

探讨人民币升值的长远影响

北京师范大学经济学院金融系主任、教授 贺力平

中国人民银行在 2005 年 7 月 21 日宣布人民币汇率体制与美元“脱钩”并随即让人民币与美元兑换比价小幅上升后，国内外研究者纷纷发表了许多评论。很多人认为这是一次重大改革，不仅预示人民币汇率走向浮动和升值，而且是有利于国内经济结构调整和提升中国国际经济地位的事情。另一方面，也有一些人认为这次“参考”一篮子货币为人民币定价的方式本身有不明确之处，人民币对美元升值幅度也太小（2%），所以这次调整对中国国内经济增长和对外经济关系都不会有显著实质性影响。

众多评论意见中，一种看法尤其独特。斯坦福大学长期研究汇率问题的麦金农教授 7 月 29 日在《华尔街日报》以“货币战”（Currency Wars）为题发表了一篇千余字文章。他在文中说，7 月 21 日人民币汇改措施对中国经济来说不是一个“好消息”。他指出这项新政策有五个问题：第一，中国货币当局在放弃了过去的货币政策目标对象（英语文献中常用“锚”这个术语来指称货币政策目标对象）之后，没有相应确立一个新的目标对象，从而使自己的货币政策运作变得不明确起来；第二，中国经济将可能出现通货紧缩，因为人民币升值会引起出口和经济增长减速；第三，在大量“热钱”进入中国的同时，国内货币市场将面临“零利率流动性陷阱”，货币当局将发现在新形势下难有作为；第四，人民币升值不仅会影响出口，而且也会影响进口，尤其是通过影响国内投资和国内经济增长而引起进口需求的减少，从而使升值对中国贸易平衡的最终效应变得不确定（即不能断定人民币升值将使中国贸易顺差缩小甚至转变为逆差）；最后，如果中国贸易平衡格局不因人民币升值而出现显著改变，来自国外（比如说美国参众两院）的贸易保护主义压力只会有增无减。中美贸易争端看不到烟消云散的前景。

学术界一个常见现象是，面对同一个议题，学者们“你说你的，我说我的”，观点之间有对立但难得交锋。这种情形的一个后果是，“谬论与真理同行”。学术产品的用户们（包括政策决策者和青年学生们）对此往往感到难以适从。

普林斯顿大学邹至庄教授长期研究中国经济问题，是中国经济改革和对外开放的一位海外见证人，并在一定程度上也参与了实际进程。他看到麦金农教授文章后，感到文中许多观点与有关经济学原理相背离，毫不含糊地向后者提出反驳。从他们在这个问题上的往来通信

中可以看出,邹教授也没有说服麦教授。这很可能是因为后者在人民币汇率问题上所发表的言论是他自己长期研究日元汇率问题的一个结果或者副产品。麦金农教授现在可以说坚定不移地相信,人民币汇率问题是若干年前日元问题的一个翻版,或者说,在他看来,20 世纪最后 20 年的日元汇率问题在 21 世纪最初 20 年的表现或延续就是人民币汇率问题。

邹至庄教授对麦金农文章的反驳意见可以归纳如下:

第一,如果货币政策的主要功能是控制通货膨胀或者说影响物价水平走势,并且承认货币当局有能力观察到任何外生性货币供给变动,那么,货币当局可以通过调整自身所掌握的那部分货币供给(基础货币)来影响货币供给总量并进而影响物价走势,而在这个过程中,汇率作为一个目标锚不是一件必然的事情。换言之,固定汇率的意义不是一般性的或者说普遍性的。也许,在某些时候某些条件下,固定汇率有它积极的重要作用,但这种作用不是一成不变的。

第二,货币升值对国内通货膨胀的一般作用应当被理解为是降低通货膨胀,绝不是通货紧缩。按照邹至庄的理解,这个判断的思路是:如果一国在经济增长过程中有着与其相适应的稳态通货膨胀(货币供给增长率与物价变动率),那么,贸易平衡的变动会通过影响货币供给增长率而影响物价变动率;进而,在贸易顺差已经带来了货币供给过快增长的背景下,货币升值所引起的贸易顺差减少甚至顺差转变为一定程度的逆差至多是对已经出现的过快货币供给增长的一种矫正,而不是促使国内货币供给总量增长率下降到低于稳态通货膨胀率之下。按照这个思路,如果人民币升值对中国贸易平衡的影响是不确定的,即中国很可能继续出现显著规模的贸易顺差,那么,人民币升值更不可能带来国内通货紧缩。认为货币升值会导致国内通货紧缩,不仅理论上需要进一步说明,而且也需要拿出充分的经验证据。

第三,汇率变动对贸易平衡的效应应按照标准教科书模型来理解,即升值导致贸易顺差减少,贬值促使贸易顺差增加。汇率是贸易伙伴国商品之间相对价格的比率或调节器。如果承认汇率变动会影响相对价格水平,承认各国需求和供给受到相对价格水平的影响,那么,汇率变动对贸易平衡的影响就完全如标准教科书模型所描述的那样。这个模型没有什么错误。

第四,在汇率浮动与固定之间的选择不同于升值还是不升值的选择。针对麦金农在其著述中反复强调的固定汇率主张,邹至庄认为,即使同意说像中国这样的经济体在现阶段有理由继续坚持钉住美元的汇率制,这也不表明目前的汇率水平就是适当的。如果说,浮动汇率制下市场会倾向于发现一个适当的汇率水平,那么,在固定汇率制下决策者就有必要去确定什么样的汇率水平是适当的或大体上适当的。绝不能说赞成固定汇率制就等于赞成任何汇率

水平上的固定汇率制，或者说，一个固定不变的体制可以将目标汇率确定在任意水平上。

在上述邹至庄教授提出的四点反对意见中，大多数读者可能倾向于很快赞成其中的第一和第四点。但在第二和第三点上，针对邹至庄的意见，麦金农教授不仅作出了进一步辩驳，而且拿出了他长期研究这些问题的一系列成果作为佐证（参见前文所列参考书目）。可以说，在这两个重要问题上，这场“麦邹交锋”涉及到国际货币经济学的一些基本原理。麦金农教授的文章著作可以说对当代教科书基本模型提出了挑战，人们不能仅仅因为它们与标准教科书的结论不相吻合而加以排斥。

还应当承认，关于汇率变动与贸易平衡的关系，汇率变动与相对物价走势的关系，不仅在涉及日元或人民币汇率的讨论中被学者们所争辩，而且在围绕美元汇率的更大范围的国际讨论中也每每出现并有不同看法。这里试图就“麦邹交锋”中所涉及的有关概念进行一番梳理，并不妄想提供一个现成答案。

一、汇率与贸易平衡

关于汇率与贸易平衡，我们现在实际上有三个基本模型来刻画两者之间的关系。下面用简单的函数表达式来说明：

$$\text{公式 (1)} \quad \text{TB} = \text{F}(\text{ER})$$

$$\text{公式 (2)} \quad \text{TB} = \text{F} \{ \text{ER}/(\text{P}/\text{P}^*) \}$$

$$\text{公式 (3)} \quad \text{TB} = \text{F} \{ \text{ER}/(\text{P}/\text{P}^*), \text{g}/\text{g}^* \}$$

上述三个公式中，TB 指一国贸易平衡（中文习惯说“贸易差额”，主要指商品贸易，但也可以包括服务贸易在内），ER 是该国货币兑换贸易伙伴国货币的比率（直接标价法汇率，或者说，双边名义汇率），P 是国内物价水平或其变动（加星号者为贸易伙伴国物价水平或其变动），g 指国内经济增长或生产率变动（加星号者为贸易伙伴国经济增长或生产率变动）。三个公式中的 F 都指函数转换关系。

公式（1）的含义是，如果世界上只有两个经济体，一国贸易平衡便是两国名义汇率的函数。世界上显然不止有两个经济体，但同样明显的是，公式（1）可扩展到多国事例，只要将双边名义汇率改写为名义有效汇率（综合汇率）即可。理解公式（1）的关键之点是，这个模型隐含地假定贸易伙伴国之间物价走势一致或者在短期内（即名义汇率发生变动前后）两国物价水平不变或基本不变。在教科书论述中，人们将公式（1）中的贸易平衡（TB）表达为用国内货币标价的出口减去进口（其中进口变量需要借助汇率（ER）转换为本币标

价变量), 并由此发现贸易平衡 (TB) 在名义汇率 (ER) 变动后的变化取决于出口的价格弹性与进口的价格弹性之和是否大于一单位 (即“马歇尔-勒纳条件”)。可以说, 公式 (1) 主要适用于短期分析或瞬间变动效应分析。

20 世纪 70 年代初布雷顿森林体制瓦解后, 各国货币之间的汇率浮动起来, 而且重要经济体的国内通货膨胀也开始爬升并变得频繁多变。人们由此开始更多地关注“实际有效汇率”这个概念, 即公式 (2) 中的 $ER/(P/P^*)$ 。公式 (2) 的含义是, 贸易平衡变动取决于贸易伙伴国之间名义汇率与相对通货膨胀的相对变化, 或者说, 贸易平衡不再是某个变量的函数, 而是多个相关变量变动的结果。例如, 在一定时期中, 如果出现本币贬值, 同时, 如果国内物价水平上升速度不仅超过贸易伙伴国, 而且这种上升比率超过本币贬值程度, 那么, 本国贸易平衡不仅不会改善, 而且还会恶化。抛开完全开放的资本市场或外汇市场中频繁的汇率变动不论, 通常, 名义汇率调整可在相对短期内出现。但国内外通货膨胀的相对变动则往往需要经过一段时间才能被人们所觉察。也就是说, 使用公式 (2) 来分析汇率与贸易平衡主要适用于非短期, 例如一年或两三年时期。这或许可以说是一种“中期分析视角”。

麦金农教授在分析“日元升值综合症”或人民币升值影响时所使用的模型与公式 (2) 有关, 但显然不局限于名义汇率调整与相对通货膨胀这些变量。他还特别地强调经济增长减速对贸易平衡的影响。而这就将我们带到了公式 (3)。这个公式的含义是, 除了公式 (2) 所说的“实际有效汇率”之外, 影响贸易平衡 (TB) 的因素还有贸易伙伴国之间的相对经济增长或相对生产率变动。作为公式 (3) 的一个隐含理论前提是, 进口需求通常是国内经济增长的一个函数, 例如国内投资需求扩张带来中间进口品的增长。这一点, 许多基本经济学教科书编写者也是认同的。换句话说, 麦金农“人民币升值不一定带来中国贸易顺差减少”这个观点不能简单地被认为是背离标准经济学原理。

但是, 同样十分清楚地是, 公式 (3) 包含了经济增长或生产率变动这些长期变量, 通常只能用于长期分析甚至超长期分析, 例如五年十年甚至二十年时期。

而且, 更重要的是, 上述三个公式或者模型相互间并不必然冲突, 只要使用者严格区分它们各自适用的时期长短。可以这样来理解两位学者之间的争论: 邹至庄教授说“人民币升值将减少中国贸易顺差”, 是在使用公式 (1), 着重就短期关系而言; 麦金农教授说“人民币升值不一定带来中国贸易顺差减少”, 是在使用公式 (3), 着重就长期关系而言。按照这个思路, 人们还可以进一步认为, 人民币对美元汇率在 2005 年 7 月的升值, 可带来随后数个月份或季度中国贸易顺差的减少; 而且, 如果人民币升值幅度高一些 (不止是 2%), 中国贸易顺差在这些月份或季度中减少的数额很可能会大一些; 但是, 如果在这次升值后人民

币对美元汇率（以及人民币对其它主要国际货币的汇率）在以后时间中基本不变，那么，一次性升值对中国贸易顺差的影响将逐渐减弱，来自其它因素（相对经济增长或生产率变动等等）对中国贸易平衡变动的的影响将逐渐凸现出来；两三年以后（例如 2007 或 2008 年）中国贸易平衡会是什么格局显然不能用 2005 年人民币对美元出现 2%~3% 升值这个事件来预测。

确定的、小幅度的人民币升值对中国贸易平衡的影响几乎可以说微不足道，在这一点上，两位学者的看法完全一致。

二、汇率与相对通货膨胀

本币贬值具有国内通货膨胀效应，本币升值具有降低国内通货膨胀效应，这是标准教科书陈述。在争论中，邹至庄坚持这个看法并将之运用到分析人民币升值与中国国内通货膨胀走势关系上。麦金农则突破了这个“传统教条”，认为本币升值不仅仅具有降低国内通货膨胀效应，而且是导致国内通货紧缩的原因。显然，麦金农的新观点如果成立，需要一些特别条件。

麦金农的推理是，十多年以前的日本和目前的中国已经出现其国内通货膨胀靠近美国水平的情形；在此背景下，日元以及现在的人民币对美元的升值都会促使日本或中国的国内通货膨胀率进一步降低到美国水平之下；如果美国通货膨胀率已经低至“临界水平”（零或接近于零通货膨胀率），那么，日本或中国在本币对美元升值时只能出现通货紧缩，而不再是一般性的通货膨胀下降。在麦金农看来，邹至庄的反驳意见忽略了货币升值前两个关联国通货膨胀率的趋同性以及作为世界性通货膨胀主导国——美国——其通货膨胀率已经接近临界水平这两个重要背景。如果没有这两个背景，例如说，美国通货膨胀率为 3%，十多年前的日本或现在的中国通货膨胀率为 5%，那么，日元或人民币对美元升值理所当然地只会带来日本或中国通货膨胀率的下降，而不是通货紧缩。

看上去，麦金农的这个推理前后很有逻辑性。当然，人们也可以提出一些质疑。第一，双边汇率不等于有效汇率或综合汇率。影响相对于世界趋势的国内物价走势最终取决于有效汇率而不是双边汇率。对此，麦金农或许会回答说，日元/美元汇率或人民币/美元汇率对日本或中国来说是最重要的双边汇率，是影响日元有效汇率或人民币有效汇率走势的一个几乎可以说决定性的因素。

第二，美国通货膨胀走势没有到达“临界水平”（零或接近于零的通货膨胀率）。对此，人们也许不需要借助麦金农就可以看到，90 年代初以来，美国国内通货膨胀率（以消费者

物价指数为代表) 出现明显的持续性走低趋势, 并在 90 年代末接近于 1% 的水平。如果 1% 变动率还不是“临界点”, 至少也是距离“临界点”不远的水平了。

第三, 世界范围内的国际通货膨胀趋势不完全由美国所决定。麦金农对这个质疑的反驳意见很可能与第一点类似, 即可以承认国际通货膨胀不完全由美国所决定, 但必须承认美国物价走势对国际一般趋势有巨大影响。

上述三点质疑似乎都不足以驳倒麦金农的推理。最有可能推翻麦金农推理的应是第四点质疑, 即日本或中国这样的货币升值国其国内货币当局在本币升值时实行膨胀性货币政策以抵消通货紧缩压力。实际上, 恰恰在这个环节上, 麦金农提出了他最具特色的观点: 日本或中国货币当局因为面临一个特别的新形势, 事实上已无能为力实施膨胀性货币政策。这个新形势, 用他自己创造的术语来说, 就是“零利率流动性陷阱”。

顾名思义, 这个新概念的含义是货币当局在已经十分低下甚至接近于零的市场利率情形下不再有余地进一步降低利率, 或者向国内货币市场提供更多的流动性以刺激国内信贷或货币扩张从而推动国内物价水平上涨到“临界点”以上。这种颇为特殊的形势是如何出现的? 麦金农的解释是, 在日元或人民币对美元升值后, 国际社会继续抱有日元升值或人民币升值预期, 外部资金继续流入日本或中国, 进而增加日本或中国国内货币市场的流动性, 并使这种流动性充足程度达到这样的地步: 货币市场利率下降到不仅比美国低的水平, 而且接近于零。同时, 这些流动性资金大部分不进入实体经济, 从而不带动国内通货膨胀; 而且, 相当一些资金进入证券和地产市场, 引起资产价格膨胀(即“泡沫经济”)。总之, 在这个形势中, 日本或中国货币当局如想进一步降低利率或提供流动性, 要么已经不可能, 要么已无意义。这就是“零利率流动性陷阱”(麦金农发明的这个概念与宏观经济学界所熟知的凯恩斯发明的“流动性陷阱”有区别)。

细心的读者可能已经注意到, 上述解释中的一个关键环节是日元或人民币升值后市场继续怀抱升值预期。这种持续性升值预期的经济依据何在? 按照麦金农的看法, 第一个、也是直接层次上的原因是日本或中国在本币升值后继续出现贸易顺差(即前面讨论过的贸易顺差不随本币升值而减少), 第二个、也是较为深刻层次上的原因是日本或中国的国内储蓄倾向高, 美国的国内储蓄倾向低。一个有较高储蓄倾向的经济体通常伴随贸易顺差, 一个有较低储蓄倾向的经济体通常伴随贸易逆差。这两种情形恰好在日本与美国之间或中国与美国之间同时出现了。因此, 升值对贸易收支平衡的微弱调节作用就进一步表现为升值预期的持久性。

至此, 遵循经济分析方法的人们可以认为, 麦金农很可能做出了一个值得称道的发现, 即发现了自 90 年代初以来在日本以及较近的中国这样的经济体中, 货币升值具有通货紧缩

效应。货币升值的这种效应可以说是一种新效应，在 90 年代以前的时期中不曾有过。

但是，严格地说，麦金农的这个发现也是理论探讨的一个成果，它并不必然成为现实。就中国事例而言，人们可以说中日经济体之间尽管有不少共同性，但也有显著差别。最重要的一个差别或许是目前中国经济中仍然有着严重的资源制约，而且，在许多重要资源产品上，国内价格与国际市场水平之间有着显著差距。这种差距的存在，就是通货膨胀的国内可能性根源之一。也就是说，尽管中国与日本一样，可能出现“零利率”货币市场行情，但是，来自国内资源供给的短缺所形成的物价上涨推力也可能使这种“零利率”货币市场行情不能持久。

顺便说，可能有人认为，目前中国尚有资本市场管制，人民币升值预期也不会带来大量外部资金流入，因此，中国不大会像日本那样出现“零利率流动性陷阱”。这种看法可能过于简单。近年来中国国际收支数据已经表明显著的投机性资金流动，而这说明资本账户管制措施的实际效力在下降（事实上国内资本市场也在逐渐对外开放）。因此，应对人民币升值可能带来的通货紧缩威胁不应当再囿于传统思路。

概括地说，邹至庄与麦金农之间的争论触及到一些基本经济原理及其现实运用问题，触及到如何准确理解当代国际经济关系演变轨迹。不管人们对两位学者的观点有何看法或偏好，思考他们提出的问题本身就有助于去深化认识。