

#1 周其仁「汇率评论」笔记

汇率评论之一：口水能定汇率吗？

- 汇率者，货币间的市场之价也。譬如近来又吵得沸沸扬扬的人民币汇率，无非就是多少人民币换一美元的市价问题。
- 汇率并不是通过打口水仗来决定的，而是在每个平常交易日的早上9点15分，由“中国人民银行授权中国外汇交易中心公布”的“银行间外汇市场”上的那个“美元对人民币汇率的中间价”。

汇率评论之二：形成人民币汇率的市场特征

- 1994 年之前中国有个外汇交易，但没有统一市场。所以只能通过「计划轨」，就是按政府的官方牌价结汇（以 5 元人民币兑换 1 美元）。主要是因为政府创汇能力不足，所以希望以少量人民币够的外汇。所以企业和个人相当不积极。
- 所以政府必然寻求另外的方法，推出了「外汇留成」制度，即允许创汇企业留下一个比例（20%）的外汇自用，并可以把这部分留成的外汇，拿到“外汇调剂中心”去，看有没有谁的出价比官方外汇牌价更高。市场中的外汇需求必然旺盛，价格更加真实，必然拉高。
- 「外汇双轨制」应运而生，牌价外汇 5 元多兑换 1 美元，调剂中心的可以 8 元、9 元、甚至 10 元兑 1 美元！后者才是市场。
- 到 1993 年中国第一次汇改前夜，中国全部外汇的 80% 来自调剂中心即市场轨，仅有 20% 来自计划轨。此后两个制度合并成统一的「中国外汇交易中心」，位于上海外滩中山北一路 15 号，曾经的华俄道胜银行旧址。今天的人民币汇率，是在外汇交易中心这个市场上形成的。

中国外汇交易中心的特点

- 中国外汇交易中心是一个仅仅设在中国的市场，在世界其他地方别无分店。
 - 美元在美国境内和境外都支持买卖交易。
 - 人民币的交易则仅限制在中国，在中国境外不允许买卖人民币。
 - 香港是个例外。在这个全球第五大外汇市场上，自 2003 年以后是可以合法买到一些人民币的。
(所以香港就没有很高的关于人民币汇率的呼声，因为在香港可通过对人民币的出价行为来表达)
- 中国外汇交易中心是一个交易所类型的市场，实行会员制。
 - 这些会员是在中国有权经营外汇的商业银行和其他金融组织，因此也成为「银行间外汇市场」。
(经中国人民银行和外汇管理局批准)

- 进入中国的外汇，必须先与会员「结汇」，然后会员在市场里竞价各自持有的外汇头寸。
- 在这些会员当中，有一个超级会员，就是主管中国外汇市场的「央行」和「外汇管理局」。
- 央行不但是日益成长的中国外汇市场上的最后买家，而且在事实上购入了进入中国外汇的绝大部分。
- 2 亿美元的「中国国家外汇储备」，其实全部是由央行购入的外汇。
- 因此「央行」在掌控发行人民币的同时，必然就可以决定在当今市场中的「人民币汇率」。

汇率评论之三：央行购汇的支付手段

- 迄今为止进入中国的绝大多数外汇，都是由央行购得、然后转为中国的国家外汇储备。
- 因为央行出价最高，所以市场里的其他会员，很乐意把从企业与个人那里购得的外汇，卖给央行。
- 如果央行为了大手购汇而发行过多的货币，那么天下持币人的债权权益就受到侵害，因为货币贬值了。
- 央行发行货币的大权必然受到特别的约束，引《人民银行法》在授权央行发行货币之前，规定了央行全部活动的目标，是「保持货币币值的稳定，以此促进经济增长」（第三条）。

除了增发货币外，央行购汇的其他手段

- 要求银行业金融机构按照规定的比例交存存款准备金，通过准备金来购汇。
(当央行用这笔钱购汇后，钱又从市场到商业银行，又部分成为了准备金。。。)
- 另一个手段，是「确定中央银行基准利率」。如加息后，诱使商业银行会高于法定准备金标准提供「超额准备金」存入央行，也构成央行购汇的支付手段。
- 央行还有一道杀手锏，这就是 2002 年以后才越用越多的「发央票回收流动性」，即央行对金融机构的短期债券。
- 增发货币养老虎，提高准备金率和加息收老虎，央行大手购汇又放虎归山。循环反复，中国经济里的货币存量就越滚越大。

汇率评论之四：央行负债的经济性质

- 2009 年 12 月为例：央行的总资产为 22.7530 万亿人民币，而央行的「自有资金」仅为 219.75 亿人民币。这就是说，每 1000 元央行的资产，有 999 元以上来自于负债。
- 央行的自有资金就算全部来自于财政拨款，也不过区区 200 多亿人民币。
- 为什么央行有如此之高的负债率，却依然安然无恙？央行是政府开的，只要财政可靠，央行的资产负债就无需大家操心。
- 央行负债的最大头——「储备货币」，也就是「基础货币」，主要来自于两方面：
 - 货币发行
 - 金融机构存款

- 像美联储和德国央行，至今还储备着全球为数可观的黄金，其实就是为他们货币的国家信用作保。没有多少黄金储备的央行，直接以国家权利作为发钞的抵押之物。
- 理论上，央行只要不降低法定准备金率，「金融机构存款」就可以锁定而无须归还。
- 央行总可以积淀下相当一笔无须归还的负债。再说了，实在到了非还不可的时候，央行反正还有增发货币的杀手锏。

汇率评论之五：如此辛苦为哪般

- 2009 年 12 月央行总资产 22.8 万亿人民币，其中最大项为外汇资产，达 17.5 万亿人民币（即 2.5 万亿美元），占 76.8%；加上货币黄金和其他，央行的国外资产达 18.5 万亿，占总资产的 81.1%，中国外汇储备天下第一。
- 央行不能不忙着举债，因为不扩大举债，央行就没有能力在外汇交易中心大手收购越来越多的进入中国的外汇。
- 央行很忙，因为要维持人民币币值的稳定。一方面发行货币导致人民币贬值，所以另一方面又需要忙着「回收流动性」，如发央票、增加法定准备金、提升利息等。

汇率评论之六：汇率稳定与币值稳定的纠葛

- 在历史上，各主要货币之间由币值都稳定而带来的汇率稳定，真的发生过。这就是 19 世纪到 20 世纪初的「黄金时代」，全世界主要国家都实行了货币的金本位制。
- 金本位的基石 — 政府和货币当局信守货币承诺，确保发行的货币可以平价兑换黄金 — 常常受到多种压力而动摇。
- 各主要货币的币值稳定是汇率稳定的前提和基础。币值稳定一旦动摇，汇率稳定也随之摇晃。这绝不是因为汇率稳定本身不重要、意义不伟大，而就是因为做不到。

汇率评论之七：守不住的固定汇率

- 固定汇率受不住的根本原因，是参与国家贸易来往的各国，受不住各自货币币值的稳定。更准确地说，是因为相关各国做不到同步维系币值的稳定。
- 19 世纪以英镑中心的金本位，二次大战后以美元为中心的布雷顿森林体系，都是因为这个同样的原因而撑不下去的。

汇率评论之八：固定汇率与浮动汇率之争

- 曾经的布雷顿森林体系 — 美元挂黄金、各国货币以固定汇率挂美元 — 似乎如日中天，但 1950 年弗里德曼发表的「浮动汇率论」却直指该体系的要害，即固定汇率会传递通胀，引发危机。
- 弗里德曼的结论很明白：货币稳定靠不住，所以非浮动汇率不可取。
- 从优势上看，一体化货币 > 浮动汇率 > 固定汇率，然后「一体化货币」并不现实。

汇率评论之九：当代庞统的连环策

- 固定汇率的劣根性在于，一旦被掩蔽的货币不稳定的本性发作，被固定汇率连为一体的经济，反而遭受更大的危机冲击。
- 以美元为锚的东亚货币政策，的确带来了曾经的「东亚发展奇迹」。但固定汇率也是造成 1997 年亚洲金融危机的重要因素之一。
- 亚洲金融危机过后的 10 年，全球金融危机来了。此次危机的爆发地点是美国，也就是那个为全球、亚洲与中国提供稳固的货币之锚的国家。
- 固定汇率主张就是当代的连环策。客观衡量，用固定汇率把多国货币连成一体，正如用铁环把多个摇晃的船只连成一体，当然有很多好处。问题是获取好处要不要付出代价，而更致命的问题是所有收益成本得以实现的关键约束条件。

汇率评论之十：这世界刮的是什么风

- 这世界刮的是财政赤字风。美国是全球经济规模最大的国家，其财政赤字总额也绝对是全球老大。
- 当今由美国、欧洲、日本组成的发达世界，政府统统超高额负债。
- 历史经验说，高额负债的国家因为承受不了缩减财赤的短期痛苦，很容易倾向通过货币贬值来“化解”政府债务。

（道理简单：货币币值的缩水可以直截了当地勾销公共债务）

- 这样，由货币控制带来的高额政府负债，反过来就以货币贬值威胁货币体系的稳定。19 世纪的金本位就是这样解体的，20 世纪以美元为本位的布雷顿森林体系也是这样动摇的。

汇率评论之十一：人民币不能以美元为锚

- 从中国这方面看，出口厂商都是花人民币购入生产要素，做成产品再以美元计价出口（这里略去其他国际结算货币不谈）。
- 美国那方面的情形不同。美国出口商花费的是美元成本，做出的产品也以美元计价出口，前后横竖都用一个货币。
- 假使全球的货币都以美元为锚，可美元本身又以什么为锚？
- 把美国比为海上的一艘超级巨轮，然后就想当然地主张，全球所有其他小舢板和大小船只，只要以固定汇率之钩挂住美国超级巨轮，就等于给所有货币找到了最可靠之锚？
- 一旦超级巨轮像当年的泰坦尼克号那样不幸触礁下沉，它还可能把本来还可以各自逃生的大船小船一股脑儿地拖到大洋的底部。
- 除非美元有可靠之锚，否则人民币不能以美元为锚。

汇率评论之十二：美元之锚的历史变化

- 历史上最可靠的美元之锚，是黄金与白银。
- 美元铸币响当地可靠，缺点是不那么方便。纸币应运而生
- 曾经美元本身的含金量就是货币之锚。由金币券和银币券构成的纸币，不过是政府和银行依凭储备

的金币银币开出的「借据」。

- 由于存款人或持票人分分秒秒可以凭票兑换贵金属，这些纸币也等于以黄金白银为锚。
- 大变化发生在1933年，美国在这一年废除了美元的金本位。
- 美国虽然没有卷入第一次世界大战，却因此成为欧洲黄金避险的安全地带，大量的黄金流入讽刺性地造成美国的高通胀，以及接踵而来严重的通缩，被拖进了经济大萧条。
- 至此，美国不再用黄金铸币，金币券也派不上用场。「法币」时代来临。美元成了货真价实的纸币，但此时美元钞票还守着一个法定的黄金市价。
- 可问题是，此时美国的黄金市场上早已空无一人，因为美国人民再不能合法地拥有、买卖黄金！美元之锚开始质变。
- 1944年的布雷顿森林协定，不过是把上述「以法定黄金市价为锚」的美元推向了世界。
- 但此后的美国发起了几次军事战争，巨额财赤超过了其收税的能力，所以还是得超发美元，以美元为中心的布雷顿森林体系寿终正寝。
- 至此，美元不但脱开了黄金之锚，也脱开了“承诺的黄金平价”之锚，真正变成「法定不可兑现货币」。

汇率评论之十三：以央行行长为锚的货币制度

- 布雷顿森林体系结束之后，沃尔克认为还要下大决心治理美国国内的通胀，祸害的源头还是美元超量供给。
- 这里的关键是，通胀不单是货币现象，而且还是公众的心理现象。人们预期未来还是高通胀，就会不断地以购买行为来保卫自己的财富，这样就使物价的持续上涨刺激更多的购买行为和更高的物价上涨。
- 所以有效办法就是升息，因为利息的提高等于增加了消费行为的机会成本。
- 沃尔克找到了破解困境的实际路径——美联储不再投票决定基准利率，转而直接制定美国货币供应量目标，然后经由市场过程，由货币供应量的变化决定利率的变化。
(这真是神来之笔：货币供应量当然决定着利率，美联储再也不需要为提升利率而直接面对政治紧张。)
- 「以央行行长为锚」——或以任何其他人为机制为锚——的货币制度，不但不是偏离理想货币体制的例外，反而集中而醒目地反映了人类寻找可靠货币之锚的全部困难。

汇率评论之十四：人民币当然要择善而从

- 人民币从来就没有以黄金为锚。早在人民币诞生前的13年，明清以来行之多年的银两加铜钱的传统货币，就被国民党政府的法币所取代。
- 随着国民党政府的垮台，人民政府接管了全国政权，也接管了中国大陆的货币发行权。回到金本位是不可能的了。
- 人民币是例外。没有黄金储备做后盾、纯粹的纸币、新生革命政权的国家信用——但是人民币从开始之日起，就选择走稳健货币的路线。人民币以什么为锚？
- 它的第一个「锚」就是历史教训。前朝国民党政府留下的货币教训，足以让新中国的货币掌门人铭记在心。只用两招就把问题解决了。这也是对付通胀和通胀预期最基本的功夫：一是严控货币投放，二是加大商品供应。
- 选锚之举为的是维系人民币的币值稳定，无论怎样打算盘，人民币应该择善而从。

汇率评论之十五：人民币盯美元的由来

- 人民币一动不动盯住美元，在两个历史时段发生过。第一时段是 1955 - 1970 年，15 年期间以 4.618 元兑 1 美元的汇率没有一分一毫的变动。这一阶段，表达了国家以低成本掌控稀缺外汇资源的政策意图。不过事与愿违，明显高估的人民币导致抑制外汇供给。
- 第二时段是 1998 - 2005 年，以几乎不变的汇率（8.27）持续了 7 年。这一阶段的结果，与其说是依据了哪派理论而设计出来的产物，不如说是一连串事件合成的结果。
- 具体讲，主要是三大事件：1993 年又一波高通胀和随之而来的通胀治理；1994 年中国第一波汇改；1997 年亚洲金融风暴。
- 1993 年中国的物价指数过 16%，1994 年冲到 24%，通胀来势汹汹。邓小平支持朱镕基下痛手治通胀。结果是三年之内物价指数降为 2.8%。
- 1994 年的另外一件大事，是完成两种汇率的并轨，前文也提到过。在统计上，1993 年人民币对美元之价为 5.76，1994 年为 8.61。
- 到 1997 年亚洲危机爆发，中国背黑锅，被说亚洲金融危机是人民币大幅贬值引起的。虽然与事实不符，中国却必须承担应对亚洲危机的大国责任。具体讲，就是承诺人民币不贬值。当时中国政府承诺了，也做到了。
- 于是我们就看到，从 1998 年起人民币对美元的汇率成为多年不变的平线一条。
- 因此，1998 年后人民币对美元汇率不变，既不是中国汇改的既定目标，也不是立法根除通胀为人民币主动选锚的结果，只是一个巧合。

汇率评论之十六：被动超发货币的教训

- 早先，政府因财政压力而超发货币，是法定货币时代通胀的根源。只是 1994 年全国人大通过、1995 年开始执行的《人民银行法》改变了这一局面。该法案明文限定，人民银行再也不得对政府财政透支。以后政府的财政需要，只能靠税收、靠发债、靠国有资源的收益，再也不能靠超发票子。
- 始料不及的是，主动超发货币之门被关上之后，又开了一个被动超发货币的口子。因为每年新增的国家外汇储备，全部是央行用基础货币买进来的。这是说，人民币汇率的形成机制，在事实上已经成为货币当局被动发行人民币的机制。
- 年度新增外汇储备的绝对量从 465 亿美元（2001）、742 亿美元（2002）、1168 亿美元（2003），直到 2066 亿美元（2004）；年增长率则分别跳到 28%、34%、40% 和 51%。这样的形势真叫好得受不了，因为由此形成的人民币供应压力远高出经济增长的需要，不是「货币超发」，还能是什么？
- 问题出现了，外贸赚回来的大量外汇，经过央行购汇之后，全部变成了留在国内的新增人民币，然而完全没有对应的商品可买，到底靠什么来平衡？

汇率评论之十七：出口导向带给国内的麻烦

- 这就是数目日益庞大的贸易顺差，给国内经济平衡带来了困难。每年中国大量商品净出口，但是生产这些商品所获得的货币收入，却留在了国内。
- 所有这些创造了净出口商品与劳务而挣得的收入，对国内市场究竟发生什么样的影响？讲过的，不是小数，而是每年以万亿为单位计算的大数。
- 过量货币追逐不够量的商品劳务的现象就可以被观察到，结果就是物价的普遍上涨——通胀是也。
- 剩下还有什么出路吗？那就增加储蓄吧。然而储蓄越多，市场货币与商品劳务之间的不匹配就越严重。
- 这不是什么深奥的学问：如果你我把钱存到银行，那银行是要把钱贷放出去才可以维持下去的。随

着存入-贷出次数的增加，更大量的货币被银行创造出来之时，就是过量货币追逐不足量商品的矛盾变得更为严重之际。

汇率评论之十八：水多了加面

- 中国这些年的经验说明，即使在法律上制止了主动超发票子，「被动超发」甚至可以造成更为严重的市场压力。
- 有什么出路吗？有的。这出路不是别的，就是将原本不在市场里、不受价格机制支配的资源，拉到市场里来，任由人们买来买去，由资源转化而成的商品就需要货币来流通了。
- 这些年市价波动出大状况的商品，诸如曾经的生猪、房地产和人工，还有蔬菜等等，多少都类似木头——造物主赋予它们很高的价值、需求上有空间、过去又从未趟入市场之河。这绝不是偶然的。

汇率评论十九：“货币深化”与改革的风风雨雨

- 19 世纪美国天文学家西蒙·纽康提出货币数量论： $MV=PQ$ ，变量含义如下：
 - 物价（P）
 - 商品与劳务量（Q）
 - 货币供应量（M）
 - 货币周转率（V）
- 经验验证了该论调在整体上的正确性。

汇率评论之二十一：货币老虎越养越大

- 2010 年 8 月份公布的 M2 为 68.8 万亿人民币，有可能等于年度 GDP 的 200% 上下。GDP 是流量，代表一年之间新创造的国民生产总值。一个经济转起来的时候，需要多少货币参与其中，流量与存量之间总有一个合适的比例。
- 不少发达国家的货币指数（即广义货币占 GDP 之比），先是由低向高发展，但一般过不了 100% 就掉头向下，整体上呈现出一个倒 U 字的图形。中国越来越高的货币占 GDP 之比，究竟是怎么形成的？
- 在货币供给方面，最重要的线索就是从「主动超发」转向「被动超发」。中国正式加入 WTO 之后，形成了巨额的贸易出超，结果被动地向国内市场投放过量货币。最糟糕的组合，就是既听任货币被动超发、又在市场化改革方面畏首畏尾、裹足不前。

汇率评论之二十二：加息的不同含义

- 当通胀压力增加，或者资产市场价格陡然上升之际，央行加息就成为一招应对之道。然而美国和中国的加息是不同的制度。

- 美联储的加息政策，主要指两方面：一是「贴现率」，即各成员银行以尚未到期的票据向美联储要求兑现时，美联储要求支付的贴现利率；二是「联邦储备基金利率」，即那也是商业银行向联储借贷的利息。
- 很清楚，美联储的「加息」，无论加贴现利率还是加联储基金利率，调节的都是商业银行与央行的借贷关系。如果商业银行从联储得到钱变贵了，那么商业银行可放贷数目就减少，商贷款利息就会变高。
- 中国的制度环境不同，「中国式加息」是央行直接调节金融机构与客户的关系，而不是调节央行与金融机构的关系。央行说得清楚，上调的是「金融机构人民币存贷款基准利率」。
- 央行之所以能够直接干预金融机构的存贷利率，是因为利息管制尚存，也就是「市场化利率」的体制还没有实现。
- 本来过多货币供给形成的利息率变动，天生就会先降后升。阶段如下：
 - 1、货币过大，导致币值贬值，利息也下跌，对货币的需求量上升；
 - 2、当利率跌到物价指数之下时（负利率），此时借钱不但可保值，还有机会升值（赚利差）；
 - 3、此时，借钱需求旺盛、存款意愿下降，竞争的力量会把存贷利率一起推高。
- 正而高的利率，不过有助于抑制高通胀预期可能转为恶性通胀的几率，但并没有根除通胀压力。

汇率评论之二十三：央行与商业银行的关系

- 如果中国式加息收紧的是毛细血管的货币流量，那么美国加息直接压缩了货币动脉的供血量。
- 央行通过两条货币动脉与商业银行相连。一条是「最后贷款人」的角色，另一条是通过不断以基础货币在外汇交易中心购买外汇来进行的。如此特别的「双动脉货币循环」，单靠加息或者降息不足以实施有效的调节。
- 先说「最后贷款人」，在中国央行的态度是「建设性模糊」的。如果最后贷款人不在事前把自己的责任讲得那么明白，也许可以让市场里的行为者好自为之，从而对付最后贷款人存在下的道德风险。
- 今天威胁人民币币值稳定的压力，主要来自所谓「第二货币动脉」，即央行为了人民币汇率目标，不断动用基础货币在中国外汇交易中心大手购汇，从而源源不断地向商业银行注入流动性。
- 所以在中国背景里看问题，加息的作用与空间都有限。

汇率之二十四：黄金管得住超发货币的冲动吗

- 作为斯密认定的天生倾向交易的动物，人们需要交易媒介（货币），又担心货币币值不稳定损害交易的进行，这一种「怕痛」心理，引发了不断寻找更可靠、更保值货币的持续努力。
- 但是，在某些情况下，超发货币——让货币贬值——也同样成为减轻短期疼痛、避免经济调整代价过大的一种手法。
- 当企业破产、机构转型、工人失业和政府从现存经济结构收取的税收和其他利益的难度陡然加大，超发票子能够减少“结构改革”的痛苦的时候，「准则至上、不通人情」的金本位就容易遭到唾弃。

（注：该系列总共 30 篇，选择了前 24 篇）