

#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 万亿美元的「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，都是由央行够得、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够得的外汇，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

■