

On The Trend of RMB Exchange Rate and the Policy Choice of Chinese Central Government

Li Chong

Abstract: Exchange rate of RMB to US dollar depreciated three times respectively in August and December, 2015 as well as in January, 2016. There are different guesses about the trend of RMB exchange rate. The causes of depreciation of exchange rate of RMB to US dollar are as follows: first, US dollar index has been rising since March, 2015, but exchange rate of RMB to US dollar is stable. This means that exchange rate of RMB to US dollar is overestimated. Second, capital outflows from China constantly. There is pressure of depreciation for exchange rate of RMB to US dollar. Third, foreign exchange speculation takes place in offshore and onshore markets. Pressure of depreciation for exchange rate of RMB to US dollar has been increased. The economy of United States is in the condition of slow recovery. Capital still flows into the United States. US Federal Reserve System is likely to continue to raise federal fund rate. US dollar is likely to remain strong. On the other hand, China's economy is in the process of transformation of economic development fashion. Growth rate of gross domestic product declines year by year. Macro-economy of China is not good. In these conditions, people will have speculation about depreciation for exchange rate of RMB to US dollar. For these reasons, exchange rate of RMB to US dollar will depreciate to a certain extent. But gross domestic product of China grows at a medium speed. Macro-economy of China is not bad. On the other hand, the current account of China is still surplus. Foreign exchange reserve of China is about 3,300 billion. External debt of China is not heavy. For these reasons, exchange rate of RMB to US dollar will not depreciate substantially. RMB is in the process of modernization. Fluctuation of exchange rate of RMB to US dollar is a normal phenomenon. It is not necessary to panic about recent depreciation for exchange rate of RMB to US dollar. The main question is how to guard against speculative attack of international capital. First, Chinese central government should implement more flexible exchange rate system. The more exchange rate of RMB is near equilibrium rate, the more attack of international capital on exchange rate of RMB will not happen. Second, Chinese central government should maintain control of foreign exchange to a certain extent. But it is not necessary to levy Tobin Tax to avoid extra expense of enterprises. Third, Chinese central government should punish underground banks to avoid frequent flow of hot money by underground banks. Fourth, Chinese central government should intervene foreign exchange market to keep relative stable exchange rate of RMB if attack of international capital on exchange rate of RMB happens.

Keywords: RMB exchange rate; exchange rate depreciation; capital flows; foreign exchange speculation; exchange rate system; exchange rate policy

Author: Li Chong graduated from Department of Economics, Sun Yat-sen University in 1978, and obtained his MA in Economics from Peking University in 1981, after which he worked as a teacher in Sun Yat-sen University. In 1988 he obtained PhD in Economics from Beijing Normal University. From 1991 to 1992 he had a further study in Michigan State University of America. He was vice president and deputy secretary of Sun Yat-sen University from 1993 to 2000, and dean of School of business, Beijing Normal University from 2000-2008. Currently he is professor and doctoral supervisor of School of Business, Beijing Normal University. Besides, he is vice president of World Economy Society of China, vice president of Foreign Economic Theory Society of China, and member of the National Social Sciences Foundation of China. His research interest is in Finance, world economy and western economics. His representative works include *Theory of National Financial Risk*; *The Causes, Effects and Risks of Short-time Capital Flows*; *The Construction of Marxist National Economics*; *The Construction of Super Sovereign International Currency*.

人民幣匯率走向與中國政府的政策選擇

李 翀



[摘要]2015年8月至2016年1月的半年時間裏，人民幣對美元的匯率先後出現三次貶值的現象，從而引起人們對人民幣匯率未來走勢的猜測。人民幣對美元匯率之所以貶值，主要由三個因素造成：第一，自2015年3月以後，美元指數一直在上升，人民幣對美元的匯率卻保持穩定，這意味着人民幣對美元匯率實際上高估了。第二，2015年以來，資本持續流出中國，對人民幣匯率產生了貶值壓力。第三，在境內和境外都出現的賣出人民幣買進美元的外匯投機活動，也對人民幣匯率形成貶值壓力。從短期來看，由於美國仍然處於緩慢復蘇的狀態，資本仍然有可能回流美國，美國聯邦儲備系統有可能繼續提高聯邦基

金利率，美元有可能繼續保持堅挺；而中國正處於經濟發展方式的轉變時期，國內生產總值的增長率逐年下降，宏觀經濟景氣指數並不樂觀。在這種情況下，人們勢必會形成人民幣匯率貶值的預期。因此，未來人民幣對美元匯率還有可能出現一定幅度的貶值。從中長期來看，一方面，中國國內生產總值仍然保持着中速增長，宏觀經濟基本狀況並不差；另一方面，中國的經常項目仍然保持順差，外匯儲備有33000億美元，對外債務負擔並不重，因此，人民幣對美元匯率大幅度貶值的基础並不存在。鑒於人民幣正在走向國際化，人民幣匯率上下波動是一種正常現象，對人民幣匯率發生貶值沒有必要感到驚慌。當前的主要問題是，應注意防範國際資本的投機性衝擊。首先，中國政府應該實行更有彈性的管理浮動匯率制度。人民幣匯率越是接近均衡水平，人民幣匯率遭受衝擊的可能性就越小。其次，中國政府要長期保持一定的外匯管制，但不適宜採用徵收“托賓稅”，避免增加企業的運營成本。再次，嚴查“地下錢莊”，防止“熱錢”通過“地下錢莊”頻繁流動造成人民幣匯率的不穩定。最後，如果人民幣匯率遭受境外機構投資者的衝擊，在必要時應直接干預外匯市場，以保持人民幣匯率相對穩定。

[關鍵詞]人民幣匯率 匯率貶值 資本流動 外匯投機 匯率制度 匯率政策

[作者簡介]李翀，1955年5月出生，1978年畢業於中山大學經濟學系；1981年在北京大學獲經濟學碩士學位，之後任教於中山大學；1988年在北京師範大學獲經濟學博士學位；1991—1992年赴美國密西根州立大學進修；1993—2000年任中山大學教授、副校長、副書記，2000—2008年任北京師範大學經濟與工商管理學院教授、院長；現為北京師範大學經濟學院教授、博士生導師，兼任中華外國經濟學說研究會副會長，中國世界經濟學會副會長，國家社會科學基金學科評議組成員；主要從事金融學、世界經濟、西方經濟學研究，代表性著作有《國家金融風險論》、《短期資本流動的成因、效應與風險》、《馬克思主義國際經濟學的構建》、《超主權國際貨幣的構建》等。

一 近期人民幣對美元匯率貶值之原因

近年來，人民幣與美元匯率一直保持着幅度不大的雙向震盪態勢。但是，從2015年8月以來，人民幣對美元中間匯率出現了三輪貶值情況。所謂中間匯率，指的是外匯銀行買入匯率和賣出匯率的平均數。第一輪貶值從2015年8月10日開始，持續了4個交易日，貶值幅度4.43%（見表1）。第二輪貶值從2015年12月4日開始，持續了11個交易日，貶值幅度1.48%（見表2）。第三輪貶值從2015年12月28日開始，持續了9個交易日，貶值幅度1.36%（見表3）。在這裏，貶值幅度是以人民幣為基礎貨幣計算的。從下列三個表中可以看到，儘管在這三輪人民幣匯率貶值的過程中人民幣匯率每天都在貶值，但除了第一輪以外，其他兩輪人民幣匯率貶值幅度都不大。

表1 2015年8月人民幣對美元中間匯率變化情況

時間	10日	11日	12日	13日
元/美元	611.74	622.98	633.06	640.10

資料來源：中國國家外匯管理局“統計資料”，<http://www.safe.gov.cn>

表2 2015年12月人民幣對美元中間匯率變化情況

時間	4日	7日	8日	9日	10日	11日
元/美元	638.51	639.85	640.78	641.40	642.36	643.58
時間	14日	15日	16日	17日	18日	21日
元/美元	644.95	645.59	646.26	647.57	648.14	647.53

資料來源：中國國家外匯管理局“統計資料”，<http://www.safe.gov.cn>

表3 2015年12月和2016年1月人民幣對美元中間匯率變化情況

時間	12月28日	12月29日	12月30日	12月31日
元/美元	647.50	648.64	648.95	649.36
時間	1月4日	1月5日	1月6日	1月7日
元/美元	650.32	651.69	653.14	656.46

資料來源：中國國家外匯管理局“統計資料”，<http://www.safe.gov.cn>

近期人民幣對美元匯率之所以出現貶值，主要是由三個原因造成的：

原因一，美元匯率堅挺。在美國，一方面，美國聯邦儲備系統於2014年10月30日結束了第三輪量化寬鬆的貨幣政策，投放的美元數量相對減少；另一方面，美國經濟處於穩定復蘇狀態，美元利率有可能上升；尤為值得注意的是，用來衡量美元對一組貨幣匯率變化程度指標的“美元指數”（US Dollar Index, 簡稱“USDIX”，以1973年3月為基期，以基期為100點計算）持續上升，從2014年10月30日的86.1300點，升至2016年1月30日的99.5617點。^①與此同時，歐洲國家、日本、新興市場經濟國家的經濟普遍處於不景氣狀態，投機和投資的機會減少；這些國家的中央銀行為了對付經濟衰退，也實行了增加貨幣供給和壓抑利率的貨幣政策。因此，出現了國際資本流出其他國家流入美國的情況，美元匯率從而變得堅挺。

另外，歐元、日元、英鎊等主要國際儲備貨幣對美元匯率的貶值也可看出端倪。從美國聯邦

① “美元指數”，新浪網（<http://finance.sina.com.cn>）。

儲備系統結束量化寬鬆貨幣政策的2014年10月30日，到人民幣對美元匯率開始貶值的2015年8月10日，歐元對美元匯率從1.2174美元/歐元貶值到1.0994歐元/美元，貶值幅度為9.69%；日元對美元匯率從108.94日元/美元貶值到124.55日元/美元，貶值幅度為12.53%。英鎊對美元匯率保持相對穩定，英鎊對美元的匯率從1.6023美元/英鎊貶值到1.5546英鎊/美元，貶值幅度為2.98%。但在同期，人民幣對美元匯率卻基本保持不變，從6.1140人民幣/美元貶值到6.2094/美元，貶值幅度祇有1.54%。^①在這裏，一種貨幣的貶值幅度都以這種貨幣作為基礎貨幣計算。由此可見，除非中國對外經濟活動表現優異，否則的話，人民幣對美元的匯率是存在着貶值的客觀要求的。

原因二，資本流出中國。在人民幣對美元匯率貶值預期和中國對外經濟大規模擴展雙重因素影響下，2015年中國處於資本淨流出的狀態。這主要表現在三個方面：

首先，從外匯交易來看，2015年，以美元計算，中國外匯銀行結匯即買進外匯下降了9%，外匯銀行售匯即賣出外匯卻增長了24%，結售匯逆差達到4659億美元。中國外匯銀行代理客戶涉外收入下降了0.8%，代理客戶涉外支出增長了6%，涉外外匯收付款逆差達到2538億美元。^②這種情況，反映了人們對人民幣匯率貶值的預期。正是由於這種預期，個人紛紛購買外匯並以存款的方式保留外匯，機構也傾向於多購匯少售匯以保留外匯，結果造成如此大的結售匯和涉外外匯收付款逆差。

其次，對外經濟活動大規模拓展。根據國家外匯管理局的統計資料，2015年，中國直接投資淨流入771億美元，較上年下降63%；而對外直接投資淨流出1671億美元，較上年增長108%。2015年，中國非儲備性質的金融賬戶逆差5044億美元。^③這種情況，反映了中國對外經濟活動的活躍。隨着中國經濟的持續發展，“走出去”成為必然的趨勢。近年來，中國對外直接投資和證券投資有了很大的拓展，結果增加了外匯支出。

再次，2003年以來，“熱錢”即國際投機性資金通過各種途徑大量流入中國，這些途徑主要包括滲夾在經常項目、資本與金融項目的交易以及地下錢莊。經濟學界對“熱錢”規模估算不一，眾說紛紜，但數千億美元估計是可信的。近年來，“熱錢”出現過幾次流出的浪潮，但都沒有持續。隨着近幾年來中國國內生產總值增長率逐年下調，經濟出現了一定程度的不景氣，“熱錢”在中國的投機機會減少，2015年成為熱錢持續流出的一年。“熱錢”的流出，自然會產生賣出人民幣買進美元的交易，從而對人民幣匯率形成貶值的壓力。

原因三，外匯投機。近年來，人民幣國際化的步伐在加快，境外的人民幣數量不斷增加，從而形成了在岸和離岸兩個人民幣交易市場。由於人民幣在資本與金融項目不可自由兌換，在岸和離岸兩個市場人民幣匯率的差異將在一定程度上存在。這樣，當外國機構投資者在離岸人民幣市場拋售人民幣導致離岸市場人民幣匯率貶值的時候，兩個市場人民幣匯率的差異會產生兩個影響：一是使境內的個人和機構形成人民幣匯率貶值的預期，從而紛紛賣出人民幣買進美元，導致在岸人民幣市場上人民幣匯率的貶值。二是導致境內的個人和機構採取套匯活動的方式——在境內買進美元，利用各種途徑轉移到境外賣出去，以獲取在岸和離岸兩個市場人民幣匯率的差額。

2015年8月10日，在中國人民銀行宣佈調整人民幣中間匯率形成機制的時候，在境外就出現了拋售人民幣買進美元的投機活動，使在岸和離岸兩個市場人民幣匯率出現較大的差額。8月10日，在岸市場人民幣對美元匯率是6.2096人民幣/美元，離岸市場人民幣對美元匯率是6.2143人民幣/美元，相差47個基點。8月11日，在岸市場人民幣對美元匯率是6.3248人民幣/美元，離岸市場人民幣對美元匯率是6.4004人民幣/美元，差價躍升到756個基點。後來，中國中央銀行通過賣出美元買進人民幣的方式干預外匯市場，纔將人民幣對美元匯率穩定下來。

與2015年8月的情況相似。2016年1月4日、5日、6日、7日，在離岸市場上也出現了拋售人

① Board of Governors of Federal Reserve System, Foreign Exchange Rate, <http://www.federalreserve.gov>

②③ “我國出現的資本流出與外資撤離有本質區別——外匯局新聞發言人就2015年國際收支狀況答記者問”，新華網（<http://news.xinhuanet.com.cn>）2016-02-04。

人民幣買進美元的投機活動。在這4天裏，在岸市場人民幣對美元的匯率分別是6.5338人民幣/美元、6.5219人民幣/美元、6.5545人民幣/美元、6.5998人民幣/美元，但離岸市場人民幣對美元的匯率分別是6.6272人民幣/美元、6.6454人民幣/美元、6.6973人民幣/美元、6.6845人民幣/美元，分別相差934、1235、1428、847個基點。後來，也是中國中央銀行通過賣出美元買進人民幣的方式干預外匯市場，纔將人民幣對美元匯率穩定下來。^①

二 未來人民幣對美元的匯率走向及其理由

2016年1月21日，索羅斯基金管理公司主席喬治·索羅斯（George Soros）在瑞士達沃斯召開的“世界經濟論壇”接受彭博社記者採訪。當記者問他是否預期中國經濟會硬著陸時，他回答說：“不是預期中國會出現經濟的硬著陸，事實是硬著陸已經出現，我們祇是在觀察它。但是中國可以應對這個問題，它有各項資源。中國政府的政策制定空間比其他很多國家要大，因為它有3萬億美元的外匯儲備。”當彭博社記者接着問在這樣的環境下您如何進行市場操作時，索羅斯表示，自己“做空了標普500指數，做空了原材料生產國家和亞洲國家的貨幣兌美元匯率，並增持了美國政府債券”^②。

由於人們對索羅斯在20世紀90年代狙擊英鎊、泰銖、港元等貨幣的所作所為記憶猶新，人民幣匯率的走向如何，一時間成爲金融界內外熱議的焦點。鑒於人民幣已經走在國際化的路上，不斷地遭受機構投機者的狙擊將是家常便飯，人民幣過不了這一關就不可能走向國際化，因此，分析人民幣匯率未來的走勢，還需要把外匯投機這個因素考慮在內。

第一，從宏觀經濟來看，中國經濟確實處於調整時期。如果着眼於長期因素觀察，中國的勞動、資本、自然資源不是無限供給的，推動着中國過去三十六年高速增長的高投入、高增長的發展方式顯然已經不可持續。這意味着，中國必須要通過科學技術進步、人力資本積累、產業結構升級來實現經濟發展方式的轉變。但是，這個發展方式轉變的過程卻是長期的和艱難的。因此，在這段時間內，中國的經濟發展速度將有所下降。中國將告別9%左右國內生產總值年增長率那樣的高速發展時代，進入到一個如6%左右國內生產總值年增長率這樣的中速發展時代。

如果從短期因素分析，雖然美國經濟緩慢復蘇，但歐洲國家和日本的經濟仍然不景氣，使中國出口受到不利影響，2015年出口總額與2014年相比下降1.8%。由於經濟增長速度放緩，雖然中國固定資產投資實際增長率達到12%，但與2014年相比仍降低了2.9個百分點。^③另外，中國的部分傳統產業產能過剩情況嚴重，三、四綫城市的房產庫存增加，商業銀行壞賬率上升。在這種宏觀經濟情況下，外國對中國的直接投資和證券投資有可能相對減少，資本有可能繼續呈現外流狀態，從而對人民幣匯率形成貶值壓力。

第二，從外匯市場來看，首先，美國經濟情況好於其他主要發達國家，美元匯率的堅挺可能還會延續一段時間。日元近年來對美元匯率一直貶值，而且貶值幅度很大，儘管近期日元對美元匯率有所回升。英鎊對美元匯率一直保持相對穩定狀態，但是歐元對美元匯率繼續貶值。從2014年10月30日到2016年1月30日，歐元對美元貶值幅度達到16.58%。^④在這種情況下，人民幣對美元匯率存在貶值壓力。其次，人們仍然存在着人民幣對美元匯率貶值的預期，個人購匯的意願較強，企業和機構結匯意願較弱和購匯意願較強，結售匯逆差和涉外外匯收付款逆差估計繼續存在。再次，境外機構投機者在未來的一段時間裏對人民幣匯率仍然會採取“做空”的方法，他們會選擇一些合適的時機拋售人民幣買進美元賭人民幣匯率貶值。在這樣的情況下，人民幣對美元匯率存在貶值壓力。

① “美元人民幣匯率”，新浪網（<http://finance.sina.com.cn>）。

② 朱凱：“索羅斯爲什麼要公佈‘做空’？”，《證券時報》2016-01-30。

③ 中國國家統計局：“2015年國民經濟運行穩中有進、穩中有好”，國家統計局網（<http://www.stats.gov.cn/>）2016-01-19。

④ Board of Governors of Federal Reserve System, Foreign Exchange Rate, <http://www.federalreserve.gov>

正是宏觀經濟和外匯市場兩個因素，在未來一段時間裏，人民幣對美元匯率有可能繼續發生一定幅度的貶值；然而，也正是宏觀經濟和外匯市場兩個因素，發生人民幣對美元匯率大幅度貶值的可能性較低。

第一，從宏觀經濟來說，索羅斯所說的中國經濟“硬著陸”的情況並不存在。一方面，在消費需求、投資需求、出口需求這拉動中國國內生產總值增長的“三駕馬車”中，雖然2015年的出口需求負增長，投資需求也相對下降，但消費需求起到了重要的穩定作用——2015年，社會消費品零售總額實際增長率達到10.6%。2016年，中國的消費需求仍將穩定增長，中國的出口狀況隨着世界經濟的復蘇將會有所改善。另一方面，儘管中國部分低端的勞動密集型產業處於被淘汰或者轉移的狀態，部分傳統產業出現產能過剩的情況，但新興產業卻在蓬勃發展。2015年，中國航空、航天及設備製造業增加值增長26.2%，電子及通信設備製造業增加值增長12.7%，信息化學品製造業增加值增長10.6%，醫藥製造業增加值增長9.9%。^①中國宏觀經濟的穩定為人民幣匯率的穩定奠定了經濟基礎。

第二，從外匯市場來看，首先，中國的對外貿易仍然是順差。據中國外匯管理局的統計，2015年，中國國際收支口徑的國際貨物和服務貿易收入23743億美元，支出20048億美元，順差3695億美元。^②對於發展中國家來說，由於資本流動飄忽不定，決定它們貨幣匯率變化的基本和主要因素是經常項目，部分發展中國家正是因為經常項目出現嚴重逆差而爆發貨幣危機的。中國對外貿易順差在外匯收支方面為人民幣匯率的穩定奠定了基礎。

其次，2015年中國的外匯儲備減少5127億美元，這似乎是一個驚人的數字，接近於2015年處於世界外匯儲備第三位的沙特阿拉伯的全部外匯儲備。但仔細分析可以發現，其中有1017億美元是由於別的儲備貨幣對美元匯率貶值而外匯儲備又以美元計算所出現的計算上的減值，有433億美元是居民和企業的外匯存款即居民和企業將部分人民幣存款轉變為美元存款，有1024億美元是境內外匯銀行出於業務的需要增持外匯。另外，企業的對外債務餘額減少了1006億美元。^③中國黃金儲備增加了2277萬盎司。^④這就是說，中國減少的外匯儲備部分流到中國的居民手中以及轉化為黃金儲備，實際上流到非居民手中的外匯儲備遠遠沒有所減少的外匯儲備多。

再次，到2015年9月末，中國有15300億美元的外債，這從絕對數來看是一個巨大的數字。但是，在這些外債中，有47%是人民幣的外債。另外，有5063億美元為中長期外債；在短期外債中，近50%是貿易信貸。況且，到2015年末，中國的外匯儲備還有33000億美元。^⑤部分發展中國家是因為沒有足夠的外匯償還外債而導致本幣匯率大幅度貶值，而中國根本不存在這種情況。

三 人民幣匯率的制度選擇

在中國對外經濟不斷發展、人民幣走向國際化的情況下，人民幣匯率上下波動將成為常態，沒有必要對人民幣兌美元匯率貶值感到驚慌，也沒有必要人為地維持人民幣匯率的堅挺。中國政府面臨的主要問題是，如何應對國際資本的投機性衝擊，以防止人民幣匯率恐慌性的暴跌。

早在1953年，英國經濟學家米德（J. E. Meade, 1907—1995）在他所著的《國際收支》一書中就討論了短期資本大規模流動問題，即所謂的“熱幣”問題。按照米德的分析，這種“熱幣”問題可能產生於人們預期該國的貨幣將會降值，或者該國的社會發生動盪，或者該國對資本徵稅，或者該國發生戰爭等。他認為，要對付“熱幣”外逃的問題，可以採用下述三種方法：第一，讓價格機制發揮調節作用；第二，實行外匯管制以阻止資本外逃；第三，使用外匯儲備來抑制投機。在這裏，所謂價格機制的調節，指的是保持匯率變化的彈性。

① 中國國家統計局：“2015年國民經濟運行穩中有進、穩中有好”，國家統計局網2016-01-19。

② 中國國家外匯管理局：“2015年12月我國國際貨物和服務貿易資料”，國家外匯管理局網（<http://www.safe.gov.cn>）2016-01-29。

③⑤ 中國國家外匯管理局：“新聞發言人就2015年外匯收支形勢答記者問”，國家外匯管理局網2016-01-21。

④ 中國人民銀行：“黃金和外匯儲備”，中國人民銀行網（<http://www.pbc.gov.cn>）。

在米德看來，採用第一種方法的結果在不同的匯率制度下有所不同。如果實行自由的浮動匯率制度，該國貨幣匯率將迅速降值，但從匯率降值到貿易出現盈餘需要一段時間，該國貨幣匯率要大幅度地降值纔能使貿易產生足夠的盈餘，貿易條件將發生不利於該國的變化，該國生活水平會下降。如果實行可調整的釘住匯率制度，貨幣管理當局將不得不用外匯買進該國貨幣。在釘住匯率終究要調整的情況下，投機者將獲得利潤而貨幣管理當局將遭受損失。另外，釘住匯率向下調整同樣使該國的貿易條件發生不利的變化，該國的生活水平同樣會出現下降。米德提出，如果採用第二種方法，可以避免第一種方法的弊端，但它需要設立龐大的管理體系對該國的所有國際收支進行管理，因而需要耗費較高的社會成本。這樣，第三種反投機的方法成爲最好的解決方法。但是，這取決於這個國家的外匯儲備。假如這個國家沒有足夠的外匯儲備，就祇有求助於外匯管制。^①

從中國的現實出發，首先應該考慮的，是米德的第一種方法。在人民幣走向國際化的條件下，人民幣匯率必須具有彈性，讓人民幣匯率發揮價格機制的的作用。一種貨幣匯率嚴重高估，將會導致短期資本賣出外匯買進該貨幣的投機性衝擊；一種貨幣匯率嚴重低估，將會導致短期資本賣出該貨幣買進外匯的投機性衝擊，從而導致外匯市場的動盪。如果人民幣匯率具有彈性，不斷地根據國際收支和外匯交易的情況頻繁進行調整，就不會出現人民幣匯率高估和低估的情況。如果機構投機者蓄意狙擊，貨幣管理當局反擊的成功概率就比較高。

自20世紀90年代以來，世界上有多個國家發生過短期資本流動的投機性衝擊，如1992年的英鎊危機，1997年的泰銖危機等等，原因均在於，這些國家貨幣的匯率缺乏彈性。在這些國家貨幣匯率應該調整而不能調整的情況下，隱藏的問題逐漸積累到比較嚴重的程度，終於爆發了國際資本的投機性衝擊，導致這些國家爆發貨幣危機。

長期以來，中國一直實行的是人民幣參考美元定價的匯率制度。2005年7月，中國政府對人民幣匯率制度進行改革，實行參考一籃子貨幣定價的匯率制度。但是，從人民幣與美元匯率的實際表現來看，在2008年美國金融危機激化以後，中國政府仍然採用參考美元定價的匯率制度。在美國金融危機對中國經濟的衝擊減弱以後，中國政府又恢復了參考一籃子貨幣定價的匯率制度。近幾年來，中國政府還是實行參考美元定價的匯率制度。在美元對各種國際儲備貨幣匯率升值的情況下，人民幣對美元匯率依然保持穩定就是例證。

在一個國家對外經濟活動規模不大的時候，參考一種貨幣或一組貨幣確定本幣匯率是合理的。但是，由於本國經濟的變化與所參考貨幣的某一個國家或某一組國家的經濟變化是不同步的，如果本幣匯率不能及時地根據外匯市場的實際情況進行調整，從而出現高估或低估的情況，很容易遭受國際資本的投機型衝擊。中國在2015年8月10日所出現的人民幣匯率波動，實際上說明當時人民幣匯率已經處於高估狀態。

根據中國經濟的現狀，比較適宜的人民幣匯率定價方式是國際貨幣基金組織的列舉的九種匯率安排中的第八種形式：管理浮動的匯率安排。按照國際貨幣基金組織2007年公佈的匯率安排劃分方法，“管理浮動”（Managed Floating）匯率安排的特徵是：匯率主要由市場決定，貨幣管理當局沒有按照某種特定的匯率變化路徑或者某個特定的匯率目標來影響匯率。^②

後來，國際貨幣基金組織的哈伯梅勒（Kar habermeier）等人對管理浮動匯率安排又作了更爲具體的描述：匯率主要由市場決定，不存在着可確定或可預測的匯率變化路徑。對外匯市場的干預可以是直接的也可以是間接的，但這種干預主要是緩和匯率的變化幅度和防止匯率過度波動。如果利用政策將匯率確定在某種特定的水平上，則是與這種匯率安排不相容的。對匯率進行管理的指標體系是廣泛的和可判斷的，如國際收支狀況、外匯儲備、平行市場的發展等等。管理

① [英]詹姆斯·米德：《國際收支》（北京：首都經濟貿易大學出版社，2001），李神譯，第356—361頁。

② IMF Review of Exchange Arrangements Restrictions and Controls, prepared by Monetary and Capital Markets Department, November 27 2007, 9

浮動的匯率安排會或多或少出現匯率的動盪，這取決於對經濟造成影響的衝擊力的大小。^①

選擇管理浮動匯率安排的好處有三：一是人民幣匯率採取了自主定價的方式，既不參考美元定價，也不參考一籃子貨幣定價，從此告別依賴某一種或某一組貨幣定價的歷史，為人民幣走向國際化奠定匯率制度的基礎。二是管理浮動匯率安排是一種具有彈性的匯率制度，它可以不斷地根據外匯市場的情況進行調整，從而避免本幣匯率高估和低估風險的積累。另外，彈性的匯率制度意味着匯率的變化是雙向的，這本身對外匯投機起到一定的抑制作用。三是管理浮動匯率安排與中國現行的匯率安排比較接近，實行匯率安排轉換的成本和風險不大。

中國政府可以通過下述措施實現向管理浮動匯率制度轉變：

第一，由中國人民銀行公開發佈公告，明確取消一籃子貨幣加權平均值的參考目標，實行管理浮動的匯率安排。人民幣匯率主要由外匯市場的需求和供給決定，貨幣管理當局將減少對外匯市場的干預。貨幣管理當局對外匯市場調節不是使人民幣匯率保持在某一個水平，而是致力於緩和人民幣匯率的過度波動。

第二，實行管理浮動匯率安排並不排斥貨幣管理當局通過各種直接或間接的手段對外匯市場進行干預。國際上通行的直接干預手段是貨幣管理當局通過在外匯市場買賣外匯來影響外匯的供求，通行的間接干預手段是貨幣管理當局通過利率的變化、外匯管制的調整、對外匯交易商進行道義上的勸告等方法去影響外匯市場。中國貨幣管理當局仍然可以採用這些直接和間接的干預手段，來保持人民幣匯率的相對穩定。

四 人民幣匯率的政策選擇

有效應對國際資本的投機性衝擊，既要推進人民幣匯率制度的改革，還要運用其他的政策措施去應付或解決人民幣匯率可能發生的問題。

總結各國關於防止國際資本投機性衝擊的措施，主要有下述五種類型：一是要求流入的資本繳納不付利息的準備金並將準備金存放在中央銀行。二是對短期資本交易徵稅或收費。三是限制短期外匯信貸或持有外匯頭寸的規模。四是經過中央銀行批准，纔能進行某種類型的匯率交易或金融資產交易。五是對某些類型的金融資產交易提出最低持有期限的要求。目前，中國外匯管理部門正在研究是否徵收“托賓稅”的問題。中國外匯管理局局長易綱在一篇題為“外匯管理改革開放的方向”的論文中指出：“深入研究推出‘托賓稅’、無息存款準備金、外匯交易手續費等價格調節手段，抑制短期投機套利資金流流出入。”^②關於這一問題，筆者則有着不同的看法。

所謂“托賓稅”，指的是美國經濟學者托賓（J. Tobin, 1918—2002）提出的用稅收的方式來限制大規模短期資本流動的主張。1972年，托賓在普林斯頓大學“詹尼維講座”（Janeway Lecture）上首次提出，應該對外匯交易徵稅。同年，他在《十年來的新經濟學》一書中重申了這種看法。他認為，由於各國的商品市場、勞動力市場、資本市場、財政政策存在差異，各國貨幣政策的效果受到金融市場日益國際化的影響。為了維護各國貨幣政策的自主權，應該在歐洲美元市場的流通渠道中撒一些沙子。撒沙子的方法之一是實現徹底的浮動匯率制度，或者可以根據情況調整匯率平價以及擴大貨幣管理當局干預匯率的範圍，以增加匯率投機的風險。撒沙子的方法之二是對即期外匯交易徵收如1%的各國認可的統一稅。對外匯交易徵稅增加了短期資本流動的成本，從而有助於抑制短期資本的流動。例如，對於投資3個月期限的英國國庫券的美國投資者來說，如果他在3個月後需要美元，那麼他將美元兌換為英鎊並購買英國國庫券要支付1%的稅，在3個月後又將英鎊兌換回美元還要支付1%的稅。這樣，與投資美國國庫券相比，該投

① Kar habermeier, “Revised System for the Classifications of Exchange Rate Arrangements”, *IMF Working Paper Wp/09/211*, September 21 2009, 14

② 易綱：“外匯管理改革開放的方向”，《中國金融》19（2015）。

資者需要多支付2%的稅，也就是多支付2個百分點的成本，按年率計算就是多支付8個百分點的成本。^①托賓建議徵收的這個稅種，後來被稱為“托賓稅”。

由於“托賓稅”是按外匯交易次數來徵收的，如果人們要進行套利，必須要有足夠大的利差，否則便無利可圖。例如，假定不考慮交易費用，國內年利率為4%、“托賓稅”為1%，套利所需要的利差將投資期限的縮短而增加：當投資期限為1個月時，國外年利率必須高於28%；當投資期限為3個月時，國外年利率必須高於12%；當投資期限為6個月時，國外年利率必須高於8%；當投資期限為1年時，國外年利率必須高於6%。

20世紀90年代以來頻繁發生的金融危機，使人們對“托賓稅”產生濃厚的興趣，對“托賓稅”的討論多了起來。1995年，美國經濟學家艾琛格林(B. Eichengreen)、托賓和威普羅茨(C. Wypbsz)再次主張，對外匯交易和跨境短期銀行貸款徵稅。他們認為，對短期資本流動徵稅，既可以減少國際資本流動對國內貨幣政策的影響，增強政府實行貨幣政策的自主權；也可以增加衝擊固定匯率制度的投機成本，降低發生投機性衝擊的可能性；還可以使投資者更加重視長期的投資，而不是短期的投機。^②

然而，中國的國情不同於美國，如果徵收“托賓稅”，將會額外增加交易成本、經營成本和社會成本。首先，在實際的外匯交易中，很難區分某項外匯交易是貿易和投資性質的交易還是套匯和套利性質的交易，如果統一對外匯交易徵收賦稅，必將額外增加外匯交易者的成本。其次，目前，中國正處在經歷艱難的經濟發展方式的轉變時期，供給側改革的任務是降低企業的經營成本，而徵收“托賓稅”無疑會提高中國企業的經營成本。再次，如果要對外匯交易進行逐項甄別，對套匯和套利性質的外匯交易徵收賦稅，必然要付出高昂的社會成本。其實，雖然中國在不斷地放寬外匯管制，但中國還是一個外匯管制的國家，完全可以從嚴格外匯管制的措施方面抑制套匯和套利的行爲。

面對着已經發生和即將發生的對人民幣匯率的投機性衝擊，中國貨幣管理當局需要注意下述問題：

第一，當前的人民幣匯率是不是接近均衡的匯率？歷史經驗和教訓表明，在經濟國際化的條件下，要守住一種高估的匯率幾乎是不可能的。一旦遭遇國際資本的投機性衝擊，在造成高額的外匯儲備流失以後，該國貨幣匯率仍然要貶值。難解的問題是：如何去判斷人民幣匯率是否高估？當然，由政府 and 學者進行判斷是困難的，所以應該交由市場來判斷，這就是爲什麼筆者一再主張實行彈性的匯率制度的原因。如果目前人民幣匯率處在高估狀態，就應該讓人民幣匯率發生一定幅度的貶值，來釋放人民幣匯率高估帶來的壓力。很顯然，國際機構投機者攻擊一種高估的貨幣匯率成功概率會很高，但攻擊一種接近均衡的貨幣匯率失敗的概率也很高。

第二，貨幣管理當局選擇什麼樣的時機干預外匯市場？人民幣匯率遭受到國際投機者的衝擊的情況下，在短時間裏人民幣供給增加需求減少，人民幣匯率將趨向貶值。在這種情況下，中國貨幣管理當局的責任是，維持人民幣匯率的相對穩定而不是絕對穩定。在現階段，人民幣匯率一定幅度的貶值對中國來說是利大於弊的。一種貨幣貶值弊端之一是增加了原油和原材料進口的成本，但目前原油和進口原材料價格低迷，這種效應不大。一種貨幣貶值弊端之二是增加了企業以美元計價的對外債務的負擔，但目前中國的外債47%是人民幣計價的外債，人民幣匯率貶值反而有助於促進中國的出口。況且，第三輪的人民幣匯率貶值祇貶值了1.36%，完全可以讓人民幣匯率貶值一定幅度以後再進行干預。筆者理解，當時離岸和在岸人民幣匯率出現了很大的差異，中國貨幣管理當局可能擔心形成人民幣匯率貶值的強烈預期，但問題是，干預以後就可以消除這種預期嗎？

第三，貨幣管理當局選擇什麼手段干預外匯市場？從手段的角度分析，中國貨幣管理當局採

① [美]詹姆斯·托賓：《十年來的新經濟學》（北京：商務印書館，1980），鍾淦恩譯，第80—88頁。

② B. Eichengreen, J. Tobin and C. Wypbsz, “Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance”, *Economic Journal* 105 (1995) :162-172.

取的手段是適宜的。首先，中國貨幣管理當局加大了對“地下錢莊”的查處力度。長期以來，“地下錢莊”是資本流入和流出中國大陸海關關境的重要通道，嚴查“地下錢莊”有助於減少離岸市場“做空”人民幣匯率的資金來源。其次，中國貨幣管理當局在2016年1月18日決定對境外金融機構在境內金融機構存放的人民幣存款執行正常的準備金比率要求，這將會收縮境外人民幣的供給。境外機構投機者要“做空”人民幣匯率，通常是要以各種方式取得人民幣貸款。雖然中國貨幣管理當局在這個時候這樣做是否必要可以討論，但類似這樣收縮境外人民幣供給的手段在反投機的過程中是需要的。再次，中國貨幣管理當局在離岸市場賣出美元買進人民幣以穩定人民幣匯率。這樣做是否為時過早可以討論，但類似的干預外匯市場的手段是需要的。如果遭受到境外機構投機者大規模衝擊，為了防止外匯儲備的流失，就應該採用嚴格外匯管制的手段了。

人民幣已經走向國際化，這是一個不可逆的過程。但由於中國還是一個發展中國家，因此，在人民幣國際化的過程中，中國政府還需要在不同程度上保持對外匯的管制，以防止國際資本投機性衝擊對中國經濟造成破壞性影響。

《南國學術》簡介

《南國學術》是由澳門大學出版，以“大人文、跨學科、超界域”為發稿理念的綜合性人文社會科學學術理論期刊，每三個月推出一期。在文章側重上，既探討全球問題、區域問題，也探討中國問題；在以全球視角看東方和中國的同時，還以東方視角關注世界問題。主要欄目有：

1. “與名家面對面”。對話性欄目。從世界、亞洲、中國三個維度對所熟悉的學科或相關學科存在的問題和解決之道暢所欲言。提問者與學術名家不是採訪式的一問一答，而是就雙方所感興趣的學術話題進行交流和探討；觀點既可以相同，也可以不同，甚至可以相互批評。目的在於，通過對話這種形式，做成一篇對話體的學術論文。

2. “前沿聚焦”。跨學科性欄目。以精闢的文字、敏銳的視角，對世界、亞洲、中國的人文社會科學熱點問題、前沿問題發表一得之見，展開深度討論。在形式上，注重以專題性筆談和綜合性論文相結合。

3. “時代問題論爭”。跨學科性欄目。針對當代一些重大學術問題，或者百年來懸而未決的問題，通過學者與學者間的對話、批評者與被批評者之間的交鋒，在活躍學術氣氛的同時，使讀者對一些相關問題產生興趣、開闊視野。在形式上，注重以專題性筆談和綜合性論文相結合。

4. “東西文明對話”。跨學科性欄目。以刊發海內外學者對東方與西方、東方與東方、西方與西方之間文化和文明交流研究所取得的最新成果為紐帶，搭建起中外學術交流、對話的橋梁，實現海內外學術研究成果的合作與共享。在形式上，以專題性筆談和綜合性論文相結合。

5. “思想者沙龍”。綜合性欄目。對世界、亞洲、中國人文社會科學各學科的基礎理論問題進行正本清源的梳理和闡釋，以期探索新領域，發掘新資料，建構新體系。在形式上，以綜合性論文為主。

6. “大家講演錄”。實錄性欄目。刊發受邀到各大學、各學術機構作學術講演的知名學者的講演稿。儘量保持講演人的原汁原味，使讀者感受當時的氣氛。

7. “獨家評論”。書評性欄目。在學理層面、學術史意義上對所評論的著作作出合理定位，指出它的進步與不足，為讀者更深刻地理解某一著作提供幫助；不“捧”不“罵”，言之有物。

8. “域外傳真”。綜述性欄目。包括專題研究綜述、學術思潮綜述、重要學術研討會綜述、對國外學術期刊專欄文章的評述等。通過“述”與“評”相結合的形式，定期向中國學術界傳遞域外的最新學術動向、學術思潮、學術流派，促使中國學者與海外學者在學術研究上保持同步並有效互動。文章追求“即時”與“速遞”。