

#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