



世界经济形势分析与预测

[HTTP://WWW.IWEP.ORG.CN](http://www.iwep.org.cn)

【全文见《2005—2006年：世界经济形势分析与预测》第215—236页】

人民币汇率水平与制度改革

国际金融研究室 张斌

有什么证据证明人民币真的被低估了？即使人民币偏离了其均衡水平，过去两年的经验表明，中国货币当局并没有像传统观点预测的那样，丧失货币政策独立性，并引发通货膨胀。人民币如果被低估，负面影响重点究竟在哪个方面？人民币最终在今年选择了升值，如果中国经济增长一帆风顺，今后还会再升，升值会像传统观点认为的那样对出口、就业乃至国民经济总产出带来不利影响吗？2005年7月21日，中国货币当局对人民币汇率制度改革做出了新的重要决定。市场对汇率改革的看法众说纷纭，有观点认为人民币汇率制度逐步走向真正的有管理的浮动；还有观点认为如此小幅度的调整并不足以说明人民币汇率真正走向浮动，人民币汇率形成机制并没有实质性的变化。究竟如何认识这次汇率改革？未来的人民币汇率制度和汇率水平会按照什么样的路径变化呢？

以上的一系列疑问是人民币汇率水平和汇率制度研究中的几个重点问题。经过过去几年时间的热烈讨论，学术界、商业研究机构和政策制定者对于这些问题的认识也逐渐清晰。特别是由于中国国情比较特殊，人民币汇率的研究中有很多与传统研究的重点并不完全一致，得到的结论与传统结论也并不完全一致。这里，笔者把过去几年时间里关于上述问题的研究做一个比较全面的回顾。

.....

下篇：人民币汇率制度改革 ——目标、羁绊与现实

经过长达两年多的热烈讨论，人民币汇率形成机制终于在2005年7月21日迎来了崭新的一天。自2005年7月21日起，人民银行宣布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。人民币汇率不再钉住单一美元，形成更富弹性的人民币汇率机制。随后的几个月里，人民币汇率出现了小幅度的波动，人民币对美元汇率一度从汇改当天的1美元兑换8.11元人民币升值到1美元兑换8.09元人民币。市场对汇率改革的看法众说纷纭，有观点认为人民币汇率制度逐步走向真正的有管理浮动；还有观点认为如此小幅度的调整并不足以说明人民币汇率真正走向浮动，人民币汇率形成机制并没有实质性的变化。

上面的两种看法都能够找到一些证据支持。从货币当局在市场上充当超级买家和定价者的地位，并且保持了人民币对美元双边汇率基本稳定的做法来看，后一种观点有一些道理。但是，不得不承认，人民币对美元双边汇率确实出现了前几年未曾有过的更加频繁的浮动，且不论这些浮动是否是按照货币当局宣布的“以市场供求为基础”、“参考一篮子货币”等原则做出调整，人民币对美元汇率的弹性确实增加了。面对这两种截然不同的观点，如何理解汇率改革后的人民币汇率形成机制变革呢？问题的关键在于对货币当局汇率政策目标和行为约束的理解，现实中的汇率制度变化实际上是货币当局

在目标与约束之间的平衡选择。

一 人民币汇率制度改革目标

1. 发挥市场供求对汇率价格形成的作用

在货币当局历次关于汇率问题的发言当中，以市场供求为基础都被放在首要地位提出。开放经济当中，汇率是经济体中最重要的价格之一。逐渐放松国家对于汇率价格的制定，让市场供求更多地决定汇率价格水平，已经成为推进中国经济市场化改革的重要内容之一。

坚持汇率形成机制市场化改革的方向，在理论上主要有三方面支持。

第一，持续偏离市场供求平衡的汇率价格水平会对宏观经济稳定带来严重挑战。以货币低估为例，持续保持外部收支顺差意味着本国持有的国外资产不断增加。对于不能以本币进行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短期资本投机和外汇市场上供大于求的压力。面对不断增加的外汇资产，货币当局一方面会感到货币供给中外汇占款增加所带来的通货膨胀压力，另一方面，央行在克服通货膨胀过程中也会逐渐失去政策空间。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，因为本币利率的提高会进一步加剧本币升值压力，而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，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，这样做的后果同样会提高本币资产的实际收益，加剧本币的升值压力。准备金政策与冲销政策虽然可以在短期内发挥一定作用，但是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。汇率低估带来的外部失衡使得货币政策无计可施，失衡的汇率水平也无法维持。日本当年在这个问题上有非常深刻的教训（麦金农、大野健一，1999；Koruda，2003）。在20世纪70—90年代中期，持续相对进步较快的劳动生产率使得日元面临长期的升值压力。面对日元升值的压力，日本货币当局总希望拖延货币升值，给市场留下的印象是日元总留有升值预期。最后，为了减缓日元升值预期给货币当局带来的压力，同时也是迫于贸易逆差国方面的政治压力，日本政府采取了货币升值，同时还实施了低利率政策（一方面是减少日元升值压力，一方面也是为了在升值以后刺激需求）。不断下调的利率不仅使日本陷入了零利率流动性陷阱，同时还成了日本80年代末泡沫危机的温床。

第二，持续偏离市场供求平衡的汇率价格水平会对可持续的经济增长带来严重负面影响。同样以汇率低估为例，汇率低估抬高了贸易品部门产品（主要集中在第二产业）的相对价格，但是压低了非贸易品部门产品（主要集中在第三产业）的相对价格，经济资源更多地流向了贸易品部门。在扭曲的价格下，这种歧视非贸易品部门的资源配置导向违背了市场经济资源配置的原则，价格机制无法将贸易品部门和非贸易品部门引向平衡发展的路径。中国农业、工业和服务业的产值比率是15：52：33，世界平均的比率是5：31：64；三次产业的就业比率49：22：29，其他国家的普遍规律是第三产业就业是第二产业就业的2—3倍（转引自郭树清，2004）。这两组数据的比较说明，中国目前的第三产业还有着极大的发展潜力，它不仅对于经济可持续增长会做出最重要的贡献，同时也是未来中国就业最根本的保障。发挥第三产业对于中国经济可持续增长的积极贡献，人民币汇率向均衡水平靠拢是不可或缺的保障。

第三，持续偏离市场供求平衡的汇率价格水平还会对收入分配、社会福利、国际关系等一系列问题带来不利影响。还是以汇率低估为例，低估的汇率有利于资本家阶层，但是不利于工人阶层（Klyuev，2003）；低估的汇率降低了社会总体的购买力水平，降低了社会整体的福利水平；最后，低估的汇率往往伴随着持续的贸易顺差，这必然会引起贸易逆差国的强烈反对，贸易战势必愈演愈烈，破坏对外国际关系。

值得注意的是，发挥市场供求关系对汇率价格的决定作用，并不意味着货币当局把汇率价格的制定完全让渡给市场。实施浮动汇率制度国家的经验表明，完全由市场决定的汇率水平既包含着经济基本面因素，同时也充斥了大量短期泡沫因

素，短期内市场上形成的汇率价格水平也不一定是最优的价格水平。因此，包括发达国家在内的货币当局，都要对市场上汇率水平做出合理性判断。如果货币当局内部广泛认同市场中的汇率水平已经持续地偏离了经济基本面变化，货币当局会选择适当的方式干预市场汇率水平。

2. 稳定出口国际竞争力与进口成本，降低外部冲击

货币当局在这次汇改中的一个亮点，是宣布参考一篮子货币因素调整人民币汇率。下面，我们先对一篮子货币做出简明解释，然后由此推断央行汇率制度改革的其他政策目标。

(公式略)

钉住一篮子货币，意味着公式中为常数，是一个保持固定的汇率价格指数。Erm/USD, Erm/yen, Erm/euro分别代表人民币兑美元、日元和欧元的双边名义汇率的指数形式（上升代表升值，下降代表贬值），w1, w2, w3代表赋予三种货币的权重。

权重的确定，是理解钉住一篮子货币制度的关键。根据不同的政策目标，权重的选择也会不同。周小川行长在讲话当中提到，人民币所参考的一篮子货币当中，以着重考虑商品和服务贸易的权重作为一篮子货币选取及权重确定的基础；适当考虑外债来源的币种结构；适当考虑外商直接投资的因素；适当考虑经常项目中一些无偿转移类项目的收支。总体来看，在一篮子货币权重的确定上以经常项目下的收支稳定为总的目标。

以贸易的权重作为一篮子货币选取及权重确定的基础，客观上达到了通过人民币对美元的小幅度波动，实现贸易加权汇率稳定的目的。将以上公式两边取对数，可以得到：

(公式略)

其中，w1, w2, w3代表不同美元、日元和欧元在一篮子货币中被赋予的权重。

(公式略)

考虑到EUSD/yen, Erm/USD都为指数基期，

(公式略)

同理，

(公式略)

可以看到，在钉住一篮子货币制度下，当世界主要货币之间汇率发生波动时，人民币对美元双边汇率不再稳定。比如，美元对于欧元或者日元的升值，会带来人民币对美元较小幅度的贬值。按照上式进一步推导，还可以得到人民币在这种情况下对日元和欧元较小幅度的升值。总之，在钉住一篮子货币制度下，人民币借助对美元的小幅度波动，实现了贸易加权汇率稳定。

实现贸易加权汇率稳定，反映了货币当局在汇率制度选择上的两重政策目标。首先是贸易加权汇率稳定有助于实现出口国际竞争力与进口成本稳定；另外是贸易加权汇率稳定有助于降低世界主要货币之间汇率波动给中国经济带来的其他负面冲击。

稳定出口国际竞争力与进口成本作为人民币汇率政策调整的目标之一，主要是考虑到中国经济增长的独特模式，尤其是对外进口、出口在未来中国经济增长中至关重要的战略地位。2004年来，对外贸易在GDP中的比重已经达到了70%，对外贸易对于我国的经济增长与宏观经济稳定具有至关重要的作用。我国目前正处于新一轮的工业化与产业升级阶段，快速增长的原材料与机械设备进口满足了国内新一轮工业化与产业升级的需要，快速增长的制成品出口则为进口提供了必需的外汇供给，巨额的对外贸易最大限度地帮助中国实现了比较优势，大大提高了中国经济增长的效率。稳定出口国际竞争力与进口成本不仅是中国汇率政策必须考虑的因素，在其他出口导向型经济体的汇率调整过程中同样占据突出的重要性。近些年来，许多中小型的新兴市场经济体在汇率制度选择中引入钉住一篮子货币的汇率制度，其核心的意义即在于稳定出口国际竞争力与进口成本，进而达到稳定国际收支平衡与宏观经济稳定的目的。

降低世界主要货币之间汇率波动给中国经济带来的其他负面冲击在近些年来的意义特别突出。单一钉住美元的汇率制度之下，人民币贸易加权汇率随美元对世界其他主要货币的波动而波动。美元升值会带来人民币贸易加权汇率升值，美元贬值则人民币贸易加权汇率跟着贬值。2002年以来，美元对世界其他主要货币大幅度贬值，人民币也跟着美元对这些货币一起贬值。人民币背后的经济基本面与美元背后的经济基本面并不一致，于是，人民币贸易加权汇率跟随美元的贬值在一定程度上成为引发人民币自2003年以来升值预期的一个最主要原因。人民币钉住一篮子货币，而不是单一钉住美元，有助于减少这种来自世界主要货币之间汇率波动带来的外部冲击。

二 人民币汇率制度改革的羁绊

汇率制度改革的目标都要求人民币对美元双边汇率频繁调整。但是就目前国内金融市场发育状况来看，这一点很难在短期内做到。从20世纪90年代末期以来，学术界发现新兴市场经济体在选择汇率政策的时候往往倾向于保持更稳定的汇率水平。学术界将这种现象称为“害怕浮动”。害怕汇率浮动的国家一般会呈现出三个特征：①拥有大量的国际储备；②汇率的波动性很小；③国内利率的波动性很高（Calvo and Reinhart, 2002; Reinhart, 2000）。为什么这些经济体把汇率稳定作为一项突出的政策目标呢？Eichengreen and Hausmann（1999）认为，这主要是由于这些经济体市场经济制度建设方面还很不完善，在金融市场中存在大量道德危险。与发达国家相比，发展中国家以及新兴市场经济体存在制度安排上的“原罪”。由于制度上的缺陷，尤其是金融市场发育的不完全，汇率的波动往往会在较大程度上偏离真实经济基本面，给国内的宏观经济稳定以及金融市场安全带来严重的负面冲击。这样，在一定程度上牺牲国内的利率目标、保证汇率稳定就成为新兴市场经济体的最优政策选择。

中国非常符合“害怕浮动”新兴市场经济体的三个重要特征，“害怕浮动”的原因也非常类似。中国经济的市场化进程远没有结束，制度依然是中国经济发展最关键的制约因素。尤其是在国内的金融市场上，市场最主要的参与主体（国有商业银行以及其他类型的银行和非银行金融机构）距离真正意义上的商业金融机构还有很大距离，市场上相关的配套法律法规也很不完善，各种类型市场的发育还非常不成熟，这从根本上限制了金融市场为汇率制定合理价格的能力。如果由于市场的缺陷而不能确保其找到合理的汇率水平，浮动的汇率会给国内金融市场安全与宏观经济稳定带来巨大风险和不确定性。

在近期内，中国难以引入对美元高频率浮动的另外一个重要原因在于国内外汇市场的基础设施建设还不足以支持这种汇率制度。如果人民币对美元汇率高频率地浮动（即使是真实经济基本面变化的需要），首要的问题是如何规避由于汇率浮动给企业和居民带来的汇率风险。人民币汇率自1994年并轨以来，人民币对美元一直保持了非常稳定的汇率水平，国内涉外经济交易80%以上采用美元计价，基本不存在汇率风险，国内私人部门持有的外汇资产也基本上不存在汇率风险。如果人民币在短期内引入高频率的汇率波动，一方面国内金融市场难以提供低成本的汇率风险规避工具；另一方面私人部门也不具备规避汇率风险的管理能力与经验。人民币走向更高频率的浮动，需要各种类型远期外汇市场的发展与支持，而远期外汇市场的发展则依赖于国内金融市场全面建设的推进。

受目前的金融市场乃至各种体制性因素的羁绊，货币当局不得不尽量保持人民币对美元的双边汇率稳定。但是，人民

币对美元双边名义汇率保持稳定，并不意味着一定要保持这个汇率不变，为了达到降低汇率风险的目的，关键在于不能让人民币对美元之间的汇率非常频繁地、大幅度地波动。

三 现实中的人民币汇率制度改革

1. 微调成为主旋律

2005年7月21日央行宣布人民币升值2%，就已经向市场表明央行在汇率调整上更加偏爱微调。央行对于微调方式的偏爱至少有以下几方面的原因。首先，在稳定中求发展一直是中国经济市场化改革的智慧结晶，尽量减少汇率制度改革和人民币汇率调整对于宏观经济短期内的负面冲击理所当然地成为汇率改革设计的出发点。在这个出发点下，微调汇率水平更有利于央行把握主动（尽管事实不一定如此）。其次，从国际经验看，即使一个国家汇率偏离均衡汇率水平有较大的幅度，向均衡汇率水平靠拢的调整过程也往往不是一蹴而就，而是在几年甚至更长的时间内渐进完成的。美元就是一个鲜明的例子。早在两年前，学术界就普遍预测美元价值被高估了20%—30%以上，但是美元并没有一次性完成调整，而是在以后较长时间内渐进地朝着均衡汇率水平靠拢。再次，汇率改革关键在于制度建设，人民币汇率必须有波动才能推动汇率形成机制的改革。但是，在目前国内远期外汇市场发育较差，企业和居民规避汇率风险成本较高的客观环境下，微调方式更有利于减轻企业和居民面临的汇率波动损失，降低汇率改革的负面影响。最后，也是最重要的，央行有能力在短期内通过微调方式调整人民币汇率。中国外汇冲销的规模虽然很大，大约占基础货币的20%、GDP的9%，但是与韩国、中国台湾、新加坡、马来西亚等东亚经济体相比，这个比例并不很高，央行的冲销操作还有空间。另外，即使冲销空间萎缩，央行还保持资本管制、信贷控制等多种手段，至少能够在短期内在保持物价稳定的前提下维持汇率稳定或者是微调汇率水平。

2. 提高频率与幅度

如以上所述，货币当局在人民币对美元汇率波动频率问题上面临两难困境。一方面，持续保持当前人民币对美元汇率稳定意味着人民币汇率从钉住前一个水平转向另一个水平，有违汇率形成机制市场化改革的初衷；另一方面，放松汇率波动频率与幅度则意味着企业和居民将承担更多的汇率风险。基于上述原因，贸然引入过于频繁的汇率波动，企业和居民显然无法承受，外汇市场价格发现的功能也受到限制。因此，在短期之内汇率调整频率不会太高。

但是，提高汇率波动频率与幅度并不遥远。在2005年7月21日的汇改公告之后，央行工作重点非常集中地体现在推进远期外汇市场建设方面。8月10日，央行宣布三项举措推进外汇市场发展，主要内容包括：①扩大银行间外汇市场交易主体；②增加银行间市场交易模式，在银行间外汇市场引入询价交易方式；③丰富银行间外汇市场交易品种。这三项措施是外汇市场建设的重大改进，但这仅仅是个开始。为了能够低成本地帮助企业规避汇率风险，诸如外汇期货、外汇期权等一系列金融衍生产品也势必在短期内引入当前外汇市场。随着远期外汇市场建设的快速推进，人民币走向更高频率波动的成本会随之下降，引入频繁汇率波动的时机也逐渐成熟。

3. 间歇性释放货币升值压力

央行是否有可能在微调人民币汇率的过程中突然引入较大幅度的汇率调整呢？如上文所述，在对冲操作和行政力量的双重保护下，短期内央行有充分政策空间微调汇率水平，引起较大幅度汇率调整的可能性至少在短期内不大。但是，随着时间的推移，这种可能性也会随之增强。央行在汇改中立足稳定，偏爱微调，但是通过微调显然无法释放人民币面临的持续升值压力，而且在持续升值压力的环境下不利于培育和发展外汇市场。人民币远期非交割市场在2005年7月21日汇改公告的表现充分说明了这一点，2%的升值虽然能够降低短期内的升值预期，但是对于期限结构稍长的升值预期无能为力。随着央行在外汇市场建设的全方位推进，央行对于市场上外汇供求方的控制逐渐放松，这也意味着市场对抗央行定价能力的增强。尤其是当更多的远期外汇市场金融衍生产品被引入以后，央行面临的市场压力可能更加严峻。为了维持货币政策独立性，央行有动力通过稍大幅度调整间歇性释放货币升值压力。另外，增加这种可能性更重要的原因在于：通过前一个试

验阶段，如果央行发现小幅度的汇率调整对于外贸、就业和总产出水平并没有严重的负面影响，势必会消除央行为人民币重新定价的疑虑，加强央行更大幅度调整人民币汇率水平的信心。

.....

推荐好友

相关文章

- 张斌、何帆 人民币汇率自由浮动正当其时 2008年5月14日 (2008-5-24)
- 余永定：综合考虑人民币升值方式 《第一财经日报》2008年5月10日 (2008-5-24)
- 陈北 人民币汇率破“7”后中国房地产业走势 《国际融资》2008年第5期 (2008-5-14)
- 高海红 主编 《全球视角下的人民币汇率：政策选择和风险防范》 中国财政经济出版社200 (2008-5-6)
- 何帆 汇率浮动 以动谋定 2008年4月28日 (2008-5-6)

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:010-65126180 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