

English

下载中心

首页

网站地图

关于IWEP

研究课题

研究人员

研究成果

数据库

出版物

媒体报道

研讨会/讲座



学术论文

2004年7月

[\[PDF全文下载\]](#)

宏观经济过热下的人民币汇率：压力与解决方案

国际金融研究室 张斌

一 前 言

如果当前的宏观经济被确诊为“过热”，那么，造成经济过热的原因当中人民币升值预期难逃其咎。如果不是人民币升值预期，不会有那么多的外资争先恐后地进入中国的房地产业，为局部的房地产泡沫推波助澜；如果不是人民币升值预期，货币当局自去年以来的一年多时间内也不会面临那么大的外汇占款压力，基础货币供给上升速度也可能要平稳的多；还是因为人民币升值预期作怪，货币当局在通过控制供给预防经济过热的时候，手中传统货币政策空间越来越小，无论是公开市场业务、再贴现政策还是准备金政策，收缩市场流动性的同时也意味着人民币资产收益率的提高，这可能会进一步加重人民币升值预期以及货币当局外汇占款的压力。在政策调控上，克服人民币升值预期与遏制经济过热对货币政策提出了截然相反的要求，一个要求降低利率，一个要求提高利率，货币当局在克服通货膨胀潜在压力的时候进退维谷，左右为难。

人民币升值预期还会持续下去吗？这个问题对于当前的宏观经济政策，尤其是汇率政策与货币政策调整方向与政策着力点具有至关重要的意义。如果人民币升值预期迅速消退，货币政策空间自然也就被释放出来，货币当局可以把注意力放在调整国内利率、稳定货币供给方面。如果人民币升值预期还会进一步持续下去，通过货币政策为国内宏观经济过热降温的政策空间会越来越小，解决问题的关键是汇率政策的调整。只有通过恰当的汇率调整释放了货币升值预期的压力，国内货币政策才有可能保持维护货币供给稳定与遏制宏观经济过热的能力。

本文中，我们分五部分内容讨论人民币升值预期的可持续性与如何进行汇率政策调整。通过下文的分析，得到了以下几点结论：

1、伴随中国经济过热带来的进口突增以及美元利率上升的预期，人民币的升值预期短期内可得到减缓，但是，这种减缓只是暂时性的，推动人民币升值的主导力量来自中国经济基本面的持续变化，货币升值压力很有可能卷土重来，旷日持久。

2、面对人民币升值压力，货币当局应该积极化解，这样不仅有利于维护当前的货币政策独立性与宏观经济稳定，而且有利于国内各个产业之间的平衡发展，有利于中国经济的可持续增长。

3、化解人民币升值压力，关键取决于汇率水平的调整。暂时性的贸易逆差与美元升息预期构成了人民币汇率调整的有利时机。为了最大程度地发挥汇率调整的积极作用，减少由于汇率调整带来的负面影响，最佳的人民币汇率方案是调整方案是：一次性将人民币与美元汇率调整到近期内得可持续水平，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，低频率地调整人民币对美元汇率。

二、人民币价值：短期预期与中长期预期

.....

三、人民币价值需要重估吗？

.....

四、如何有管理浮动人民币汇率

对于经济基本面变化带来的中长期汇率升值预期，货币当局可以在短时期内维持既定的汇率水平，但终究难以持续，而且以上的分析中我们看到持续失调的汇率水平将会破坏宏观经济的内部均衡与外部均衡，并对宏观经济稳定、经济可持续增长以及收入分配、社会福利、国际经济关系等带来一系列不利影响。就目前中国的情况而言，如果调整汇率才能够最大程度地趋利避害，实现平稳汇率升值呢？

1、人民币汇率政策目标

.....

2、人民币汇率政策目标排序与调整人民币汇率的策略与时机

(1) 人民币汇率政策目标排序

以上，我们提出了汇率政策的三项政策目标：即维护宏观经济的内、外均衡；降低汇率风险、维护宏观经济稳定与金融市场安全；以及稳定出口国际竞争力与进口成本。但是这三个政策目标对于汇率调整的方向与频率存在冲突。举一个例子有益于更清楚地说明这个问题。假设中国有三个主要贸易伙伴，美国、日本与欧洲，当前人民币对美元的名义汇率为8人民币：1美元，人民币实际有效汇率比均衡水平的实际有效汇率低估了15%，中国与主要贸易伙伴的贸易品物价水平不变。

如果汇率调整完全以维护宏观经济的内、外均衡为目标，人民币对美元的汇率需要及时调整，确保人民币实际有效汇率及时向均衡汇率水平靠拢。由于人民币实际有效汇率比均衡水平的实际有效汇率低估了15%，人民币对美元的汇率需要升值15%（假定美元、欧元与日元之间汇率不变，人民币同时也对欧元和日元升值15%），即人民币升值到6.95人民币：1美元的水平，就能够保障人民币实际有效汇率靠近在均衡汇率水平。注意，这里暗含的一个前提是美元、欧元与日元之间汇率保持不变，如果在人民币汇率调整之前美元对欧元与日元出现了贬值，人民币对美元需要有更大浮度的升值才能够让人民币实际有效汇率升值到均衡汇率水平上。如果完全以降低汇率风险、维护宏观经济稳定与金融市场安全为目标，人民币对美元的汇率需要尽量保持稳定。人民币应该继续保持与美元双边汇率的稳定。如果汇率调整完全以稳定出口国际竞争力与进口成本为目标，关键是要保持实际有效汇率稳定。由于美元、日元与欧元之间的汇率频繁发生波动，人民币对美元的名义汇率也要频繁调整才能够确保人民币实际有效汇率的稳定。

不同汇率政策目标对汇率调整提出了不同的要求，如何在这些政策目标之间妥协，找到最优的解决问题方案呢？以上三个政策目标中，前两个政策目标对于汇率调整并不存在严重的冲突。满足第一个目标，并不要求人民币对美元汇率非常频繁地调整，均衡汇率本身就是一个中期概念，不可能要求现实中的实际有效汇率与均衡汇率在每个时点上保持一致，实际有效汇率只要在一个期间内（1-2年）大致与均衡汇率保持一致就达到了维护宏观经济内、外部均衡的目的。满足第二个目标，也不要求人民币对美元汇率完全固定不变，人民币对美元汇率低频率（比如半年、一年或者是更长一点的时间）的调整也基本满足降低汇率风险、维护金融市场与宏观经济安全的目标。满足前两个汇率政策目标，只要求人民币对美元汇率一次性地调整到与均衡汇率相一致的水平上，然后在这个水平的基础上人民币对美元保持低频率调整。

当人民币一次性调整到均衡汇率的水平的时候，如果美元与日元、欧元等世界主要货币之间的汇率发生急剧调整，人

民币的实际有效汇率也会随之调整，破坏第三个政策目标。如何解决前两个政策目标与第三个政策目标的冲突呢？近期来看，这种情况出现的可能性不大，经过2002-2003年度美元对欧元、日元的大幅升值，美元向其均衡汇率水平的调整基本已经完成，世界主要货币之间已经调整到了相对稳定的水平，主要货币之间出现大幅度调整的可能性不大，因此，只要美元不再对其他世界主要货币发生大幅调整，人民币实际有效汇率波动的幅度也不会非常严重²⁰。从这个意义上看，近期内推行一篮子钉住汇率制度的意义并不大²¹。另外，即使美元对其他世界主要货币发生大幅调整，人民币对美元采取低频率的调整依然可以达到稳定实际有效汇率，进而稳定中国稳定出口国际竞争力与进口成本的目的。

（2）调整人民币的策略：两步走方案

综合以上所述，中期内兼顾维护宏观经济内、外部均衡、宏观经济与金融市场安全以及出口竞争力与进口成本等三个汇率政策目标的人民币汇率调整方案是：一次性调整人民币与美元汇率，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，低频率低调整人民币对美元汇率。这个方案同时满足了人民币汇率向均衡汇率水平靠拢、人民币对美元保持相对稳定、人民币实际有效汇率相对稳定等三个汇率政策目标的监测指标，最大程度地维护了三项汇率政策目标。

长期内，随着中国市场经济制度建设的进一步完善，尤其是国内的金融市场的发育成熟，人民币对美元汇率可以逐渐调高波动频率。调高人民币对美元的波动频率，同时也意味着货币当局对外汇市场的干预放松和减少，更多地让市场决定人民币汇率，这样更有利于央行集中精力维护国内货币政策。毕竟，在中国大国经济特征下，国内货币政策的独立性对于保障宏观经济稳定与经济可持续增长具有更重要的意义。

（3）中期内调整人民币汇率的时机选择

由于人民币汇率对于中国经济全面、深刻的影响，调整人民币需要慎重决策，把握住调整汇率的最佳时机。从经济角度考虑，如果人民币选择升值，最好是在（1）市场上不存在普遍、严重的本币价值重估预期；（2）国内需求比较旺盛；（3）国际主要货币之间没有大幅波动；（4）存在资本管制措施的保护；（5）美元利率上调等五个条件满足的条件下进行，这样最有利于减少汇率升值对于经济的负面冲击。需要特别指出的是，如果是在汇率持续低估的情况下，市场上对于本币升值预期的投机会愈演愈烈，汇率升值宜早不宜晚，调整的越晚，市场升值预期不但难以消除，反而会愈演愈烈，延迟的汇率调整可能会招致更严重的投机行为。

2004年下半年，国内宏观经济基本能够满足以上五个条件，另外，由于宏观经济过热所带来的进口强劲增长以及美元升息预期对于减缓人民币短期升值压力都起到了非常积极的作用，这正是调整汇率千载难逢的好时机。货币当局如果措施得当地一次性调整人民币汇率，不仅有助于消除汇率升值预期，释放了货币政策空间；同时，也适应了中国经济基本面变化对人民币汇率长期内升值的要求，对于未来的宏观经济稳定、贸易品部门与非贸易品部门产业间的平衡发展以及中国经济可持续增长都具有积极意义。

从政治角度考虑，人民币汇率的升值与否在一定程度上会影响到中国与世界主要贸易国家的国际关系。2004年，美国两党之间的大选尘埃落定，趁着这个当口调整人民币汇率，对于促进中国与美国新一任政府关系，减少越来越严重的美中贸易战具有积极推动作用。

（本文发表于《中国经济学的夏天》，青年出版社2004年7月出版）

推荐好友

相关文章

■ 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)

人民币汇率形成机制改革大事记 2008年4月11日 (2008-4-17)

周业樑 浙江纺织服装业应对人民币升值影响的调查报告 《国际经济评论》2008年1—2月 (2008-3-4)

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