

人民币的评估：日本经验谈

金森 俊树

赵志君

Disclaimer:

This document in Chinese has been translated from English in order to reach a wider audience. However, English is the official language of the Asian Development Bank and the English original of this document is the only authentic (that is, official and authoritative) text. Any citations must refer to the English original of these documents.

声明:

为扩大读者范围，特将该文件由英文翻译为中文。英语是亚洲开发银行的官方语言，因此，该文件的英文原版为唯一具有权威性的文本。任何对该文件内容的引用，必须以其英文原版内容为准。

内 容

导言

1. 日元汇率及汇率体制之变迁

1.1. 1970 年代初期之发展

1.2. 1980 年代中后期之发展

2. 资本账户交易中之资本流动及??

3. 日本当局之因应政策

3.1. 1970 年代初期

3.2. 1980 年代中后期

4. 可汲取的经验教训

4.1. 中日???? 之??

4.2. ???? 的冲击

4.3. 货币政策??????????

4.4. 外部不均衡及汇率调整

4.5. 对不同利益团体的冲击

4.6. 币值波动的长期影响

导 言

在第二次世界大战之后，日元经历了两次急剧升值过程，第一次发生在恶性通货膨胀之后，第二次发生在上一世纪 80 年代后期的泡沫经济之后。从此日本经济便陷入了长期萧条，也就是后来所谓的“失落的十年”。

许多中国经济学家担心，如果人民币在短期内快速升值，中国将步日本过去所经历的经济不景气之后尘。为了避免发生同样的状况，中国或许可以从日本汲取一些经验教训。

1. 日元汇率及汇率体制之变迁

1.1 1970 年代初期之发展

1971 年初，日本经济已有复苏的征兆，然而企业家的悲观想法以及两次国际形势的变化导致出口明显下降。在 1971 年 8 月因暂时中断美元与黄金间的可兑换性造成日元急速升值，迫使日本对汇兑机制进行调整，因而造成所谓的尼克松冲击 (Nixon shock)。在同年 12 月达成的史密松宁协议 (Smithsonian Agreement)，即国际货币基金组织十个主要成员国(Group of Ten,G10)重新调整汇率和固定汇兑机制，进一步造成了日元升值。到 1973 年初，当日本与其它欧洲国家决定完全放弃固定汇兑政策时，日元由 1 美元兑 360 日元一直升值到 1 美元兑 260 日元左右。

日本政府所颁布的经济白皮书指出，70 年代初期的汇率的激烈调整是日本经济成长过程中的一个重要转折点，从此，日本不能再依靠增加出口量来摆脱经济不景气的阴影。

1.2 1980 年代中后期之发展

第二次日圆急速升值发生在 80 年代中后期。80 年代初期美元币值先是持续走高。在 1985 年 9 月广场协议(Plaza Accord)之后,5 个国家(Group of 5, G-5)同意以政策性联盟的方式来解决美元“币值过高”的问题。从此决策到一年半后的罗浮协议(Louvre Accord)达成之时,美元的币值大幅度下跌了 40%。这期间,伴随着美元贬值,日本的贸易顺差急速地增加,外汇存底也以惊人的速度累积,这些情况与 70 年代早期的情况十分相似。

2. 资本账户交易中之资本流动及管制

从第二次世界大战结束到 60 年代中期,日本严格地限制各种对外交易。在 1964 年,日本终止了经常账户交易的规定并且逐步地启动资本账户交易的自由化进程。80 年代所制订的外汇管制法(Foreign Exchange Law)标志着日本实现了从基本“禁止交易”逐渐转向了“自由交易”成为日本外汇管制原则的转折点。

关于汇率机制与资本性账户交易规范之间的关系,由过去许多国家的教训得知,在维持固定汇率机制时使资本交易自由化,会增加金融财政危机的风险。70 年初期,当大部份国家开始向浮动汇率机制转变时,恰好是日本资本性账户交易自由化的起步阶段。

3. 日本当局之因应政策

3.1 1970 年代初期

第二次世界大战之后,日本经济以外销及外销产业投资为主。因而,日圆升值既强烈影响着政治界也影响工商界,进而威胁到传统经济成长模式,使其完全失效。1960 年代末期至 1970 年代初期,当国际交易开始逐渐自由化时,日本经济面临外部均衡(即国际收支平衡(Balance of Payment, BOP)与内部平衡(即经济成长的零失业率及无通货膨胀压力)之间的困境。

由于反对日圆升值,在尽可能容忍日圆升值的压力时,日本试图以持续刺激经济的方法来改善外部不均衡。换言之,日本持续以传统的“通货膨胀调整”,即以在固定的汇率机制下提高国内市场价格以期达到对外均衡的方式,来代替浮动汇率制度。或许日本应该更早地实行浮动汇率以达到外部均衡,因为该政策也许有助于减轻后来的通货膨胀压力。

3.2 1980 年代中后期

在广场协议之后,日圆的快速升值对有关经济活动一再发出预警信号。为了应付这种局面,日本从 1985 年末至 1987 年初实行了宽松的货币政策。而从 1987 年中

至 1989 年,虽然决策者似乎觉察到货币政策过度宽松,并试图实行紧缩政策,然而宽松的货币政策一直维持到 1989 年,结果,在 1980 年代末期出现“经济泡沫化”倾向,泡沫破裂之后,日本经济陷入长期的经济萧条。诚然,任何单一因素都难解释泡沫产生的原因,但是,如果能够早点实施紧缩的货币政策,经济泡沫也许不至于太严重,造成的影响也不会太广泛。

4. 可汲取的经验教训

4.1 中日两国经济之异同

从 1970 年代初期至 1980 年代中后期的日本经济与当前的中国的经济状况有某些相似之处。近几年,中国最重要的贸易伙伴—美国,正对恐怖主义的战争中,消耗了美国大量财政资源。这种情况与美国在 1960 年末期陷入越战泥沼的情况大体类似。自 2001 年以来,美国还承受着新经济泡沫破裂的打击。由此而产生的双赤字,即贸易赤字和财政赤字进一步恶化了美国经济,并且造成美元贬值的压力。在国内方面,自从中国于 2001 年 12 月加入世界贸易组织(World Trade Organization, WTO)并启动资本账户交易的渐进自由化进程之后,尽管中国国内为减轻人民币的升值压力而做出了努力,但中国贸易顺差和规模巨大的外汇存底仍然在增加。

然而,中国现今面临的状况与日本之前所面临的处境也存在差异,这些差异使得人民币比日元在 1970 年代初期至 1980 年代末期面临更大的升值压力。第一,因为全球经济通过贸易和资本流动而更加密切地结合在一起。与日本面临日元升值之时相比,中国面临更多的外国直接投资(Foreign Direct Investment, FDI)及国际货币流通。第二,大部份有重要影响的国家,基本实现了浮动汇率政策下的经常账户及资本账户交易自由化,并清除了不同的外部障碍。第三,与日本存在大量资本帐户逆差不同,中国的资本账户仍显示大量顺差。此外,据闻大量热钱回流至中国促使中国累积可观的外汇存底。

中国政府目前正面临两个当初日本并不存在的重大问题。这或许可以解释为何政府非常谨慎处理甚或反对人民币升值。其中一个因素是因为政府面临严重的农村失业问题以及创造城镇就业机会的双重压力。因此,中国政府自然而然地对于任何可能影响城乡就业机会的事变得非常敏感。另一个因素是中国政府正面临解决国有银行(State-owned Banks, SOB)之不良债权(non-performing loans, NPL)问题。近几年来,中国政府已尝试与四家资产管理公司(Asset Management Company, AMC)合作,探索任何让外国投资者中参与不良债权的清算和处置,而人民币剧烈升值无疑将打击他们参与不良债权处置的信心。

4.2 对宏观经济的冲击

宽松的货币政策是一个造成日本在 1970 年代初期及 1980 年代中后期面临严重通货膨胀的潜在因素。现在看来,当时的货币政策可能过于宽松,原因是过度担忧经济活动日圆剧烈升值会对以出口为主的制造业产生不良影响。而且,在这两个时期中所做的政策调整并没有及时执行。

然而,实际的宏观经济情况并无预料中的那么严重,并且经济回复的速度比预计的还快。换句话说,在经济上的货币升值影响似乎被夸大了。升值后日本企业的三种表现削弱了升值的不良影响。首先,日圆的升值使进口原料价格下降,并且显著地提高了出口交易率,降低了出口价格上升的冲击,甚至使日本产业受惠。其次,通过质量管理的提高,日本商品的国际竞争力之强出乎意料。此外,许多日本公司将他们的生产线转移到海外,并且灵活适应新的环境。这些意外的优势显示出行为变化的评估、企业国际竞争力与预知货币浮动对总体经济之影响的重要性及困难之处。

根据我们的估计,过去几年,按名义有效汇率计算中国的货币币值比平均低估了 17%。因此,2005 年 7 月宣布货币重新估价 2.1% 并不足以减弱中国在经济上的竞争力及减少对美国的贸易顺差。贸易顺差在短期内仍将呈现扩大趋势。货币的重新估价对通货膨胀的影响亦是有限的。考虑到对人民币重估的连锁反应及累积效应,从宏观经济的角度来看,中国的经济能够忍受更大幅度的调整。

然而,中国最主要的问题并非在总量上,而是在结构上或部门的水平。中国政府最担心的问题是容易被人民币汇率所影响的农业、汽车工业、以及因此而造成的失业问题。

近来,外国直接投资(Foreign Direct Investment,FDI)成了中国吸收剩余劳动力和缓解失业压力的重要途径。如果人民币剧烈地升值,那么中国没有竞争力的农业部门及国营企业(Stated-owned Enterprises, SOE)将会受到较大影响,并产生过多的剩余劳动力。外国直接投资(Foreign Direct Investment ,FDI)可能会因为在中国需要较高的营运成本而下降。而这些改变也会使失业问题更加严重。

尽管就整体来言,中国的价格保持稳定。然而,与房地产价格相关的通货膨胀压力在这几年持续偏高,而且可能在未来几年依然走高。这个压力并非完全因为人民币低估而产生,但是,升值预期的确造成了相当多海外投机资金进入房地产行业。

除了人民币低估,还有其他经济和政治因素增加了通涨压力。在经济上,中国必须发行现钞人民币来吸收美元,以便在往来账户顺差的情况下稳定人民币汇率,而

此情况增加了货币供应量。政治上,新一届中国政府把解决地区间的差异提到工作日程来,较倾向满足地方政府对发展援助的资金需求,而这额外资金亦会对宏观经济产生通货膨胀的压力。

4.3 货币政策独立性与资本流动管制

对 1970 年代初期及 1980 年代中末期所发生的事件,在理论上,一般用三项经济目标之中衍生出的三元悖论加以解释:资本之自由流动、维持货币政策之独立性、以及保持固定汇率政策不能同时实现。在 1970 年代早期,日本为了达到外部均衡(即稍宽松的独立货币政策)而在允许调整通货膨胀的同时,尝试维持固定的汇兑政策。在 1980 年代中末期,在广场协议(Plaza Accord)及罗浮协议(Louvre Accord)提出的国际政策合作架构下,重新调整或维持汇率的稳定成为货币政策主要的目标。有关货币政策的目标会产生不同的见解,在这里所谈的是当货币政策失去其独立性时,将以牺牲国内均衡为代价。我们需要牢记的是,所有的目标是无法同时达成的,因此必须思考恰当的政策组合。

我们认为,三元悖论的窘境之争议通常适用于小型经济上,未必能解释中国的状况。这争议指出小国无法在维持自由流动资金的同时,实现独立货币政策及固定汇率政策。在经济改革初期,中国在经济上仍属小型国家。货币政策被认为是主权国家的内部事物而必须被维护的。(假如这三难争议应用在作为小国的中国,在中国的资本账户完全自由化之前,并不能否定固定汇率和独立货币政策的正当性,特别是当有贸易顺差的时候。)

然而,现在不能再视中国为小型国家,否则,美国根本没有必要对人民币施加压力。美国在人民币汇率上施压显示出中国在经济上的重要性。就一个大型经济体而言,在控制资本账户可兑换性的前提下,中国是有能力在固定的汇率政策下执行独立的货币政策,同时它的政策对世界其他经济体也有影响。因此,对中国国内而言,固定汇率政策并非是一个严重的问题,虽然它会造成外部的不均衡并带来外来压力。这些不均衡不只是中国单方面的汇率政策所造成的,还有其它的因素,例如,美国的反恐战争及泡沫经济的崩溃。

事实上,目前中国与美国之间的问题是可以透过外部或内部的调整来解决。调整人民币汇率只是其中可行的方案之一。举例来说,现阶段的不均衡可藉由削减美国公共或军事支出来解决,而这些支出已相当于世界花费在同种类别支出的一半以上。当然,不均衡的情况亦可以选择藉由对中国放松出口限制来解决。日本的经验显示,通货膨胀压力本来可以通过适时的货币政策而减轻,而通过汇率调整保持外部均衡。

关于资本往来的管制,中国仍然处于自由化的过程中。它正在通过放松对资本流出的限制,该项措施预期在某个程度上有助于减轻升值压力。然而,若中国在维持严格的汇率政策的同时,进一步解除对资本外流的限制,此一行为将会增加风险。这是决策顺序的问题。以日本为例,向浮动汇率政策转变是伴随着撤销资本账户往来的管制而发生的。

4.4 外部不均衡及汇率调整

日本的经验指出,不可能仅仅通过汇率调整而达到外部均衡。通常预料货币升值会提高美元出口价格,因而削减价格的竞争力并减少出口量。然而,根据日本 1980 年中期的经验,美元出口价的提高只占了日圆升值比率的 50%,这对出口总额而言并没有太大的影响。而剩余的 50% 被企业的效率提高和进口原材料价格的下降而吸收。

毕竟,现今的不均衡反映了许多国家关心的国内储蓄—投资不均衡。在国际资本自由流动的条件下,汇率受资本流动与国家间利差的影响,使得汇率作为调整经济失衡的角色和作用有所下降。因此,为了解决外部不均衡问题,应该集中力量着眼于每个国家内部的储蓄投资结构的不均衡。

关于中国,现在经常项目盈余大体上相当于家庭经济部门的储蓄。促进家庭消费是一个很重要的政策议程,这不仅有助于解决外部不均衡,且有助于维持经济增长的持续性。由于外资公司出口超过中国总出口额的一半,人民币的升值对出口并不会有严重的影响。从其它国家进口原料及半成品的公司可以降低进口价格来抵消出口价格增加的影响。在沿海地区营运的公司为降低劳动力成本,可通过内地地区的廉价劳动力解决。对日本公司而言,廉价的当地员工更可取代许多派遣在日本公司里的日籍外侨。

4.5 对不同利益团体的冲击

日本另一个值得我们认真地思考的经验教训是:浮动汇率对不同利益集团的影响各有不同,而且有一些集团的影响力比起其它集团来得大。对不同的利益集团保持公平、公开与利益均衡是很重要的,然而却很难做到。对日本而言,无疑地,制造业部门如钢铁、机械,忍受着日圆的升值,这些部门历来就有着较大的政治影响力,它们更有能力能够影响政策的决定。同时,受惠的非制造业产业及消费者,与制造业相比,却缺乏甚至没有政治影响力,而且他们的见解并未能影响对货币升值的政策性决定。

一旦人民币升值,谁在中国将会受益?而谁会有损失? 国营企业(SOEs)及国有银

行(SOBs)并无国际竞争力,而且其它出口产业包括农业将肯定会受到损失。外资公司通常也有损失。而这会影响到总体的 FDI,但影响不至于过于严重—很多外资公司在中国已经不再是为了寻找廉价劳工,而是因为中国潜在的巨大商机。而消费者将会因为人民币的升值而受惠。

谈到各个利益集团对政治的影响, 国营企业(SOEs)及国有银行(SOBs)依然拥有其影响力。然而, 市场经济的成熟及人民富裕的程度提高, 私人企业及个人家庭户也受到影响。

4.6 币值波动的长期影响

日本的例子显示我们不仅需要关注货币升值的即时影响,还要考虑它对经济的长期影响,尤其是对国内产业结构的影响。日圆的急剧升值在 1970 年代及 1980 年代促进了日本产业结构的提升或调整,而这进一步提升了日本经济创造高附加价值的能能力。

对中国来说, 人民币升值或采用更弹性化的汇率政策是一个市场化的契机。人民币的严重低估扭曲了资源分配,而人民币升值将有助于纠正这种扭曲。然而,不同的评估对货币调整的多寡会有不同的见解,显示出经济达到适当平衡水平的困难之处。我们判断是,以名义有效汇率计算,人民币被低估了 17%。最好的方式是通过追求经济市场化,采用更弹性的汇率政策,让市场决定其均衡水平。

然而, 汇率比物价更不稳定,而且爆发性行为往往会带来一些经济上与政治上的混乱。举例来说,剧烈的日圆升值造成日本十年的景气低迷。1988 年价格改革造成了年高通货膨胀率以及 1989 的政治风波。

考虑到日本与中国的这些负面经验,以及中国逐渐改革的成果,我们认为中国应该坚定地按照渐进主义原则向更弹性的汇率政策过渡,花两、三年的时间,让外汇市场探究其均衡水平。这不仅能够避免激进改革对经济的不良冲击,而且能够让市场参与者有更多的时间来调整他们的行为,并逐渐适应新的汇率机制。因此,中国人民银行所坚持的汇率改革的可控制性、渐进性和均衡性原则是有意义的。