



## 学术论文

《世界经济与政治》2005年第10期

[\[PDF全文下载\]](#)

人民币汇率制度改革的历史性一步  
世界经济与政治研究所所长 余永定

**【内容提要】** 2005年7月21日，中国人民银行宣布：我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，并让人民币对美元升值2%。中国人民银行的这一决定标志着中国的汇率制度改革和经济增长战略调整正在进入一个新的阶段。汇率制度改革增加了人民币汇率的弹性，同时又给中央银行干预外汇市场留下了足够的空间，从而保证了人民币汇率的稳定。中央银行必须把握好汇率的稳定性和灵活性，既不能忽视汇率的稳定性，也不能过度强调汇率的稳定性。否则，参考一篮子货币的汇率制度又会回到钉住美元的汇率制度，从而使我们的改革目标落空。

**【关键词】** 人民币；参考一篮子货币；外汇市场

**【中图分类号】** F822.1 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1006-9550(2005)10-0007-07

汇率问题主要包含两个方面：汇率水平决定（升值还是贬值）和汇率制度选择，而这两个问题又是密不可分的。在改革开放前的20世纪70年代，中国实行钉住由十几种主要货币构成的货币篮子的有管理的浮动汇率制度。在改革开放之后，中国实行以维持出口产品竞争力为目标的多重汇率制度。在1994年之后，中国实行单一的有管理的浮动汇率制度。人民币事实上钉住美元的汇率制度是中国政府应对1997年东亚金融危机的临时性措施。在东亚金融危机结束之后，由于人民币与美元脱钩可能导致人民币升值，不利于出口增长，中国政府并未改变人民币事实上钉住美元的状况。2002年底以后，日本和美国先后发难，要求人民币升值，与此同时，由于中国贸易顺差持续增加，国际资本市场形成强烈的人民币升值预期。投资资本开始加速流入中国。东亚金融危机的一个重要教训是：固定汇率制度不利于经济调整，难于抵抗国际投机资本的大规模攻击。恢复有管理的浮动汇率制度是中国政府的既定方针，问题是在什么时候和以什么方式实现这一既定方针。如果不是投机资本蠢蠢欲动，中国可能在更早的时候就已经恢复到有管理的浮动制度了。现在尘埃终于落定。2005年7月21日，中国人民银行宣布：我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，并让人民币对美元升值2%。中国政府的决断得到了公众的广泛支持，在世界上也是好评如潮。事实证明，中国政府的汇率制度改革和人民币对美元升值的决策是完全正确的。如何理解汇率在新汇率制度的形成机制、在新汇率机制下可能会遇到的问题以及人民币汇率的未来变动趋势是本文将要简要回答的问题。

一 “参考一篮子货币”汇率制度的汇率形成机制

.....

二 汇率水平决定与人民币汇率变动趋势

在这次货币制度改革中，人民币一次性升值2%。国内经济学家所关注的是汇率制度选择问题，而外国经济学家则关注汇率水平决定（升值还是贬值）问题。许多外国经济学家认为，这次人民币兑美元升值的幅度过低。人民币应该一次性大幅度升值，以避免刺激投机资本的流入并帮助美国解决国际收支不平衡问题。什么样的汇率水平更为合理是一个很难说清的问题。估算所根据的理论模型不同、计算方法不同，所得到的结果也不同。比较流行的做法是，首先计算出所谓的“均

衡汇率”，然后再确定现实汇率与“均衡汇率”的差额，并由此决定升值幅度。事实上，均衡汇率的计算仁者见仁，智者见智，对于汇率的“合理均衡水平”更是众说纷纭，莫衷一是。一些西方学者大谈人民币低估30%甚至40%。谁知道他们是怎么计算的？我们惟一知道的是，没人肯把计算过程拿出来给我们看。但是，人民币币值低估应该是不争的事实。外汇储备的急速、持续增加就是证明。同时，也应该看到，由于中国经济对出口增长的高度依赖性以及经济结构和经济体制上的一系列问题，中国经济恐难承受短时间内汇率大幅度升值的冲击。谁能有把握地告诉我们，如果人民币一次性升值10%，中国经济将受到什么影响呢？因而，比较安全的做法是通过“试错”，逐步向“均衡汇率”靠近。小幅、渐进升值也有其固有的问题，特别是这种做法会鼓励投机资本流入。许多外国学者说，当年他们国家实行小幅、渐进升值，事后被证明是错误的。但是，事前为什么这些国家都这么做了呢？“两害取其轻”。在这个问题上采取“宁绕十步远，不涉一步险”的态度，对于大多数还有选择余地的政府来说都是最有吸引力的选择。

人民币小幅升值后，对经济增长拉动作用很大的出口速度将会有所下降，从而对经济增长造成一定负面影响。但是，由于升值幅度有限，中国的进出口应该不会受到很大影响。经验证明，中国进出口对汇率变动的弹性不大。特别是我国的贸易以加工贸易为主，升值导致的来料、进料、中间产品价格的下降将抵消出口产品价格的下降（1美元的销售收入折合成人民币后将少于8.27元人民币），出口加工企业的赢利性不会受到严重影响。一些外国经济学家把这种情况称为“自然对冲”。在中国经济中确实存在不少这种自然对冲环节。人民币升值对利润率很低的某些特定出口部门特别是纺织品出口，将会造成一定的消极影响。人民币升值2%意味着刚刚接受外汇注资的商业银行的资本金减少了2%。此外，人民币升值对农产品价格和农村收入也可能产生不利影响。因而，中国政府对升值持十分谨慎的态度是完全正确的。更重要的是，中国政府应该随时准备出台相应政策以抵消升值可能产生的消极影响。

汇率政策不应该成为国际投机资本的“人质”。在过去3年中，我们一再宣布不会升值，但这并未消除人民币的升值预期，反而使源源流入的投机资本得以以低成本攫取中国资产，从而加重了中国经济中的泡沫。退一步讲，即便人民币小幅升值会加强升值预期，从而导致更多投机资本的流入，中国仍有许多可供选择的办法来抑制投机资本流入，如严格禁止与经常项目无关的外汇和外汇期货、期权交易等等。尽管有种种困难，通过加强资本管制的方法遏制投机资本流入、使投机资本无利可图依然是可能的。“严进宽出”的方针有必要重新加以考虑。投机资本必然是短期资本，进就是为了出，“饱食远飏”。“宽出”必然会鼓励投机资本的流入。除传统的资本管制手段外，我们还可以更为充分地运用税收手段、行政管理法规、商业手段（如提高换汇手续费）来抑制投机资本的流入。资本项目自由化的步伐不可过快，尤其不应把资本开放作为减轻人民币升值压力的手段。资本项目自由化过快对中国经济可能造成的冲击要远远大于人民币升值可能造成的冲击。对已经实现自由化的资本项目应该重新审查，弥补已经出现的漏洞。例如，对外资进入房地产市场的情况应该予以特别关注。在2005年7月21日之后，外国资本的流入状况似乎并未出现明显的增长。这种情况除了升值早已被国际金融市场预测到之外（想进入的已经进入了），美国利息率的上升趋势可能也有重要作用。各国的经验证明，利差的变化对国际资本流动方向的影响十分重要。

由于中国一直保持着可观的国际收支顺差，2005年年初以来贸易顺差明显增加，人民币的升值压力无疑是巨大的。由于中国经济目前所存在的各种脆弱性，在短期内，在新汇率制度下，政府仍将主要根据并且能够根据宏观经济形势决定人民币是否进一步升值和以何种速度升值。在经过一个时期的试验之后，政府应该考虑是否能够更多地根据贸易比重来确定各种货币的权数，逐步扩大货币篮子的浮动区间，逐步增加市场供求在汇率决定中的作用，并以此降低外汇储备的增长速度。

许多反对人民币升值经济学家喜欢引用日本的经验，来说明升值对经济的损害。应该指出，这类对日本经验的解读有许多地方是不准确的。人们往往把1985年9月广场会议后日元的升值作为日本产生经济泡沫和后来陷入通货收缩的原因。广场会议确实对日本出口产生了不利影响，但在1987年2月还有一个七国财长会议（卢浮宫会议）。卢浮宫会议的目的是制止美元在广场会议后的急剧下跌。换言之，就是制止日元和马克的升值。为了配合美国稳定美元的要求，日本把公定贴现率下调到2.5%（德国则拒绝下调利息率）。从宏观经济的角度来看，日本形成泡沫经济的直接原因是日本为抵消日元贬值对经济收缩作用而采取的扩张性货币政策，而不是日元升值造成的。中国的情况与日本十分不同，况且人民币的升

值幅度远远小于当年日元的升值幅度，根本谈不上重蹈日本覆辙的问题。但是，我们也必须看到，中国目前的经济形势与日本当年的形势有共同之处：经济出现趋冷迹象，通货膨胀率较低且处于下降过程中，虽然股市不振但却存在房地产泡沫（至少在局部地区如此）。货币升值肯定会对经济增长起抑制性作用。在当前的宏观经济形势下，为维持经济的增长势头，政府存在两种选择：放松货币政策或放松财政政策。日本的经验提醒我们，万万不可轻易放松货币政策，但也不能让资产价格急剧下跌而使经济陷入通货收缩。在这种情况下，最好的选择是维持货币政策的稳定性，但适度放松财政政策的紧缩程度。

从长期来看，如果中国经济在今后10年内要保持目前的高速增长，我们就不得不面对人民币持续升值这样一种可能性。发达国家的经验证明，一个国家在其经济快速增长过程中，由于劳动生产率提高得较快，往往伴随着真实汇率升值的过程。在这一过程中，若名义汇率不动，真实汇率就会通过物价上涨实现升值。换言之，政府需要在名义汇率稳定和物价稳定之间做出选择。中国的国情不同，但一个国家在其经济增长过程中，名义汇率逐步升值大概是无法避免的。

### 三 汇率制度、汇率水平和中国的经济结构调整

.....

推荐好友

#### 相关文章

- 张斌 人民币汇率制度选择：钉住美元还是一揽子货币 《国际经济评论》2003年1-2 (2007-1-7)
- 李婧 人民币汇率制度选择文献综述 《世界经济》2002年第3期 (2007-1-7)
- 王水林、黄海洲 人民币汇率形成机制的改革及对相关政策的影响 《国际经济评论》2005年 (2007-1-6)

本站的署名文章均属作者本人的观点。希望转载时，请事先与我们联系。

院首页

网站声明

会员登录

联系我们

下载中心

院图书馆

中国社会科学院世界经济与政治研究所 Copyright (C) 2002-2008 中企动力提供技术支持 请使用 1024\*768分辨率

地址:北京建国门内大街5号 邮编:100732 电话:010-85196063 传真:010-85126180 联系本站

《中华人民共和国电信与信息服务业务经营许可证》编号:京ICP备06059776号