

《報告人》

◎隆國強／中國國務院發展研究中心對外經濟部副部長

## 人民幣匯率調整的目標與條件

今天我要報告的題目是目前最熱的人民幣匯率問題。國務院發展中心是大陸中央政府的政策諮詢機構，我要特別聲明的就是，發展中心對這個問題有很多的研究。我們每一個專家對這個問題可能都有不同的看法。我講的只是我個人的看法，完全不可能代表我所服務的機構。

今天在座的幾位發言者都從不同的角度來思考這個問題，提出了很多富有啓發性的思想。我想我先對人民幣的匯率稍微地做一點點的回顧。

從改革開放到一九九四年以前，內地是實行固定匯率，在這個過程中，早期大陸在搞進口替代的時候，人爲地高估了本幣，這樣的出口競爭力很低，最後爲了應付國際收支的平衡，爲了鼓勵出口，在八〇年代開始就有了外匯調劑市場，後來還有個外匯的黑市，

也就是當時有三個匯率：一個官定匯率，一個外匯調節市場的匯率，還有一個黑市匯率。到了一九九四年，內地就實行了匯率併軌，從當時的官定匯率的一美元五塊七調整到八塊七，實行了有管理的浮動匯率。

一九九四年以後的三年中，人民幣匯率從一美元兌八塊七逐步地升值到了八塊三的水平。從一九九七年下半年亞洲金融危機出現以後，當局就縮小了人民幣匯率浮動的範圍，演變成了一個實質上釘住美元的匯率制度。雖然我們還繼續稱之為有管理的浮動匯率機制，但可能實質上已經是釘住兌美元的匯率機制。從一九九三年到一九九七年，內地經歷了一次大的經濟過熱及通貨膨脹，在此過程中，人民幣不但匯率在升值，加上通貨膨脹，它的實際有效匯率升值幅度更大。在二〇〇二年以前，我們看到人民幣一直釘住美元，為什麼國際社會也沒有什麼說詞？就是因為美國經濟強勁增長，美元兌其他的主要國際貨幣在升值，所以實際上人民幣對於其他主要貨是一直在升值，二〇〇二年以後直到現在，美元兌歐元大概貶了三五%。做為釘住美元的人民幣匯率，實際上就對其他的主要貨幣大幅度地貶值。

現在全世界都在討論中國大陸經濟的崛起。一般而言，一國經濟的國際競爭力逐漸地提高的時候，它的匯率是逐漸走強的。人們認為人民幣應該更加堅挺，可是實際上它是在

對除了美元以外的主要貨幣貶值，形成了很強的反差，因此國際社會包括投資者對人民幣升值的預期也是愈來愈強烈。在大陸的國際收支平衡表裡，資本項目也好，經常項目也好，就形成所謂的雙順差，在這個情況下，國際社會對人民幣升值的壓力確實是愈來愈大，效應就是有一些投機性的熱錢也開始流入了內地市場。不過，一般國際社會強調的就是人民幣匯率比值的「不合理」，比較少討論人民幣的匯率機制問題。

如果說人民幣匯率主要就是一個比值不合理的問題，那麼可能的解決辦法就是讓人民幣升值到某一個幅度。但是升值多少可以找到均衡點？我們看到國際社會在這一、二年內的研究文章，有些說人民幣被低估了大概5%，有的說四〇%，也有文章說沒有被低估，各種的言論都有。如果政府一次性地把它升到某一個位置再釘住它，那麼我就在想，那個合理的、能夠保持均衡的、反映基本面的匯率到底是多少？我覺得是很難找到的。我想，實際上人民幣幣值不合理的背後可能還有一個，國內更多人討論的，就是人民幣匯率的機制問題。

爲什麼會形成這麼強的升值壓力？我覺得是因爲，一方面大陸經濟在崛起過程中，基本面會帶動本幣的走強，但是這種固定的匯率機制，特別是釘住美元的這種單一貨幣的固定匯率機制使得它不能夠適應基本面快速變化來對匯率的要求，也就是說，這種僵化的或

者說固定的匯率機制是一個更深層的問題。光解決匯率幣值是否合理，是解決不了後面這個問題的，但是如果我們解決了匯率機制問題，可能會逐步化解匯率幣值不合理的問題。所以我個人認為，人民幣匯率確實有二個問題。一個是幣值不合理的問題，一個是匯率機制不合理的問題。但更重要的，從解決問題的角度來說，要著重於解決匯率機制問題，從匯率機制入手來解決匯率幣值不合理的問題。

因此，我們就要討論，如果人民幣現在釘住美元的固定匯率是不合理的話，我們匯率改革的目標是什麼？我想國內的學者專家有一個共識就是，要有一個更加靈活的匯率機制，但是在這個更加靈活的匯率機制下面，到底是什麼，大家還有很多不同的意見，有的說釘一籃子匯率，但釘一籃子匯率還是一個釘住匯率，但是可能比釘單一匯率要靈活一點；有的說是區間浮動等等，大家確實是有不同的想法。我個人覺得可能是一個區間浮動的匯率，一個區間浮動的匯率相對來說比較適合。如果是這樣，我們還要回到第二個問題，就是說，從目前這種狀況，怎麼比較平穩的走到我們的目標？從A到B，平穩地渡過。可能做為經濟學家，很簡單地就告訴你，A和B，B比A好就OK了，但是做為政策的研究者，特別是做為操作的人，可能更關注的就會是怎麼平穩地從A走到B，這可能是個更重要的問題。我們說現在人民幣升值有許多好處，但是我覺得最大的好處是它可以有

助於逐漸地實現中國經濟的內外平衡，能找到一個均衡的匯率。

眼前我們也看到很多調整匯率的有利條件，但是更要考慮的是，在這個改革過程中，它所存在或者面臨的風險，或者說政府在操作時，它可能必須要考慮什麼。許嘉棟博士建議「一步到位」的點子，我的想法跟許博士的想法不太一樣，我是希望一個能夠「小步慢走」的策略。

「一步到位」的問題一個是，不知道那一步是否真正到位了。

再一個就是說，如果這個幅度比較大的話，它對出口部門的打擊會很大，調整的成本也不低，特別是大家知道從去年以來，內地強調宏觀調控，大家看數據——GDP九·五%，可是投資率早就降了二〇個百分點，爲什麼還跟去年一樣有九·五%呢？就是因爲今年是貿易順差，去年是貿易逆差，今年幾百億的貿易順差，是對外部門的需求支撐著它，如果說這時候匯率有個大幅度的升值的話，硬著陸可能就是要考慮一個風險。

一次短期內大幅度的升值，確實要考慮中國經濟的承受力，要考慮這種結構調整帶來的一些風險。大幅的升值會不會導致大量的資金從可貿易部門轉向非貿易部門，轉向房地產，轉向股市，形成新的泡沫，在此之前有些東亞經濟體是有些教訓的。

許博士講到有一點我完全贊同的就是，實現一個有管理的浮動匯率是需要條件的，就

是要給企業提供避險的工具，內地現在還不具備這個條件。目前實行釘住匯率，企業沒有避險的需要，但是如果實行浮動匯率就需要有避險的工具，需要配套的改革，來創造這個條件。

再一個，我覺得還是要考慮投機性熱錢的衝擊。匯率調整實際上就是金融當局跟投機熱錢之間的博弈。匯率一動，投機者可能有幾種判斷，一種是認為金融當局扛不住了，所以沒有升值到位，就會更多的投機熱錢流進來，還有一種可能就是，動得恰到好處，那麼他們可能慢慢地要撤了，如果他們認為升得過多了，那撤得就更快了，撤資的時候帶來的風險和衝擊也是滿大的。所以在這個時候，怎麼能夠來減少投機性熱錢的衝擊也是非常要的。

我們看到這一、二年，央行也做了很多事情，一方面是放寬海外投資來增加對外匯的需求，另外一方面也在加強對外匯的管理，特別是對流入方面的管理，除了這個我覺得還要考慮，比如對短期資本的進出徵稅，在一段時期內來增加短期資本進出的成本以防止它的衝擊。智利這方面曾經有經驗。

我想通過一個區間浮動的安排，逐漸讓市場的力量找到一個能夠維持基本面，中長期均衡的一個匯率機制，可能風險更小一點，許博士提到台灣的經驗，我會好好考慮您的建

議，目前我還是原來的想法，就還是一個小步慢走的策略。

最後，總結我的想法。第一，人民幣匯率問題，實在是兩個問題，一個是幣值不合理的問題，一個是匯率機制不合理的問題，而不是所謂一個升不升值的問題。當然，匯率調整的過程會相應地帶來人民幣本幣的升值問題，但是從關鍵上來看，是要從固定的、僵化的匯率，順利地走到一個更加靈活的匯率形成機制上。

第二，這個改革過程我覺得風險比較小的是一種小步慢走的方式。

第三個結論就是說，要儘快地建立並完善外匯市場，比方說，建立匯率的避險機制，為整個匯率改革創造一些必要的條件。沒有這些必備的條件，我覺得匯率機制改革是動不了的。

第四方面，投機性資金的衝擊是最大的風險，所以在創造條件中要儘量地去降低這種升值的預期，儘量地去加強外匯的管理，儘量地去增加短期投機資本進出的成本。第五點，最後的結論，匯率改革宜早不宜遲，愈早愈主動！

