

余永定 著

Dollar

见证 失衡

双顺差、人民币汇率和
美元陷阱



作为有影响力的经济学家，作者十多年来一直呼吁遏制中国经济的双顺差，理顺中国经济与世界经济的关系，但却并不如愿。今日中美经济关系的严重扭曲，使我们有必要重新审视作者当年的忧虑。本书遴选其三十多篇代表作品，以年代为序，试图表现作者一脉相承的见解，同时也表达了一个经济学家敢于反思研究历程并接受历史检验的勇气。

ISBN 978-7-108-03386-4



9 787108 033864 >

定价：36.00元

余永定 著

见证 失衡

Dollar

双顺差、人民币汇率和
美元陷阱



Copyright © 2010 by SDX Joint Publishing Company
All Rights Reserved.

本作品版权由生活·读书·新知三联书店所有。
未经许可，不得翻印。

图书在版编目 (CIP) 数据

见证失衡：双顺差、人民币汇率和美元陷阱/余永定著. —北京：生活·读书·新知三联书店，2010.6
ISBN 978-7-108-03386-4

I. ①见… II. ①余… III. ①贸易顺差—研究—中国
②美元—研究 IV. ①F752.6②F837.126

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 227843 号

责任编辑 李学军
封面设计 罗 洪
出版发行 **生活·读书·新知** 三联书店
(北京市东城区美术馆东街 22 号)
邮 编 100010
经 销 新华书店
印 刷 北京隆昌伟业印刷有限公司
版 次 2010 年 6 月北京第 1 版
2010 年 6 月北京第 1 次印刷
开 本 635 毫米 × 965 毫米 1/16 印张 23
字 数 256 千字
印 数 0,001 - 7,000 册
定 价 36.00 元

序 言

1978年中国共产党十一届三中全会决定，实行对外开放政策，把对外开放作为一项基本国策，在自力更生的基础上，积极发展同世界各国的平等互利的经济合作和技术交流，以促进我国的经济发展。1979年，中央决定在广东和福建建立经济特区。兴办经济特区的方针是：建设资金以吸收外资为主；产品以外销为主。^①为了贯彻这一方针，1980年广东省出台了经济特区对外商投资的一系列范围十分广泛的优惠政策。^②1984年在4个经济特区基础上，中央开放了沿海14个港口城市和海南岛。与此同时，中央允许在上述开放城市（岛）划出一定区域开办经济技术开发区，实行更为优惠的外资政策，允许技术先进、国内短缺的商品按一定比例内销。1985年中央又开辟了3个沿海经济开放区。到1990年代末、2000年代初，中国大地上出现了形形色色数以千计的经济技术开发区。对外资的超国民待遇，对出口的优惠政策事实上已经成为全国范围内各级地方政府竞相实施的政策。

改革开放初期，在特定的历史条件下，中国选择了出口导向发展战略或增长模式。出口导向增长（export-led growth）通常是指政

① 经济特区“四个为主”的方针是：建设资金来源，以吸收外资为主；经济形式以中外合资、中外合作、外商独资经营为主；产品以外销为主；经济运行以市场调节为主。

② 例如三资企业所得税税率为15%，而内资企业所得税税率为33%。

府通过各种优惠政策鼓励出口，把出口作为经济增长的引擎。发展中国家采用出口导向政策的主要目的是克服储蓄和外汇缺口以解决发展融资问题，即通过出口所得外汇资金支付经济发展所需之进口，使经济突破一般发展中国家的负债能力约束而实现高增长。与此相对应，出口导向增长的另一个主要内容是吸引外资（外国直接投资和间接投资）。外国直接投资（FDI）被认为不仅可以解决发展融资问题以提高投资率，而且可以带来发达国家的先进技术和管理经验，从而使引资国得以通过提高生产效率，进一步提高经济增长速度。中国的出口导向发展战略的最初样板是所谓东亚“四小龙”、“四小虎”。但是，中国的出口导向战略与东亚国家（经济体）也存在很多不同点。其中最重要的不同点之一是中国在推行一系列优惠政策大量引资的同时，限制进口、鼓励出口，力图保持经常项目顺差。在一定程度上，中国的增长模式可以称之为“出口导向型创汇经济”。考虑到1980年代中国的特定内、外条件，采用这种模式有其必然性和合理性，而且可能是最优的。这种模式对中国经济发展起到了积极的推动作用。虽然我们还难以做出任何最终判定，中国在过去三十多年中创造了经济奇迹则是不争的事实。然而，正如马克思所说：“辩证法在对现存事物的肯定的理解中同时包含对现存事物的否定的理解。”^①中国的出口导向增长模式存在内在的不合理性。中国经济狂飙突进的过程也是这种模式的自否定（Selfnegation）过程。经历了三十多年的成功发展，中国终于成为世界的第二大经济体、第一大出口国和第一大外汇储备国，中国民众的生活水平得到很大提高。与此同时，中国经济的不平衡，特别是国际收支

^① 马克思：《资本论》第二版“跋”，《马克思恩格斯选集》，第2卷，人民出版社1972年版，第218页。

的不平衡，也达到前所未有的严重程度。建立在政策扭曲基础上的不平衡发展以越来越快的速度增加着中国的发展成本（资源、环境、人力、社会、安全），使中国国民生活福利水平越来越难以实现本来应有的更大提高，并给中国的未来发展留下严重隐患。中国国际收支格局的形成、发展和走向“另类危机”的过程从一个侧面反映了中国式出口导向增长模式形成、取得成功和走向生命终点的过程。中国经济增长的可持续性正面临空前严峻的挑战，实现“范式转变”（paradigm shift）已经刻不容缓。

本文集收集了我自1996年到2009年初围绕中国国际收支不平衡问题撰写的部分文章（包括数篇答记者问）。这些文章记录了十多年来我对于经济增长模式的思考历程。我以为，中国经济学界就中国国际收支不平衡问题持续十几年（甚至近三十年^①）的时断时续的辩论应该能够说明：当前中国经济存在的“不稳定、不平衡、不协调、不可持续的结构性”问题^②并非是作为初始条件的中国的特定“经济结构”所使然。相反，这些“结构性”问题以及产生这些问题的经济结构是政策选择的结果。换言之，如果我们能够辩证地看待

① 我最近发现，中国世界经济学会早在1982年就对这个问题进行了讨论，在1982年学会的讨论会上，有与会者指出，在大力吸引外资的同时，保持贸易顺差“不合逻辑”。见《世界经济学会大事记》，2009年，内部文稿，中国世界经济学会秘书处编辑。

② 2007年3月16日上午11时，国务院总理温家宝应大会新闻发言人的邀请，在人民大会堂三楼大厅与采访十届全国人大五次会议的中外记者见面并回答记者的提问时指出：“中国经济存在着巨大问题，依然是不稳定、不平衡、不协调、不可持续的结构性问题。所谓不稳定，就是投资增长率过高，信贷投放过多，货币流动性过大，外贸和国际收支不平衡。所谓不平衡，就是说城乡之间、地区之间、经济与社会发展之间不平衡。所谓不协调，就是一、二、三产业不协调，投资与消费之间不协调，经济增长过多地依赖于投资和外贸出口。所谓不可持续，就是我们还没能很好地解决节能降耗问题和生态环境问题。这些问题都是摆在我们面前需要解决的紧迫问题，而且是需要长期努力的问题。”2010年1月22日至2月1日，国务院总理温家宝在中南海主持召开五次座谈会，征求对即将提请十一届全国人大三次会议审议的《政府工作报告》的意见时指出：“外部环境不稳定、不确定因素增多，国内发展不平衡、不协调、不可持续问题依然突出，必须保持清醒头脑，周密做好应对各种风险和挑战的准备。”

我们的发展战略、及早发现处于萌芽状态的自我否定因素，在十年前、五年前甚至在两三年前及时调整经济政策，我们当前所面临的一些“结构性”尴尬是可以避免的。如果上述说法成立，我们可以进一步得出结论：即便我们现在面对的是“结构性问题”，只要改变政策，假以时日结构也应该是可以改变的。以“结构性”为由拒绝政策调整是完全错误的。只要调整政策就能调整结构，只有调整政策才能调整结构。中国经济很可能已经进入一个全新的发展时期，我们需要新的发展战略和新的经济政策。只有这样才有可能实现中国经济未来十年、二十年的持续增长。

文集的副标题《双顺差、人民币汇率和美元陷阱》不但概括了中国国际收支不平衡问题的三个主要领域，而且反映了我对这个问题认识发展的三个主要阶段。由于领域转移和认识深化基本重合，文集中的 25 篇文章按时间顺序排列而免去了分节的麻烦。“双顺差、人民币汇率和美元陷阱”是中国执行出口导向发展战略的三部曲。首先，中国特色的出口导向发展战略在中国建立了一种“创汇经济”。这种创汇经济的成功导致 1991 年以来以“双顺差”（即贸易顺差和资本项目顺差，更严格的说法应该是经常项目顺差和金融与资本项目顺差）为特征的中国国际收支格局的形成。其次，中国的汇率政策，作为中国出口导向发展战略的重要组成部分，对双顺差格局，特别是对中国贸易顺差的形成发挥了重要作用。2003 年以来，汇率问题（当然还有其他政策问题）再次提到议事日程，但是，由于种种原因，中国在汇率政策、贸易政策上调整缓慢，中国的国际收支不平衡愈演愈烈。第三，持续的双顺差不可避免地导致中国外汇储备的增加。由于美元在国际货币体系中的特殊地位，中国成为美国国债的最大外国持有者。由于美国经常项目的持续逆

差，自 2002 年以来美元已经贬值 40% 左右。美国次贷危机以及美国急剧恶化的财政状况，进一步削弱了美元的地位。从长期来看美元贬值是不可避免的。中国的巨额外汇储备面临着缩水甚至违约的危险。凯恩斯有言：“当你欠银行 1 万英镑时，你受银行摆布。当你欠银行 100 万英镑时，银行受你摆布。”作为美国的最大外国债权人，中国陷入了“美元陷阱”。中国国际收支终于陷入由顺差导致的“另类危机”。

我自 1996 年对中国国际收支不平衡问题的关注是从“双顺差”问题开始的。《资本流入的宏观管理》（1996 年 10 月）一文提出在大力引入外资的同时，保持贸易顺差这样一种引资格局“可以比喻为穷人以高利息从富人那里借钱，再用低利息把钱借回给富人。这是对资源的一种极大浪费。这种引资格局应当及时纠正”。此文发表之后不久，《世界经济调研》刊登了该文的摘编（《对我国外汇储备的战略思考》，1997 年 6 月 20 日），提出：“中国政府必须有一个明确的引资和外贸战略，并在此基础上制定一套首尾一贯的经济政策。变单纯创汇观念为实现总体上的资源最优配置，此其时矣！”文章观点很快受到严厉批评。随后《人民日报》发表了署名“任正岩”的文章（《正确认识我国的外汇储备问题》，1997 年 7 月 24 日，见附录）。尽管《思考》一文讨论的是中国国际收支结构问题，并未涉及中国外汇储备的多寡，^①出于善意，“任正岩”并未按领导口径对我进行批评，而是用大量篇幅论证中国的外汇储备并不多（当时的外汇储备是 1059 亿美元），引资规模也不大。值得注意的是，“任正岩”在论证中国为什么应该有较多外汇储备的过程中，没有提及中

^① 在 1996—1997 年间，中国经济学界和政府内部有不少关于中国外汇储备是否过多的讨论。

国的储蓄—投资缺口之类的“结构性”原因。当时人人都知道中国外贸顺差增加是外贸政策（例如人民币贬值和出口退税政策）的结果。没有人会想到储蓄—投资缺口的扩大（或其他所谓“结构性”因素）对当时的贸易顺差起到什么作用。事实上，如果说 $S - I = X - M$ 的恒等关系必须维持，至少在当时 $X - M$ 的增加是主动的， $S - I$ 的扩大是被动的。

《外汇储备和国际收支结构》（1997年10月）一文重申了自己的看法。与1996年文章不同的是，该文主要从一国不同经济发展阶段中储蓄与投资的变化出发，对中国国际收支格局的不合理性进行了讨论。无论如何，由于高层的明确表态，1997年7月以后的相当长时间内，“双顺差”的讨论不再见诸报端和杂志。而紧接其后的东亚金融危机似乎也支持了中国必须增加外汇储备的观点。

随着东亚金融危机的恶化，政策辩论的焦点转到汇率和资本管制问题上。1994年中国成功进行汇改，建立了单一汇率下有管理浮动汇率制度。同时，官方汇率由1993年的5.76元人民币兑换1美元贬值到1994年的8.62元人民币兑换1美元^①。此后，中国出口和贸易顺差大幅增加。1994—1997年间，人民币对美元名义汇率升值3.4%。^②1998年和1999年由于亚洲金融危机，中国的出口和贸易顺差增长速度大幅度下降。金融危机爆发后，为了稳定国际投资者信心，中国政府执行了事实上钉住美元的汇率政策。通过严厉的资本管制并以充足的外汇储备作为一种应付投机性攻击的威慑力量，人民币汇率得以稳定在8.278—8.277元人民币兑换1美元的水平上。

① 年平均汇价（中间价）。

② Zhang Zhichao, 2000, Exchange Rate Reform in China: An Experiment in the Real Targets Approach, *The World Economy*, Vol. 23, No. 8, p. 1067.

在东亚国家货币纷纷贬值的情况下，中国坚持人民币对美元汇率不变，为稳定东亚经济乃至全球经济做出了重大贡献，得到了全世界的一致赞誉。^①在1998年的一篇文章中，我把人民币绝不能贬值的理由归纳如下：（1）中国政府事实上已对香港做出了人民币不贬值的承诺，承诺一经做出就必须坚持。这是一个信用问题，信用是无价的。（2）人民币没有必要贬值。直到当时为止，中国仍然保持着大量贸易项目顺差和资本项目顺差。由于种种原因，其中包括中国外贸部门的努力，中国当年的贸易状况实际上比绝大多数经济学家在年初估计的要好得多。墨西哥和东亚国家是在发生严重支付危机的时候出于无奈而贬值的。如果一个国家在继续保持双顺差、外汇储备仍在增加（尽管不多）的时候实行贬值不但没有必要而且荒唐。（3）人民币贬值将导致亚洲国家（地区）货币的竞争性贬值，到头来人民币的相对竞争力还将保持不变。其结果只不过是拖延亚洲经济恢复正常的时间并使中国的贸易条件进一步恶化（美国人用更少的美元买更多的中国货）。（4）到当时为止的统计数字显示，尽管自1997年7月以后泰国、马来西亚、印度尼西亚和菲律宾的货币已大幅贬值，中国与这些国家对日出口的比重并无明显变化，在有些季度甚至有所上升。中国出口所面临的问题主要恐怕还是日本及其他亚洲国家和地区的经济衰退。由于收入下降市场萎缩，人民币即使贬值，中国的出口恐怕也不会有多大增长。（5）在全球金融不稳定的时候，贬值幅度难于控制。一旦宣布贬值，投机者和投资者就会预期人民币进一步贬值，从而造成人民币贬值的更大压力。人民币可能会发生过度调整，大幅下泻，从而大大破坏中国的金融秩

^① 在此期间所撰写的有关文章大都收入我的第二本文集《我看世界经济》（生活·读书·新知三联书店，2004年）。

序和生产秩序，自己给自己制造一场金融危机。(6) 按世界大多数经济学家的观察，从购买力平价的角度来看，人民币并不存在严重高估的现象。根据外贸部门有关人士的说法，当时的人民币汇率同换汇成本并没有出现严重背离。由于加工贸易在中国的对外出口中所占比重很高，亚洲其他国家和地区货币贬值对中国出口的不利影响在一定程度上被进口原材料和半成品价格的下降所抵消。(7) 促进出口不应该依赖人民币的贬值，而应该主要通过结构调整、技术进步来增强出口产业的国际竞争力。日元贬值实际上给我们提供了一个面对挑战，提高出口增长质量的机会。在这方面，70—80年代的日本给我们提供了很好的经验。(8) 退一步讲，为了提高出口企业的盈利性，我们完全可以采取其他政策手段，特别是财政手段（退税等），而无须依赖汇率下调。(9) 由于中国并没有开放资本项目，中国依然有能力对资本的流动进行有效控制。外国投机者也缺乏对人民币进行投机的市场与金融工具。只要对资本流动管理的措施得力，在宏观经济政策上不犯大的错误，中国完全可以遏制资本的投机性外流以维持人民币的稳定。^①

顺利走出东亚金融危机之后，2000年中国GDP增长速度由1999年的7.6%，回升到8.4%，出口额由上年的1949亿美元增长到2492亿美元，增长速度28%。但中国经济的回升并不稳定，2001年中国GDP增长速度又有所回落，为8.3%，出口增长速度也仅为6.7%。中国的贸易顺差则一直处于下降状态。中国的贸易顺差仍然低于1997年。直到2002年，国际上所担心的仍然是人民币是否会贬值。

^① 余永定：《日本的经济形势和人民币汇率政策》，1998年8月21日《中国证券报》（摘要），见《我看世界经济》，生活·读书·新知三联书店，2004年，第344—347页。

长期以来多数东亚国家货币都钉住美元，而日本又是东亚国家的主要贸易对象国，日元兑美元的汇率一直是影响东亚经济增长的关键因素之一。1985年广场会议后日元对美元的升值，为东亚经济增长创造了有利条件。但日元从1995年夏季一度突破1美元兑换80日元大关后，开始一路贬值，1998年8月日元对美元名义汇率一度跌到148日元兑换1美元。直至1998年10月，日元的贬值才伴随美国长期资本管理公司危机戛然而止。此后，日元对美元汇率维持在110日元兑换1美元的水平上下。2000年11月日本经济再次恶化，2001年初日本银行恢复了零利息率政策并开始实行数量宽松政策，但经济恶化的势头似乎并未得到扭转。在刺激内需无望的情况下，日本再次把目光转向出口。2001年12月日元突然急剧贬值，很快突破130日元兑换1美元大关。日元贬值不可避免地正在走出通货收缩的中国经济造成严重不利影响。2001年底我应有关部门约请在《人民日报》^①和《中国经济时报》发表文章批评日本的汇率政策，指出日元贬值并非市场力量而是日本政府干预的结果。《日元贬值：汇率牌？》（2002年1月）一文提道：“中国的汇率制度是有管理的浮动汇率制度。人民币将越来越多地根据国际收支状况和其他因素的变化而变化。随着时间的推移，中国的汇率制度必将越来越成为名副其实的有管理的浮动汇率制度。”^②之所以有这样的想法，在当时的情况下是十分自然的：中国的汇率制度本来就是有管理的浮动汇率制度，钉住美元只是临时性措施。我想这也是当时大多数经济学家的共识。

① 《评日元贬值》完成于2001年12月29日。2002年1月初《人民日报》摘要发表该文。

② 原标题为《日元贬值：汇率牌是救命稻草吗？》，《中国经济时报》2002年1月1日。当时中国经济走出通缩的迹象还不明显，我的言下之意是中国有权在必要时让人民币贬值。

2002年日本名义GDP增长速度为-1.3%，通货膨胀率为-0.9%，失业率则达到创纪录的5.4%。2002年4月后日元兑美元汇率回升趋稳，年底日元兑美元汇率已上升到120日元兑换1美元以下的水平。在这种背景下，2002年12月初，日本大藏省次官黑田东彦等在英国《金融时报》发表文章称，在国内价格下降和实施钉住美元的汇率制度的情况下，中国正在通过出口输出通货收缩。^①2003年2月日本财政大臣盐川正十郎要求七国集团向中国施加压力，让人民币升值。日本的批评显然是没有道理的。事实上，2002年中国进口增长22%，2003年更是达到40%。日本事后发现，“中国特需”已成为日本战后最长经济扩张期（69个月）的主要发动机之一。日本批评中国输出通货收缩、要求人民币升值之声逐渐沉寂下来。

2003年之后，美国开始取代日本成为对中国施压，要求人民币升值的主角。2001年美国因IT泡沫破灭陷入衰退。2002年美国虽已温和复苏，但失业率仍居高不下。由于投资者对美国经济和经常项目逆差不断增长的担心，自2002年4月美元开始了所谓的“战略性贬值”。为了维持美元的国际储备货币地位和美国自身的金融稳定，美国并不想让美元大幅度贬值（“强势”美元政策）。强迫贸易对象国货币升值是美国的惯用手段。在过去，美国的最大贸易顺差国——日本是美国的主要打压对象。但是，由于日本经济的长期不景气，美国政府不打算对日本施压。面临2004年大选的美国政治家知道，如果指责北京的共产主义者抢了美国民众的饭碗，对于捞取选票将会有不少帮助。在这种情况下，中国成了美国失业

^① Haruhiko Kuroda and Masahiro Kawai, Time for a switch to global reflation, FT.com site; Dec. 1, 2002。在此之前（2002年10月）摩根斯坦利首席经济学家斯蒂芬·罗奇也曾提出类似观点（“China exporting deflation to the world”）。

的最方便的替罪羊。^①

2002年中国经济强劲回升，GDP增长速度达到9.1%，外汇储备由2001年的2121.6亿美元增加到2864亿美元。2003年中国继续保持双顺差，外汇储备逐月增加。人民币因资本外逃而贬值的危险已经消失。^②在这种情况下，中国让人民币与美元脱钩、恢复1994年以来的有管理的浮动汇率制度本来是不应该有什么问题的。事实上，2003年初人民币同美元脱钩、升值问题就已提上议事日程。但当时中国经济彻底走出通货收缩的形势还不十分明朗。政府担心一旦允许人民币升值，中国的经济复苏可能夭折。因而，人民币同美元脱钩、升值问题被暂时搁置。

2003年9月美国财政部长斯诺访华。行前美国政府官员宣称斯诺访华的使命是要给中国政府施加压力，让人民币升值。但在访华期间，斯诺尽量避免刺激中国，不提让人民币升值的要求。在私下的座谈中他更是对中国经济增长对世界经济的贡献大加称赞，批评日本无所作为。斯诺恳求中国做些将让人民币更多由市场供求关系决定的姿态，不使很快面临大选的布什为难。但在美国国内，批评中国的声浪则不断高涨。日本的“中国输出通货收缩”论、美国政客的颐指气使大大刺激了中国公众。中国国内开始形成“绝不升值”的“同仇敌忾”。汇率问题的政治化使得这个本来不是十分复杂的问题变得难以解决。事实上，在斯诺访华前夕，就有外国记者指出，向中国施加压力在政治上可以得分。但中国是不会任由外国摆布的，美国越是想试图告诉中国做些什么，中国就越不会去做。

① William Pesek Jr., "John Snow's China Dreams Meet S&P's Reality", *Bloomberg*, Sep. 16, 2003

② 非典的爆发一度给中国经济增长造成不确定性。但在下半年经济以出人意料的速度恢复增长。

美国一些著名经济学家对人民币汇率讨论的介入使问题进一步复杂化。这些经济学家几十年来一直主张固定汇率制度。他们把中国当作实践自己所珍爱理论的重要场所。他们劝告中国不要放弃钉住美元，不要让人民币升值。尽管他们的理论和政策建议在国际经济学界（包括日本经济学界）基本得不到支持，但却很快在中国找到大量听众。在相当长的时间内（或许直到现在），中国学者和政府官员普遍认为，日本的资产泡沫和此后的经济停滞是日本政府未能抗拒美国压力，在1985年广场会议后让日元大幅度升值的结果。与这种看法相反，日本学者和政府官员普遍认为，日元不但应该升值，而且早就应该升值。1985年广场会议前，日元是严重低估的（与此同时美元是严重高估的）。日元在广场会议后才大致达到合理水平。^①在短期，日元的急剧升值（一年内对美元升值40%）确实对出口从而对整个经济造成一定冲击。但从较长期看，首先，升值改善了贸易条件，推动了出口部门的升级，实现了出口的稳定增长（但贸易收支基本平衡）；其次，升值使进口物价大幅回落，为稳定物价做出了贡献；再次，升值改善了日本经济结构，使第三产业得到长足发展；最后，升值促进了企业海外投资，增加了投资收入（现在日本的经常项目顺差中，占主导地位的是投资收入顺差而不是贸易顺差）。^②日本资产泡沫早在广场会议之前就已经出现，而此后的急剧恶化则是因为日本政府担心日元升值对经济增长的抑制作用，采取了过于扩张性的货币政策。特别是，在1987年卢浮宫会议后，为了帮助美国遏制美元的急剧下滑（换句话说，遏制日元兑

① Hiroshima Yoshikawa, *Japan's Lost Decade*, I-House Press, Tokyo, 2002.

② 参见日本经济产业省审议官（副部长）石毛博行：《汇率变动对日本经济的影响》，北京长富宫，2010年1月21日。

美元的升值),日本银行更是把基准利率降低至2.5% (1983年是5%),并将其维持了两年零三个月。利息率过低、信贷增长速度过快以及流动性泛滥终于导致资产泡沫失去控制。总之,日本资产泡沫的原因是过于扩张性的货币政策而非日元升值。^①而资产泡沫破灭后不良债权迟迟得不到处理以及一系列结构性原因所造成的有效需求不足是导致日本经济“十年不况”的原因。^②

东亚金融危机之前,人民币一直在小幅升值,没有人认为不妥,甚至没人予以注意。危机中人民币钉住美元,大家都同意这是不得已而为之,一旦危机过后应该尽快恢复有管理的浮动。为什么在走出危机后大家却一下子变得如此害怕升值,甚至2—3个百分点的升值都不能接受呢?简单说来理由来自三个方面:升值对中国经济的负面影响、对外国施压的“同仇敌愆”和刚刚学到的“日本经验教训”。而拒绝小幅升值的主要理由则是,小幅升值会形成人民币的“非理性”升值预期,而热钱的流入将使人民币的升值失去控制。在国内的强烈反升值气氛下,2003年下半年我撰写了《人民币汇率考验国家智慧》(2003年7月)、《建立灵活的人民币汇率制度》(2003年9月)和《消除人民币升值恐惧向经济平衡发展过渡》(2003年9月)等文章,《消除升值恐惧》一文比较全面地阐述了我

① 余永定:《日本宏观经济政策的重大转变》,《国际经济评论》,1998年第7—8期。见余永定:《我看世界经济》,生活·读书·新知三联书店,2004年,第506—524页。有不少日本经济学家认为,日本的资产泡沫在80年代初就已经出现。

② 可参见 Hiroshima Yoshikawa, *Japan's Lost Decade*, I-House Press, Tokyo, 2002. 王洛林等:《日本金融考察》,社科文献出版社,2001年。顺便指出,在中国社会科学院副院长王洛林教授领导下,中国社会科学院考察组自1995年以来对日本进行了长达6年的跟踪考察。会见了大量日本高、中级官员(大藏省政务次官、各主要司局长、课长,日本银行行长、副行长、各主要司局长)和著名经济学家、媒体人。考察组对日本资产泡沫产生、破灭和日本经济停滞的原因以及日本政府对策进行了详细研究。《日本金融考察》即是这次考察的成果。遗憾的是,类似《报告》之类的调研成果并未得到国内学界的重视。国内许多关于日本经验的说法流于以讹传讹。

对人民币升值问题的看法。首先，文章对“中国实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度”的政策表示了强烈支持。其次，文章力图打消国人对人民币有限升值的顾虑。中国担心升值的原因可归纳为：“其一，升值之后，中国出口顺差将会减少，甚至会出现逆差。经济增长速度将因此而下降，并对就业增长造成相应不利影响。其二，一旦升值就会形成升值预期，升值预期将导致投机资本的流入，从而对金融稳定造成冲击（如形成资产泡沫等）。其三，人民币升值将导致通货收缩的恶化。”针对这三个担心，文章分别提出自己的不同看法。例如，关于人民币升值对中国贸易顺差的影响，文章指出：第一，中国对外贸易以出口加工工业为主导。出口加工工业产品的主要特点是进口含量高。由于进口价格的下降，出口加工企业的盈利性不会受到人民币小幅升值的严重影响。第二，中国出口商品的价格弹性从总体上相当低。中国出口商品价格的有限变动不会导致消费者对中国的商品需求的重大变化。第三，反对升值的经济学家认为，贸易顺差主要是因为储蓄高于投资，而不是因为贸易品的价格偏低。照此逻辑推，结论恰恰应该是：人民币小幅升值对中国的贸易差额不会造成严重影响。不难看出，文章支持人民币有限升值的理由同我在东亚金融危机期间反对人民币贬值的理由是一致的。我希望人民币升值的另一个重要理由是，不希望外汇储备过多，以致因美元的贬值而遭受损失（《美元贬值和外汇储备安全》，2005年1月）。^①

具有讽刺意味的是，在此文中这些用于支持人民币有限升值和在前述1998年文章（《日本的经济形势和人民币汇率政策》）中用于

^① 还可参见《美元对日元的汇率及其长期变动趋势》（《中国经济时报》，2002年3月2日，余永定：《我看世界经济》，生活·读书·新知三联书店，2004年，第391页）

反对人民币贬值的理由现在已发展成反对人民币升值的“升值无用论”。中国出口对汇率变动的敏感度不高最多只能说明，如果汇率变动有限，出口商品量将不会发生很大变化。同理也适用于进口。但是，在其他因素不变的条件下，只要汇率弹性不是零，升值就会导致出口商品量的减少和进口商品量的增加。更重要的是，如果在中国升值真的不会对进出口差额造成影响，升值就意味着中国贸易条件的改善。国家作为一个总体的福利水平就将相应提高。在这种情况下，如果不是站在某个特定部门的立场上说话，经济学家又有什么理由反对升值呢？^①

在最近，升值无用论又出现了一个新变种：人民币升值无法减少美国的经常项目逆差。人民币升值不会减小美国的贸易逆差是可能的，因为如果美国人不改变其生活方式，中国对美国的出口可能被其他发展中国家所取代。但是，人民币升值的目的是为了减少美国的经常项目逆差，而是为了纠正中国长期双顺差的格局，以便改善国内资源配置、改善贸易条件、增进国民福利、调整经济结构（如促进非贸易部门的发展）、减少对外需的依赖。显然，不管是对中国还是对美国来说的“升值无用论”都不能成为反对升值的理由。

《消除升值恐惧》一文特别指出，“对汇率问题的不同看法，实际上隐含着我们对中国今后经济发展战略等更深层次问题的思考。在过去 20 多年中，中国的经济发展战略可以概括为出口和 FDI 驱动型。这种战略取得了很大成绩，但也给今后我国经济的可持续发展带来了一系列需要解决的问题。中国目前的对外开放度（出口/GDP）为 20% 以上，大大超过了日本这个所谓严重依赖外需的发达

^① 见《人民币升值仍有空间》，已收入本书。

国家（10%左右），更是大多数发展中大国所望尘莫及的。中国的出口增长速度一直高于GDP增长速度。根据政府计划，在今后相当长一段时间内，中国的出口增长速度将继续明显高于GDP增长速度。这意味着在今后中国的对外开放度将继续稳步上升。目前，中国的经济增长和就业已经越来越依赖出口。然而，作为一个出口大国，中国的出口市场集中、出口产品类型单一（主要集中在劳动密集型产品），出口越是增加，中国的贸易条件（出口一单位商品所能换回的进口商品数量）就越是恶化。据外经贸部的一份研究报告，1993—2000年中国的整体贸易条件下降了13%。^①更何况中国还面临着墨西哥、巴西、印度这样的发展中大国，以及许许多多发展中小国的激烈竞争。贸易条件越是恶化，中国就必须出口越多的产品。而升值恐惧症，正是中国目前这种尴尬处境的反映。使情况变得更为糟糕的是，在保持每年300亿—400亿美元贸易顺差的同时，中国保持了大量资本项目顺差。在自己银行里存着十几万亿储蓄存款、存贷差巨大的同时，中国吸引了4000亿以上FDI（外国直接投资），借入了1500亿左右的外债。由于无法为引入的大量资金找到出路，3500亿美元的外汇只好被用于购买美国的国债和其他资产（即把钱借给外国人）。“面对滚滚而来的FDI和持续的经常项目顺差，中国必须做出一个两难选择：让资本项目顺差导致经常项目逆差，或是保持经常项目的顺差（或基本平衡），但限制FDI的流入和鼓励资本流出。如果做出第一个选择，则调整必然伴随人民币的升值。而第二个选择则将给我们带来一系列需要解决的更为复杂的问题。有专家建议应把境内投资政策拉平，不应该再给外资企业优

^① 国际贸易经济合作院课题组：《1993—2000年中国贸易条件研究》，《经济参考资料》，2002年第69期，第3页。

惠，这是完全正确的。中国过去 20 余年的 FDI 和出口导向的发展战略，取得了巨大的成功。但是，无论如何，这种战略是一种不平衡（imbalanced）的发展战略，因而是不可持续的。中国必须尽早实现向平衡发展的经济发展战略过渡。希望关于人民币汇率的讨论能够引起我们对许多更具根本性的问题的深入思考。”2003 年底，中国外汇储备达到 4032.5 亿美元。

在中国条件下，汇率政策的讨论不仅同贸易平衡问题有关，而且同宏观经济稳定，特别是货币政策的有效性有关。2003 年下半年以后，中国经济的过热征兆越来越明显。2003 年 10 月，中国政府开始实行适度从紧的货币政策。尽管如此，2004 年中国经济仍进一步趋热。由于资产价格的急剧上升以及人民币的升值预期，大量热钱开始涌入中国。2004 年中国的经常项目顺差为 686.6 亿美元，资本（与金融）项目顺差为 1106.6 亿美元，新增外汇储备 2063.6 亿美元。新增外汇储备中 270 亿美元无法用双顺差解释。由于热钱的流入，人民币的升值压力进一步增加。

2005 年下半年，在经常项目和资本项目顺差继续增加的同时，年初得到一定抑制的经济过热势头又再度升温。2005 年 7 月 21 日，中央银行宣布实行钉住一篮子货币的汇率制度，与此同时，人民币兑美元小幅升值。在此之前，许多人就担心人民币与美元脱钩、小幅升值甚至讨论这种可能性都会鼓励“非理性”升值预期，进而引起投机资本的大举流入，从而使人民币的升值失去控制。《为什么调整人民币汇率制度》（2005 年 8 月）和此前的一些文章试图说明人民币小幅升值所带来的问题是可以资本管制等办法加以解决的。既然人民币大幅升值的风险过大，我们就只能两害相权取其轻，让人民币小幅升值。《人民币汇率制度改革的历史性一步》（2005 年 10

月)是对新汇率机制的解说。文章力图用非技术的语言说明在钉住一篮子货币的汇率安排下人民币汇率将会如何变动。2005年7月21日以后,人民币的渐进式升值并未如有些人担心的那样对中国贸易造成巨大冲击。事实上,中国的经常项目顺差在2005、2006、2007年急剧增加分别达到1608亿美元、2533亿美元和3718亿美元。同期,中国外汇储备由2004年的6099亿美元分别上升到8188.7亿美元、10663.4亿美元和15282.5亿美元。总的来说,尽管人民币与美元脱钩、升值的时间晚了一些,步伐小了一些,但毕竟是在正确方向上迈出了具有历史意义的一步。

双顺差的进一步扩大和外汇储备的急剧增加意味着中国国际收支不平衡的进一步扩大(尽管这是一种“异类”的不平衡)。汇率政策走向前台是中国国际收支不平衡加剧的结果。事实上,对于世界上的绝大多数国家来说,汇率调整是恢复国际收支平衡的重要手段——如果不是最重要手段的话。一个国家的汇率政策在很大程度上取决于该国对国际收支平衡的政策,而后者说到底又取决于该国的增长模式或发展方式。不仅如此,汇率政策同一国的宏观经济稳定也密切相关,在某些国家汇率政策就是这些国家的货币政策。在中国,汇率政策同宏观经济政策,特别是货币政策之间也存在密不可分的联系。而一国宏观经济稳定的特定状态反过来又会影响该国的国际收支状况。在中国,特别是在人民币同美元脱钩后,汇率政策与货币政策相关的讨论主要包含五个问题。其一,在人民币软性钉住美元的情况下,中央银行是否可以执行适度从紧的货币政策。其二,央行的对冲政策是否有效和可持续。其三,利率平价理论是否适用于中国。其四,汇率升值是否可以充当货币政策工具,以实现给定的(隐含)通货膨胀目标。其五,物价上涨导致的实际汇率

升值是否优于名义汇率升值。文集中的《人民币升值两周年》(2007年8月)、《亚洲金融危机十周年和中国经济》(2007年8月)、《解开央行货币政策的“手铐”》(2007年10月)和《升值有利于抑制通货膨胀》(2008年4月)等文章对当时的有关争论都有所涉猎。

“中国政府选择了固定汇率制度和资本自由流动(或加速放松资本管制)的某种结合。这种结合在很大程度上已经影响到中国货币政策的独立性。可以说,只要坚持固定汇率,央行就无法有效执行适度从紧的货币政策。目前中国的通货膨胀率达到3%,利息率水平只有2%左右,因而中国的实际利息率已经为负。如果中央银行希望防止通货膨胀并改善资金的使用效率,提高名义利息率应该说是不可避免的。但是,在中国利息率政策的运用和利息率自由化的步伐也受到极大制约。在固定汇率和资本自由流动的条件下,利息率的提高必将增加一国经济对资本流入的吸引力。资本的进一步流入必将进一步导致货币供应量的增加,抵消利息率上升的紧缩作用,并迫使国内利息率水平回归国际利息率水平。目前中国的利息率水平高于美国,抛开人民币升值预期不谈,为套利,外资也会源源不断流入中国,从而造成人民币升值压力和通货膨胀压力。由于中国经济目前所面临的主要问题是结构问题,由于维持事实上的固定汇率制度是当前货币政策的主要目标之一,由于中国地方政府对银行体系的严重影响和中国企业的非市场化目标和行为,中国货币政策的独立性受到严重限制、有效性受到严重削弱。为了防止通货膨胀、改善投资和生产结构,搞得不好,中国可能不得不回到窗口指导、信贷控制、行政干预的老路上去。”^①但是,我也认为,由于中国依

^① 余永定:《如何认识当前的宏观经济形势》,《国际经济评论》,2004年第5—6期。此文计划收入另一文集。

然维持资本管制，尽管管制并不十分有效，央行在一定程度上还是可以执行独立的货币政策。中国的货币政策并不需要对美国的货币政策亦步亦趋。

如果资本管制是货币政策独立性的第一道防线，第二道防线就是对冲政策。面对巨大升值压力，为了维护人民币汇率不变，央行不得不持续大量买入美国国库券和其他美元资产。同时，为防止货币供给量增长过快，导致通货膨胀，中央银行又不得不对迅速增长的基础货币进行对冲。在已“无（债）券可用”的情况下，中央银行推出了“央行票据”。一方面，“尽管由于对银行经营的不利影响，对冲不可持续；尽管由于货币乘数不稳定，控制了基础货币增长并不一定能控制货币供应增长，但对冲毕竟发挥了作用。另一方面，商业银行持有越来越多的低收益央行票据必然对商业银行的盈利造成不利影响。在这个意义上，对冲说到底是不可持续的。”^①此外，对商业银行来说，央票也是一种流动性相当强的资产，其冻结流动性的能力是值得担心的。^②

人民币同美元脱钩之后，中央银行非常注意保持同美元资产的

① 见《解开央行货币政策的“手铐”》、《升值有利于抑制通胀》、《亚洲金融危机十周年和中国经济》以及未收入本文集的其他一些文章，如“China's Macroeconomic Situation Since 2003”，prepared for a meeting sponsored by the University of Tokyo on the 16th of October, 2004；“China's Macroeconomic Situation and Monetary Policy”，A Memo Written for Bellagio Group Meeting, January 20 - 21, 2005, Amsterdam. Concluding Panel, (Transcript), The Fourteenth International Conference, Growth, Integration and Monetary Policy in East Asia, Bank of Japan May 31, 2007；《当前中国宏观经济的新挑战》（《国际经济评论》，2007年第9—10期）、《2008年中国经济：应对三大挑战》，2008年4月17日在奥地利中央银行（维也纳）演讲稿，李众敏博士译。

② 由中央银行发行“央行票据”是许多国家都使用的减少基础货币的方法。例如，日本银行不但利用短期国债，而且利用央行票据进行对冲。如果票据市场和国债市场是相通的，票据利息率和国债利息率应该是相当的。无论是出售央行票据（增加负债）还是出售国债（减少资产），其成本对央行来说应该是差不多的。同国债相比，央行可以比较自由地确定央行票据的期限和买卖央行票据。央行票据的流动性很强，如果过强，就形同现金了。据日银官员介绍，作为限制央行票据的流动性的象征之一，现金只需印上日本银行行长的印鉴，但在央行票据上则需印上日本银行行长的签名。

利差，因为在市场上已经形成了人民币每年升值3%左右的预期。一方面，为了抑制通货膨胀和资产泡沫，央行有必要提高利息率。另一方面，中美之间利差的缩小（假定美国不再升息）又会给实现人民币汇率稳定的目标带来问题。经验证明，利息率平价理论并不能直接应用于中国。许多制度性因素和与此相关的风险偏好必须加以考虑，而且利息率平价理论本身也有不少问题。例如，它并不能很好地处理资产价格变动问题。外资的流入显然不仅仅是为了套汇。即便中美之间存在3%的利差，即便人民币的升值预期是3%，国际资金还是会源源流入中国。其原因在不同时期各不相同。例如，2004年大量国际资金流入房地产市场，其原因与其说是人民币升值预期不如说当时以外币计算的房地产价格过低。当时外国投行、基金进入中国并非预期有3%的汇率升值。对于这样的“蝇头小利”他们根本不在意。我以为，在制订利率政策时，过多顾虑利差似乎就没有什么必要了。升息导致的资金流入如果不能利用资本管制将其挡在国门之外，可以通过升值将其消化掉。^①

关于汇率对通货膨胀的抑制作用，人民币升值肯定对中国通货膨胀能够起到抑制作用。在新加坡，汇率政策就是货币政策，甚至是唯一的货币政策。新加坡的汇率是要根据通货膨胀形势调整的。在中国，我的看法是，当我们可以使用其他货币政策工具抑制通胀时，汇率政策应该留作纠正外部不平衡。^②在经济处于过热状态时，升值可以起到“一石二鸟”的作用：既有利于纠正国际收支不平衡又有利于抑制通货膨胀。^③但升值的目的毕竟不是为了抑制通货膨

① 见《光靠货币政策不能抑制股市泡沫》，《21世纪经济报道》，2007年5月29日。

② 见《解开央行货币政策的“手铐”》。

③ 见《人民币升值正当其时》，《南方周末》，2007年8月9日，及本文集中的《升值有利于抑制通胀》。

胀。在经济过热时期，一般情况下，政府不应靠汇率升值来抑制由经济过热所导致的通货膨胀。因为在这一时期（如1993年），贸易状况往往会趋于恶化，而升值虽然有助于抑制过热，但却会使贸易状况进一步恶化。为了抑制通货膨胀，正确的政策应是紧缩性财政和货币政策（在特定条件下也有紧货币、松财政或财政中性的组合）。当然，如果在过热时期贸易顺差很大，把升值作为抑制过热的一种政策也是完全合理的。

汇率政策则应服从国际收支平衡目标。我强烈反对通过制造通货膨胀的方式实现人民币实际汇率的升值。一方面，中国的要素价格、能源价格、原材料价格等都存在严重的扭曲，为了纠正这些扭曲，我们必须允许这些价格按市场供求关系决定。但是由于价格下降的刚性，相对价格的调整必然导致物价总水平的上升。另一方面，我们必须把通货膨胀控制在公众可接受的水平以下，例如不允许通货膨胀率超过4%。但是，如果是希望人民币汇率升值，最直接、最简单的方法是应该让人民币的名义汇率升值。既然目的是让人民币实际汇率升值，为什么舍近求远，非要通过通货膨胀而不是名义汇率升值来实现呢？要素相对价格的调整将导致物价水平的上升，从而导致实际汇率的升值。但是这种物价上升只是相对价格调整的结果，而非为了实现实际汇率的升值。相对价格调整导致的物价上涨必须控制在一定目标区之内，否则通货膨胀就有可能失去控制。通货膨胀率的控制目标同汇率变动的需要可能并不一致。如果通货膨胀目标是4%，平衡国际收支所需要的汇率实际升值是8%，实际汇率升值8%的目标如何实现呢？是选择名义汇率升值4%抑或

通货膨胀率上升到 8%？我想名义汇率升值无疑是个更好的选择。^①

自 2005 年以来，中国的国际收支不平衡问题日益成为“全球不平衡”问题的一部分。美国从 1981 年开始，一直（除 1990 年）保持经常项目逆差。而美国的经常项目逆差则是依靠世界其他国家源源不断提供资金得以维持的。一方面美国对世界其他国家和地区保持大量的经常项目逆差；另一方面世界其他国家和地区对美国保持大量的经常项目顺差。这就是所谓的“全球不平衡”。从 2002 年第二季度起美国经常项目逆差增加导致的美元持续贬值并没有抑制住美国经常项目逆差的增长。2005 年美国经常项目逆差已经占其 GDP 的 5.87%，高达 7230 亿美元，比 2004 年增长了 1040 亿美元，增幅达 16.64%。^②全球不平衡成为全球经济的热点问题。美国经常项目逆差对 GDP 之比是否可以最终稳定在一个给定水平上？即便如此，国际投资者是否会在经常项目逆差对 GDP 之比达到稳定状态之前继续为美国提供融资？美国经常项目逆差对 GDP 之比的持续上升是否会引发一场由于美元暴跌导致的全球性金融/经济危机？如果美国经常项目逆差不可持续，应该用什么政策减少这种逆差？关于全球不平衡的可持续性问题的可持续性，有两种不同见解。大多数经济学家认为全球不平衡不可持续。也有少数经济学家持相反观点。在认为全球不平衡可以持续的经济学家中，又有许多不同观点。一些人认为：对美国经常项目逆差状况进行大幅度调整，不仅没有必要也不大可能。外国投资者持有的美国资产，主要是以美元计价的。与此相反，大部分美国的国外资产，是由外国货币计价的。如果美元贬值，美国国

^① 见《关于当前宏观经济的十问十答》，《21 世纪经济报道》，2007 年 12 月 10 日；《反通胀要谨防“误伤”》，《中国证券报》，2008 年 1 月 3 日。上述文章将收入另一文集。

^② 美国经济分析局（BEA），2006 年 3 月 14 日。

外资产的美元价值将会升值，从而增加美国净国际投资头寸额。而外国投资者则不愿意看到美元贬值导致美元资产的本币价值下跌。例如，外国中央银行比美联储更害怕美元贬值。为了避免美元贬值造成的冲击，外国投资者，特别是外国中央银行别无选择，只有继续支持美元，而这又意味着它们将继续为美国资产提供融资。这样，美国的经常项目逆差将得到维持，美元的贬值将会受到自我限制。^①另一些人，如 Dooley、Folkerts - Landau and Garber 则认为，在接下来的十年或二十年，亚洲国家依然会愉快地为美国经常项目逆差融资，因为亚洲国家需要对美国保持贸易顺差来解决国内的就业问题。^②

国际上关于全球不平衡的讨论同中国以往对双顺差的讨论在许多方面是相同的。例如，Dooley、Folkerts - Landau and Garber 关于发展中国家，特别是中国，为了解决就业问题必须通过压低汇率以保持经常项目顺差（主要指贸易顺差）的观点同中国国内许多学者的主张不谋而合。全球不平衡概念为双顺差的讨论增加了一个国际的视角。同我在 90 年代末的文章相比，《双顺差的性质、根源和解决办法》（2006 年 1 月）一文则对中国长期保持双顺差的原因做了更为严格和细致的分析。例如，通过重新定义储蓄和投资的概念，引入投资收益概念等，把 $S - I = X - M$ 框架中的贸易差额概念扩展为经常项目逆差概念，从而把对经常项目（贸易项目）顺差的讨论同资本项目顺差和外汇储备增加的讨论统一到一个框架之中。

① Poole, W., 2005, "How dangerous is the US current account deficit?", Economic Policy Lecture Series, Lindenwood University, St Charles, Missouri, 9 November, <http://stlouisfed.org/news/speeches/2005/11_09_05.htm>.

② Dooley, M. P., Folkerts - Landau, D. and Garber, p. 2003, "An essay on the revived Bretton Woods system", National Bureau of Economic Research Working Paper No. 9971, Cambridge, Massachusetts.

在全球不平衡讨论中，无论是在国外还是国内，一个最常见的观点是：根据（从国民收入恒等式推导出的）恒等式 $S - I = X - M$ ，一国贸易顺差的原因是国内储蓄大于国内投资。如果储蓄剩余不能消除，该国的贸易顺差就不可能消除。恒等关系是由定义决定的必然成立的一种关系，但现实世界中贸易顺差的成因必须具体问题具体分析，不能从恒等式推出。如果没有具体的论证，从国民收入恒等式出发推出的任何结论都是没有意义的。把恒等关系混同于因果关系，并以此为基础推导政策结论是十分有害的。为什么我们一定认为恒等式的左端是因、右端是果，而不是相反呢？例如，从与 $S - I = X - M$ 等价的国民收入恒等式 $GDP - C - I = X - M$ 出发，我们可以看到：在其他变量不变的情况下，如果贸易顺差增加， GDP 必然增加，从而导致 S 的增加。简言之，从国民收入恒等式出发，我们也完全可以推出贸易差额决定储蓄—投资差额。在现实中，我们亦可以找到或设想不胜枚举的例子，说明贸易差额决定储蓄—投资差额。例如，假设由于某种原因，如贸易禁运，一国的贸易顺差为零。按定义，无法销售的产品应该记存货。存货的增加意味投资的增加，而投资的增加必然使储蓄剩余变为零。总之，无论在事实上贸易顺差是否是储蓄剩余造成的，从恒等式出发，把贸易顺差简单归结为储蓄剩余在逻辑上是完全错误的。

那么，中国的贸易顺差到底是什么原因造成的呢？文章以为至少包括四方面原因：储蓄投资缺口、国内和国际经济周期的综合影响、政府的出口导向政策和中国在全球分工中特别是国际生产网络中的特殊地位。由于中国自 1990 年以来的贸易顺差，特别是近几年来急剧增加的贸易顺差既有短期、周期性原因，也有长期、结构性原因，因此，实现经常项目基本平衡需要有综合治理措施，既不能

否认政策调整（汇率、税收政策等）的作用，也不能希望通过升值一蹴而就。从恒等式 $S - I = X - M$ 和 $GDP - C - I = X - M$ 出发，我们可以看到，任何政策，只要能影响 GDP 、 C 、 I 、 S ，就可以间接影响 $X - M$ 。此外，许多政策也可以直接影响 X 和 M ，从而直接影响 $X - M$ 。而 $X - M$ 也可以直接影响 $S - I$ 或通过影响 GDP 间接影响 $S - I$ 。事实上，中国自 80 年代以来就执行出口导向政策，奖励出口、限制进口，难道这些政策对中国自 1994 年以来的经常项目顺差都是没有作用的，中国的贸易顺差都要由中国的储蓄剩余来解释吗？根据发展经济学，一个人均收入很低的国家，如果推行赶超战略，该国必然面临储蓄不足。而储蓄不足必须由外部资金弥补，即该国必然有贸易逆差。中国在赶超阶段，克服了储蓄不足和外汇不足之困扰，难道不是中国执行出口导向政策的成功之处吗？如果一定要确定储蓄剩余与经常项目顺差之间的因果关系，至少在相当一段时间内，在中国则与其说储蓄剩余是经常项目顺差的原因，倒不如说两者都是出口导向政策的结果。

文章的结论是：在过去 25 年中，中国经济取得了无可争辩的伟大成绩。中国在过去 25 年中所执行的经济政策从总体来说是正确的。但是，中国经济已经发展到必须进行重大调整的时候了。中国的储蓄过剩对中国的经常项目顺差肯定有重要影响，但是，同样不能否认中国的持续双顺差是中国经济过度依赖外需、过度依赖外资；国内要素市场，特别是金融市场改革滞后；政府不当干预过多，特别是地方政府在错误的政绩观指导下盲目引资的结果。制度缺陷导致资源真实成本“扭曲”（虽然在一定时期内某种“扭曲”是必要的），而后者又导致中国国际收支结构的失衡。在资源无法实现优化配置的情况下，中国经济的增长将是低效的和不可持续的。失

衡的经济结构已经形成，校正这种失衡显然是无法通过宏观经济政策（如通过财政、货币政策刺激内需等）在短期内实现的。中国必须尽快调整外资、外贸和产业政策，必须加速市场化进程。宏观经济政策应与上述调整相配合，并能促进这些调整的进行。“成功是失败之母”，目前中国经济结构的失衡是我们为过去的成功所付出的代价。只要我们在“十一五”期间能够实现经济发展战略和经济结构的调整，在未来的十年和二十年中，中国就能够继续维持稳定、高速增长的经济增长。

如果说《双顺差的性质、根源和解决办法》主要是讨论中国的国际收支不平衡的特点、原因、可持续性和相关对策，那么《全球失衡的中国视角》（2006年10月完稿，2007年3月发表）则更多地讨论了美国国际收支格局的不可持续性，及其对中国的可能影响。针对 Dooley、Folkerts - Landau and Garber 的观点，如发展中国家，特别是中国在至少未来十年中还会坚持钉住美元，继续对美国保持经常项目顺差，为美国提供融资，从而使全球不平衡得以继续维持，文章提出了不同看法。事实上，东亚国家普遍维持经常项目顺差只是一个新的现象。受到金融危机冲击前，亚洲四个国家（韩国、泰国、马来西亚和印度尼西亚）一直长期保持经常项目逆差（泰国维持了二十多年的经常项目逆差）。陷入金融危机之后，为了稳定金融市场和偿还外债，根据 IMF 要求，这些国家通过大幅度贬值、紧缩性货币和财政政策才使得储蓄—投资缺口由负转正，经常项目差额由负转正。^①这些国家并不存在如 Dooley、Folkerts-Landau and Garber 所说的长期保持经常项目顺差的内在必然性。例如，

^① 不仅如此，由于争取到 IMF 和日本的资金支持，危机后期一些东亚国家甚至出现了双顺差。

在危机过后，泰国很快就出现了经常项目逆差。中国有广大的国内市场、有足够高的投资率，为什么非要通过对美国保持贸易顺差来维持国内充分就业呢？当美国外债余额占 GDP 之比达到一定高度之后，贸易顺差国很可能不愿意继续为美国提供融资，或者会要求更高的风险贴水。发展中国家很可能不再愿意继续积累外汇储备，它们对美国的经常项目顺差也可能会消失。在这种情况下，除我在 1996 年和 1997 年两篇文章中所提到的“穷人有钱不用把钱借给富人”和“穷人从富人处借钱再以低息把钱借回给富人”之外，中国的双顺差又出了一个新问题：外储的资本损失（capital losses）。这种情况可以比喻为“富人无力或不愿偿还从穷人处借来的钱”。我在这篇文章中指出：“中国的外汇储备正在迅速接近 1 万亿美元。由于美国经常项目赤字的不断增加，2002 年以来美元已经开始了所谓‘战略性贬值’的过程。尽管目前美元有所回升。今后几年美元大幅度贬值的可能性极大。一旦美元大幅度贬值将会造成中国外汇资产缩水。对于这种可能性我们必须及早拿出有效对策。否则悔之晚矣。”

其实，在 2002 年我就已经提出：“如果世界各国依然不顾一切地把钱借给美国，即继续对美维持经常项目顺差、维持资本项目逆差和继续积累美元资产（增加美元外汇储备），那么世界各国就真的是发疯了。如果世界各国还没有发疯，它们就不会再继续毫无顾忌地为美国的外贸逆差融资。对美元资产需求的减少，必然导致美元的贬值。投资者迟早会意识到持有美元资产的估值风险（valuation risk）和货币风险（currency risk），从而导致美元的贬值。从长期来看，美元的贬值似乎是必然的。但什么时候会开始贬值则是一个困难的问题。让我们更为注意美国贸易逆差的发展趋势吧。不要把所有鸡蛋

装在一个篮子里！”^①所不同的是：2002年3月中国外汇储备为2276亿美元，在旧话重提的2006年底，中国的外汇储备已经超过10000亿美元。

著名经济学家 M Corden (2006) 为中国的贸易顺差提出了一种解释，即所谓“寄存理论” (parking theory)^②。他认为，中国国内银行的大量不良债权反映了本国金融系统资本配置效率不佳。政府部门公共投资的回报率也有待提高。在这种背景下，将一部分多余的储蓄“寄存”在国外非常明智。只有国内配置资金效率提高到一定水平后，人们才会将投向国外的钱转移回国内。“寄存”理论不无道理：既然中国没有能力将经常项目顺差转化为资本项目逆差（输出资本）或者使用这些资金进行国内投资，中国就只好选择购买美国国债这种安全但收益率低下的投资方式了。如 Corden 所言不虚，“寄存”还可能是一个次优方案。但中国现在不仅仅有经常项目顺差而且有资本项目顺差，是双顺差。经常项目顺差和资本项目顺差并存就不是“寄存理论”所能解释得了的。而且这种解释过于抽象，不能说明中国双顺差形成的具体过程。

中国不仅是经常项目顺差国——这意味着中国是资本输出国，而且是资本项目顺差国——而这又主要表现为大量 FDI 的流入。这种情况既不同于典型的高收入的经常项目顺差国（如日本），也不同于低收入的资本项目顺差国（如东亚新兴市场经济）。1996年和1997年的文章已经对这种国际收支格局进行过讨论。中国这个国内储蓄过剩的国家（即本身资金过剩的国家）为什么会成为资本项目顺差

① 《美元对日元的汇率及其长期变动趋势》，发表于2002年3月2日《中国经济时报》，见余永定：《我看世界经济》，生活·读书·新知三联书店，2004年，第391页。

② Corden, W. Max., Those Current Account Imbalances: A Skeptical View. Working Paper No. 13/06, Melbourne Institute Working Paper Series, Melbourne University, August, 2006.

国（即从外国借入资金的国家）？《全球失衡的中国视角》对这个问题做了更为具体的回答。第一，尽管对于整体经济来说，中国有充足的储蓄，但是资本品和技术的潜在进口者却难从国内金融市场筹集进口所需资金。另一方面，由于存在形形色色的 FDI 优惠政策，吸引 FDI 成为获得资金的便捷来源。许多企业引入 FDI 不是为了购买外国机器设备而仅仅是为了获得用于购买国产机器设备的人民币。由于中国金融市场未能承担金融中介的正常功能，中国国内储蓄需要通过国外金融市场的中介才能转化为对国内的投资。第二，即便潜在进口者能够从国内获得资金，但由于资本管制，潜在进口者依然存在换汇问题。由于难以将人民币兑换成外汇来购买外国货物，通过引入 FDI 的方式取得外汇依然是一个更好的选择。第三，虽然 FDI 是最为昂贵的外资形式，但是，在现有的政府管理体制下，首先，对于地方政府来说，FDI 是一种最为廉价的外来资本，甚至是“免费的午餐”（政府不需要有什么投资、风险要由外国投资者承担）。其次，各级政府的主要官员都将吸引 FDI 作为重要的工作目标，谁吸引更多的 FDI，谁就能成为更高一级职务最具竞争力的候选者。不计代价地吸引 FDI，并不能导致居民福利的长期最大化，但却能够实现当地政府在任期内政治效用最大化。再次，FDI 是当地财政收入增长不可缺少的财源。对于地方政府来说，给予 FDI 十分慷慨甚至是过分优惠的引资条件并非不是一种合理的行为。第四，近年来中国政府为了推进国有企业和国有银行的改革，外国投资者被鼓励并购或入股中国企业，“海外战略投资者”也被鼓励参股国有商业银行。尽管中国的外汇储备已经超过了 8000 亿美元，由于战略投资者参股商业银行等原因，2005 年依然有 320 亿美元的国外资本流入中国。由于在大量资本流入的同时中国的海外投

资并未相应增加，这些资金自然转化为外汇储备的增加。第五，中国最大的 FDI 来源地是香港，第二大来源地是美属维尔京群岛。2005 年中国引进的 FDI 的总额中，来自美属维尔京群岛的 FDI 超过 19%。尽管很难确认，但是有证据表明，进入中国的 FDI 中有相当数量是投机性的，目的在于套利、套汇和“套”政策。毫无疑问，中国需要外国资本品，特别是包含了高科技的资本品。^①那么，为了获得使用这些资本品的权利和得到这些资本品中所包含的技术，中国必须要依靠引入 FDI 或所谓的绿地投资（全新的投资项目）吗？FDI 并非越多越好，在一个有效率的资本市场中，应该存在着一个引入 FDI 的均衡点。在这个均衡点上，通过购买和引入 FDI 获取外国资本品的边际成本应该是无差异的。换句话说，中国必须吸引适量数额的 FDI，既不应该过多也不应该过少。同时，也可以说明，如果不存在政策扭曲，在资本项目顺差给定的情况下，通过利率、汇率等市场机制，资本的净流入将会自动转化为经常项目逆差。双顺差的存在必定是某种价格扭曲的结果。

2005 年是中国双顺差格局的一个分水岭。2005 年前中国的双顺差主要表现为资本项目顺差，此后主要表现为经常项目（其中又主要表现为贸易项目）顺差。与此相对应，2005 年以前，中国的外汇储备主要是借入的（borrowed），此后，外汇储备主要是挣来的（earned）。前一种情况可以比喻为穷人用高息（或高机会成本）向富人借钱，然后再把钱以低息借回给富人。后一种情况可以比喻为穷人把钱低息借给富人。由于中国是经常项目顺差国，总体上，中国是把钱借给人，再把钱借回来，然后再把钱借给人。两个过程交

① 不要忘记，当年中国决定引入外资的初衷是引入先进技术。

叉进行，循环往复。超出最优值（或必要值）的外汇储备则可以看作是衡量中国国民福利受损的尺度。当然，我们亦必须看到，在资金跨境流动的同时，商品、技术、资源、网络、观念等等因素，以及相伴随的竞争、学习过程对中国经济增长造成了重要的积极影响。中国之所以能够“借来钱”或“把钱借给人”，同中国的贸易与引资活动是分不开的。批评双顺差格局，并不是要否定中国的开放政策。我们不应该“把婴儿和洗澡水一起泼掉”。

《中国双顺差的性质、根源和解决办法》提出了分析双顺差、国内储蓄与投资缺口以及外汇储备积累的基本恒等式 $(s_p - i_e) + (s_g - i_g) = i_f - ca$ 。

其中， i_e 、 i_g 、 i_f 、 s_p 、 s_g 和 ca 分别表示本土企业投资率、政府投资率、外资企业投资率、国内私人储蓄率、政府储蓄率和经常项目逆差率。公式中的各种比率的分子都是 GDP。

根据上述恒等式可以推出减少中国的外汇储备，或降低外汇储备的增长率的基本政策选择：

第一，增加政府当前支出以及削减税收（扩张性财政政策）以降低政府储蓄 S_g 。

第二，增加政府对基础设施的投资和对 R&D 的支持以增加 i_g （扩张性财政政策）。

第三，增加公共支出（社会保障体系、医疗体系以及教育体系等）以降低居民对未来的不确定感，从而降低私人储蓄 s_p （扩张性财政政策）。

第四，加快国内金融市场、投融资体系改革，使国内储蓄能够顺利转化为国内投资，在减少外国投资对国内投资的“挤出效应”的前提下，提高国内企业投资水平 i_e 。

第五，取消针对 FDI 的优惠政策以降低 i_f （并间接地减少贸易顺差）。

第六，取消出口导向贸易政策，降低并通过渐进的方式使人民币升值以减少 $-ca$ 。

第七，逐步放松对资本流出的管制。

应该看到利用上述恒等式作为分析框架也有一个重要缺陷，即私人储蓄未进一步划分为居民储蓄和企业储蓄。由于没有对私人储蓄的进一步区分，文章的分析忽略了由于国民收入向企业倾斜导致的企业储蓄率^①过高问题。

在中国关于国际收支平衡的讨论同人民币升值问题是紧密联系的。许多学者以经常项目顺差是由汇率政策、贸易政策之外的“结构性”因素决定的为理由，反对人民币升值。这类学者最经常使用的论点有两大类。一类是我们已经多次谈到过的“储蓄—投资缺口”论。前面已经指出，这类论点是建立在对恒等关系和因果关系混淆的基础上的。外国学者中流行这样一种说法：美国国库券是安全性和流动性相结合的最佳投资工具，中国只有保持经常项目顺差才能持有这种工具。这种说法同 Corden 的“寄存理论”类似。但这种说法至多能解释为什么中国希望有经常项目顺差，但却不能说明为什么中国会有经常项目顺差，更不能说明为什么中国在有经常项目顺差的同时还有资本项目顺差。另一类常见的论点则是以“比较优势”说为根据的。“中美在制造业和金融业上的分工”说，便是这类论点中的一种。姑且不谈比较优势理论本身的局限性，比较优势理论并不能用来论证贸易顺差和经常项目顺差的必然性和合理性。

^① 这里是指对 GDP 的比率。

比较优势充其量只能说明国际分工。如果“中美制造业和金融业分工”说能够成立，则恰恰说明中国对美国的经常项目顺差应该较少而不是较多。可以设想一种极端情况：美国金融机构完全承担了美国国内储蓄到投资的转化的中介作用（中国金融机构完全消失）。此时，美国对中国的服务贸易顺差将增加，其结果自然是中国对美国经常项目顺差的减少（以至消失）而不是增加。应该强调，我们不能依据恒等式 $S - I = X - M$ 直接做因果关系的解释，不能简单认为等式左端决定等式右端，而且也应否定等式左端可以对右端发生重要影响、甚至确实存在从左到右的因果关系。近年来，许多经济学家^①指出， $S - I$ 的扩大同国民收入分配中居民份额下降、企业份额提高有关。这一发现无疑是重要的。提高居民可支配收入在国民收入中的份额有助于减少 $S - I$ 缺口，从而有助于减少 $X - M$ 。但是，以此为由否定等式右端对左端的影响、否定调整汇率和贸易政策的必要性和重要性则是错误的。此外， $S - I$ 减少将会通过什么传导机制导致 $X - M$ 减少也是必须认真研究的。

对国际收支结构问题（双顺差问题）可以从规范和实证两个不同角度讨论。前者回答应该有什么样的国际收支结构。后者回答现有国际收支结构如何形成以及将向何处去。“比较优势”理论不能说明中国应该有什么样的国际收支结构，也不能解释中国如何形成了现在这样一种国际收支结构。从规范角度来看，中国的国际收支格局是一个跨代资源配置问题。《实现全球范围内资源的跨代优化配置》（2007年3月）一文实际上是我1997年文章的细化和深化。1957年，英国经济学家杰弗里·克洛舍提出了国际收支格局变化的

^① Louis Kuijs, How will China's saving-investment balance evolve? World Bank Policy Research Working Paper 3958, July 2006, World Bank Office, Beijing, China (EASPR).

六阶段假说。根据这一假说，一个国家的国际收支格局会经历六个不同发展阶段：

（一）年轻债务国：经常项目中的贸易项目和投资收入项目（债务利息和 FDI 红利）同时是逆差。经常项目逆差通过资本项目顺差来弥补。

（二）成熟债务国：贸易顺差不足以抵消投资收益逆差。

（三）债务偿还国：贸易顺差抵消了投资收益汇出，因此呈现经常项目顺差和资本项目逆差，即该国已成为资本输出国。

（四）年轻债权国：经常项目顺差和资本项目逆差进一步增加。投资收益已经由逆差转变为顺差。

（五）成熟债权国：出现贸易逆差。但是由于海外资产的积累，投资收益项目的顺差大量增加，该国依然能够保持经常项目顺差。

（六）债权减损国：经常项目出现逆差、资本项目出现顺差（海外资本回流）。该国的海外资本净值逐渐减少。如果这种趋势无法扭转，该国将无可避免地陷入衰弱。

一国从事国际贸易并保持贸易平衡，可以使该国突破地域限制在全球范围内进行资源优化配置。一国从事国际贸易并允许贸易出现不平衡，则可以使该国在全球范围内进行跨代资源配置。否则，一个年轻的贫困国家，其投资水平将无法突破其储蓄水平的限制，而一直保持在低水平。与此相应，一个面临老龄化的富裕国家，将无法积累外国资产（在外国投资），以便在老龄社会中通过较高的投资收益以维持较高的生活水平。从根本上说，在开放经济条件下，一国的国际收支结构是由一国在全球范围内实现资源的跨代优化配置状况决定的。日本多年来的贸易顺差可以看作是日本为迎接老龄

社会到来所作的准备。2005 年日本海外投资收益达到 11.4 万亿日元。与此同时，其贸易顺差为 10.4 万亿日元。这是日本历史上投资收益顺差首次超过贸易顺差。日本经济学界把这一转变看做是一个标志性历史事件。日本学者把他们的贸易项目顺差和投资收入项目顺差称之为支持经常项目顺差的“双引擎”^①。美国的国际收支结构十分独特。作为世界上最富有的国家，美国是世界最大的债务国。更令人诧异的是，作为世界最大（净）债务国，美国的投资收益依然是正值！欠了别人大量债务，不但不需要向别人付息，反而要从别人那里收取利息。怪不得经济学家要讨论经济“暗物质”的存在。在不得不对美国人的精明表示佩服之外，我们必须说，当前国际金融体系的不公正安排是造成这种现象的重要原因。中国未经年轻债务国阶段就直接进入了成熟债务国和年轻债权国阶段。由于存在经常项目顺差和投资收益项目逆差，中国可以算作债务偿还国。在过去 13 年以来（从 1991 年到 2005 年，扣除 1993 年）中国一直处于这一阶段。但是，与此同时中国还是资本净输出国，是净债权国。因而，中国本来应该有投资收益顺差而不是逆差。所以，可以说中国是一个拥有净债权的“债务国”。^②显然，中国的国际收支结构恰恰是美国国际收支结构的“反题”：两者是共生物。没有后者也就没有前者。反之亦然。我当时十分担心，随着在华外国直接投资的不断增加，中国投资收益逆差将不断增加。除非中国对外投资收益迅速增加，为了维持经常项目平衡，中国必须维持越来越大的贸易顺差。但是，中国进一步增加贸易顺差的可能性将受到世界经济

① Kojima Akira, “Balance Adjusted”, *The Japan Journal*, July 2006, 10-12.

② 这种情况在 2005 年后发生变化。由于中国外汇储备的急剧增长，中国的投资收益终于由负变正。在这种情况下，中国就可以算是一个净债权国了。我撰写此文时是在国外，未能看到最新的统计资料。

增长状况等外部因素的限制。不能排除这样的可能性：如果中国不能通过增加海外直接投资等方式提高其海外资产的收益率，即便中国的净债权因外汇储备的增加而进一步增加，中国的投资收益项目依然可能是逆差。^①如果这种情况不发生变化，中国就永远无法从债务偿还国过渡到年轻债权国，即进入经济发展的第四阶段。因而，不能排除这样一种可能性：由于中国海外投资进展缓慢，随着外国股权投资的增加，投资收益逆差最终超过贸易顺差。经常项目逆差的出现，意味着中国将会从债权国倒退回债务国。在这种情况下，外资是不会大量流入，为中国的经常项目逆差融资的。目前，中国已进入老龄化阶段。在今后十至十五年内，赡养率的上升将导致中国国民储蓄率的下降。如果届时中国投资收益项目逆差增加，中国的国民储蓄率必将进一步下降。赡养率上升和投资收益逆差的增加将使中国因投资不足而陷入经济停滞。为保持经济的持续增长，中国必须依靠从现在开始逐年积累起来的海外资产所提供的投资收益顺差来弥补因老龄化造成的储蓄之不足。如果中国在未来十至十五年不能实现投资收益的大量顺差，中国经济就将因资源跨代配置的失败而陷入困境。

如果我们同意：中国确有改变双顺差格局的必要，且双顺差的形成同汇率、外贸、引资等政策有关，则下一个问题就是如何对这些政策进行调整。尽管我认为人民币有必要升值，但并未对人民币升值的具体方式进行探讨，因为这个问题超出了我的研究能力。基于国内对其他经济体在升值问题上多有以讹传讹的问题，我也花费

^① 当时，我低估了中国外汇储备的增长速度。没有想到在两年以后，中国的外汇储备已经翻了一番。中国的投资收益因此也有了很大增加。但是，这种情况依然会改变。

时间研究了日本^①、德国^②和台湾地区的经验。在升值具体经验和方式问题上,《新台币升值的经验教训》(2006年8月)介绍了中国台湾处理新台币升值的经验。1980年代初,台湾内需不足,岛内储蓄大于投资,贸易顺差急剧增加;由于新台币升值预期,资本项目出现顺差;双顺差导致外汇储备迅速增加;新台币升值压力进一步上升。由于台湾货币当局不希望新台币升值,对外汇市场进行干预,吸收了全部多余的外汇供给。外汇储备的增加,使货币供给失去控制。1986年,MIB的增长率超过50%。资金过剩导致股票泡沫的产生。此期间中国台湾政策中有争议的是新台币升值速度问题。中国台湾的前“中央银行”行长许嘉栋认为,中国台湾1980年代缓慢升值造成了相当多的困扰。这种升值方式引发新台币的升值预期,以致投机资本大举流入。在汇率缓慢升值的条件下,套汇活动使“中央银行”蒙受了巨大的汇兑损失。1987年底,“中央银行”未摊销汇兑损失高达3720亿元新台币。台湾大学前校长孙震则指出:1987年新台币的大幅度升值“太晚又太猛”,造成企业界适应的困难,且无法阻止资产泡沫的形成。前“财政部长”邱正雄并未批评汇率的缓慢升值,他认为,缓慢升值使得当时台湾的财富大幅地增加,资本存量的增长速度大幅度提高,尽管有资产泡沫,台湾在1994年得以把1980年代积累的财富投资通过股市投资于IT产业,使后者得到迅猛发展。邱正雄的论点是:首先,很难确定哪一个汇率是均衡汇率。其次,台湾货币当局如果当初真的让新台币一次性地大幅度升值,许多企业可能确实会倒闭。缓慢升值使台湾企业得到了调整时间。现实情况是:1986年新台币兑美元的汇率是40:1;1987底汇

① 关于日元汇率的相当多文章,见《我看世界经济》,生活·读书·新知三联书店,2004年。

② 余永定:《抑制通货膨胀是货币政策的中心目标》,《21世纪经济报道》,2007年8月4日。

率变成 29 : 1；1988 年汇率进一步升值到 26 : 1。在两年的时间里，新台币升值三分之一，新台币兑美元汇率也终于稳定下来。升值在台湾并未导致大量企业倒闭，相反，由于升值，台湾的高价值增值企业得到长足进步，国际竞争力大大提升。从根本上说，为政者必须在长痛和短痛之间做出选择。其他经济体的经验也大体如此，这里不再赘述。

我本人比较倾向于逐步升值的一个重要理由是中国可以发挥资本管制的作用，遏制投资因人民币升值预期而大量流入。在过去十年中，我一直对资本项目自由化持十分谨慎的态度，认为人民币的自由兑换应该是中国经济体制改革的最后一步。在《亚洲金融危机十周年和中国经济》（2007 年 8 月）一文指出：为了避免危机的发生、发展并对经济造成致命的打击，我们需要建立多道防线。第一道防线就是确确实实要吸干过剩的流动性，以确保经济稳定，不发生严重通货膨胀和资产泡沫。第二道防线是要坚持把银行改革做下去。我们已经取得了很大的成就，但是并不巩固，因为如果宏观经济形势逆转了、变坏了，我们的银行是否还能有非常好的表现呢？第三道防线就是跨境资本流动的管理必须要加强。现在由于资本是流入，所以大家不太有危机感。但资本进来是会有问题的。有几点应该特别明确：第一，资本管制或者资本管理在中国是有用的。有一些人说资本管制无效，干脆扔掉算了。笔者认为不应该这样。中国银行体系有不少问题，但在东南亚金融危机期间，中国没有发生危机，就是因为我们有资本管制，这一点是非常重要的。虽然我们的管制有很多的漏洞，但实际上还是有效的，这是已经被证明了的。另外，对“严进宽出”这样的提法我们要做更为全面的理解！现在投资资本正在源源流入中国，以便人民币升值一旦到位，便在

充分获利之后迅速撤离。如果我们能够使投机资本确信，想跑并不是那么容易，投资资本的流入将会大大减少。有关方面应该在这方面制定出可信的有威慑力的方针。资本管制是中国金融稳定的最后一道防线，这一道防线守住了，中国绝对不会出事，这道防线守不住，那我们就有可能出事。而资本管制的彻底放弃，即人民币的自由兑换，应该是我们所有市场化改革的最后一步。

为了说明为什么我们不能放弃资本管制，我简单算了一笔账。当时（2007年）的人民币存款总额大概17万亿左右，相当于2.3万亿美元。在正常的情况下，人们是不会仅仅持有本币资产的。如果人民币可以自由兑换，人们会把一部分资产兑换成美元、英镑或者日元的资产。如果把20%的人民币资产换成外币资产，那就是4000多亿美元。与此同时，中国的FDI存量是巨大的。外国人的钱总是要走的，即便本金不走，利润也是要走的。假设中国FDI存量是5000亿美元，外企的利润率是20%（世界银行认为跨国公司利润率是22%），年流出量为1000亿美元。如果我们认为世界银行高估了跨国公司的利润率，假设利润率只有10%，那也有500亿美元。中国的短期外债是1690亿美元左右。所有这些项目加起来应该不少于6000亿美元。如果在某一年，由于某种原因，中国经济出了问题，而此时中国已实行人民币自由兑换，或资本管制已经不复存在，你可以想象中国将会发生什么事情。6000亿美元的人民币换成外汇，资本的外流量就是极为巨大的。在短期内资金大量流出，人民币就会大幅贬值。如果人民币贬值，大家就会更急于把人民币资产换成外汇资产。在这种情况下，中国的外汇储备再多也无济于事。因此，我们不得不防，因为中国这个国家太大，出了事没人能救我们。

在2003年《克服升值恐惧病》一文中我已对通过放松资本管制来舒缓人民币的升值压力表示了怀疑。在《支持叫停，港股直通车》（2007年11月）一文中，我再次对资本项目自由化表示了谨慎态度。“港股直通车”的一个重要特点是个人投资境外证券投资项下购汇不受年度总额限制。这意味着中国将在资本管制的堤坝上开一个大洞。开通直通车的目的是缓解资金流入A股市场和房地产市场的压力，同时也有缓解升值压力的打算。但是，在国际金融危机发展前景不明的情况下，开通“直通车”是相当冒险的。我当时的看法是：“首先，这次危机是前所未有的，即便西方的中央银行也无法给出明确判断。其次，次贷危机已经给美国、欧洲和日本等国家的许多商业银行、投资银行、对冲基金和私募基金造成巨额亏损——中国还需要很长一段时间才能学会如何在发达国家资本市场打拼。”“想赚外国人的钱，谈何容易?! 这完全是一场规则为对方取胜而设计的比赛。日本人在国际金融市场上行走几十年依然被美国人打得落花流水，东方人要想不输也难。”但是，我也并不认为，中国在资本项目上不可以有所作为。在贸易顺差无法减少的情况下，中国应先考虑如何用资本项目逆差或减少资本项目顺差来平衡经常项目顺差以减少双顺差、减少人民币升值压力、减少外汇储备增长速度。第一，减少由于价格扭曲导致的外资流入。具体措施包括：取消对外资的优惠政策，鼓励外国企业在国内筹集资金，加强资本管制防止投机资本流入，及人民币升值——使中国资产对外国购买者来说尽可能昂贵一些，等等。第二，支持中国企业走出去，逐步增加海外直接投资。这方面中国已经有了不少成功的先例，比如中信在澳大利亚的一些投资。当然，中国企业走出去必须遵守循序渐进的原则，否则又会陷入新的陷阱，成为东道国的“人质”。第三，从走出

去的顺序来说，金融企业的对外证券投资的位置应该放在中国企业海外投资之后。换言之，国家对金融企业的海外证券投资管得应该更严一些。对于国内金融企业来说，培养人才才是第一位的事情。中国现在有 QDII，在相当一段时间里，这一渠道必须坚持。“港股直通车”意味着对 QDII 的突破，确有操之过急之嫌。第四，由于海外直接投资和金融企业对外直接投资在相当长一段时间内都不能形成规模，用资本项目逆差来平衡贸易顺差的做法短期内仍难奏效。换言之，中国必须接受外汇储备进一步地增加。CIC（中国投资公司）因此应运而生。外汇管理局和 CIC 都管理中国的外汇储备，但后者得到授权，可以经营风险较高、收益也较高的金融资产。

在关于人民币升值的讨论中，一些非专业人士喜欢诉诸民族主义情结、诉诸“阴谋论”。美国政治家和某些经济学家的颐指气使确实令人生厌，但是，也应该看到，用民族主义情结（我对此并无异议）代替经济学的冷静思考恰恰是落入“陷阱”的快车道。在许多文章中，我都不厌其烦地引用了曾任美国前总统经济顾问委员会办公室主任（chief staff）、时任美国企业研究所（AEI）研究员的菲利普斯·斯维格尔（Phillips Swagel）的证言：

如果真的像某些人所说的那样，人民币被低估了 27%，美国消费者就是一一直在以 27% 的折扣得到中国所生产的一切；中国就是在购买美国国库券时多付了 27% 的钱。对此，美国人为什么要抱怨呢？升值将使中国停止大甩卖，美国人将要为他们所购买的一切东西——从鞋到电子产品——付更多的钱。其他国家固然会买下中国不再愿意购买的国库券，美国人也可能会多储蓄一些，但财政部和公众必须支付较高的利息率。人民币升值不但意味着美国政府的融资成本将会上升，而且意味着美国的房屋购买者必须为只付息式按

揭花费更多的钱。不要指望人民币升值会给美国带来更多的就业。人民币低估确实造成了失业，但那是马来西亚、洪都拉斯和其他低成本国家的失业。如果中国的出口减速，美国就要从那些国家进口成衣和玩具。

既然人民币升值会给美国造成短期痛苦，为什么还要逼中国升值呢？决策者当然懂得人民币升值对美国经济的不利影响。他们肯定也知道，大张旗鼓的施压只能使中国人更难于采取行动。但这会不会恰恰是问题的所在？一个没有天真到相信真与善的人（a cynic）可能会希望：压中国升值这种做法不是对不明智政治压力的回应，而是一种狡猾的图谋（devious attempt）。其目的是在牺牲中国利益的基础上，延长美国从中国得到的巨大好处。当然，这一切也可能是无意的。但是，不管动机如何，美国行政当局找到了一个十分漂亮的办法，使美国的好日子得以延续下去。”^①

就在斯维格尔先生发表上述坦言之后不久，他被任命为美国财政部部长助理。再后，他在 AEI 网站上的上述谈话也被删除。

中国的贸易政策、汇率政策应该从中国的长远利益出发，而不应因美国的反对与否而改变。我们既没有必要看美国的脸色行事，也不应该采取两个“凡是……就”的态度。不管美国人说什么，我们应该根据中国的利益做我们应该做的事情。

2007 年 8 月后，随着美国次贷危机的逐步深化，中国外汇储备的安全越来越成为值得我们严重关切的问题。我们对中国经济增长模式的诘问进入第三个阶段。我们不得不问：“由于美元的贬值和次债危机导致的证券违约（defaults），凝结着国人血汗的外汇储备的价

^① Swagel, P. L., 2005, 'Yuan answers?', AEI On - Line, 22 June, http://www.aei.org/publications/pubID.22747/pub_detail.asp. 我在许多文章中都一再引用这段话，但似乎并未引起任何反响。

值正在或可能迅速挥发。而通过贬值和违约，美国则可以轻松地摆脱它的外债。中国获得越来越大的贸易顺差，难道就是为了换取那些越来越不值钱的绿纸片吗（一张绿纸片的印刷成本据说是4美分）？如果是为了经济增长和就业的缘故，容我极端地反问一句：中国为什么不把贸易顺差产品扔到太平洋和大西洋，同时由人民银行直接印人民币（而不是通过干预外汇市场）发给这些出口企业呢？这个说法也许听起来荒唐。但请比较一下凯恩斯的先挖坑再填坑的建议——在国民财富没有增加的时候，GDP却是可以增加的，因为挖坑和埋坑都创造GDP。但凡事应有度。明知人家做了套我们为什么还一定要往里钻！”^①

2008年9月15日美国雷曼兄弟公司突然倒闭，美国金融、经济危机急剧恶化。中国政府在11月推出4万亿人民币的经济刺激计划，由于国际环境的急剧恶化，中国出口增长速度急剧下降，中国在多年中首次出现净出口的负增长。在这种情况下，纠正双顺差和人民币升值的讨论暂时被搁置。而中国外汇储备的安全性问题成为公众十分关心的问题。2009年3月13日国务院总理温家宝在回答美国记者提问时指出：“我们把巨额资金借给美国，当然关心我们资产的安全。说句老实话，我确实有些担心。因而我想通过你再次重申要求美国保持信用，信守承诺，保证中国资产的安全。”^②

美国经济学家克鲁格曼2009年4月在《纽约时报》上发表了一篇题为“中国的美元陷阱”的文章：“中国得到了2万亿美元外汇储备，变成了财政部券（T-bills）共和国，正如英国在不经意间得到了大英帝国。中国领导人好像一觉醒来突然发现他们有麻烦了。虽然

① 见《支持叫停港股直通车》。

② 搜狐新闻2009年3月13日，根据中国网直播文字整理。

他们现在对（财政部券）的低收益似乎仍不太在乎，但他们显然担心美元贬值将给中国带来巨大资本损失，因为中国外储的70%是美元资产。没有什么东西可以阻止中国实行外储的多元化，减少持有美元资产、按照特别提款权（SDR）的币种构成重新配置外储。但有一个障碍：中国持有的美元太多，如果中国抛售美元就必然导致美元贬值，并进而造成中国领导人所担心的资本损失（capital losses）。”^①

什么是资本损失？克鲁德曼的解释是：所有（美国政府债券和政府机构债券）都有政府的隐含担保。因而，以美元计算，中国不会遭受任何资本损失。最大的风险在于，如果美元对一篮子货币贬值，尽管中国在美投资的损失大概不会超过80%，但很可能为20%到30%。^②按克鲁格曼的说法，如果继续持有，甚至进一步增加持有美国国债，中国将冒巨额资本损失的危险；如果推进外汇储备多元化，中国马上就会遭受资本损失。这种进退两难的局面，就是克鲁格曼所谓的“中国的美元陷阱（China's Dollar Trap）”。

中国积累了2.5万亿美元外汇储备，其中的大部分是美国政府债券（US government securities）和美国政府机构债券（GSE bonds）^③。中国外汇储备自2005年以来出现加速趋势。1997年中国外汇储备为1000亿美元，2003年为7000亿美元，2005年为10000亿美元，2007年为20000亿美元。2009年中国净出口增长速度在多年来首次下降，但外汇储备进一步增加，达到24000亿美元。如果

① Paul Krugman, China's Dollar Trap, Op-Ed, *New York Times*, April 2, 2009。我在《美元对日元的汇率及其长期变动趋势》（《中国经济时报》，2002年3月2日），《美元贬值和外汇储备安全》等文章中明确提出了这个问题。

② 《21世纪经济报道》“an interview in New York by 21st Century”，2009年4月19日。

③ 例如，据外媒报道，中国曾持有4000亿美元的“两房”债券。

这种趋势不变，在 2010 年或 2011 年中国外汇储备有可能突破 30000 亿美元。

中国积累的巨额外汇，是中国经济增长的巨大成就，显示了中国的经济实力，是中国人民经过数十年努力积累起来的巨额财富。但是中国外汇储备的安全面临的威胁越来越严重。首先，美元贬值将导致中国外汇储备的资本损失^①。在克鲁格曼看来，美元贬值造成的资本损失是中国外汇储备所面临的最重要威胁。自 2002 年 4 月开始到去年底，按美元指数（一篮子货币）衡量，美元已经贬值了 41%。尽管今后的某些时段美元可能走强，但美元贬值的长期趋势应该不会改变。其次，美国的通货膨胀将会侵蚀中国外汇储备的价值。在正常时期，美国的通货膨胀率大概为 2%—3%。克鲁格曼认为，由于目前美联储执行了极具扩张性的货币政策，美国不会发生严重通货膨胀，因而美国通货膨胀不是中国外汇储备保值的主要威胁。即便如此，美国正常时期的通货膨胀就足以自动抹掉中国外储的利息收入并进而侵蚀中国外汇储备的本金，更遑论经济一旦恢复正常，危机期间大量增发的货币回到金融市场和实体经济，美国的通货膨胀可能失去控制。克鲁格曼认为美联储会及时实行退出政策。在理论上，中央银行应该有足够的政策工具回收流动性。但是，在实践中谁能保证美联储的退出一定能够成功呢？

到目前为止，美元的贬值趋势和通货膨胀恶化的可能性主要是全球不平衡和美国政府执行超常规扩张性财政、货币政策的结果。但美国财政状况的急剧恶化并非完全是周期性的，并不会随经济增长的恢复而自动改善。2009 财年美国财政赤字 12000 亿美元，为 GDP 的

^① 资本损失的通常理解是中央银行资产负债表上，由于美元贬值而外汇资产本币价值的下跌。我们这里讨论的主要是外汇储备实际购买力的损失。

9.9%；国债余额超过120000亿美元，为美国GDP的84%。^①2010财年美国财政赤字预计将达到15600亿美元，国债余额可能超过143000亿美元。2011财年美国财政赤字预计为12700亿美元。美国国债余额/GDP比在2015年可能达到100%。^②奥巴马政府声称2013年美国财政赤字/GDP比将降到4%。但是，根据美国政府自己的计算，这一比例不会低于3.6%。从2010年到2019年美国将增加9万亿美元的财政赤字，平均每年一万亿美元，平均年财政赤字GDP比为5%。^③美国政府对财政状况的估计是建立在美国经济将能保持较高增长速度的乐观预测之上的。当前，美国财政状况的急剧恶化在美国国内引发了激烈的争论，成为严重的政治问题。国际金融市场对美国财政、金融稳定也忧心忡忡。奥巴马不得不许诺在2011年以后尽可能压缩财政赤字。但是美国的扩张性财政政策是否能够真正退出，没有人能够给予肯定的回答。美国财政状况的长期前景更是令人担忧。美国政府问责局（Government Accountability Office GAO）认为，由于人口等因素，美国社会保险和医保/医助开支的增长速度将高于GDP增长速度，美国90年代GDP的平均增长速度为3.2%。在未来美国不可能通过增长解决其财政问题。美国GAO预测，在2040年美国国债/GDP比将会翻一番。美国政府经济学家预测，社保、医保/医助和国债支付等硬性开支，在2020年将用掉政府开支

① Kenneth Roggoff, *Global Growth after the Second Great Contraction*, PPT slide 26, 中金投资论坛 2010年1月15日海南三亚。

② 不同来源对美国国债余额/GDP比的说法有所不同。例如，《纽约时报》（2010年2月1日）报道：The nation's publicly held debt, much of it owed to China and other foreign creditors, by 2020 would equal 77 percent of the gross domestic product, the highest level since 1950. Then the postwar debt was on its way down; now it is on its way up to unsustainable heights.

③ Peter Orszag, *Discipline, Efficiency, Prosperity*, OBM, www.whitehouse.gov/omb/, FEBRUARY 26, 2010.

的80%。^①按GAO的估计,如果考虑社保、医保/医助基金的未来资金缺口,美国的总债务,即显性债务加隐性债务,在2007年高达527000亿美元,美国全职工人的债务负担高达175000美元。而美国的人均可支配收入只有33000美元。美国政府必须靠借债度日。由于储蓄不足,再加上财政赤字,美国不可避免地需要依靠外国投资者为美国的财政赤字融资。在美国历史上,在相当长时期内,财政赤字与经常项目逆差是高度相关的。

抛开中国外汇储备价值因美元贬值和美国通货膨胀遭受损失不谈,我们不得不提出这样的问题:在将来美国有能力、有意愿偿还它的巨额债务吗?随着美国财政状况的恶化,美国通过各种方式摆脱债务负担的意愿将会变得越来越强烈。^②特别是,美国可能首先摆脱外债。严格来说,除非经济增长速度足够高或政府有办法增税,减轻或摆脱债务负担的就只剩下三个途径:(1)违约(default),(2)通货膨胀,(3)美元贬值。在历史上美国没有完全赖账(repudi-

① US debt will keep growing even with recovery.

② 最近,在网上流传着一段视频。演讲者是一位金融界人士——皮特·希夫(Peter Schiff)。他因准确预言美国的次贷危机而闻名遐迩。下面是他演讲记录稿的片段:

“你知道,昨天中国领导人公开表示对借给我们的钱‘有些’担忧【台下大笑】,说‘有可能’我们还不了。我想他们不只是‘有些’担忧,这只是公开说法,想象一下他们私下会怎么看?他们一定知道我们不会还这笔钱,不可能给中国人还这笔钱,这是绝对不可能的。想象一下,某天总统奥巴马对着数亿美国民众,发表一次公开的电视演说。他这样说道:‘亲爱的美国同胞们,今天非常不幸地,我给你们带来了一个坏消息。政府决定对美国普通民众大幅加税;那些仍然没有失业的人,将为此支付更高的个人所得税;政府将全面削减社会福利,仍然没有实施的各种福利措施将彻底取消;我原先制定的所有计划,包括全民教育、医疗保障、自主能源,所有这些计划将被无限期搁置。因为中国人要我们还钱!【台下长时间狂笑】我们借的实在是太多了,全世界妇孺皆知【台下笑】。欠债还钱,天经地义。所以我们必须勒紧裤腰带给中国人还钱!【台下大笑】’大家认为这样的事可能发生吗?别开玩笑。我们更应该对中国人说:‘你们是食利者!放高利贷者!我们需要修改游戏规则【笑】,我们要打破债务枷锁!你们明知我们还不了,还借给我们那么多钱!【台下大笑】这不是我们的错!’中国人自己很清楚,他们无法参与我们的政治选举,我们为什么还要在意中国人怎么想?华盛顿难道会得罪选民,去取悦非选民?”见“Why the Meltdown Should Have Surprised No One”(预言力最强经济学家,你真的不必买房/视频),hjenglish.com/new/print/97239/。

ation) 的记录, 但违约 (改变偿付条件) 却有先例。^①2009 年以来越来越多经济学家开始讨论美国国债违约的可能性。到目前为止, 大多数人的看法是美国国债违约的可能性不大, 但这种可能性不能排除。用通货膨胀减轻或摆脱债务负担在历史上则是屡见不鲜的办法。前 IMF 首席经济学家、哈佛大学教授、美国著名经济学家肯尼斯·罗格夫曾一再指出, 如果美国的财政赤字继续上升几年, 长期利息率就会上升, 而美国的债务负担就会进一步急剧上升。到那个时候, “用通货膨胀摆脱债务的诱惑将是无法抗拒的”。^②根据美国经济学家的计算, 如果美国通货膨胀年率达到 6%, 只要经过四年, 美国的国债余额/GDP 比就可以下降 20%。^③美国国债中, 外国投资者持有的比例越高, 通过通货膨胀摆脱债务负担的诱惑就越大。而事实上, 美国国债的一半以上卖给了外国人, 中国是美国国债的最大外国买主, 到 2009 年底已持有 23% 的美国国债^④。

美元贬值又如何能帮助美国摆脱债务负担呢? 美国的海外资产 (债权) 主要是以当地货币计价的, 而美国的对外负债则主要是以美元计价的。美元贬值不会改变美国的债务负担, 但美国的海外资产价值和投资收入却会因美元的贬值而增加。美国海外资产和投资收入的增加, 将大大增强美国的还债能力。从理论上说, 只要美元充分贬值, 美国的海外资产和投资收入的增长完全可以抵消掉它的债务负担。

① 1933 年美元贬值 41%。与此同时国会废除了美国国债的黄金条款 (the gold clause)。美国国债购买者不再能按原有契约取得相应黄金。

② Kenneth Roggoff, Global Growth after the Second Great Contraction, PPT slide 26, 中金投资论坛 2010 年 1 月 15 日, 海南三亚。

③ Aizenman, Joshua and Nancy Marion, 2009, “Using Inflation to Erode the US Public Debt”, NBER Working Paper 15562.

④ OMB: “Analytical Perspectives”, 美国预算管理办公室, 2010 年 2 月 2 日, 第 70 页。OMB 官方网站。

美国的债权国——特别是中国，有什么有效办法来保护自己的利益呢？萨默斯曾经说过东亚和美国之间存在着所谓的“金融恐怖平衡”（financial balance of terror）。事实上这种恐怖是十分不平衡的，美国完全占据主动，而它的对手却深陷美元陷阱、进退两难。事到如今，除了向美国“晓以大义”，我们手中并没有什么牌可打。如果中国现在卖掉手中所持有的美元资产，中国马上就会遭受资本损失，如果中国继续持有手中的美元国债资产，中国很可能将遭受更大的资本损失。中国外汇资产最终究竟会遭到多大损失，没人知道。更加令人扼腕的是，即便我们自知已经陷入陷阱，却无法自拔。直到现在我们仍在继续增加我们的美元外汇储备，在陷阱里越陷越深。

在2009年我们不得不越来越关注中国外汇储备的安全。中国已经落入陷阱，我们在外汇储备为3000亿美元时没有采取行动、在5000亿美元时没有采取行动、在8000亿美元时仍然没有采取行动。对于已有的1万多亿美元的外汇储备，我们所能想出的办法已经不多了。但是，虽然已晚，亡羊还需补牢。文集收入的最后四篇文章《购买美国国债的风险》（2008年10月）、《美国国债和熊猫债券》（2008年12月）、《国际货币体系改革和中国外汇储备资产保值》（2009年4月）、《如何从美元陷阱中自拔》（2009年4月）都是一些补牢之策。在不改变存量的条件下，我们可以改善期限结构。例如，可以增加短期国债的比重减少长期国债的比重（但我们不知道实际情况，这种工作可能早已进行）。从资产种类上看，减少政府机构债的比重可能是必要的。同时，我们也可以考虑购买TIPS之类的债券。此外，如果美国不愿意或不能为我们所持国债的安全提供必要保证，我们应该减少已有的存量，虽然这样做有一定风险。我始

终认为，当美国国债需求比较旺盛的时候，恰恰是我们适当退出美国国债市场的时机。此时的退出将不会对美国国债价格造成过大的冲击。可惜的是，我们可能又错过了机会。

中国的创汇经济发展到极致，必然是外汇储备的不断增加。中国之所以把美元资产作为储备资产，是因为我们相信美元是可靠的价值贮藏。但结果却是陷入了“美元陷阱”。当美国欠下中国 10000 亿美元之后，中国几乎已别无选择。但是，我们无论如何不能放弃，中国事实上已经深陷国际金融危机的旋涡，遭到严重损失已经难以避免。人们愿意说我们现在遭受的只是“浮亏”，1989 年日经指数近 40000 点，到今天却依然徘徊在 10000 点，当年四十多岁的投资者还能等多少年呢？浮亏说对 20 年前高位入市的投资者并不是什么很大的安慰。对于一个国家来讲，情况也是基本如此。但办法总还是要想的。对于中国来说，当务之急是避免进一步落入美元陷阱^①，其次是尽量减少已有外汇存量可能发生的损失。

发行人民币债券就是减少已有外汇存量损失的办法之一。美国在卡特时期就发行过被称之为“卡特债券”的德国马克和瑞士法郎债券。2007 年国内有关领导机构提出过让外企在中国发放人民币债券的建议。2009 年我们提出了外国金融机构发放熊猫债券的建议。后来日本经济学家呼吁美国发行日元债券和其他国家货币的债券，并将其称之为“奥巴马”债券。发行熊猫债券不仅可以减少中国增持美国国债风险，推动人民币国际化的进程，而且可以缓和其他国家的流动性短缺，促进全球金融的稳定。

熊猫债券是以人民币标价的债券，发行者应该是外国金融机构

^① 欧元区一些国家的主权债危机说明，中国的外汇储备绝不仅仅是个分散化问题。外汇储备增长本身是个更大的问题。

(也包括政府、私人企业和国际组织), 购买者应该是中国金融机构(主要是商业银行)。美元短缺的外国金融机构在通过发行熊猫债券取得人民币资金之后, 用人民币向中国金融机构购买美元, 以解决美元流动性短缺问题。除定期支付人民币利息外, 债券期满之后, 债券发行者需偿还熊猫债券持有者(中国商业银行)人民币本金。熊猫债券发行者所需人民币可以从外汇市场上用美元购买。例如, 亚洲开发银行可以在中国银行间债券市场发行10年期人民币债券, 然后, 用人民币向中国央行购买美元。交易完成后, 亚洲开发银行增加一笔人民币的长期负债, 换得一笔美元流动资金; 而中国央行则减少相应的美元外汇储备, 回笼了人民币。通过鼓励外国金融机构发行熊猫债券的方式, 把多余的美元借给外国投资者, 不但可以消除购买美国国债所伴随的各种风险, 特别是汇率风险, 而且可以推进人民币国际化的步伐。2008年由于西方国家资金的极度短缺, 一度出现了大规模发行人民币债券的可能性。但是, 机会的窗口很快关闭。当然, 除发放熊猫债券外, 中国还可以考虑其他许多不同的减少外汇储备的方式。例如, 中国商业银行可以向外国商业银行发放人民币贷款。外国商业银行得到人民币贷款之后, 可以向中国央行购买美元, 以后再逐年偿还中国商业银行人民币贷款的本息。中国金融机构可以考虑购买更多的欧洲、日本金融资产(如股票)。除在金融资产多样化方面想办法外, 中国还可以动用外汇储备购买贵金属和其他战略物资。事实上, 在中国的外汇储备中, 中国黄金储备量所占的比例比一般西方大国低得多, 石油战略储备也有进一步增加的必要性。但是储备资产多样化的途径同我们的储备量相比, 实在是过于狭窄。除了等待, 我们真的没有什么选择。

“二战”后, 国际货币体系的根本特征无疑是美元作为储备货

币的支配地位。美元之所以能够成为储备货币，是因为美元是世界普遍接受的计价单位、结算手段和价值贮存。美元之所以具有上述功能，又是因为美国是世界头号政治、经济和军事强国。美元成为储备货币、美国国债成为储备资产，使美国得以用最低的成本支配和使用全球资源，反过来又强化了它的超级大国地位。由于非储备货币国必须积累美元储备资产，美国得以向全世界征收铸币税。当然，美国政府并不能任意利用美元特权，无限制地谋求自身利益。在特里芬时代，美元的泛滥动摇了债权人（美元储备货币持有者）对美元作为价值贮存的信任，并最终导致了布雷顿森林体系的崩溃。现在，由于美国滥用了美元国际储备货币的地位，国际货币体系再次陷入了危机。2008年底，中国人民银行行长周小川提出了创建世界货币的建议。周小川指出，“此次金融危机的爆发并在全球范围内迅速蔓延，反映出当前国际货币体系的内在缺陷和系统性风险”。周小川提出：“将成员国以现有储备货币积累的储备集中管理，设定以 SDR 计值的基金单位，允许各投资者使用现有储备货币自由认购，需要时再赎回所需的储备货币。”用美元储备置换 SDR 应该是一个比较理想的方法。后来伯格斯坦（Fred Bergsten）重提他在 1970 年代提出的在 IMF 建立替代账户（substitution account）的主张。周小川和伯格斯坦建议的共同点是：一方面，中国可以减少外汇储备因美元贬值而遭受损失的风险；另一方面，中国减持美元储备资产不会导致美元储备资产价格和美元汇率的下跌。用美元储备资产置换 SDR 肯定存在许多技术上的障碍。如果这些障碍可以克服，则美中双方都可从中得益。当然，向 IMF 和其他国际金融机构提供以 SDR 计价的贷款或购买其发售的以 SDR 计价的债券，也不失为一种减少汇率风险的选择。但是，要想实施这些办法，首先需要

回答一个问题：如果中国希望摆脱美元，别的国家就不希望摆脱美元吗？换句话说，IMF 其他成员国会愿意分担中国持有美元的风险吗？

尽管国际货币体系改革是个长期而艰巨的任务，它对于解决中国当前所面临的一系列紧迫问题也并不一定有直接帮助，但中国仍应积极参与在全球层面的以 IMF 为主要平台的国际货币金融体系改革和 G20 旨在克服全球经济危机的努力。除在全球层面的活动外，中国还应继续推进区域金融合作，不放弃建立区域货币联盟和区域货币的尝试。最后，中国还应适当加快人民币国际化进程。国际货币体系改革、区域金融合作和人民币国际化是中国在国际金融领域对外战略的三个方面。三方面工作应该协调推进、不可偏废。周小川提出创造世界货币建议之后，在国际上引起巨大反应，但是在中国却和者寥寥。机会稍纵即逝，一扇窗户很快又关闭了。尽管人民币国际化的集结号又被吹响，但是，在目前情况下，除了利用人民币升值预期，在香港出售一些人民币资产，让一些发展中国家在同中国的贸易往来中多使用一些人民币，我们还能做些什么？

我们是如何走到这一步的？难道这是中国在改革开放过程中不可避免要付出的代价吗？回答应该是否定的。如果我们还记得中国的改革开放进程，我们就不难发现，从根本上来说，中国目前的窘境是给定制度环境下中国政策选择的结果。中国推行的中国特色外向型发展战略和政策，使中国最终形成了一种特定的经济结构。随着经济的增长，原有战略和政策对经济可持续增长的负面影响越来越明显。但已形成的经济结构又使我们难以对原有战略和政策进行调整。对经济发展方式和结构调整的一再拖延，终于使我们陷入美元陷阱而难以自拔。我想，从本文集中跨度 13 年的文章中，一定程

度上也可以看出中国从选择具有中国特色的出口导向政策，即追求双顺差的政策，到因为在汇率问题上迟疑不决，而陷入美元陷阱的发展进程。其实，早在1983年就有人提出，“我们缺外汇时不能充分利用外资，现在外汇储备多的时候又强调利用外资。一方面扩大贸易，争取贸易顺差，另一方面又要充分利用外资，这是个矛盾。是否一定要争取贸易顺差？一般说来，多数国家在开始建设时期都有资金内流现象，如果贸易顺差，就是资金外流。我们有外汇不知道怎么用，结果让外国人利用我们的资金，这是不明智的。”^①对于这位无名氏发言人的先知先觉，我深感钦佩。谁说经济学没用，谁说经济学的逻辑没用！经济学家的主张不可能完全正确，但如顺其逻辑能够推出某种具有重要实践意义的政策结论，对这种主张就应予以充分注意。当然，考虑到中国经济学家的数量与学养，为政者做出正确选择也确有难度。无论如何，政策必然产生路径依赖，而路径依赖又使得政策的调整变动十分困难。正如胡锦涛主席所指出的：国际金融危机使我国转变经济发展方式的问题更加凸显出来，我们必须见识早、行动快、积极应对，为我国加快转变经济发展方式、保持经济平稳较快发展增添推动力。^②时机应由政治家把握，但拖延不是出路。

国际收支不平衡问题是中国经济学界在过去十几年中最具争议的问题之一。这似乎是一场我们浪费了太多时间而没有任何结果的辩论。在经过十几年的辩论之后，有什么人改变了自己的观点呢？这使我想起多年前从萨缪尔森《经济学》前言中读到的普朗克的那

① 第二届中国世界经济学会第二次理事会，1983年5月22—26日，江苏苏州。陈沙：“世界经济学会编年史”，内部印刷本，2009年。

② 胡锦涛在中央党校的重要讲话，新华网，2010年2月3日。

段名言：“新的科学真理不是靠说服它的反对者使之恍然大悟而取胜的。毋宁说，它的胜利是因为反对者最终都离开了人世，而熟悉它的新一代长大了。”^①在中国，经济学辩论像是一场运动员、裁判和观众一起上阵的足球“比赛”。混战结束后，留下的只是球场上一堆无人认领的鞋子。在这场长达十几年的辩论中，我们只好满足于自己弄清问题，自己说服自己。文集收入的文章并没有什么理论创新，仅仅是经济学中的一些ABC，谬误之处自然不胜枚举。文集不是对过去十多年来有关“双顺差、人民币汇率和美元陷阱”争论的全面反映，更不是一块“记分牌”（scoring board）。若非或有“立此存照”、“疑义相与析”之功用，同我的其他文章一样，文集收录的这些文章本应是“留给老鼠的牙齿去批判”的。

为尊重历史，再现我的研究观点的真实面貌和轨迹，本文集中的文章沿用原来发表时的版本，个别字句出于编辑的要求有所修改。

^① Samuleson Paul A. , *Economics*, McGraw-Hill, 1980, p. 8.

目 录

1/序言

1/资本流入的宏观管理问题 1996年6月

13/对我国外汇储备的战略思考 1997年6月

附录:正确认识我国的外汇储备问题

28/外汇储备和国际收支结构 1996年6月

45/日元贬值:“汇率牌”? 2002年1月

53/人民币汇率考验国家智慧 2003年7月

60/建立灵活的人民币汇率制度 2003年9月

71/消除人民币升值恐惧 向经济平衡发展过渡 2003年9月

94/美元贬值和外汇储备安全 2005年1月

98/为什么调整人民币汇率制度 2005年8月

102/人民币汇率制度改革的历史性一步 2005年10月

120/双顺差的性质、根源和解决办法 2006年3月

143/新台币升值的经验教训 2006年8月

- 149/ 全球失衡的中国视角 2006 年 10 月
- 184/ 人民币升值仍有空间 2006 年 12 月
- 189/ 实现全球范围内资源的跨代优化配置 2007 年 3 月
- 201/ 亚洲金融危机十周年和中国经济 2007 年 8 月
- 221/ 人民币升值两周年 2007 年 8 月
- 231/ 资本项目开放应当缓行 2007 年 9 月
- 234/ 解开央行货币政策的“手铐” 2007 年 10 月
- 244/ 支持叫停港股直通车 2007 年 11 月
- 251/ 升值有利于抑制通胀 2008 年 4 月
- 260/ 购买美国国债的风险 2008 年 10 月
- 283/ 美国国债和熊猫债券 2008 年 12 月
- 291/ 国际货币体系改革和中国外汇储备资产保值
2009 年 4 月
- 302/ 如何从美元陷阱中自拔 2009 年 4 月