

## 自由兑换后人民币汇率真实水平探讨

沈艺峰

人民币能否实行自由兑换，近期来一直是我国学术界和金融界探讨的重点课题之一。现在具有实际意义的问题是：如果近期内实行自由兑换，人民币是否会随之有一个较大幅度的贬值。最近国内外金融学术界和实业界的流行看法是：实行自由兑换后，人民币必然要在一个更大的幅度上贬值。论据是：第一，虽然人民币官方汇率近半年来波动不大，但官方汇率不能反映人民币的真实价格。代表人民币真实汇价水平的是人民币外汇调剂价，而人民币外汇调剂价从1988年以来，特别是在近半年，一直下跌。这种强烈的反差对比表明人民币的真实价值一直在下跌。人民币实行自由兑换后，这种贬值的速度只可能加快。第二，目前人民币贬值的潜在压力很大。从货币供应量来看，92年我国货币供应总量增多，狭义货币和广义货币，即M<sub>1</sub>和M<sub>2</sub>的增长幅度分别达到30%和28%，远远高于经济增长率和物价上涨率之和。从物价水平来看，今年我国物价水平明显上涨，大中城市平均上涨幅度为11%，而全国平均上涨水平也有8%。从国家财政赤字来看，在过去13年间，我国连续有12个财政赤字年。上述这些因素在今年一段时间内会带来明显的时滞效应，导致人民币实际购买力的下降，再加上人们近几年来形成的保值心理，一旦实行人民币自由兑换，人民币必将会在一个大幅度上贬值。这一贬值的度会有多大，目前实业界和学术界比较统一的看法是：以美元现汇兑人民币为例，会在1美元兑12—15元人民币之间。

实行自由兑换后，人民币汇率果真会滑向1:15的汇价水平吗？人民币汇率的真实水平到底在那一个价位上。笔者认为有必要再考虑以下几个问题：

储蓄。而在有些情况下国家增发了纸币，却可以没有积累，储蓄则依然增长。

但是，是不是说纸币价值形式下储蓄的作用就没有了呢？这倒未必。

首先，储蓄是国家稳定通货的手段。其次，储蓄是国家再分配社会资源的手段。第三，储蓄是商业银行信贷资金的来源。第四，储蓄是企业筹资积累的手段。第五，储蓄是个人调节消费，抵制通货膨胀的手段。

总之，储蓄对国家、银行、企业、居民个人均有意义，似乎毋庸置疑。但是，这里需要强调的是：在纸币价值形式下储蓄表现的不再是资金积聚，而是价值索取权的积聚。因此，储蓄的作用可以归纳为两点：1.给各个经济主体提供了再分配社会资源的手段。谁动员到储蓄（不论以什么方式），谁就有了向社会索取资源的权利。2.国家动员储蓄的另一目的是为了稳定通货。中央银行在货币发行过度时不允许专业银行存贷挂钩就是明证。

过去我们把储蓄美化为“把消费基金转化为生产基金”，细细想来，着实有点荒唐。因为储蓄是国家的负债，储蓄的非国家使用均是向国家追索债务的表现，是与国家争投资、争资源的“罪恶”行为。因此，国家必须垄断储蓄资源，储蓄的动员和使用必须按国家指令办，储蓄分流与证券市场的发展必须在国家计划指导下进行。那种认为发展证券市场可以增加社会资金积聚总量的理论是值得怀疑的。

（作者单位：上海财经大学）（责任编辑：王志）

## 反论一：人民币汇率只能由市场供求关系来决定

从根本上说，一国汇率是由外汇市场的供求关系所决定，而外汇市场的供求关系归根到底又是由一国在一定时期内的进出口贸易和资本收支所决定的。就我国近几年国际收支的状况来看，我国对外汇的经济性需求并没有超过我国外汇的可供程度。其次，出口换汇成本是影响我国人民币确定的主要因素，人民币几次较大幅度的下调都是为了缓和人民币币值高估的影响。以解决贸易部门由于出口换汇成本的不断提高而造成的出口亏损问题。但据笔者最近对厦门155家外贸企业的调查，目前企业平均出口换汇成本为6.2，已经相对低于外汇市场的调剂价。因此，目前国内的外汇调剂价已经基本上说明了人民币的真实价值水平，不存在人民币币值高估的问题。因此，从外汇市场供求关系的角度来看，人民币汇率不可能偏离由市场供求关系决定的价值基础而再大幅度下调。

## 反论二：汇率是两国货币之间的交换比率

汇率是两国货币之间的交换比率，人民币汇率既要受到中国，也要受到其它国家，例如美国经济发展情况的双重制约。在近一个时期内，虽然我国通货膨胀的压力增大，但美国的通货膨胀也以平均每年4.28%的速度在增长。根据卡塞尔的购买力平价学说，两国的均衡汇率应取决于两国物价水平或通货膨胀程度，据笔者对中国和美国过去十年间统计数字的测算，人民币与美元的均衡汇率按相对形式的购买力平价模型应为：

$$\text{dlog}(\text{SR}) = 0.1759 - 2.1843 \times [(\text{dlog}(\text{pd}) - \text{dlog}(\text{pf}))]$$

其中：SR = 人民币与美元汇率，pd = 我国通货膨胀率，pf = 美国通货膨胀率。1988至1991年我国平均通货膨胀增长率为11.575%，美国平均通货膨胀增长率为4.2%，则按上述模型计算，人民币与美元的均衡汇率应为：1: 7.9753。现在的人民币外汇调剂价基本上符合这一均衡汇率。它真实的反映了两国通货膨胀水平。另一方面，一国货币对另一国货币的比价，归结到底取决于两国经济发展的情况。美国经济在克林顿政府大幅度削减赤字的新经济政策的推动下不易有强劲的增长。相比之下，中国经济是以每年6%—9%的速度在高速增长。两国的经济增长情况将最终决定两国货币购买力的对比。而目前人民币下跌的压力并非由于经济上的原因，而是人们的的汇兑心理在起作用。

## 反论三：外汇倾销的不可能性

人民币的贬值幅度，以美元现汇兑人民币为例，如果按照现在流行的说法，在实行自由兑换后，会大幅度跌到1:15，则按官方汇率，人民币贬值幅度为163%，按外汇调剂价算，贬值幅度也在66%左右，大大超过我国通货膨胀的程度。依照外汇倾销的定义，如果一国利用外汇汇率上涨与国内通货膨胀率不一致有意识地提高外汇汇率，使其上涨的幅度快于并大于国内物价的上涨幅度，则被认为是实行外汇倾销。尽管外汇倾销是发展中国家扩大出口的策略之一，但实行外汇倾销难免会遭致国际上的反对和报复。就我国目前正积极重返关贸总协定的立场和现在的国际贸易环境来说，决不可能采取这种政策。从另一方面考虑，如此大幅度的贬值，势必影响人民币的声誉，加速国内的通货膨胀水平。从政策制定者的角度来说，中央银行也必然会采取强有力措施保卫人民币币值。

结论：虽然由于目前人民币官方汇率明显偏离外汇调剂价，自由兑换后，人民币实行统一的汇率，人民币的官方汇率会向外汇调剂价靠拢，由此将形成人民币在一定程度上的名义贬值。但由于外汇调剂市场供求关系所决定的外汇调剂价已经基本上说明了人民币的真实价位。没有理由认为一旦近期内实行自由兑换，人民币的实际币值就一定大幅度贬值，甚至滑到1美元兑15人民币元的价位上。

（作者单位：厦门大学经济学院工商管理教学中心）（责任编辑：吴颖）