



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

## 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237—248页】

## 对人民币汇率政策调整的评论

何帆 郑联盛 姚超

.....

## 四 人民币汇率政策调整的国际反映

中国人民银行7月21日汇率政策改革之后，国际上普遍做出了积极反应。总体上看，来自国外政府、经济学家和金融市场上的观点均认为，这是中国的汇率制度逐渐走向灵活的开始，汇率调整有助于中国的宏观政策得到更多的灵活性，也会对全球国际收支失衡的改善起到帮助作用。当然，由于立场不同，来自国外的观点中也夹杂着一些复杂的感受。

## (一) 政客：观望中的等待

美国白宫在人民币升值时候，当即表示欢迎。白宫发言人麦克莱伦说，“我们对中国今天宣布实行更灵活的以市场为基础的汇率机制感到鼓舞。”美国财政部长斯诺认为这是解决美国和中国经济之间经济扭曲的重要的第一步，中国政府让人民币走向由市场力量决定其价格的举措尤其具有重大的意义，中国改革汇率机制对中国和国际金融体系都很重要。当时的美国联邦储备委员会主席格林斯潘在人民币汇率机制改革推出之后表示，中国调整人民币汇率的举措已经提高了中国及其他经济体汇率的弹性。日本内阁官房长官细田博之在21日也表态说，日本对中国政府做出的人民币升值决定表示欢迎。他说：“这是中国经济国际化的第一步，也是人民币国际化的第一步。这是中国政府深思熟虑后做出的决定。”德国对人民币升值表示欢迎，称人民币升值对中国经济增长和德国经济都是“有益的”。西方七国集团(G7)财长及中国人民银行行长发表联合声明表示，欢迎中国政府采用较为自由的汇率制度，并称此举将有利于全球经济增长与稳定。欧洲中国人民银行也发表声明称，欧洲中国人民银行行长Trichet对人民币重新估值表示欢迎，并冀望此举将有助于稳定全球金融市场。在积极评价的同时，西方政治首脑期待着人民币改革的进一步深化、人民币制度更具弹性。

但是，值得指出的是，美国国会政客的态度依然强硬。由于美国对中国的贸易逆差在2005年累计将超过1800亿美元，两党反华情绪高涨，即使那些自由贸易提倡者也将投票赞成贸易限制。即使中国调整了人民币汇率政策，美国的一些政客仍然不会放弃其反华的立场。美国国会中鼓吹人民币升值最起劲的Schumer和Graham两位议员表示，人民币升值2%是远远不够的，人民币至少被低估了20%。他们表示他们不满于现状，处于一种“观望中的等待”，如果中国没有进一步的行动，他们会重新推动有关对中国出口到美国的商品征收27.5%附加关税的议案在国会中的表决。他们认为中国存在严重的货币操纵，使得中国出口品获得不公平的优势。而且在美国国会还形成了一种共识：中国是想以每年升值2%为缓兵之计尽可能地拖延。他们主张美国应增加对中国的压力以迫使中国加快汇率改革进程，尤其是让人民币以较快的步伐升值。

国外经济学家在积极评价中国迈出了历史性一步的同时，对中国汇率改革的后续进程更加关注。他们的分析集中在中国新汇率制度存在的或者可能引致的问题以及中国将如何应对这些问题、改革如何继续等方面。

### 1. 新汇率制度对现状的改变非常有限

经济学家普遍的共识是中国此次汇率调整反映了中国国内经济本身的需求和国际对中国汇率改革压力两个方面的需要。中国经济改革的深化也需要一个更具弹性的、由市场力量决定的汇率制度。

华盛顿国际经济研究所（IIE）经济学家Goldstein和Lardy在《金融时报》上撰文对人民币升值进行了剖析。他们认为2%的升值幅度太小。根据贸易权重的估算，人民币实际上被低估了20%-25%。中国人民银行公报中“管理浮动体制”和“根据市场调节浮动区间”容易变成当局干预外汇市场的最好借口。他们指出中国人民银行对人民币稳定的重视要远高于弹性，更不要提自由浮动。由于升值幅度太小，对中国巨大的经常项目盈余、国际收支失衡和全球经济失衡的改善几乎没有作用。对华盛顿国会压力的缓解也只是暂时的，无法改变保护主义者认定的中国进行货币操纵的观念。Goldstein和Lardy断定，中国汇率的改革是秉承了中国改革20多年来的经验，采用的是一种渐进式的增量改革。农业、外贸和国有企业都是遵循这样的原则，并且取得了成功。但是，他们认为中国采用这种成功的经验进行汇率改革是错误的，因为人民币的扭曲程度是巨大的，如何控制升值预期将是一个严峻的挑战。

### 2. 人民币不应为美国经济失衡买单

纽约大学Nouriel Roubini教授警告美国不要搬石头砸自己的脚。美国要求中国和其他亚洲国家货币大幅升值，但却没有意识到亚洲国家为美国“双赤字”低价融资的贡献。除非美国自己解决严重的财政赤字和经常项目逆差，否则要求中国货币升值10%-15%是愚蠢的。Intelligence金融公司的主席Persaud指出，人民币大幅升值对中国经济的影响是巨大的负面性，可能将中国拉入严重的通缩，将会是另一个日本，而且对全球经济的不均衡是无济于事的。

### 3. 中国的冲销政策不可维持

Goldstein和Lardy, Nouriel Roubini与David Altig, 国际货币基金组织研究部主任Prasad等都认为，人民币小幅升值会加强而不是缓解人民币进一步升值的预期，短期内将导致投机资本的进一步涌入，中国干预外汇市场的力度将增加。

Roubini认为中国的冲销政策具有不可维持性，冲销只是对冲了大概50%的资本流入，但是冲销产生了两个严重的金融方面的损失，并带来了系统的脆弱性。一方面，美元资产的累积越来越大，一旦人民币升值，导致中国严重的资本损失；另一方面，由于未能完全冲销，中国应对资本流入的操作空间很小，货币基数将被迫放大，带来信用和投资的膨胀，导致经济泡沫，这将增加中国经济的脆弱性和硬着陆的危险。

Lardy在《纽约时报》的采访中表现了同样的忧虑。他指出，中国具有很多无法用一般外汇渠道统计的巨额资本流入，主要表现在国际收支表的错误与遗漏项上。过去中国的这个项目为负，代表资本流出，2004年却有200亿美元的正值。巨大的资本流入，对中国造成极大的通货膨胀压力。中国在过去两年来累积了超过3000亿美元的资本流入，2005年还将继续扩大，外汇储备可能超过8000亿美元。Lardy认为，如果中国资本交易超过1万亿美元，中国将无法干预市场而丧失对货币的控制力，且难以抑制通货膨胀。

### 4. 人民币改革深化将影响世界经济发展

亚洲新兴经济体的货币普遍存在一定的低估问题，由于这些经济体害怕丧失竞争优势，因此在人民币调整币值之前是不会调整本币汇率的。《金融时报》专题文章认为，人民币升值将给亚洲其他新兴经济体的货币带来升值压力。

Roubini认为中国和亚洲国家货币升值，会给美国带来通胀压力，美联储会采取收紧政策，短期和长期利率上升，对美国长期利率的影响是难以估计的，但是大概范围会在0.5%-1.5%之间。另外，由于美元看跌，东亚的私人投资者和外汇管理部门都会减持美元资产以调整自己的外汇储备结构，美国将面临资本流入减少的局面。如果资本流入不够为美国的赤字融资，美国需要调整消费结构和财政安排。

当然，人民币和亚洲国家货币的升值，带来了这些货币购买力的提高，对中国和亚洲出口的国家将受益。Roubini还认为，人民币升值会改变中国高储蓄和低消费的状况，通过购买较为廉价的外国商品，拉动中国的消费并促进向中国出口国家的经济发展。

## 5. 中国近期需要某种程度上的资本管制

Roubini指出，放松管制或者自由化，短期内并不会导致明显的资本外流从而缓解升值的压力，相反地，自由化将导致投机资本的进一步涌入。人民币升值和继续改革需要中国在应对投机资本进入的时候，采取逆向行动，阻止它们的冲击。如果干预减少和资本管制放开，那么唯一的结果就将是人民币升值。

《纽约时报》认为外管局需要监控外国直接投资，使其确实用于进行工厂和其他政府认可项目的建设，不能让这些资本用于购买资产、投资股市或者存进银行等待进一步升值。具体的政策措施包括在边境上阻止巨额的美元现金入境，使美元兑换人民币更加复杂，比如在兑换的时候需要出示护照并填具表格。

Prasad认为，人民币改革的方向最后也是资本项目的可兑换性。因为在固定的汇率体制下，或者是狭窄的变动幅度内，市场干预和资本管制是一种必需。然而，资本管制会导致更为强烈的规避管制动因，新的规避手段层出不穷，资本管制会逐步丧失其有效性，金融系统风险增加。

## 6. 新的汇率制度需要更多弹性

IMF的Prasad认为，无视市场的基本力量而维持固定汇率机制会导致大量资本流入，给货币体系带来具有危害性的流动性，会导致资源的错配和通胀。建立一种更具弹性的汇率制度有利于降低金融系统的风险，有利于获得更大的货币政策空间，也为中国应对外部冲击提供了缓冲空间。

美国国际经济研究所的John Williamson还给出了具体意见。Williamson认为人民币单一钉住美元，围绕中间平价变动，意味着需要政府对外汇市场进行干预。如果美元对其他主要货币升值或者贬值，中国必须保证人民币对美元的汇率保持在一个小的区间之内。从单一钉住转向钉住篮子（a basket peg），人民币价值会随着货币篮子中的其他货币对美元价格的变化而变化，并不必然和人民币与美元的相对供求直接相关。Williamson还认为一篮子货币兑换率标准（a basket numeraire）比钉住货币篮子更具广泛性。他指出，对于中国比较好的选择是钉住篮子货币，并根据贸易权重进行一篮子货币的权重安排。而从整个亚洲（尤其是东亚）来看，采用一种共同货币篮子（a common basket）的机制作为货币兑换率标准，对中国而言利益会更大。即使共同货币篮子机制近期不可行，至少也可以通过比较这个标准和货币篮子决定的人民币价格，来获得升值和贬值的重要参考。

日本学者小川英治（Eiji Ogawa）指出，日本学者小川英治（Eiji Ogawa）指出，Ogawa, Eiji, “Respond to Professor Yu”，中国社科院世界经济与政治研究所内部资料，2005年8月。中国的新汇率制度包含了更多的弹性。但

是，参考货币篮子与钉住货币篮子是不一样的，中国有更多的弹性管理人民币汇率的政策或者对汇率进行操纵的可能，而模糊的政策和操纵汇率的可能会损害货币当局的公信力，所以当局必须在透明度、责任感和公信力之间取得一个平衡。如果中国的目标是贸易均衡和整体经济的均衡，那么最好以贸易权重来安排篮子货币。人民币应该扩大波动幅度以适应篮子货币价格的变化，逐渐增加弹性，最后迈向浮动汇率。

### （三）市场反应：人民币升值对中国经济影响甚微

来自各投资银行和其他金融机构的分析更多地能够反映出市场上对人民币汇率改革的评价和预期。

摩根·斯坦利的Stephen Roach认为，人民币升值是中国弹性汇率机制和资本账户开放的前奏，但是，微小的币值调整对中国出口竞争力的负面影响非常小，并且中国还有空间进行财政、货币政策的协调以刺激国内需求，以缓解外部需求的减少。瑞银华宝（UBS）的Anderson甚至认为，升值2%对中国的实体经济影响为零。

标准普尔在提高中国信用等级的同时也指出，中国币值的调整面临一定的不确定性，但是，对实体经济影响小，并且会引导中国走向经济及其金融结构的优化。Hale咨询公司也认为，升值2%对中国贸易位置的变化几乎没有作用。

德意志银行同样认为，升值2%对经济基本面影响很小，但是更具有弹性的汇率机制可以帮助中国人民银行更好地应对中国经济周期的变化。他们的模型认为以后几年人民币每年对美元升值5%，只会对中国GDP产生0.3%的作用，不会对经济增长和就业产生过大的影响。

.....

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)
- 60位经济学家调查：求解人民币升值顶点 《第一财经日报》2008年4月14日 (2008-4-17)

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