

人民币汇率形成机制的改革及对相关政策的影响*

世界银行研究局 王水林

清华大学中国金融研究中心 黄海洲

2005 年 7 月 21 日，人民银行发布公告，宣布将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。这是自 94 年人民币汇率并轨以来汇率机制的又一次重大改革，它在国内外引起了广泛关注和市场反应，亚洲一些国家的汇率政策也相应跟进。此次人民币汇率改革的一个重要内容是制度性的，放弃了事实上钉住美元的做法而改为“参考一篮子货币”。从短期来看，它在一定程度上舒缓了国际压力和贸易上的国际摩擦，遏制了市场上的投机和炒作，也为中国货币政策的独立、灵活性创造了条件。从长远来看，它对人民币汇率的制度建设、对中国经济发展影响将更加深远。如何看待此次人民币汇率形成机制的改革以及对相关政策的影响，仍有一些问题值得探讨和研究。

一、对人民币汇率中长期水平的基本判断

为了更好地认识此次汇率改革的作用和影响，我们需要对人民币汇率的中长期水平有一个基本判断。事实上，汇率水平是由经济、制度和市场因素决定的。经济因素包括一国经济的基本面、不同货币之间的利差、相对购买力等；制度因素则包括主权风险、汇率制度、以及一国所处的经济发展阶段等；市场因素包括一国和国际金融市场的资本流动和价格形成机制等。

近一、两年来，关于人民币汇率水平的争论一直很激烈，概括起来大致有四种观点：第一种是认为人民币被严重低估了，应尽快大幅度升值。持这种观点的主要是美、欧、日等国的一些利益集团、政客、一些思想库的“学者”以及议会议员。第二种是要求人民币汇率应增大浮动范围的，认为它符合世界经济利益，也符合中国本身的利益。这种观点只提“弹性”，不提升值，许多国际学者以及国际货币基金组织均持这种观点。第三种是认同增加人民币汇率弹性的目标，但强调目前应保持稳定，改革重点放在深化外汇市场，改进人民币汇率的形成机制。第四种是人民币汇率对美元升值会引起通货紧缩并影响外国对中国的直接投资，持这种观点的人在国际上是少数，在国际政策讨论中影响不大。

* 作者感谢丁一凡先生的帮助。本文只是作者个人看法，并不代表其现在或过去任职机构的观点。

依据国际经济学理论, 一国经济如长期持续增长, 通常会使劳动生产率相对增长, 从而推动本币实际汇率升值。然而, 由于中国经济发展的特点, 人民币汇率并非一开始就呈现升值趋势, 而是经历了一个漫长的先贬值然后才转向升值的过程。人民币汇率自 20 世纪 80 年代以来大致经历了三个发展阶段: 70 年代末到 90 年代初的十多年间, 人民币对美元名义汇率和对一篮子主要外国货币名义汇率一直在贬值, 名义贬值约 4—5 倍, 实际贬值 2 倍左右。94 年汇率并轨以后, 人民币汇率逐步攀升。根据 IMF 的计算, 从 1994 年 1 月到 2002 年 9 月, 人民币对中国主要贸易伙伴国的货币名义汇率上升了 13.9%, 实际汇率上升 21.5%。2002 年以来, 人民币兑美元的汇率基本不变, 但对欧元、日元稍有贬值。

人民币汇率的趋势转变是由多方面的因素决定的。首先, 是中国可贸易部门劳动生产率的相对增长。在 20 世纪 80 年代, 中国的出口主要是原材料、农产品以及少量纺织品等。进入 90 年代后, 制造业和纺织业生产能力和生产率有了大幅提高。初步测算显示, 1995—2003 年间, 中国制造业的劳动生产率与美国和 OECD 国家相比累计相对增长了 1.2~1.5 倍。中国的这种发展变化印证了国际经济学中的巴拉萨—萨缪尔逊效应, 即可贸易部门劳动生产率相对增长产生本币升值压力。

其次, 是中国经济积极融入全球一体化, 其国际收支账户发生了根本性变化。在 20 世纪 70 年代末和 80 年代绝大部分年份, 中国的国际收支账户基本平衡, 贸易和经常账户逆差与资本账户顺差并存。这一时期, 由于中国大力推进工业的现代化, 积极引进先进技术和生产设备, 进口大幅度增加, 造成了 12 年中有 8 年是经常账户逆差, 累计经常账户逆差达 185 亿美元。90 年代以后, 随着中国经济的进一步开放, 制造业和加工工业生产能力和生产率的大幅提高, 中国参与国际产品分工的程度加深, 出口创汇大量增加; 与此同时, 外国在华直接投资迅速增加, 国际收支账户因此形成贸易经常账户与资本账户同时盈余的双顺差局面。从 1990 到 2004 年的 15 年间, 共有 12 年为双顺差, 累计经常账户顺差为 2569 亿美元, 资本账户顺差为 3178 亿美元。

持续的双顺差对人民币的升值产生了压力。那么, 人民币币值是否被低估了呢? 国际上采用的判断方法之一是购买力平价法, 按此法计算的人民币币值是被低估的。例如, 根据《经济学人》杂志的“汉堡包 (Big Mac)”指数, 人民币自 1995 年初至今年升值前被低估了 55%。此类指数所表示的人民币与美元之间购买力的差别很大程度上反映了因结构因素引起的中美间非贸易部门的价格差。但是, 如以宏观部门平衡法来衡量, 其结果并不明显。国际货币基金组织 2004 年对华磋商报告的判断是“没有足够的证据表明人民币被严重低估”。如果以市场预期来衡量, 境外的人民币不可兑换远期汇市近来预期人民币将在一年内升值 5%~7%。

但一般的看法还是认为人民币币值在此次升值前是略有低估的，原因主要从三个方面来看：一是在过去三年里中国经常项目盈余逐年扩大；二是通货膨胀率与主要贸易伙伴国接近，实际上近年来的平均值比美国还低；三是阻碍中国出口的贸易壁垒（例如纺织品配额）减少了，贸易条件得到了改善。

从中长期来看，人民币仍有升值的空间和趋势，但也不排除出现贬值的风险。中国当前经济发展势头强劲，国内投资和出口需求仍旧旺盛，经济基本面继续得到改善，经济发展前景仍会被继续看好，人民币会继续受到国内外投资者的青睐。这一点从国际经济学来看也是如此，从生产率增长效应来看，当一国的贸易部门（制造业）的生产率增长快于非贸易部门（主要是服务业），或者该国贸易部门生产率的增长率快于贸易伙伴国的贸易部门，那么该国的长期实际均衡汇率将趋于上升。由此判断，人民币会继续面临升值的压力，或曰仍有升值的潜力，人民币实际均衡汇率会趋向上升。但从净债权国地位效应来看，人民币汇率的前景并不十分清晰。净债权带来资产收益流入越多，所要求的实际均衡汇率升值幅度就越大。中国一方面已成为西方主要发达国家的债权国，另一方面也是外国直接投资的主要接受国，二者作用呈相反方向，对人民币实际均衡汇率中长期的影响将取决于经济政策对二者的取向。

人民币也面临贬值的风险。中国经济的基本面虽然有了很大改善，仍有不少失衡的地方需要解决。譬如，如何进一步有效地改善经济调控，稳定宏观环境，解决经济发展中的能源、环保等瓶颈问题，保持国民经济的健康发展，如何加强金融的监管，提高金融主体的法人治理的能力和水平等，这些问题解决不好会影响市场对中国经济的预期，当然也会对人民币的走势产生负面影响。中国还是一个发展中国家，而发达国家与发展中国家的一个重要差别在于金融市场的流动性和深度。发展中国家金融市场的流动性差、市场浅，金融市场上有风吹草动，价格变化巨大，市场容易出现过度反应，引起货币汇率的大幅变化。墨西哥金融危机是这样，亚洲危机也是这样。危机发生之前有很多热钱流入，刺激金融资产泡沫膨胀；而当这些热钱突然停止并大量撤出时，则一定会导致泡沫破灭、股市崩盘、国家的外汇储备大量流失。再则，因为投资产品的流动性差，这些国家不得不持有较多的外汇储备。流动性和深度方面的差异还导致资本由发展中国家向发达国家倒流。因此，人民币也存在贬值风险。综合考虑各种因素，人民币中长期升值趋势和贬值风险是同时并存的。

二、人民币汇率改革对货币、财政、贸易等相关政策的影响

此次人民币汇率改革和新的汇率形成机制的实施将会对现行的货币、财政、外贸等相关政策发生影响。

一般来说,汇率制度的放松会增加国内货币政策的独立性、灵活性。根据不可能三角定理(Impossible trinity proposition),当一个国家已融入了世界经济体系后,在汇率稳定、货币政策独立、金融一体化三个目标上只能选择两个,不能三者兼得。若要保持货币政策的独立和汇率稳定,就必须管制资本;若想既维持独立的货币政策,同时又能参与金融的一体化,就要放松汇率的管制;如果既想参与金融一体化,又想保持汇率的稳定,那么就只好放弃独立的货币政策。

此次人民币汇率机制改革应该说增加了央行的货币政策的独立性、灵活性,是有积极意义的。长期以来,人民币一直采取了钉住美元的做法,对货币政策起到了名义锚的作用,特别是在 20 世纪 80 年代到 90 年代中效果十分明显。从 1987 年到 1996 年,中国经济高速增长,但波动性较大,通货膨胀率比美国高出 8 个百分点。94 年到 90 年代末,人民币汇率继续采用钉住美元的机制,事实上“进口”了引导美国经济高速增长和低通货膨胀的美元货币政策,它对当时中国经济的增长和宏观调控是有帮助意义的。

但从 90 年代末开始,美国经济经历了股市泡沫破灭、经济由高速增长转入衰退和低速增长阶段,美联储为此连续降低利率,采取了一系列刺激经济的做法。而此阶段,中国经济基本上持续高速增长。因此,两国的发展步调并不一致,继续“进口”美国的货币政策对中国的经济增长和宏观调控起了相反的作用,使成本增加,并在某种程度上加剧了 2004 年的经济过热现象。2005 年 7 月出台的汇率机制改革增加了中国货币政策的独立性和调控空间,央行可以更灵活地调节国内利率政策,促进信贷资源的更合理分配。目前,人民币的实际信贷利率仍显过低,不利于信贷资本的有效使用。新的汇率机制也帮助降低了货币对冲成本,减轻了央行在稳定基础货币供应上的压力。近年来,面对大量外币资金的流入,央行靠发行债券以控制基础货币及通货膨胀,对冲成本巨大。

此次人民币汇率机制的改革提高了货币政策的灵活性,虽然如此,货币政策的可操作空间改善并不太大。一则是因为人民币放弃了钉住美元的做法,使中国货币政策在相当程度上失去了美元的名义锚,因此对外界来说货币政策的不确定性增大了。二则是由于现有的国债存量较大,汇率的上调也会对金融业尤其是银行业带来财务损失。因此,人民银行需要明确货币政策目标,以保证政策的连续性和可预见性。另外,需要继续大力推进利率市场化的进程,大力改善货币政策的传导机制,大力改革和发展金融市场。总之,在使用货币政策的独立性和灵活性方面仍应坚持以谨慎和审慎为宜。

此次汇率改革要求财政政策与货币政策有更好的协调和匹配。近年来中国国内的税收收入增加较快，人民币的小幅度升值对国家的财税收入影响是有限的。但是，人民币实际汇率上升意味中国货币政策的收紧，是一个经济引入紧缩的新因素。目前中国宏观经济正处于景气状态和周期性变动的敏感时期，财政、货币政策需要密切配合。在此阶段，财政政策不宜过度从紧。

人民币汇率形成机制的变化和汇率水平的上调对中国的对外贸易产生直接影响。受负面影响较大的将是一些劳动密集型和低附加值的出口产业、企业，对扩大就业、农村劳动力转移也会带来压力。政府在通过财政向那些暂时受汇率调整冲击较大、但仍具发展潜力或占主导地位的出口企业、行业提供帮助的同时，也可以利用此次人民币汇率调整的契机，加大参与国际贸易领域的企业结构调整的力度，促进外贸部门的技术进步和产品结构的升级换代，提升出口商品和服务的附加值和竞争力。与此同时，通过价格调整，促进贸易部门和非贸易部门的协调发展，使经济的拉动和发展转到以内需为主、改变过分依赖国际市场的做法。在国际能源与原材料价格不断上涨的情况下，是否继续以大力吸引外资和出口导向作为中国经济的长期发展战略值得研究。

人民币汇率形成机制的变化对中国外贸也有一定的积极意义。近年来虽然中国的出口增长很快，但出口产品中的进口含量却很高（附加值只占加工贸易的 20%），人民币汇率初始上调降低了进口原材料的成本，对出口所产生的负面影响也是一种抵消，因此很难说就一定会影响到中国出口的竞争力。中国广袤的市场、良好的基础设施、已形成规模效益的供应链以及充足、训练有素的劳动力供给对外资仍然具有很强的吸引力，因此人民币的小幅升值对外资不会有过大影响。

从长期看，汇率政策调整有助于利用市场价格手段鼓励企业进行产业结构升级，促进服务业等不可贸易部门成长，逐步提升中国产业和贸易结构，从而更有效地落实政府倡导的科学发展观。

三、对几个技术操作层面问题的看法

世界各国采取的汇率制度既有固定的、浮动的、也有有管理浮动的汇率制，汇率形成机制有钉住一种货币的、有采取货币联盟的、也有采用一篮子货币的，这主要根据每一个国家的基本国情而定。就如前面所提到的那样，它受一个国家的经济、制度和市场发育等因素决定，故不存在谁优谁劣的问题。

这次人民币汇率进行改革,提出以市场供需为基础、参照一篮子货币的有管理的浮动汇率制符合中国现阶段的经济发展和对外开放需要,是合适的。以下的一些问题在政策和技术操作层面应引起重视。

1.要尽快建立新机制的信用

自 2005 年 7 月 21 日人民币汇率改革及人民币汇率一次性上调 2.1% 以来,市场上对人民币的升值预期仍然存在,投机风潮并未散去。近期内,在继续维持人民币汇率的相对稳定外要尽快建立起新机制的信用,逐步改变市场的预期,以赢得调整的更大空间。如果新机制的信用不能尽快建立,可能会刺激进一步的投机浪潮,会使更多的热钱流向中国,引发金融泡沫。需要谨慎对待人民币汇率的再次上调,如果人民币在现有的水平上再升值百分之四至五,那末它与港币的兑换率就是 1:1,可能会对港币和香港金融业带来冲击;如果累计升值达 10%~15% 以上,对 GDP 增长的影响有可能达到或超过一个百分点。

2.注意保持与美元汇率的相对稳定

在此次人民币汇率的形成机制改革中,人民银行提出了参照一篮子货币的做法,并根据中国的对外贸易、外债和外国直接投资等因素,确定了篮子中的美元、欧元、日元、韩元等货币组成及它们在篮子中的权重,这是符合中国当前的对外经贸关系和金融状况的,是妥当的。美元在人民币汇率的形成定价中仍将扮演重要角色。这不仅仅因为美国是当今世界上最发达的工业大国,是中国最重要的贸易伙伴国,也是因为在国际货币体系中美元仍是最重要的储备货币和最主要的工具货币,大多数的国际经济、贸易和金融活动均采用美元结算方式,如石油、运输、资本交易、以及各种商品和服务贸易,美元的作用显而易见。虽然中国的对外经济关系日益加强,经贸活动遍及世界各地,资本的融通渠道也日趋多元化,但美元相对于欧元、日元及其它货币在国际货币体系中的重要地位和作用在相当长一段时间内将不会有根本的改变。

3.要进一步研究和发展金融避险工具,改善外汇储备管理

随着人民币汇率新机制的建立和人民币汇率浮动范围的扩大,汇率的不稳定和汇率风险随之加大。如何降低汇率的风险,提高资金的运作效率,这无论对国家、对企业都是需要值得高度重视和认真研究的问题。在进一步加强金融监管的前提下,应提倡金融创新、积极发展新的金融避险工具,为国家、企业、个人有效避险、资本保值、增值服务。应允许更多的金融机构和一定规模的企业参与外汇市场的交易。人民币升值也增加人民币在海外的购买力,增加了人民币资产的财富效应,应当积极鼓励企业的海外投资和发展。

中国目前拥有较多的外汇储备,这符合国家利益也是为中国的当前国情所决定的。随着

外汇储备的继续增加, 外汇储备的管理在把安全放在首位的同时, 也要考虑资本的保值和增值。可以考虑将现有的外汇储备分为两部分, 其中的相当一部分作为外汇储备的基础仍采用现行做法, 投资于美元、欧元、日元等国债, 以保证其安全性、可流动性。这部分的规模应结合国家的外债总额、期限和进口情况来定, 并留足余地。另一部分也可设立一个外汇稳定基金, 投资于回报率较高、流动性稍差一点的其它投资产品上, 包括美国和其它国家的优质企业债券、高等级的商业票据、蓝筹股等, 也包括中国本国的好的企业的股权投资。当外汇储备一旦出现困难时, 外汇稳定基金的资金可以立即兑现并补充到外汇储备当中去。外汇储备和管理与汇率政策是一个统一的整体, 两者间是协调和互动的关系。

4. 要保持人民币稳中趋升的发展态势

汇率水平调整是一个十分困难的过程, 调整幅度过大会造成通货紧缩, 调整幅度过小, 会引发进一步的投机性资本流入。德国和日本两国在 20 世纪 70、80 年代曾因其货币兑美元升值过快、过猛造成了经济的衰退。通货紧缩仍会是世界经济今后面临的一个主要威胁, 因此在这样的一种国际背景下, 快速升值对一个国家的经济发展是不利的。世界上没有一个国家希望自己的货币升值 (国际货币基金组织前首席经济学家卢高夫语), 适当保持人民币汇率稳中趋升的发展态势和升值空间有助于中国经济的发展, 对人民币完全可兑换最终目标的实现也是有帮助的。如果人民币币值的预期是上升的, 那么, 不管是国内的投资者还是海外的投资者, 投资人民币的意愿就会增强, 人民币实行可兑换也就指日可待了。

5. 加强国际合作与协调

随着中国经济的逐步增强, 中国对世界经济、贸易乃至金融的影响会日益加大, 包括人民币汇率在内的许多政策和做法都将日益为全球所关注。近一、两年来, 中国政府领导人及其人民银行、财政部等部门负责人参与了一些多、双边的对话和谈判, 包括与七国集团、二十国集团的对话, 已经有了一个非常好的开端。中国应更多地参与这类国际间的对话和政策协调, 特别是与多边国际组织, 如世界银行、国际货币基金组织、国际清算银行、世界贸易组织以及其它的国际和区域经济组织, 也包括双边的对话与协调。这种多双边的对话和协调机制不仅能增加国际社会对中国的理解、信任, 中国也可以发挥作为一个发展中大国应有的影响和作用。