

2 外汇储备大幅增长是虚假幻象

如果国内基本面不支持人民币升值，那么人民币为何升值且似乎“升升不息”呢？直接原因在于金融层面，即以美元标价的外汇储备过快增长。但是中国外汇储备真的大幅增长了吗？如果以美元标价，外汇储备2007年比2003年增长2.8倍。可是如以石油标价，2003年到2007石油价格约上涨2.5倍；以黄金标价，黄金价格约上涨约1.5倍；以路透CRB商品价格美元指数为标价，指数则上涨约1倍。可如果中国用外汇储备进口物资，商品价格必将暴涨。所以中国外汇储备实际购买力并没有增长，再考虑潜伏其中待机而动、规模据称高达8000亿美元的境内外热钱，外汇储备大幅增长其实不过是一个虚假的幻象。

人民币升值结构层面的原因在于外贸依存度大幅度提高和外资主导下的产业格局。中国外贸依存度由1997年的42%提高到2006年的78%。国务院发展研究中心2006年8月发表的一份研究报告指出，在中国已开放的产业中，每个产业中排名前5位的企业几乎都由外资控制：中国28个主要产业中，外资在21个产业中拥有多数资产控制权。热钱借助外企或依附于外资的中资企业实现相当程度的资本项目出入自由，并在相当大程度上影响舆论呼风唤雨的能力。

汇率依附理论，即弱国货币依附于强国货币，往往被忽略。目前固定汇率制和盯住主要货币的区间浮动汇率制度都可以视为汇率依附理论的表现形式。当一国的主要行业或多数企业都直接或间接受制于他国，通过自由浮动汇率获得货币政策自主权只是一个奢望。

外资对人民币汇率走势的影响，意味着人民币汇率可能出现超调，即大幅高估或大幅低估。但是正如任何一种商品，价值最终决定价格，价格最终要回归价值，暴涨必然暴跌，偏离度越高，纠偏几率就越大。

因此，预测人民币汇率走势必须高度把脉外资动态。2008年1~3月中国实际使用外资金额274.14亿美元，同比大幅增长61.26%。与此同时要求人民币快速升值乃至一次性升值舆论十分高亢，两者微妙关系耐人寻味。外资涌入，市场供求决定了人民币升值，那么，如果外资撤出呢？

3 人民币真实对外价值几何

人民币必须继续加速或大幅升值，其主张者的主要理论依据是所谓的“均衡汇率”。

估算均衡汇率的方法很多，往往都是假定初始汇率是合理的，并使用统计口径不一、统计质量千差万别的多种价格指数进行复杂的计算，而忽略了很难量化但往往是最重要的政治、军事、科技实力、经济结构、文化等因素。

美国财政部最近发布的一份研究报告承认，货币正确价值的估算方法存在缺陷。IMF经济学家Steven Dunaway和Xiangming Li分析了对所谓人民币低估幅度的八种测算，其结论差异很大。高者认为低估幅度接近50%，低者则认为低估幅度为零，具体数字取决于测算方法及使用的假设从所谓保持低通胀高就业的内部均衡和国际收支均衡的外部均衡，以及从保持货币市场、资产市场、商品市场均衡来估算均衡汇率，都有纸上谈兵之嫌。汇率是两国之大事，美国充分就业的美元/人民币均衡汇率可能意味着中国经济萧条、社会动荡。一国均衡往往意味着他国不均衡。

但是，笔者认为，人民币存在真实的对外价值，汇率必然围绕对外价值波动。

货币的对内价值和对外价值是辩证统一的。货币的对内价值体现为国内购买力，对外价值则体现为全球购买力。货币的本质是固定地充当一般等价物的特殊商品，因此从理论上讲购买力平价是估算货币对外价值的正确方法。目前估算汇率的购买力平价之所以引人诟病，主要是将货币的对内价值和对外价值混为一谈，混淆了货币的国内购买力和全球购买力的根本区别。

假定两个国家完全相同，A国货币国内购买力是C国的一半，传统PPP（购买力平价）理论认为汇率为 $A/C = 1/2$ ，但是假如A国货币可以在C国流通，而C国货币只能在C国流通，则实际汇率可能为 $A/C = 1/1$ ，而且真实世界两个国家必然千差万别，因此国内购买力平价必然予以调整为全球购买力平价才可以实际应用。汇率不仅取决于国内购买力，更取决于全球购买力，我们将货币的对外价值称之为全球购买力。

因基础数据的调整，2007年12月世界银行将中国的购买力平价从2004年的1.9修正为2005年3.4（1美元兑换3.4元人民币）。2008年4月15日，美国中央情报局《世界各国概况》(CIA The World Factbook)估算人民币的2007年购买力平价为3.51。当然，购买力平价是统计学上的估计，像所有的统计数据一样，它们都会受到抽样误差、测量误差和分级误差的影响，因此须将它们作为对未知的真值的近似值对待。我们仍然以此为基础进行估算。

显然上述估算是基于国内购买力平价得出，因此世界银行指出：“PPP不应用于作为货币价值低估或高估的指标，它们并不能说明汇率‘应该是多少’”。PPP不反映对货币作为一种交换、投机性投资或官方储备手段的需求。必须对上述结果调整为全球购买力平价才可以评估人民币的实际对外价值。

4 人民币全球购买力平价在10以上

汇率不是经济学家手中的玩具，也不仅是央行的货币政策工具，只有接近货币真实价值的汇率才是可持续的。如果国内真实通胀率与利率背离得越来越远，严重负利率的货币迟早会面临市场的抛压，即在大涨后大跌，甚至导致整个金融体系的崩溃

那么，人民币的实际对外价值是多少呢？

首先，2008年4月花旗银行中国区首席经济学家沈明高指出，中国制造业过去30年的高速发展，是建立在投入品的价格扭曲和低估基础上的，这一观点是全球性的普遍共识。如果要素价格合理化，则人民币的购买力将大幅度下降，对内、对外价值必然大幅缩水。花旗集团的一项研究表明，中国企业从投入品价格低估和扭曲中节约的成本约为3.83万亿元人民币，大约相当于2007年中国GDP的15.5%。而中科院测算表明，仅环境污染和生态破坏造成的损失已占到GDP总值的15%，相对保守的2004年绿色GDP报告指出2004年因环境污染造成的经济损失为5118亿元，占GDP的3.05%。被低估的水价的合理化意味着原本合理的工资也应上升，而目前进行的低估测算都是假定其他要素价格是合理的，显然水、土地、资源、劳动力、资本、环境等各种要素价格是联动的。如果假定要素价格乘数为10，按花旗银行15.5%计算，则中国物价水平需要上升155%，按照相对购买力平价，则人民币国内购买力平价为 $8.95(3.51 \times 2.55)$ 。仅以农业生产来讲，2006年全国近似无偿使用的农业用水3664.4亿M³，提高到水成本的一半——3元钱，按粮食产量1万亿斤估算，每斤价格要提高1元，上涨约1倍，则CPI将上涨30%。实际上自2003年以来，以房地产价格为代表的更加敏感资产价格三到五年内上涨2-3倍已经表明，人民币购买力已经开始大幅度下降。

需要强调的是，国际国内的普遍共识是中国要素价格大幅低估，选择升值甚至一次性大幅升值将阻碍国内经济结构调整，恶化甚至激化国内矛盾。如果一次性大幅升值是可行的，那么从逻辑上采取具有相同效果的一次性大幅度提高农民工工资和资源环境成本也是可行的。

第二，从全球产业分工来讲，中国处于中低端，美国、欧盟、日本处于中高端。同样的GDP，美国、欧盟、日本的含金量远远高于中国，产业分工格局决定了人民币的对外价值应远远低于其国内购买力。一个必须正视的现实是，中国必须向发达国家出口，发达国家不必从中国进口。2005年5月3日，商务部部长薄熙来指出中国对欧出口的纺织品利润是非常微薄的，需要出口8亿件衬衫的利润才能买一架A380空客飞机。“一件中国制造的羊毛衫，卖给美国商人的最低甩卖价是0.8美元，到了美国贴牌后售价上百美元。”上海纺织控股（集团）公司老总肖贵说，以贴牌加工为主的中国服装业，在整个国际产业链条中所获得的利润往往不到10%，一位知名财经专家称之为“硬一元软三元”。利润分配比例

反映了中国产业的实际地位，也反映人民币对外价值的折价水平。粗略按照这位专家的“硬一元软三元”，则人民币国内购买力平价贬值66.67%才是人民币的真实对外价值，也就是说按照3.51计算，2007年人民币的全球购买力平价约为10.53。

第三，因中国相当多产业中外资处于主导地位，人民币对外价值应进一步大幅降低。按外贸依存度78%计算，则人民币实际对外价值约为国内购买力平价的22%。但是中国军工国防等目前基本保持独立自主，形势危急时政府有能力接管特定产业，可以假定人民币对外价值应贬值50%，则2007年人民币全球购买力平价约为7.02。

上述三项是同时起作用的，以加法（未用乘法）累计，则人民币的对外价值为19.48（ $8.95+10.53+7.02-3.51\times 2$ ），考虑到统计误差，我们认为2007年人民币全球购买力平价（实际对外价值）约在15 - 25之间，肯定在10以上。名义汇率必然围绕真实对外价值波动，预测人民币汇率将贬值20%以上，3年内美元 / 人民币汇率有望达到10。

从货币繁荣流通范围也可以间接验证上述结论。美元流通全世界，人民币基本局限于国内，按名义汇率计算中国2007年GDP占全球的6%，即使按国内购买力平价计算，也仅为全球的10.7%，因此按GDP份额计算美元的流通范围是人民币的10~16倍，也就是说美元的全球购买力是其国内购买力的10~16倍。保守按5倍计算，则人民币全球购买力平价为17.55。

5 拉美化陷阱将导致人民币大幅贬值

近年来，吴敬琏教授不断强调中国社会转型有滑入“拉美化陷阱”的危险，拉美化对于汇率而言就意味着大幅贬值。

目前国内众多学者过于强调美元泡沫甚至美元崩溃论，并以此作为人民币升值的坚不可摧的论据。实际上纵观1971年8月15日布雷顿森林体系崩溃后，除了少数发达国家货币兑美元实现升值外，大多数发展中国家货币兑美元都是贬值的。1992~1994年巴西货币最高贬值约9625倍（99.9896%）。

人民币汇率水平取决于市场更多强调美元泡沫还是强调人民币泡沫。而美元泡沫可以转化为人民币等其他货币泡沫，人民币泡沫则很难转化为美元泡沫，所以在相同泡沫水平情况下，人民币的基本趋势是贬值而不是升值。从博弈角度考察，促成人民币泡沫崩溃有助于延续美元、日元、欧元等货币泡沫。因此未来对于人民币泡沫而言，或者是主动贬值避免崩溃，或者是被动大幅贬值，二者必居其一。

1980年美元 / 人民币汇率为1.4984，到1994年为8.618755，人民币汇率连续14年贬值，贬值幅度达82.6%；而再至2008年4月30日美元兑人民币汇率为7.002，人民币连续14年升值，升值幅度为23.1%，但是依然比1980年贬值78.6%，因此总的说来1980年以来人民币的基本趋势是贬值。

基于上述基本面分析，笔者认为，快则2008第四季度，慢则2009年，人民币将开始新一轮贬值长周期。人民币贬值20%并非不可能。

6 对未来政策的几个建议

一是实事求是、解放思想，运用科学发展观认真总结改革开放30年的利弊得失。坚定地将以我为主、自力更生、艰苦奋斗作为中华民族伟大复兴的基本原则。

二是逐步提高水、环境、劳动力等价格，使之逐渐与国际水平接轨。

三是以农为纲。保护收购价格应提高50%以上，以稳定农业生产，逆价销售，把亏损金额视为补

贴农民。

四是以经济转型为国家发展战略中枢。转型必然是痛并流泪的。经济转型必然淘汰破产一大批落后企业。非理性繁荣利大于弊，鱼与熊掌不可兼得，社会发展目标应转向低增长高就业。

五是人民币汇率应主动贬值10%~30%，也可全部取消平均税率为10%的出口退税。贸易政策应调整为出口征税进口退税政策，大幅提高资源品和农产品退税幅度。外汇储备计价货币应转为黄金或主要进口资源品加权价格指数。扩大人民币法定流通范围。

六是企业和居民应增加包括实物黄金的外币资产，削减外汇负债；投资应增加节水、农业、节能、环保、科技等行业配置，削减高耗水、高污染、高外债率、高负债率等行业配置。

总之，汇率不是经济学家手中的玩具，也不仅是央行的货币政策工具，只有接近货币真实价值的汇率才是可持续的。如果国内真实通胀率与利率背离得越来越远，负利率状况越来越严重，这样的货币迟早会面临市场的抛压，即在大涨后大跌，甚至导致整个金融体系的崩溃。

人民币究竟值多少美元？这是人民币汇率研究的核心问题。现在是必须正确回答这个问题的时候了，否则人民币将是一只迷途的羔羊。（作者单位：南方基金管理有限公司，本文仅代表个人观点）