民币的话，很简单只要它购买中国的债券，它的整个的计时的利差可以达到 150 到 170 个基点，盈利是很高的。今年上半年我们统计表明 350 亿的贸易顺差，我们是 303 亿 FDI，但是我们有 600 多亿的外汇储备的增长，大概有 250 多亿的热钱在流进中国，这部分热钱造成了现在在市场上感觉到的人民币升值的压力。剩下的问题就是说人民币要不要跟着热钱走，如果大家把中国的过去十年的国际收支帐户仔细看一下，我们过去十年大概有 3000 多亿的贸易顺差和资本帐户顺差，两者顺差被 1000 多亿的资本外逃和 1000 多亿外汇储备的抵消，在过去十年里，是资本的外逃，通过所谓错误和漏计项目下的登记记录表明在我们的档案里，从去年开始，这个情况发生了变化，我们第一次出现了 78 亿的正的资金的误差，今年上半年出现的高达 250 亿元，说明热钱从离开中国到回到中国，因为这个是热钱，人民币没有任何理由跟着热钱的走动而改变它的价格，这个是很重要的基本教训。现在中国几个宏观的数字并不是特别好，我们的财政赤字还是比较大。比如我们的货币发行总量还是很大，比如刚才李扬讲的负债部分上升很快，都是形成汇率上升一个主要的压力，在这个情况下，如果跟着汇率上升的话，这本身是明智举动。我从中国国内的情况来说，我觉得大概没有任何理论的依据和现实操作的需要来使人民币进行升值。

第三点，从更广的方面来看看人民币的操作，如果我们把中国的人民币放在国际整个大的背景来看一下，人民币的汇率基本上应该或者说可以怎样变动呢？这个也很有意思。国际货币体系在欧元出现以后，基本上是美元、日元、欧元三强的结构，最近两年发生比较大的变化，美元还是很强，欧元逐渐增强，表现为欧元占外汇储备的总额现在逐渐增长，占 13% 左右，欧元区的债券现在逐渐增长到美国债券市场 50% 左右，虽然欧元还不足以与美元抗衡，但是欧元的强势还是存在的。与此同时，日元确是朝着软的方向在走，过去几年里，

由于日本的经济不景气，日元在整个全球经济和金融市场的使用的范围和规模日益缩小。所以现在整个结构是美元随着偏软，总体还是比较强，欧元逐渐走强，日元逐渐走弱，在三个体系里，人民币作为非可兑换的货币，怎么定位自己是很值得研究的问题。在人民币不可兑换的情况下，日本这个政策发生变化，人民币单纯盯住美元是有风险的。第二件事，我听到很多人在讲人民币和美元的回互换，我们到美国出口大量的产品，在美国换回美国的美元，拥有美元去买美国的债券，这是大家都在讲的前一半的故事，但是这个故事后面还有后一半的股市，后一半股市，当我们买了美国债券以后，美国的投资或者居民的商人在把这个钱作为资本投到中国 and 亚洲，由此完成整个循环。这个循环的过程是中国把它物质的资源出口到美国，得到的是金融的资源和生产能力的配备资源。这是一个很重要的特征，也是一个非常非常大的问题，作为一个发展中的国家，在发展过程中，出口物质产品换回金融产品很正常，我们得到的金融资源的流动性和金融资源的配备。在这个过程中，我们损失的是我们的物质的资源。反过来说明两个问题，第一个问题，因为我们仍然要从美国进口美国的 FDI 来维持我们自己的投资和物质生产，说明我们自己的企业再投资和生产能力有限。同时第二个说明因为我们自己没办法完成金融配置，所以我们金融配置必须经过美国作为全球金融配置的中心来完成全球金融和风险的配置。这是当今全球金融格局的一个非常重要的特征。这个特征在今天我们可能是没有办法的，如果在明天的话，我觉得会对我们产生潜在的风险，这也是一个非常主要的问题，解决这个问题只有一条出路，加快我们对国有企业的改革，使国有企业能够成为投资和金融的主体，同时加快金融机构和金融市场的改革，使得我们能够在国内用自己的金融市场完成我们需要的金融配置。而没有必要把我们国内金融配置通过国际的特别是美国的金融的运作来实现我们自己的目标。这个是一个很大的问题。从这个意义上说，我觉得汇率的水

平不是主要的，汇率的机制以及由此相关的金融体制的改革是非常重要的。谢谢大家！

提 问：我想咨询一下胡祖六先生，因为近期央行出题了一系列稳定的措施，包括市场操作以及前一段提高商业银行存款准备金率，那么社会的影响就是说证券市场也出现了比较大幅的下跌，作为高盛亚洲董事总经理我想请你谈一下汇率的波动与证券市场之间的相关性。谢谢。

胡祖六：我觉得股市对于央行决定要提高储备金的问题，对储备金的比率反应过度，因为中国最近一年来货币供应总量，看 M2 还有国内信贷总量确实增长很大，20% 以上的增长率。在经济有些局部的地方，一些房地产的领域趋势出现了苗头，央行就要防患于未然，作为制定消费价格、资产价格的稳定，要维持经济的平衡和稳定，采取这个措施，我觉得还是作为一个信号还是比较温和的，现在的中国经济总体来说还是非常稳定。因为你看同比来说 GDP0.7%，应该是很低，你要提取能源的话，核心通常还是很好的，不象 92 年、93 年一样，我想那种情况肯定不会出现，李扬先生是货币委员会的委员，他可以向大家承诺，我不相信央行要改变，要大大改变，市场汇率是必要，但不是全面紧缩。

提 问：我有一个问题是问蒙代尔教授，大家都把蒙代尔称为欧元之父，在早上的演讲中，提到在未来可以组建亚洲的统一货币，我想问一下，你是不是打算或者想成为亚元之父呢？

蒙代尔：根本不是这么回事，最近发生了一些情况，今年发生的一些情况就是把人民币和汇率方面已经形成一个问题，原因是说现在的汇率由于亚洲的平衡，不谈欧洲和日本了，讲讲美国，美国人说要强调人民币的汇率，这其中也包括美国的汇率，如果涉及到其他国家的货币，确实应该跟其他国家进行商量，如果中国要放开汇率或者浮动汇率，不应该强迫中国完全实行浮动，如果那样做是非常差的一件

事情。中国可以想另外一个办法实行浮动。在目前来说中国的情况是不可兑换的汇率，那样做是不好的，中国要找变动办法，欧元和美元更加稳定的话，兑换就比较好，包括亚洲货币可能成为可行的办法，我不是讲亚洲是单一的货币，在未来中国、日本、韩国是否愿意放弃他们国家的汇率，这不是参照欧元或者参照一个平衡的货币，在开始可能把这个国家货币保证国内适用，可能日本可以跟美元进行稳定的货币，还有韩国、中国、马来西亚其他国家都参与进来，可以建立固定汇率区，然后再过一段时间，如果必要的话，可以让亚元跟美元进行分离，成为一个统一的、更大的组织。但是我不想成为任何一个货币区的之父了。现在有人说我是欧元之父有点夸大其词了，我只是参与其中的一分子而已。

提 问：我想问一下李扬教授和蒙代尔教授一个问题，现在的香港市场流通大量的人民币，随着内地很多城市放开对香港游，这个活动可能越来越大，有些专家建议在香港建立一个中心，我想知道李扬老师和蒙代尔先生是怎么看待这个问题的。谢谢。

蒙代尔：这个情况其实不光在香港出现，在亚洲其他国家也出现了，主要这种情况的出现，如果一个地方出现兑换了，或者是在香港有这种升值或者造成这种可能，我觉得在这一段时间我听得到的 3000 元人民币或者 400 亿美元，是中国的外汇储备当中的一小部分，所以我觉得可能是一个威胁。

李 扬：这个问题谈起来比较复杂。有一些要点提出来讨论一个，一个是目前在香港包括境外到底有多少人民币在流通，估计不一，有些高估说是一千多亿，我觉得可能是有一些需要深入讨论的事情，前不久到香港去觉得媒体炒得非常厉害，其实我们做了一些研究，我自己是认真的、而且是专业的研究者，大家估计在香港的人民币的一年的流量大概在 700 亿左右，但是存量不过 20 亿，这之间的差别是非常大的。

第二个说法，是中央政府批离岸市场，这本身是对离岸市场的一个误解，当年形成欧洲美元的时候，向美国政府批了吗？向美联储批了吗？没有。香港一旦批的话，就没有英国政府存在，只不过是英国批准英格兰的银行吸收美元存款，可以发放美元兑款，无非是这样，这样形成了离岸中心，所以离岸中心不是批的事，我看到媒体在炒，等待中央批，这是一个尝试的问题。

第三，怎么形成离岸中心，有一个条件刚才教授说的，人民币可兑换的话，形成离岸中心就有条件，如果一个东西打一个不可兑换的货币放在那儿，干什么，商家、银行拿着它干时间，如果拿着不可兑换的货币放在手里，形成财政包袱，第一要可兑换。第二就香港来说，香港有相当多的人需要人民币在中国大陆做业务，因为只要符合这两个条件，前面是一个一般条件后面是离岸条件，所以关键是在香港怎么处置它的经济和大陆经济的关系，这个事情不应该拿到大陆上来讨论。我大概是这样的看法。

《国际金融报》记者：问李扬所长两个问题，第一个问题是您认为我们从东南亚金融危机中吸取的最重要的教训应该是防范热钱的冲击还是抛弃固定汇率，如果从站在央行的货币政策的角度来看，我们当前最迫切的任务是防范热钱给经济带来的危机还是逐渐过度到浮动汇率。第二个问题，如果要过度到浮动的汇率，您认为时间表是什么？如果在当前有什么难度，如果当您放开的话，我们会不会有一个必然的结果就是人民币升值。

李 扬：防范热钱还是抛售固定汇率，我想先从后面说，我们说保持人民币稳定，尽管我们自己不叫做固定汇率，事实上比较接近固定汇率，所以政策选择比较清楚，我觉得我们在今后的一段时间里，不是特点短的时间里维持和美元或者今后过度到和一揽子的货币比较规定，这个前提如果基本确定的话，后来的问题是防治热钱我想亚洲危机给我们的教训不仅是汇率，还有热钱，其实更深的是金融制度

是否健全，监管体系是否健全，更深的是整个经济结构是否合理，其实大家看看亚洲危机是浮在表面上的事情，实际上亚洲经济危机在日本，十几年没有回头，其实最深的危机在它那里，而恰恰亚洲其他国家或多过少都学了日本，所以我觉得如果从亚洲危机学习到什么经验和教训的话，主要是完善我们的金融体系，完善我们的经济体系。谢谢。

提 问： 这个问题比较实际，而且大家比较关心，控制信贷以后，房价是涨还是跌？你能不能分析一下，因为你是中国银行的中国经济分析专家。

朱 民： 第一个问题是 5 号文件出了对于房屋贷款的限制，可能会增加房贷的成本，如果你说的是讲准备金率的提高的话，应该对整个房贷没有影响，但是 1500 亿的资金对央行有所变化，但是债券在货币市场上的交易会有一些影响。

提 问： 刚才也许没有说清楚，比如说上海周边也给抓起来了，现在控制的非常严格，它是涨还是跌。

朱 民： 是涨了，因为土地资源控制住了，这是市场短暂的反映，因为土地资源，房地产主要是地，地现在已经受到严格控制。

提 问： 你认为在一两年之内的走势呢？

朱 民： 不知道，可以问其他的问题。

提 问： 胡祖六先生，请教你一个问题，人民币除了升值以外，还有一个说法是人民币扩大浮动的范围，对这点你怎么看？如果人民币货币浮动范围，依照市场自身的发展，人民币将是升值还是贬值？另外刚才谈到，中国最重要的是应该考虑如何向弹性汇率制度过度，能不能谈一下向弹性汇率过度的观点和条件有哪些？

胡祖六： 第一个问题，我觉得对于人民币升值的问题，我们不必理会，因为刚才很多专家很有共识，中国政府也很有共识，我本人觉得扩大浮动范围的话，是可取的，我是赞成这种立场和这种意见的。

如果假设放开扩大浮动范围，人民币是升还是贬，这取决于你的时机，比如说今年放开人民币的范围，我个人判断觉得人民币有可能升值，这里有基本的因素，有帐户、资本帐、外资流域的问题，国内的老百姓、国内投资者对中国的信心，这意味着人民币有可能会升值，但是我觉得不会大幅度升值，以至于伤害我们的出口竞争力。第二，你说的关于人民币过度有哪些条件，刚才李扬教授已经做了很好的描述，如果汇率进行浮动的话，首先有很好的市场机制，首先是银行利率和货币体系应该分开，就是自由化，银行金融风险管理的能力要增强，从金融改革和监管方面都要加强。但是我和李扬教授不同的观点，就是资本帐户要开，我对此有一个担心，就是程序、新新的问题，如果维持固定的汇率制度，放开的话，这个固定制度是非常难以微调，资本的流入流出影响会更高，这样会带来影响，尤其是改革还没有到对时候，这个时候放开资本的流动，对我们银行的冲击也是很大的，我觉得首先是利率自由化，然后加快银行的改革的步伐，加强我们的监管，加强银行内部自身的风险管理能力，这些条件基本到位以后，我们觉得增加汇率的灵活性应该是没有什么风险的。甚至在三、五年以后进行管制，使人民币成为可兑换的汇率，这样这个条件才基本成熟。

提 问：我的问题是问中国人民银行货币政策委员会委员李扬教授。我们现在的汇率政策实际上是以不变应万变的，随着经济的发展，我国维持现有的固定汇率代价更高，人行比如公开市场操作，同时为了支持我们的出口，实现高出口兑换，去年大概拖欠了 2400 多亿的出口退税，作为对于人民币汇率形成有重要影响的央行货币政策委员会并作为其中的一员，对中国的汇率制度形成机制，您有什么建议和好的看法？谢谢。

李 扬：我不想以委员的身份来回答，其实我不可能代表委员会，我只是发表一些看法，大家知道中国的政策委员会不是货币机构，无

非大家在一块交流情况，有一定的用处，但是不是决策机构，其实我刚才已经说了，人民币汇率问题，刚刚我们几位已经说得非常清楚，没有一件事情非常得力，为了权衡一下好处和坏处哪一个大一些，我们基地多数的人认为目前维持人民币汇率的稳定是好处大于坏处的事情，基本上是这样的公式，我们在维持人民币稳定的前提下讨论有哪些不利的因素，我刚才基本上列举了，一个是在资本流动方面有一些热钱冲击的现象，一个是国家货币的增长。当然，在维持人民币汇率稳定的前提下，当然我们会采取措施对付这些不利的影响，我们前不久提高了准备金率，其实刚刚朱民博士已经说了，大家提高了 1500 亿人民币，其实高了一点，而且大家要换算一下，对应的是 200 亿美元，我们已经采取措施，在对冲这种不利的影响，你刚才也提到所谓出口退税的问题，我想各种信息都已经显示，我们在调整税制的同时，主要是增值税的问题，我们要调整增值税的模式，在调整增值税结构的同时，我们要调整出口退税的政策，我觉得你这个担心，其实中央也在担心。

最近在资本项目开放方面，有非常大的步伐，而且非常快。推的措施之多，力度之大也是过去所没有的。总之我们是认识到这样一些问题。在我看来，下一步我们还缺少一个很重要的手段就是利率手段，现在我们决定人民币汇率方面利率平价在起相当重要的作用，当然中国利率是很复杂的，牵扯到非常多的利益，牵扯到非常多的关系，要调整的话，也要经过很长时间的讨论以及协调。但是如果说形势进一步不利，我觉得这样一些手段也不排除会采取。总之，整个的事情是在权衡利弊，我们觉得目前是利大于弊的状态，我们在运用我们各种措施对冲他的不利影响。

提 问：李扬先生，请问你一个问题，刚才谈到人民币利率的汇率市场化需要四个条件，而且你强调说这四个条件不是短时间内可以达到的，我听到一种说法，人民币在目前比较低的情况下，有利于出

口但是损害国内的一些行业，比如说服务业，这样会加快产业的发展的不平衡，而且有损社会公正，它不利于整个国民经济的成长，你认为这个问题是不是很迫切，以至于你说的那四个条件还没有成熟的条件下，我们要采取哪些措施？

李 扬：我还有一个责任，要维持讨论时间，这是一个最后的问题。是这样，还是刚刚说的思想，就是说利弊都有，我们只是取其利更大一点的结果，至于利率的不平衡不是汇率造成的，经济结构不平衡的问题是中国的老问题了，老问题由于这种汇率制度具体的导向一些地区，一些产业会有比较快的发展，确实存在这种问题，它只是使得经济结构的问题增加一些。我一直觉得中国切实是经济结构的问题，宏观上不大容易说得清楚，因为宏观数据掩盖太多的差别，主要是经济问题，主要是结构问题，而这个汇率问题是使得结构问题稍微恶化了一些。但是调整的措施我觉得还不能从汇率上着眼，我想各位已经注意到，而且很快地会明确地形成国策，我们会在调整城乡收入方面，在调整老区、西部和东部的方面，而且今后的政策是全面的政策，最近已经有全面的看法，就是中部、西部都要发展，而且西部的发展绝不以东部的发展为代价。所以我们是一个更为成熟的、全面性的结构性调整的政策，当然与汇率相关的问题也在考虑之内，但是我自己觉得不是特别重要的。

《中国金融投资家》(北大俱乐部)：第一个问题您对国内利率市场化的进程一直比较关注，目前您对这个进程满意吗？有什么看法？第二个问题，这两年企业债市应该说是一个热点，也是一个难点，今年企业的债市发行是企业的发行，这些市场的发行会有哪些做法，另外民营企业何时发展起来？

李 扬：第一个问题我曾经写过一篇《中国利率市场化》，对这个问题分析得比较详细，我们的编辑先生把这个问题改了，用五到十年的时间完成市场化，那里有关利率市场化的变化等问题都做了说

明。第二个问题，是企业很关注的，我们这个会议是昨天周小川行长、尚福林主席说了，改变间接融资的比重的一种不正常的状态，改变的方式当然是直接融资，就是股票债券，股票方面大家不敢说大话，但是债券市场是可以控制你刚才说的问题，包括规模的扩大，包括项目的扩大，包括发债的几率更为市场化都在考虑之列。谢谢。

李 扬：我们今天的讨论由于时间关系就到这里，首先谢谢三位嘉宾精彩的演讲，谢谢各位参与。谢谢。