



您的位置：首页 - 文章选登

油价上升触发人民币升值？（张斌：10月25日）

文章作者：张斌

油价上升能触发人民币升值吗？如果在货币政策教科书中找答案，答案是NO。因为从中国目前的情况来看，石油进口占总进口的比重不足5%，而且，目前中国面临的通货膨胀压力主要是由粮食价格上升所主导，进口石油价格的上升还远不足以引起国内物价的普遍影响，因此，教科书中给出的简单答案并不支持通过货币升值降低石油进口成本增加的解决方案。

虽然石油价格上升不足以支持人民币升值，但是对于均衡汇率运动趋势的偏离必然要求人民币汇率在近期内做出调整

判断一个国家货币是否需要做出调整，关键是看这个国家的货币是否持续偏离了均衡汇率，如果名义汇率与均衡汇率的运动趋势不一致，甚至是出现背离了均衡汇率的运动轨迹，那么，汇率的调整在所难免。

人民币目前的汇率水平是否偏离了均衡汇率的运动趋势呢？从笔者测算的模型来看，目前的人民币实际汇率运动趋势已经偏离了均衡汇率的运动趋势，尤其是2002年美元贬值以后，人民币实际有效汇率也跟着贬值，这与人民币均衡汇率持续的升值趋势恰恰相反，因此，当前的汇率水平已经远远地偏离了均衡汇率的运动轨迹。

为什么人民币如果持续地偏离均衡汇率，就必须做出及时调整呢？汇率研究文献对此提出的解释很简单，如果汇率水平持续地失调，意味着汇率——作为开放经济当中最重要的资源配置价格——发生了严重的扭曲，这势必会对经济可持续增长与宏观经济稳定带来严重危害。同时，关于汇率研究的实证文献也证明，持续偏离均衡汇率的汇率水平不仅成本很高，而且最终也难以持续。在中长期内，实际汇率内生于经济增长过程当中，任何一个货币当局最终也无法阻止实际汇率向均衡汇率靠拢。

偏离均衡汇率的人民币汇率会严重损害到中国的资源配置效率，不利于中国经济的可持续增长

被低估的人民币汇率，意味着高估了贸易品对非贸易品的相对价格，同时也意味着宏观经济政策对贸易品部门的优惠，对非贸易品部门的歧视。

低汇率对于推动出口有一定积极作用，但是，出口对于经济发展仅仅是手段，而不是目的。如果出口能在就业、资本积累、人力资本积累以及技术进步等方面对中国的经济增长发挥积极贡献，那么，低汇率下的出口是值得鼓励的。遗憾的是，90年代中期以来，出口对于就业与资本积累的贡献已经非常微弱。更糟糕的是，出口所吸纳的就业绝大多数都集中在劳动密集型产业，工人们基本上是靠体力吃饭，从人力资本与技术进步的角度看，很多出口产业所吸纳的就业与农田里抡锄头的农民没有本质的差别。

低汇率的另一个后果是抬高了进口成本。低汇率所抬高进口成本同时也意味着国内投资成本的增加。中国目前的进口主要集中在原材料与高端机械设备上，刻意抬高这些进口的成本意味着抬高了企业的生产成本以及技术升级的成本，对这些部门的就业扩张也带来了负面影响。

偏离均衡汇率的人民币汇率会严重损害到中国的货币政策独立性，不利于中国宏观经济稳定

在目前的外汇管理体制下，持续保持外部收支顺差意味着央行持有的国外资产不断增加，对于不能以本币进行广泛国际借贷的国家来说，单方面地持续增加持有国外资产会造成市场对本币升值的预期，而升值预期又会进一步加重外汇市场上供大于求的压力。面对不断增加的外汇资产，央行一方面会感到货币供给中外汇占款的增加所带来的通货膨胀压力，另一方面，央行的各种货币政策工具在克服通货膨胀方面也会逐渐失去效力。

升值压力首先捆住了央行通过提高利率克服国内通货膨胀压力的能力（中国目前通货膨胀压力下一直持续的低利率已经印证了这一点），因为本币利率的提高会进一步加剧本币升值压力，央行为了维护既定的汇率水平，不得不吸纳更多的外汇资产，这会进一步加剧国内通货膨胀的压力。除了利率政策以外，准备金政策与冲销政策能够发挥的作用也很有限，毕竟，这些政策虽然采取的形式不同，但是其实质也是从市场上回笼本币的流动性，这样做的后果同样会提高本币资产的实际收益，最终的结果同样是加剧本币的升值压力。

前一段时间，央行频繁的发行票据（冲销措施）虽然可以在短期内发挥一定作用，但是政策操作难度越来越大，冲销成本也越来越高，这些措施最终也无法克服由于外汇占款持续增加带来的持续通货膨胀压力。

在目前中国的国情下，调整人民币汇率主要包括三个目标：维护宏观经济内、外部均衡；降低企业与居民面临的汇率风险；稳定出口竞争力与进口成本

达成第一目标，货币当局需要监测的主要指标是均衡汇率，因为均衡汇率本身的定义就是与经济内、外部均衡保持一致的汇率水平。达成第二个目标，货币当局需要监测的主要指标是人民币对美元双边汇率，目前国内企业对外贸易与投资的主要计价货币是美元，企业与居民持有的主要外汇资产也是美元资产，因此，在没有发达远期外汇市场的支持下，维护人民币对美元双边汇率的相对稳定最大程度地降低了企业和居民面临的汇率风险。达成第三个目标，货币当局需要监测的主要指标是贸易加权汇率，贸易加权汇率的稳定意味着中国进出口商品价格的相对稳定，过去一段时间，有建议人民币放弃单一盯住美元，转而盯住一揽子货币，其中的核心意义即在于盯住一揽子货币在最大程度

上稳定了贸易加权汇率。

三项汇率政策目标之间存在潜在冲突，可行的妥协方案是一次性调整人民币与美元的汇率，使其达到未来与未来中期内均衡汇率基本一致的水平；然后，根据人民币均衡汇率在未来的变化，中国与主要贸易伙伴相对价格的大幅度变化、或者是美元与世界其他主要货币相对价值的大幅度调整，低频率调整人民币对美元的汇率。

文章出处：《中国经营报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所