

论中美汇率博弈

周宇*

内容提要：中美汇率纠纷的结局最终并不取决于谁是谁非，而是取决于国家利益的博弈，立足于这一判断，本文对中美汇率博弈展开了以下分析：第一，中美、日美汇率博弈条件比较。本文指出，与早期的日本相比，中国在中美汇率博弈中，可以获得更多的让步。第二，影响中美汇率博弈的因素。这部分内容比较了中美博弈的优劣势条件。第三，中美博弈中的战略目标。在这部分内容中，本文强调了长期目标对汇率博弈的影响作用。第四，中美汇率博弈的前景。本文认为，中美双方都很难采取过激的措施，这是因为中美经济的相互融合和渗透已经发展到了这样一种程度，即无论哪一方采取过激的行为都有可能伤及自己。因此寻求双赢的结局是中美汇率博弈的归宿。

无论从 20 世纪后期全球汇率纠纷的历史来看，还是从人民币汇率之争的经历来看，汇率走势最终并不取决于谁是谁非，而是取决于国家利益的博弈。这是因为汇率争论不仅涉及经济理论问题，而且还涉及经济伦理问题、价值观问题、利益集团问题和国家利益问题。这些众多因素的纠合决定了汇率问题永远无法通过理论讨论而得到解决，汇率纠纷当事国永远无法就是否应该调整汇率问题达成一致的共识。最终汇率纠纷的结局取决于当事国之间的利益博弈。那么中美之间将会如何进行汇率博弈以及这一博弈到底会如何影响人民币汇率前景？这是本文将要涉及的主要问题。

一、中美、日美汇率博弈条件比较

一些学者指出：与日美汇率纠纷相比，美国政府在中美汇率纠纷中采取了相对宽容和克制的态度。这是因为，在从总体上看，当前中国在中美汇率博弈中的条件要明显好于 20 世

*周宇，上海社会科学院世界经济研究所研究员。

纪 80 年代的日本。与早期日美汇率纠纷中的日本相比，中国的有利条件表现在以下几个方面：

第一，在产业结构方面，中国与美国的差异较大，竞争领域相对较少，受此影响，美国国内要求人民币升值的利益集团相对较少，而日本与美国的产业结构比较接近，因而日本的出口更容易招惹美国的贸易报复措施。20 世纪 80 年代，日本在汽车、机电产品及精密仪器等方面构成了对美国产业的威胁，而当前的中国主要向美国出口纺织品、服装和杂货等轻工业产品，后者是美国的夕阳产业，因而，美国舆论持相对宽容的态度。

第二，中国对美国的出口有很大一部分来自美籍外资企业，在这种情况下，美国对中国采取贸易保护主义措施有可能伤及美国企业的利益。而且，中国对美国的出口多为日用消费品，限制中国产品进口或增加中国进口产品的成本会在一定程度上伤害美国消费者的利益。与中国相比，日本对美国的出口完全来自日本企业，而且其产品与消费者的关联度相对较低，因此，美国对日本更容易采取贸易保护主义措施。

其三，中国货币不是国际货币，受这一因素的影响，中国政府可以通过市场干预，调控人民币对美元汇率，而美国却无法干预人民币对美元汇率。这一状况为中国维持汇率稳定提供了有利条件。20 世纪 80 年代，日元开始步入国际货币的行列，日元国际化为美国政府操纵日元汇率提供了有利条件。这正是美国政府热衷于支持日元国际化的主要原因¹。

第四，当前中国资本项目的开放程度要明显低于 20 世纪 80 年代的日本，作为发展中国家，中国拥有实施资本项目管理的权限，这也是中国进行汇率博弈的有利条件之一。日本早在 20 世纪 60 年代就已经加入 OECD，OECD 要求成员国放弃对资本项目的管理，从三元悖论的视点来看，资本项目开放削弱了日本政府维护汇率稳定的能力²。

第五，作为发展中国家，中国在汇率制度选择方面，比早期的日本有更大的回旋余地，这一状况也为中国进行中美汇率博弈提供了有利条件。在汇率制度选择方面，尽管国际机构和组织没有硬性的规定，但是 G7 原则上要求其成员国采用自由浮动汇率制度，作为 G7 成员，日本只能跟随其他发达国家采用这一汇率制度，这一处境也削弱了日本进行汇率博弈的能力。

第六，中国在政治上和军事上完全独立于美国，而且中国已经成为公认的政治大国和军

¹ 正是考虑到日元国际化的这一负面影响，在早期阶段，日本政府采取了限制日元国际化的政策。参考[日]《大藏省国际金融局年报》（1991 年版，58-59 页）。

² 到 20 世纪 70 年代后期为止，为了维持日元汇率稳定，日本政府仍保留了一部分资本移动限制。进入 80 年代后，迫于西方国家的压力，日本完全放弃了资本项目管理。参考艾格·贝克等《发达国家资本账目自由化的经验》（IMF 不定期刊物 214 号，仲垣译，4-5 页，2002 年）。

事大国，这一状况为中国进行汇率博弈提供了有利条件。而 20 世纪后期的日本在政治上和军事上附属于美国，这一状况决定了日本在经济问题上无法采取独立自主的政策，这一处境也削弱了日本进行汇率博弈的能力。

正是受以上等方面差异的影响，与早期的日本相比，中国在中美汇率博弈中，可以采取更为强硬的政策和获得更多的让步。

然而，尽管与早期的日本相比，中国在中美博弈中具备了更为有利的条件。但是，从中美贸易收支所反映的利益关系来看，与 20 世纪 80 年代的日本相同，面对来自美国政府的压力，中国更容易处于守势¹。这是因为中国是贸易收支顺差国，通常顺差国是双边贸易的主要获利方，因此，一旦发生汇率纠纷和贸易战争，顺差国受到的伤害大于逆差国，鉴于这一判断，与逆差国相比，顺差国一般会做出更大的让步。从历史的经验来看，20 世纪后期，全球主要的两大顺差国是日本和德国，全球最大的逆差国是美国，德国和日本都曾面临来自美国的货币升值要求，在相关的汇率博弈中，德国和日本都做出了更大的让步。

二、影响中美汇率博弈的主要因素

在中美汇率博弈中，有哪些因素会影响到双方的抉择呢？表 1 和表 2 归纳了中美在博弈中的优劣势条件。首先，从美国的优势来看，美国可以左右中国的外部需求、可以在特殊情况下控制中国的对外资产、可以利用科技大国的优势牵制中国的发展、可以利用其他发达国家和国际机构对中国施加压力、可以利用其超级大国地位阻止中国的崛起。以上因素是美国可以牵制中国的一些有利条件。就不利因素而言，美国对外融资受制于中国的投资、在华美资企业受制于中国政府的管理、人民币升值有可能引起美国进口价格的上升和助长通货膨胀风险、美国企业需要中国巨大的国内市场、在政治和军事方面美国需要中国的合作。

另一方面，从中国的优势来看，中国可以利用债权国的地位影响美国的金融市场和牵制美国政府的融资成本，可以利用在华美资企业牵制美国的报复行为、可以为美国消费者提供物美价廉的商品、可以为美国企业提供全球最有发展潜力的市场、可以利用政治和军事影响力牵制美国政府的决策。就中国的不利因素而言，中国在美国的债权有可能成为美国对付中国的“人质”、中国的出口市场过分依赖美国、中国在科技发展方面受制于美国、中国在国际社会的地位在一定程度上取决于美国的认知程度、中国经济崛起的速度在很大程度上取决

¹ 一些日本学者认为，日本在日美汇率博弈中之所以屈服于美国是因为美国为日本提供了外部需求。参考 [日] 泷田洋一著《日美货币谈判—内幕 20 年》（清华大学出版社，李春梅译，256-261 页）。

于中美关系的好坏。

表 1 美国的优势与劣势

有利条件	不利条件
第一，美国为中国提供了主要出口市场，美国的贸易保护主义政策可以引起中国外部需求的下降，这是牵制中国的潜在手段之一。 第二，在特殊情况下，美国可以通过冻结中国资产或使其贬值的方法，应对中国采取极端的报复性措施。 第三，美国是科技大国，美国可以利用这一优势牵制中国的发展。 第四，美国可以利用欧洲国家和日本以及 IMF 等国际机构对付中国。 第五，美国可以通过利用其强大的国际影响力，破坏中国崛起的外部环境。	第一，美国对外融资受制于中国的投资。美国金融市场的利率受制于中国投资头寸的变化。 第二，美国在中国有大量的直接投资，美国对中国采取过激的措施有可能伤害其在中国的投资利益。 第三，强迫人民币升值有可能引起美国进口价格的上升和助长通货膨胀风险。 第四，与中国对抗有可能使美国丧失利用中国市场的机会。 第五，针对人民币汇率的报复措施有可能使美国在政治和军事方面，丧失中国的支持和合作。

表 2 中国的优势与劣势

有利条件	不利条件
第一，中国是美国的主要债权国，中国可以通过投资头寸的调整影响美国金融市场和牵制美国政府。 第二，中国有大量的美资企业，中国可以利用这些企业对美国政府和美国舆论施加影响。 第三，中国对美国的廉价商品出口，在增加美国消费者实际收入的同时，降低了其通货膨胀风险。 第四，中国是全球最有发展潜力的市场，中国可以用这一市场牵制美国。 第五，中国可以利用在政治和军事方面的影响力牵制美国决策和削弱美国在全球的主导地位。	第一，中国在美国的债权有可能成为美国对付中国的“人质”，在特殊情况下，美国可以冻结这些资产或使其贬值。 第二，中国的出口市场过分依赖美国，因此中国的经济增长和就业容易受美国的牵制。 第三，中国在科技发展方面受制于美国，一旦中美关系恶化，中国引进科技产品的难度会相应上升。 第四，与美国关系的恶化有可能使中国在国际社会处于孤立地位。 第五，中美关系的恶化有可能破坏中国和平崛起的外部环境，从而延迟中国经济崛起的进程。

表 1 和表 2 反映了中美之间复杂的利益关系，我们可以从这些利益关系中总结出以下三个非常重要的结论：

第一，在中美双方中，一方的获利构成了其博弈中的弱点，即其中一方从对方得到的“好处”常常会在博弈中成为其自身的软肋。中国的经济增长在很大程度上受惠于美国市场，这一局面使得中国经济过度依赖美国经济，从而使中国在中美汇率博弈中处于不利地位。另一

方面，美国企业在华投资为其赢得了巨额利益，美国经济受惠于其企业在中国的投资，然而，在中美汇率博弈中，这一状况使中国可以利用在华美国企业牵制美国政府的对华政策，从而使美国政府处于不利地位。

第二，中国和美国的优势互为对方的劣势。比如，中国的出口过度依靠美国市场，受此影响，中国的经济增长在很大程度上受制于美国经济的变动，这是中国在中美博弈中的劣势条件，而这一状况又构成了美国在中美博弈中的有利条件，在这一状况下，美国可以利用贸易保护主义牵制中国的汇率政策。又如，中国是美国的主要债权国，中国可以通过投资头寸的调整影响美国金融市场和牵制美国政府的融资，这是中国的有利条件¹。与中国的这一有利条件相对应，美国对外融资受制于中国的投资，美国金融市场的利率受制于中国投资头寸的变化，这一状况意味着美国的劣势对应于中国的优势。

第三，在一定的条件下，优势条件有可能转化为劣势条件，反之，劣势条件也有可能转化为优势条件。比如，中国是美国的主要债权大国，因此中国可以通过投资头寸的调整制约美国政府的政策。这是中国在中美博弈中的优势，但是这一优势只存在于中美关系相对友好的条件下，一旦中美关系破裂或进入冷战状态，中国在美国的债权有可能成为美国对付中国的“人质”，在这一特殊情况下，美国可以冻结这些资产或使其贬值，这一状况意味着中国对美投资有可能成为劣势条件。

三、中美博弈中的战略目标

在中美汇率博弈中，中国设法维持人民币汇率稳定，而美国设法迫使人民币升值。中美之间的这一对立反映了二者的不同战略目标。从中国的视点来看，如表 3 所示，作为短期目标，汇率稳定有助于保持外部需求的稳定，而外部需求的稳定有助于保持高速增长和增加就业机会。长期而言，维持人民币汇率稳定有助于维持可持续经济增长，而维持可持续经济增长是实现中国和平崛起和挑战美国全球霸主地位的必要条件之一。另一方面，从美国的视点来看，短期而言，美国政府将高失业率嫁祸于人民币汇率政策可以减轻美国民众对其自身的不满，另外，人民币升值有可能在一定程度上缓解美国的贸易收支失衡问题。长期而言，迫使人民币升值有助于阻止中国经济的崛起，从而有助于维持美国在全球的霸主地位。

¹ 一些美国学者并不认同中国的这一优势，其依据是：中国减少对美元资产投资会引起美元贬值，而美元贬值会引起美国经常收支逆差的缩小，后者会引起美国对中国融资需要的下降，资金供给和需求同时下降，美国利率不会发生明显变化。参考 Bergsten, C. Fred, Bates Gill, Nicholas R. Lardy. and Derek J. Mitchell (2006), *China: the Balance Sheet*, IIE.

表 3 中美汇率博弈中的战略目标

	中国	美国
短期目标	第一，维持高速经济增长。 第二，增加就业机会，保持社会稳定。	第一，执政党设法提高自己的选票。 第二，改善贸易收支状况。
长期目标	实现中国的和平崛起、挑战美国在全球的霸主地位。	阻止中国经济的崛起、维持美国在全球的霸主地位。

把握和了解中美双方在汇率博弈中的短期目标和长期目标，有助于我们理解双方在人民币汇率问题上的立场和态度。具体而言，有助于我们理解中美双方在汇率问题上的强硬态度。

首先，就美国而言，有助于我们理解即使在人民币升值无法减少美国贸易收支逆差的情况下，美国政府为什么仍然执意要求人民币升值？在有关人民币汇率问题的争议中，许多人指出美国已经不生产来自中国的许多进口商品，因此人民币升值无助于减少美国的进口，只会将美国的进口从中国转向其他发展中国家，这一结果意味着人民币升值无助于改善美国的贸易收支逆差，鉴于这一判断，美国不应该要求人民币升值。以上分析有一定的道理，然而持这一观点的人忽视了美国的长期战略目标。对美国来说，尽管美国的进口会从中国转向其他国家，因而人民币升值无助于实现改善贸易收支逆差的短期目标，但是，抑制和减少中国的出口有助于阻止中国经济的快速崛起，这一结局符合美国的长期战略目标。

另一方面，对中国而言，中国的劳动力成本不及美国的十分之一，中国的劳动生产率仍然有继续提高的余地，这一现状意味着短期内人民币升值未必会起到减少中国出口的作用。但是，从长期的视点来看，中国维持可持续经济增长的动力是低劳动力成本竞争优势，而人民币升值将会引起以美元标价的中国工资水平的上升，从而加速中国工资水平收敛于美国工资水平的时间，以上变化将会缩短中国经济高速增长的可持续时间，从而削弱中国经济崛起的后劲¹。鉴于以上可能性，避免人民币汇率过度升值是实现中国经济崛起的必要条件之一。

¹ 刘易斯指出与发达国家的工资差异是发展中国家实现高速经济增长的必要条件之一。参考 Lewis, W. A. 1954. *Economic Development with Unlimited Supplies of Labor*, *The Manchester School*, 139—191.

四、中美汇率博弈的前景

现阶段我们还无法预测中美汇率博弈会出现怎样的结局。如果中国的贸易收支顺差或美国的贸易收支逆差出现逆转或明显减少，中美汇率博弈有可能终止或出现弱化趋势。但是，一旦出现相反的局面，即如果中美贸易失衡进一步加剧，中美汇率博弈将会趋于复杂化。在后一种情况下，中美双方会采取怎样的对策是人们关心的焦点问题之一。在这一问题上，一些人认为美国政府有可能通过发动一场大规模的贸易战争，迫使中国减少贸易收支顺差，而中国对付美国的杀手锏是大量出售美国国债，让美国金融市场陷入瘫痪¹。我们不能完全排除中美双方不使用以上手段，但是，在一般情况下，中美使用以上手段的可能性极低，这是因为以上手段未必符合双方真实的利益需要。

首先，从可供美国政府选择的手段来看，美国发动一场大规模贸易战争的代价是彻底颠覆以自由贸易体系为核心的世界经济秩序，而自由贸易体系的基础又是资本主义体系赖以存在的自由市场竞争理念。以上联系意味着如果美国发动贸易战争，这一做法势必削弱其核心价值观，即自由市场竞争理念的支配地位。这一代价显然超出了现存美国政府的承受极限。因此，与发动一场全面贸易战争相比，美国政府更有可能以渐进的方式，增加对中国的贸易保护主义措施。

其次，从可供中国政府选择的手段来看，抛售美国国债并不是牵制美国政府的有效对策。美国要求中国减少贸易收支顺差，而贸易顺差是中国对美国政府国债投资的资金来源，从以上联系来看，既然美国政府要求中国减少贸易收支顺差，美国政府就不会在乎中国减少对美国国债的投资。反过来说，如果中国要大量减少对美国国债的投资，就必须减少贸易收支顺差，这是因为没有其他合适的金融产品能够替代美国国债成为中国外汇储备的投资对象，在这种情况下，减少美国国债的唯一选择是增加进口，增加进口又必然会引起贸易收支顺差的减少，而这正是美国政府期盼的结果。

综合以上两方面的情况，美国和中国政府都很难采取过激的措施。中美经济的相互融合和渗透已经发展到了这样一种程度，即无论哪一方采取过激的行为都有可能伤及自己。美国采取过度的贸易保护主义政策有可能伤害美国消费者和在华美资企业的利益，而中国抛售美元资产会引起美元和美元资产价格的下跌，从而损害中国自身的投资利益和导致中国出口的

¹美国著名经济学家克鲁格曼倡议美国政府应该对中国发动一场贸易战争。参考Paul Krugman, "Chinese New Year", *The New York Times*, 01 January 2010.

下降。另外，从长期的战略关系来看，为了维护其全球的政治和经济利益，美国需要中国的支持和合作，另一方面，对中国而言，与美国保持友好合作关系是中国实现和平崛起的必要条件之一。鉴于以上情况，双方都会在汇率博弈中采取相对克制的态度，因此，在磨合中寻求双赢的解决方案是中美汇率博弈最有可能出现的结局。最理想的方式是：在中国的出口回归增长轨道后，人民币汇率重新回归渐进式升值通道，作为交换条件，美国政府停止采取针对中国的贸易保护主义政策。

五、今后的展望

从长期的视点来看，人民币是否升值主要取决于中国工资和劳动生产率的相对变化速度，而人民币升值速度在很大程度上取决于中美之间的利益博弈。在中国经济追赶时期，只要中国的工资增长速度低于劳动生产率的上升速度，中国就会延续贸易收支顺差的局面，而这一局面就会引发人民币升值压力。一般而言，在这种情况下，中国会尽可能采取渐进式人民币升值策略，而美国政府会施加压力要求中国尽可能加快人民币升值速度。

在以上汇率博弈中，中国资本项目开放程度将会成为影响人民币汇率前景的决定性因素。一旦完全开放资本项目，央行将会丧失对汇率的控制能力，届时，人民币汇率有可能从渐进式升值转向快速升值。为了防止出现这一局面，中国应该谨慎地推进资本项目开放进程。

作者简介:上海社会科学院世界经济研究所研究员