

“1美元=19.77元”？这个判断不靠谱

当前，“1美元=19.77元人民币”的说法传播较广，根本上还是反映了普遍悲观情绪主导下，市场选择性地相信坏消息的一般规律。在这种情绪下，各种惊世骇俗的预言应运而生，大有语不惊人死不休之势。不妨称之为“货币发行决定汇率说”的增强版。

管涛

近日，网上有个帖子流传甚广，断言“人民币‘破7’不可怕！可怕的是：1美元等于19.77元（人民币）”。鉴于很多朋友来向我咨询这一说法的可靠性，我不得不做了点功课。结果发现，所谓“货币发行决定汇率说”姑妄称之“纯属哗众取宠、耸人听闻。不由得感慨，恍惚又回到了五六十年前“人有多大胆，地有多大产”的时代。

一、上述说法实际是“中国货币超发，人民币必有一跌”的变体

2016年底人民币汇率离破七、外汇储备距三万亿一步之遥，市场争议保汇率还是保储备之时，曾经有一种流行的说法，即中国现在的M₂已经超过了美国，如果人民币不贬值，中国将可以买下美国，所以，人民币兑美元必有一跌。这种说法一度成为看空、做空人民币的一个重要借口。

“1美元=19.77元”是上述说法的改版或者增强版，其基本逻辑是：2017年底，美国的M₂/GDP为0.719。2017年，中国的GDP折美元为12.24万亿，如果与美国的M₂/GDP相同的话，中国的M₂应该是8.8万亿美元。但2018年一季度末，中国的M₂是173.99万亿元人民币，也就意味着美元兑人民币汇率应该是19.77元。

在诸多汇率决定或影响理论中，有通货膨胀可能影响汇率水平的绝对或者相对购买力平价理论，如2018年阿根廷比索崩盘的一个主要原因就是国内物价高涨侵蚀了比索购买力，导致国民挤兑外汇；有资产价格可能影响汇率水平的资产组合理论；还有信

贷膨胀导致货币危机的第一代危机模型，信贷增速成为危机重要的早期预期指标。前述通货膨胀、资产泡沫和信贷膨胀都与货币供应有关……但本人见识有限，印象中似乎并无货币发行直接决定汇率水平之说。

由于职业习惯，一看到同行有如此伟大的理论“创新”和“发现”，除了自惭形秽、自愧不如之外，也不由得见猎心喜。然而，一种说法是否正确，不求其能够预测未来，但至少应该能够解释过去。稍微做点实证检验的家庭作业，结果显示，该说法无论对人民币还是其他货币汇率的变化均缺乏解释力。

二、照此推理1994年以来的强势人民币根本就是一个大错误

因为1994年初官方汇率(8.8)与外汇调剂市场汇率(8.7)并轨以来，人民币汇率较前述方法推算的隐含汇率每年都“高估”了100%以上，2005~2007年人民币汇率更是“高估”了200%多。

其中，2005~2007年正是中国经常账户收支失衡严重的时期。2007年，中国经常账户顺差与GDP之比最高达到9.9%，较2004年上升了6.4个百分点，远高于±4%的国际警戒标准，此后开始见顶回落。这才有了2005年“7.21”汇改以来，在国际收支“双顺差”的驱动下，人民币汇率长期单边升值。到2013年底，人民币汇率中间价较2004年底累计升值了36%，外汇储备余额累计增加了3.21万亿美元，剔除估值影响后累计增加了3.24万亿美元。

按照前述逻辑，2005~2007年，隐含的人民币汇率分别是1美元=25.52

元、24.55元和21.97元人民币，实际的市场汇率与之相比明显“高估”。如果相信该理论并一直做空人民币，那么，过去十多年甚至二十多年，其战绩也就可想而知了。这与那个长期偏执唱空中国楼市的某投行原亚太区首席经济学家堪有一比！

而有趣的是，恰恰是1994年以前，人民币汇率“高估”水平较低的时候，却是人民币汇率弱势时期。当时，美元兑人民币官方汇率无论固定还是有管理浮动，长期呈现螺旋式贬值态势，一路从改革开放初期的1比1.58跌至1994年汇率并轨初期的1比8.70！

三、按照该理论今年恐无新兴市场的货币危机或者动荡

2018年以来，在美联储加息、美元走强、全球流动性收紧的背景下，阿根廷、土耳其、南非、巴西、印度、俄罗斯等新兴市场货币兑美元汇率出现了较大幅度下跌。其中，阿根廷比索、土耳其里拉汇率的跌幅都在20%以上，属于典型的货币危机。

然而，按照前述逻辑，这些新兴市场货币兑美元汇率过去十年相对隐含汇率均为低估，2008~2017年十年间的平均低估程度在3%~75%。其中，阿根廷比索十年平均低估74%，今年前三季度汇率却暴跌54%；土耳其里拉低估23%，同期暴跌37%。

而且，货币的低估程度与该货币市场汇率的跌幅似乎并非线性相关。比方说，按照前述方法推算，印度卢比汇率十年平均低估71%，但今年前三季度卢比汇率仅下跌了11%；南非兰特汇率十年平均仅低估了3.2%，同期兰特汇率却下跌了11%。

四、该理论也解释不了全球主要货币汇率变动的的原因

因为交易壁垒少、成本低，实证研究的结果显示，基于“一价定律”的(绝对)购买力平价，能够解释中长期的主要货币汇率走势。考虑到新兴市场的外汇市场体制机制不完善，现实中还存在汇率浮动恐惧，汇率可能不存在完全市场意义上的自由浮动或清洁浮动，所以，有理由怀疑，货币发行决定汇率水平之说有可能在发达国家市场更为有效。有鉴于此，本着负责任的态度，有必要检测一下“货币发行决定说”对主要货币汇率走势



东方 IC/供图

的解释力。然而，结果也是大失所望。

美国洲际交易所(ICE)推出的美元指数(ADXY)含有六个权重货币：欧元、日元、英镑、加拿大元、瑞士法郎和瑞典克朗，六种货币的权重分别为57.6%、13.6%、11.9%、9.1%、4.2%和3.6%。2008~2017年间，除加拿大元和瑞典克朗偏离程度较低外，其他四种货币兑美元汇率(合计占到美元指数权重的86.7%)相对按前述逻辑推算的隐含汇率均为高估，平均高估程度在40%~160%。

但如果据此制定做空日元、欧元、瑞士法郎和英镑兑美元的外汇交易策略，显然属于疯狂之举。例如2017年，日元、欧元、英镑和瑞士法郎分别较美元高估154%、41%、61%和141%，当年，这些货币兑美元汇率却分别升值了3.8%、14.1%、9.3%和4.6%，美元指数下跌了9.9%。即便2018年前三季度，美元指数上涨3.2%，日元、欧元、英镑和瑞士法郎兑美元汇率也不过分别下跌了0.9%、3.3%、0.7%和3.5%，远低于上述货币兑美元汇率“理论”上的低估程度。

五、主要结论

第一，任何理论创新都要谨言慎行，始终抱有敬畏心理，需要千锤百炼、反复验证，切忌急功近利。面对耸人听闻的理论创新，社会在持开放和包容态度的同

时，宜头脑冷静和清醒，切忌偏听偏信。

第二，当前“1美元=19.77元人民币”的说法传播较广，根本上还是反映了普遍悲观情绪主导下，市场选择性地相信坏消息的一般规律。在这种情绪下，各种惊世骇俗的预言应运而生，大有语不惊人死不休之势。只要能够吸引眼球，制造轰动效应，就可以生拼硬凑，没有任何底线。若按2016年底的逻辑，以中美M₂直接对比，2017年底隐含的人民币汇率是12.04元，但显然19.77比12.04更有震撼力。是故，我称后者为“货币发行决定汇率说”的增强版。

第三，尽管中国的M₂/GDP远高于美国，但并不意味着人民币兑美元汇率必然高估。因为，首先，中美通胀差异不大，均在2%左右，中国不存在高通胀严重侵蚀人民币购买力的情形；其次，经历了多年宽松的货币环境，中美两国均存在不同程度的资产泡沫，中国的房市、美国的股市、日本的债市并称为世界上三大最坚硬的泡沫；再次，美国与中国非金融部门杠杆率都不低，只是中国是非金融企业加杠杆，而美国是政府部门加杠杆，家家有本难念的经。美国政府以减税为核心的税收措施虽然短期提振了美国经济，但对贫困人口进行帮助，可以激励出低收入人群自觉担负起改善自身生活福利状况的责任，进而促进其独立与自立习惯的养成。不仅如此，负所得税有利于税收制度和社会福利制度的合并，在降低财政支出管理成本的同时，放大各种社会福利补贴的透明度。

第四，影响汇率特别是短期市场汇率走势的因素很多。不同时期，不同的因素在发挥主导作用；即便同一因素，在不

同形势下对汇率作用的方向也大相径庭。例如，按照购买力平价，1美元约等于3.50元人民币。2014年以前，市场相信购买力平价理论，认为人民币长期升值不可避免，当时市场曾普遍预期人民币汇率将破六进入五时代，但现在市场上却时不时地争辩要不要保七。再如，2013年，日本搞高质量宽松货币政策，受利差驱动，当时日元兑美元贬值；但2016年搞负利率后，受避险驱动，日元汇率却在升值，创出历史新高。2014年欧央行搞负利率时，欧元兑美元汇率贬值。外汇市场是有效市场，短期汇率是随机游走、非线性变化的。就连美联储前主席格林斯潘、国际货币基金组织前首席经济学家罗格夫等大咖均感慨事前预测、事后解释汇率变化不是件容易的事情。我们这些凡夫俗子又何德何能，敢轻言自己能够把握汇率走势？

第五，外汇交易不是绝大多数境内市场主体的主业，因此，对于人民币汇率走势宜在大变局中把握大趋势。决定中长期汇率走势的还是经济基本面因素，即：经济稳、货币稳；经济强、货币强。过去二十多年看空、做空人民币者之所以完败，就在于这些人忽视了中国年均9%~10%的经济增长背后奠定的强势人民币基础，而被亚洲金融危机、全球金融海啸等短期冲击所干扰。

(作者系中国金融四十人论坛高级研究员)

负所得税制：收入分配公平尺度的强化

应强化改革红利共享以及公平与效率相济的分配原则，在专项扣除存在的情况下，排除因让中低收入人群都能享受扣除权利而降低个税起征点的政策路径，在条件成熟的情况下，未来可以考虑实施个人或家庭负所得税制度。

张锐

为了让民众尽早享受到改革红利，定于明年1月起实施的5000元个人所得税新起征点提前到今年10月在全国推行，不少人已经看到拿到手的9月份工资比先前省了一些，而且也有许多人进入到不再缴纳个税的行列。然而，为改革点赞时，也许很多人并未察觉到另一种不公平不期而至，而这也就是目前税制改革因客观条件受限所表现出的不完善方面。

个税改革除了将起征点从3500元提高到5000元这一最大亮点外，也增加了赡养老人、子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息和房租支出六项专项扣除。由于85%的城镇就业人员因收入低或者在进行

了“五险一金”的附加扣除后而没有进入到个税缴纳行列，专项扣除对他们来说就显得没有任何意义，质言之就是等于丧失了专项扣除的权力。统计资料表明，个税起征点提高后，共有1.18亿人不再纳税，相比先前他们虽然每个月省了45元税款，但同时却不能享受专项扣除，有专家诙谐地将其描述为“捡了芝麻丢了西瓜”。而值得强调的是，正是这85%的城市中低收入人群，才是最需要减负的对象。

按照个税超额累进税制这一制度安排，收入越多边际税率就越高，税负越重，不过，当有了专项扣除后，得到的节税越多，而且同等的税前扣除，对不同收入的人带来的效应是不同的。假定“六项”专项扣除总额为

3000元，在最低税率3%上纳税的人仅获得最高90元的税收优惠，而在最高边际税率45%上纳税的富人，则可节税1350元。看得出，高收入群体从专项扣除中获得实惠最大，而那些没有进入纳税门槛的低收入群体从专项扣除中的受益为零。在其他群体都在获益的同时，没有获益就意味着利益鸿沟继续扩大，实际地位的下降。

虽然上述缺陷是超额累进税制本身的局限，但我们必须明确，个税制无论怎么改革，基本出发点应当是缩小收入差距而不是扩大差距程度，而且税收乃是调节收入分配与再分配的重要手段，其中个人收入分配调节的对象应当为全体国民，而不是最终产生“挤出效应”和形成不可受益的“长尾人群”。因此，应强化改革红利共享以及公平与效率相济的分配原则，在专项扣除存在的情况下，排除因让中低收入人群都能享受扣除权利而降低个税起征点的政策路径，在条件成熟的情况下，未来可以考虑实施个人或家庭负所得税制度。

负所得税制由货币学派创始人米尔顿·弗里德曼最先提出，后来著名的经济学家托宾又作出了进一步的诠释与完善。所谓负所得税，其实就是财政支出中转移支付的一种形式，因这种支付与累进所得税在资金流向上恰好相反故而得名。负所得税的基本思想其实非常简单，即如果个人的收入超过了最低生活保障数额，超过部分应向政府缴

纳所得税，此为正所得税；如果个人收入低于最低生活保障数额，便可得到政府发给的救济保障，此为负所得税。用公式表示为：P=C-rY，其中P代表负所得税额，C代表最低生活保障收入，Y代表个人(或家庭)的实际收入，r代表税率，而个人(家庭)实际收入(N)加上负所得税(P)便形成了个人(家庭)的可支配收入。

在负所得税制度下，那些收入越低的人与家庭从国家得到的补贴相应就越多，同时补贴的数额会随着其收入的增加而逐步减少，直至领取的补贴减少到了零，这时的收入，弗里德曼称为“转折收入”；而当纳税人的收入达到“转折收入”以后，他就不再能从政府领取补贴，而是要向政府缴纳个人所得税了，也就是从负所得税转向正所得税。如每人每月N=1000元，r=30%，当其收入为0时，他并不需要缴税，反而可以向政府申请1000元的生活费。当纳税人开始有工资等收入时，他的补贴按照30%的税率同步减少，直到收入达到3333元(1000/0.3)时，他从政府所领取的补贴减少到了零，这时的收入便是“转折收入”。因此，在供给学派看来，实行负所得税可以通过收入或享受上的差别来鼓励低收入者的工作积极性，而不是一味地等待政府救济从而成为懒惰之人。

更为重要的是，作为财政转移支付的一种方式，负所得税实质上并不是一种税，而是政府解决贫困问题的一种方

法，它不仅可以使公共基金集中用于贫困人口，而且避免了救助资金的平均发放，从而实现对低收入人群更有效的帮助；同时，负所得税采取货币形式并且按照收入这一客观的、不具人格的标准来对贫困人口进行帮助，可以激励出低收入人群自觉担负起改善自身生活福利状况的责任，进而促进其独立与自立习惯的养成。不仅如此，负所得税有利于税收制度和社会福利制度的合并，在降低财政支出管理成本的同时，放大各种社会福利补贴的透明度。

目前来看，实行负所得税较为成功的国家是加拿大，由于存在资助盲人、丧失劳动能力者和老年人的补偿保障收入计划以及对有子女需要抚养的家庭补助计划与资助穷人的医疗补助计划等，加拿大政府将这些福利计划支出均转为了税收支出，其中低收入人群的子女抚养、老人赡养以及医疗费等项目均实行了负所得税制度，负所得税可抵减应缴所得税额。此外，美国尼克松政府提出的“家庭援助计划”以及卡特总统提出的“改善就业机会与收入计划”，都包含了运用负所得税思想改革社会福利制度的诉求。

的覆盖面；更为重要的是，正如多须向国家多缴税一样，因能力与机会而少得或者不得也理应得到国家的补贴，这样才能反映税收的公平性，而且收入越高者缴纳更高税负，收入越低者越应获取更多补贴，这样的个人所得税才算完整，分配的贫富悬殊也才能得以缩小，个税调节收入分配的尺度功能由此也得到更好的彰显。

的确，负所得税在我国的实行目前存在着不少困难。一方面，我国低收入群体数量庞大，并且远远超过高收入群体，在个税纳税人已经获得教育、住房和赡养老人等专项扣除的税收援助前提下，再让低收入群体也获得税收补助，可能国家财力难以承受其重。另一方面，由于低收入群体人数众多，税务部门要对他们的收入状况作出准确的评估与把握，目前还存在技术约束以及资源不足矛盾，同时人数众多也必然增加相应的管理成本，且负所得税实际上是一种财政支出，税务部门显然无法独立担此重任。但我们需要强调的是，如果能够加强税收征管，不再出现“范冰冰”式的令人瞠目的偷逃税行为，将应缴的税款一点不剩收上来，至少可以缓冲负所得税实施所面临的财政压力；同时，作为市场监管的一支重要力量，税务部门也理应不断地增兵强将，并努力提高自身的统摄效能，让自己跟上市场化制度创新的脚步。

(作者系中国市场学会理事、经济学教授)