



经济增长中汇率变动的国际比较

(内容提要)

张斌 唐烈

本文是一项汇率问题研究的比较分析。我们选取人均 GDP2000-3000 美元经济水平的 60-70 年代的日本、70-80 年代的韩国和台湾为样本国家，通过观察这些国家的汇率变动历史及其背后的原因，总结出这些国家在高速经济增长中的潜在汇率变动趋势。在国别研究的基础上，我们通过中国和样本国家在汇率变动上的比较分析总结出中国汇率变动趋势的内在因素和不确定性，并对未来中短期的汇率波动进行预测。

在国别研究部分，我们发现所有样本国家的汇率波动当中都存在着潜在的下降（名义汇率升值）趋势，背后的主要原因是巴拉萨-萨缪尔森效应。样本国家经济高速增长时期，由于国内相对于世界平均水平的贸易品劳动生产率增长要快于非贸易品劳动生产率增长，国内的 CPI 和 WPI 的差距要大于世界 CPI 和 WPI 的差距，换句话说，同样程度的总价格水平上升，样本国家会更多的体现在非贸易品上，国内的贸易品价格和国外相比依然会具有比较优势。在它的带动下，实际汇率仍然存在潜在贬值趋势，名义汇率则会面临升值压力。这一理论得到了样本国家经验的证实，样本国家以 WPI 代替的贸易品价格指数平均比主要贸易国家低 2 个百分点。经常项目在贸易品相对价格优势下保持快速的增长。由于样本国家在样本区间内的主要外汇供求发生在经常项目下，因此，经常项目的赢余直接就导致了国际收支余额的增加，并给名义汇率升值造成了压力。

中国和样本国家在经常项目问题上面临的处境基本一致。在 1997-2000 年¹区间，中国出现了一定程度的通货紧缩，同时，经济增长依然保持相对较高的增长速度。国内的贸易品价格出现了大幅的下降，平均低于主要贸易国 3.5 个百分点。尽管有全球通货紧缩和东南亚金融危机余波等不利影响，国内经常项目在贸易品相对价格优势下依然保持了赢余。从中、短期来看，国内相对于外部经济的物价水平如果没有出现大幅上升，贸易品相对价格会依然保持优势，它所带来的国际收支余额的增加将会成为未来人民币名义汇率升值的潜在压力。

尽管样本国家和中国在经常项目下的运动趋势同保持着类似的经验，但是，中国在金融项目下有着独特的经验。中国虽然还没有完全开放金融项目下的交易，但是，金融项目下的资本流动从数额和短期波动幅度上已经构成了影响国际收支余额的重要因素。中国一方面面临着大量的 FDI，同时，资本外流在某些年份也非常严重，而且，二者波动的幅度非常大。可以预计，未来中国关于外资流动的管制措施和中国金融市场的发展会对未来资本流动起关键作用，同时，它也构成了人民币汇率变动主要不确定性。

¹ 本文在写作过程中得到了樊纲教授的多次指导和帮助，在此表示感谢。



经济增长中汇率变动的国际比较

中国社会科学院研究生院 世界经济与政治系博士研究生 张 斌
中国社会科学院研究生院 世界经济与政治系硕士研究生 唐 烈

伴随着中国经济在经济全球化过程中的不断融合,汇率作为联系一国经济和外部经济的纽带日益凸现出其重要作用。对于汇率问题的研究也引起越来越多经济学界人士的关注。在以往的汇率问题研究中,主要关注的问题是中国的实际汇率变动(俞乔 1998,陈学彬 1999,张晓朴, 1999,陈建良 2000和 Zhi ChaoZhang, 2000)。和以往这些关于汇率问题研究不同的是,本文关注的问题是名义汇率变动的潜在压力,或者说是国际收支余额的变动状况。因此,我们除了关注影响经常项目外汇供求的实际汇率以外,还关注金融项目下的资本流动。另外,在研究方法上我们采用了比较分析的思路。首先,试图通过观察一些和中国的改革开放、经济高速增长有着类似经历的样本国家的汇率变动历史及其背后的原因来总结出这一时期内汇率变动的内在趋势,这也是文章第一部分的主要内容。在文章的第二部分,我们通过总结这些国家的汇率变动的内在趋势,并结合中国国情分析了中国汇率变动中和样本国家一致的地方,同时,也指出了影响中国汇率变动的一些独特之处。最后,通过以上的比较分析和总结,我们对未来人民币汇率变动趋势做出了预测。

按照国际收支表分类,外汇市场供求可以划分为经常项目和金融项目下交易的外汇供求情况。在经常项目下,影响外汇供求的主要是实际汇率的变动。和以往关于实际汇率问题研究区别的是²,本文关于实际汇率问题的研究主要关注经济增长过程中实际汇率变动³的动态趋势,经济增长和汇率变动在本文中有着密切的联系。最初,这一动态趋势的存在只是有理论上的依据。在经济高速增长国家,由于国内相对于世界平均水平的贸易品劳动生产率增长要快于非贸易品劳动生产率增长,国内的CPI和WPI的差距要大于世界CPI和WPI的差距,换句话说,同样程度的总价格水平上升,样本国家会更多的体现在非贸易品上,国内的贸易品价格依然会具有比较优势。在它的带动下,实际汇率仍然存在潜在贬值趋势,名义汇率则会面临升值压力。本文前一部分的国别比较工作主要就是为了证实这种实际汇率变动的动态趋势在影响名义汇率变动中发挥的作用如何。我们选取了人均GDP水平在2000-3000美元的

² 以往关于实际汇率问题的研究思路有很多种,其中俞乔 1998,陈学彬 1999 从影响实际汇率的相对价格变化和名义汇率调整分析了中国实际汇率的变动,张晓朴 1999,Zhichao Zhang 2000 从经济基本面入手分别以 FEER 和 BEER 的方法估计和人民币的实际汇率变动。

³ 实际汇率的定义根据研究者的需要有很多划分方法。其中,经常采用的是实际汇率= $E(WPI^*/CPI)$ E 代表名义汇率, WPI*代表国外批发物价指数, CPI 代表国内批发价格指数。本文的研究中,主要关注的是贸易品价格的变动(由 WPI 代替)而不是福利状况,因此,更侧重国内外的 WPI 变动。

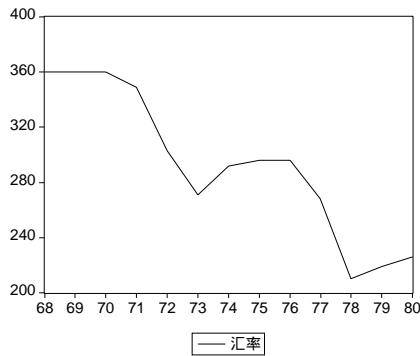


60-70 年代的日本、70-80 年代的韩国和台湾为样本国家或地区⁴，通过观察它们在这个期间的经济增长率、国际收支变动、WPI、CPI 以及出口增长率等各项经济指标来解释它们的汇率变动情况。在对这些国家汇率变动的经验总结的基础上，我们发现了这些高速增长样本国家的汇率变动存在非常一致而且显著的动态变化趋势。在结合中国国情分析部分，我们也同样发现了中国这一趋势的存在。

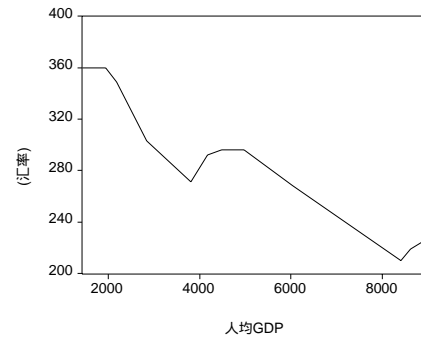
在金融项目下，中国有不同于其它样本国家的独特经验，这也构成了未来中国汇率变动不确定性的主要因素。我们的研究表明，尽管人民币名义汇率在中、长期内存在稳定的变动趋势，但是，由于金融项目下交易的影响，未来的人民币汇率变动有很大的不确定性。政府政策与管制、国内金融市场改革对这种不确定性的作用程度有非常关键的作用。

一、国别研究

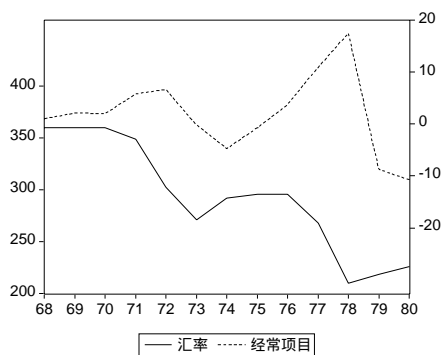
日本经验



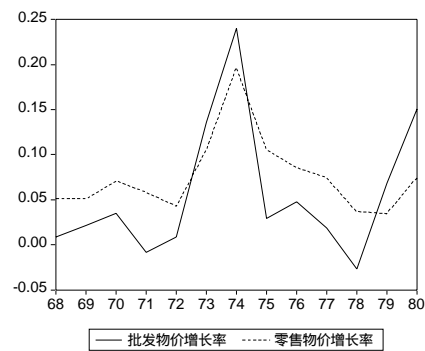
Japan1



Japan2

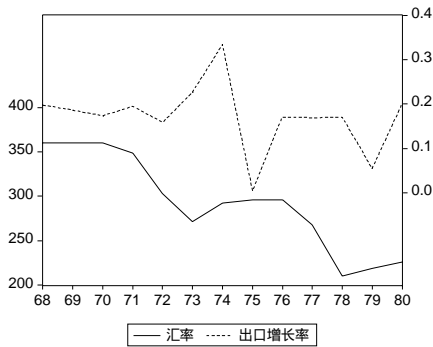


Japan3

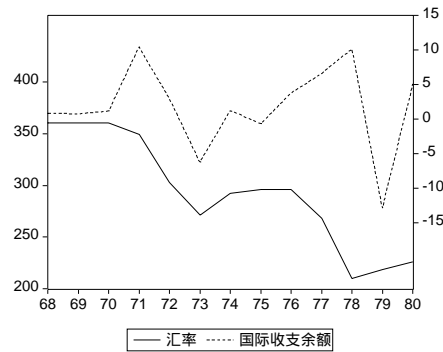


Japan4

⁴ 选取 GDP2000-3000 美元为样本区间的原因是中国按照购买力平价计算的实际人均 GDP 也大致在这个水平



Japan5



Japan6

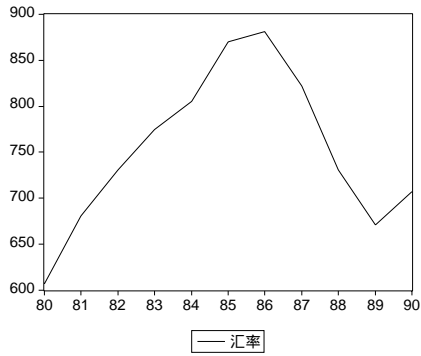
1970-1974年,日本人均GDP稳定在2000-3000美元上,日本的GDP按不变价格计算年均增长5.8%,高出当时4%的世界平均水平1.8个百分点。出口增长率年均增长19%。这期间汇率先是下降(即名义汇率升值,见图1、2),73年以后出现短暂的上升后又回复到下降的趋势。

1970年,日本汇率固定在360日元兑1美元的水平上,经常项目已经积累了大量的余额(见图3)。固定汇率下,由大量经常项目余额积累的国际储备迅速增加了货币供给,通货膨胀率也相对较高,为7%。由于日本物价上升中的主要因素是非贸易品价格,而贸易品价格指数仅有3.6(我们以批发价格指数来代替贸易品价格指数,见图4),比当时经过加权的主要贸易国批发物价指数4.9要低。即使日本的总物价水平高于主要贸易国平均水平,但它的贸易品价格却低于这个水平,最终造成实际汇率贬值,经常项目余额持续增加。1970年以后,日本政府一方面出于降低国内通货膨胀率(见图4)的需要,一方面迫于美国对日本过高经常项目余额(见图6)发生责难的政治压力,采取了汇率升值。1971年,日本政府将汇率由360日元/1美元升值到349日元/1美元,升值3%,同时,伴随着紧缩的货币政策,物价水平由7%降至5%(日本政府一直都有降低通货膨胀率的愿望,这一方面是因为国内民众的要求,一方面也因为日本政府希望通过物价水平的下降抵消名义汇率升值带出口增长的不利影响)。但是,总体物价水平的下降进一步降低了贸易品物价水平,日本当年的批发物价指数下降到-0.8,当时主要贸易国的加权批发物价指数为3.6,因此,实际汇率在名义汇率升值后反而贬值。1971年经常项目余额又增加了30亿美元,外贸出口也没有受到影响,依然维持在年19%(以美元衡量,见图5)的增幅(以前十几年平均也大致低于这个增幅1%)。1972、1973年日元又连续升值,分别较上年升值了13%和10%。伴随着大幅的名义汇率升值和国内批发物价指数的回升,实际汇率升值,经常项目顺差出现了下降趋势,出口增长率在1972年的汇率升值后出现下降,从19%降至15%(以日元衡量则从16%降至3%)。1973-1974年,突然爆发的石油危机使日本出现了成本推动型的通货膨胀,两年的批发物价指数分别达到了15.7和31.6的水平(当时工业国家平均的批发物价指数分别是15.1和21.2),尽管日元于1974年采取了贬值,但由于其幅度很小,实际汇率在国内相对价格高于国际水平的带动下还是出现升值,经常项目也随之出现逆差。

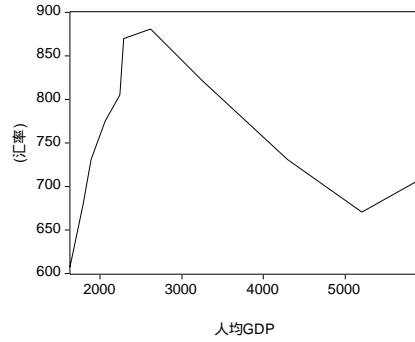
刨除石油危机的影响,日元汇率在人均GDP2000-3000美元期间总的趋势是升值。从政策运作层面上看,造成汇率升值趋势主要原因是在原来固定汇率水平上,日元经常项目不断积累大量的余额,它反映到国际收支余额或者说国际储备变化上,就会对推动国内物价水平上升(这种物价水平的上升主要反映在非贸易品上,贸易品价格并没有出现非常显著的上升,因此,即使国内物价上升也不能推动实际汇率升值,经常项目依然保持顺差),同时,过高的经常项目余额也引起了主要贸易逆差国美国的不满。日本政府采取汇率升值可以说是一石二鸟,同时缓解了通货膨胀和外部政治的压力。但是,代价也是显著的,名义汇率升值后,伴随着贸易品价格的逐渐回升实际汇率升值,日本的出口增长率出现显著下降。



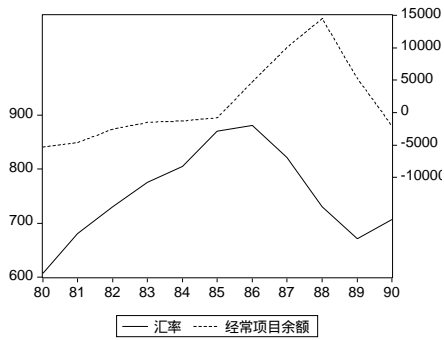
韩国经验



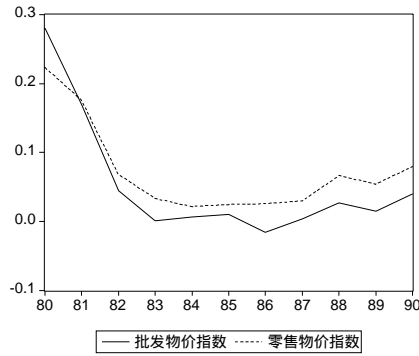
Korea1



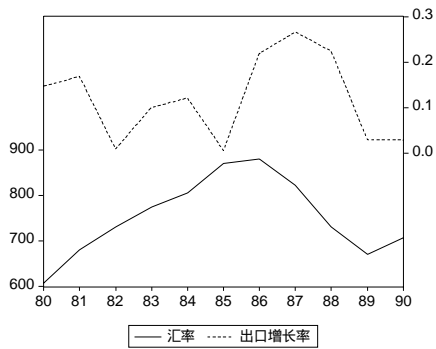
Korea2



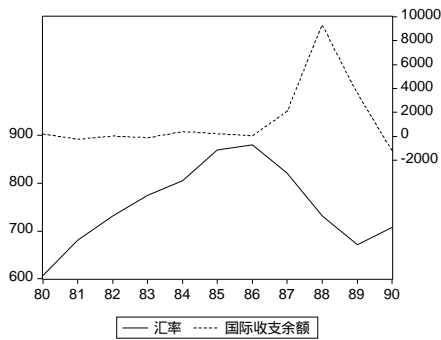
Korea3



Korea4



Korea5



Korea6

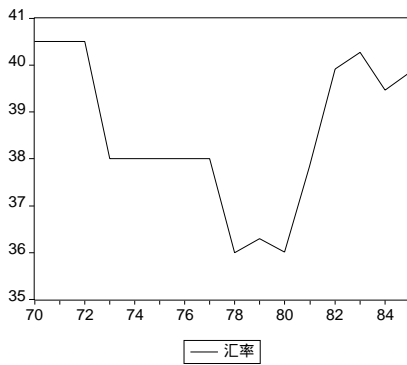
1983-1987年，韩国的人均GDP稳定在2000-3000美元水平上，按不变价格计算GDP年均增长9.4%，高出同时期内世界4%的平均水平5.4个百分点，出口增长率年均12%。这期间汇率保持先是上升，1987年以后出现短暂的下降（见图1、2）。1983年，韩国汇率是775韩元/1美元，以后三年连续贬值，到1986年，韩元贬值到881韩元/1美元的水平，累计贬值13%。在这几年之内，韩国的通货膨胀率平均在2.5%，而批发物价指数平均则不足0.1（见图4），远低于这几年中经过加权的主要贸易国批发物价的平均水平2.95。在汇率贬值和本国批发物价远低于主要贸易国批发物价指数的双重作用下，实际汇率出现比名义汇率更大幅



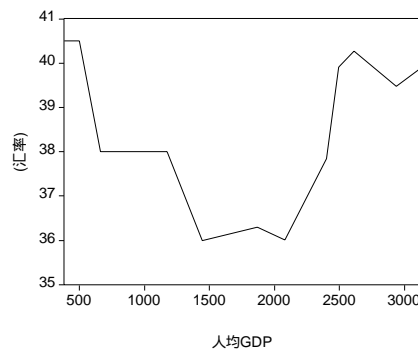
度的贬值。在实际汇率变动的作用下，韩国的经常项目逆差（见图3）开始出现好转，逆差逐年减少，终于在1986年出现顺差。而且，顺差的幅度不断加大，在1987年达到了100亿美元，当年，韩元升值，由881韩元/1美元升值到822韩元/1美元的水平。

总的来看，在人均GDP2000-3000美元水平上，韩国的货币总体呈现先贬值后升值的趋势。从政策层面上看，韩国政府货币贬值的主要原因是以往积累的经常项目逆差。韩国政府在80年代以前一直推行以经济增长为首要宏观经济目标的经济发展战略，经常项目不断积累逆差，国际收支平衡主要由政府或其它民间企业向国外贷款弥补。第二次石油危机以后，国际利率的急剧攀升使得韩国政府的还债负担加重。为了不至于陷入像拉丁美洲国家那样的债务危机当中，韩国政府主动采取了货币贬值措施以求经常项目出现好转。同期，韩国的通货膨胀率也成功地维持在较低的水平，更难得的是韩国的制造业部分劳动生产率上升很快，使得批发物价水平远低于主要贸易国的平均水平。在汇率贬值和国内贸易品价格优势的双重作用下，韩国的政策大获全胜。这个阶段的出口增长率在将近12%的水平上，经常项目仅仅在3年的时间就转逆差为顺差。到1986年，韩国由贸易逆差国转为贸易顺差国，贸易顺差迅速积累。为了不使突然急剧增加的贸易顺差影响国内物价水平，韩国政府采取了货币升值。

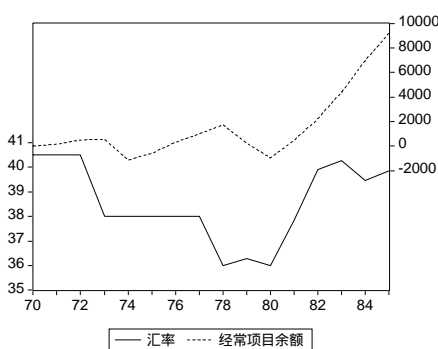
台湾经验



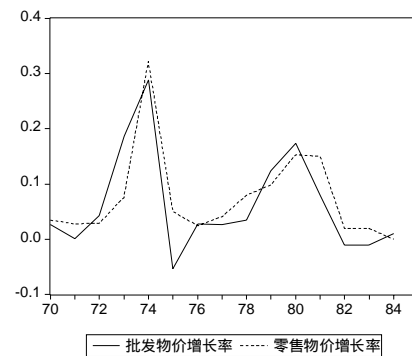
Taiwan1



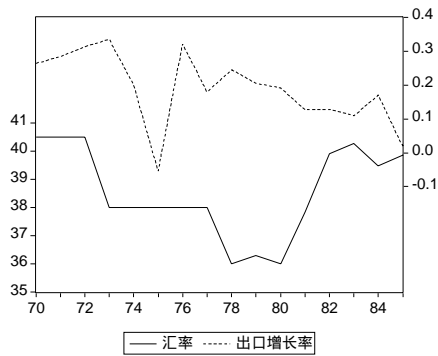
Taiwan2



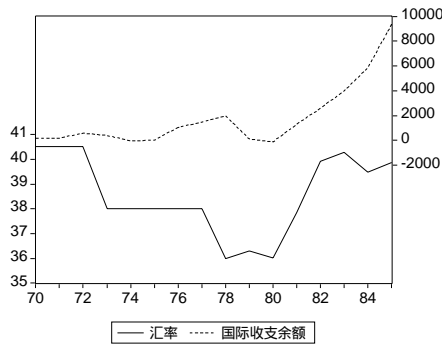
Taiwan3



Taiwan4



Taiwan5



Taiwan6

1979-1984年，台湾的人均GDP处于2000-3000美元阶段。这个时期内台湾的GDP按不变价格计算年均增长7%，高出这个期间内3%的世界平均水平4个百分点。出口增长率年均增长15.4%。这个期间内汇率出现了小幅贬值，5年内由36台币/1美元贬值到1984年的39.47台币/1美元，累计贬值9.6%（见图1、2）。

在第二次石油危机的影响下，台湾的批发物价指数和零售物价指数分别达到了1979年的12.3、9.8和1980年的17.3和15.2，高于同期的世界平均水平（1979年的世界WPI和CPI分别为10.6和9.6，1980年分别为13.9和12.3）。在固定名义汇率不变的情形下，实际汇率升值，经常项目也迅速由1979年的小额顺差转为逆差。为了改变这种局势，台湾政府于1981年的以后几年内采取了汇率小幅贬值，并同时尽量降低国内物价水平，台币汇率累计贬值9.6%，与此同时，批发物价指数由1980年的17.3%降至1984年的1%（远低于当时世界水平4%），其中1982和1983年甚至出现了负增长。在台币贬值和国内物价走低的双重影响下，实际汇率贬值，台湾的经常项目余额在1981年就转负为正，而且在以后几年内迅速上升。到1984年，台湾的经常项目已经积累贸易顺差近180亿美元。

从政策操作层面上看，台湾政府在这个时期的对策是成功的。台湾经济在石油危机的不利影响下仍然保持了7%的经济增长率，而且，经常项目和国际收支在政策调整后都迅速出现赢余。出口增长率在名义汇率小幅贬值和贸易品物价水平（主要由台湾的批发物价指数低于主要贸易国平均水平体现）优势的双重作用下依然维持在较高水平。

小结：

总的来看，由于各自的国情以及所处的外部经济环境不同，日本、韩国和台湾在人均GDP2000-3000美元时期的汇率变动也各有不同。但是，通过观察和研究这些国家在经济增长过程中的汇率所经历的不同情况和面临的不同问题，我们可以得到以下几条有普遍意义的

结论：

第一、尽管样本国家汇率有升有降，但是一个明显的共同特征是它们的实际汇率在常态时期（尤其是去除两次石油危机的影响）都有潜在的贬值趋势，它作用于经常项目上，就会对名义汇率造成升值压力。造成实际汇率贬值趋势的主要原因是样本国批发物价指数低于主要贸易国的相对应的平均水平。从上文我们已经知道，批发物价指数这种变动趋势背后的原因是样本国家贸易品部门相对较快的劳动生产率的增长速度。在实际汇率贬值的作用下，经常项目下会逐渐积累赢余，这势必会对名义汇率造成升值压力。日本的汇率升值完全贴近这一进程，韩国和台湾虽然在人均GDP2000-3000美元阶段没有出现持续的名义汇率升值，但是，它们相对应的批发物价指数变动趋势和主要贸易国相比和日本的经验相同，在它的作用



下，经常项目赢余也都迅速出现上升。韩国货币采取贬值主要是因为 1979 年以前韩国一直有经常项目逆差，政府和其它民间企业有大量的外债，因此，政府希望通过名义汇率贬值刺激出口，增加经常项目赢余。在实际汇率变动的作用下（名义汇率贬值和批发价格相对优势的共同作用），韩国的经常项目迅速由逆差转为顺差，名义汇率在随后也出现了持续升值。台湾小幅货币贬值主要是受第二次石油危机对经常项目的不利影响，在政府汇率调整和批发价格优势的共同作用下，台湾经常项目在危机以后开始迅速增长，台币在 1984 年以后开始升值。

第二、持国内物价的稳定是改善经常项目余额的关键因素。日本、韩国和台湾在增加经常项目赢余或转逆差为顺差阶段都维持了相对于主要贸易国更低的价格水平，这是保持国内产品在国际市场上价格优势的重要因素，从韩国和台湾的经验来看，国内物价因素对于经常项目顺差增加的作用甚至大于名义汇率贬值的作用。

第三、外部环境恶化，比如说 70-80 年代的石油危机，会对经济快速增长国家的经常项目带来不利影响，这一方面体现在进口成本的增加上，一方面是由于整个国际经济环境的恶化会减少样本国的出口需求。但是，样本国家的经验表明外部经济环境的突然恶化只会对该国的经常项目发生临时性影响，伴随着国内经济政策的调整（尤其是稳定物价水平），经常项目会迅速好转。所以说，突发性外部环境恶化只会在短时期内造成汇率贬值的压力，但是，如果国内宏观经济政策实施得当，名义汇率无须大幅贬值，经常项目很快又会恢复到迅速增长的路径上来。

二、中国和样本国家的比较分析

表 1

	汇率变动	GDP 增长率	世界经济 增长率	国际收支余额 (亿美元)	经常项目余额 (亿美元)
日本	-20%	5.80%	4%	19	19
韩国	6%	9.40%	4%	5.2	22
台湾	9.60%	7%	3%	22.8	22.3
中国	0	7.50%	3.50%	154	270
	WPI 指数	CPI 指数	主要贸易 国 WPI 指数	出口增长 率	外部环境
日本	8%	9.40	10	21%	第一次石 油危机
韩国	0.10%	2.60	2.95	14.20%	良好
台湾	6%	7.30%	9.13	15.40%	第二次石 油危机
中国	-1.50%	-2.30 [*]	2.6	11.50%	东南亚金融危 机和全球通货 紧缩



表 2

样本期各国的短期资本外流情况（百万美元）	中国	韩国	日本	台湾
短期资本外流*	-51367	-2198	0.236	-619
短期资本外流/储备变动	3.03	4.21	0.12	0.27

注：以上国际收支余额和经常项目余额的单位是亿美元。

表中所列的数据均为相应时期的均值。

*短期资本外流包括了正常的短期资本外流和误差与遗漏部分。韩国在样本区间有较高的资本外流主要是因为偿付外债。

我们选取中国 1997-2000 年为样本区域和以上的样本国家的相应阶段进行比较分析。选取这个阶段进行国际比较的主要依据是它们处在相对平等的发展阶段上(如以上提到的按照购买力平价计算中国的人均 GDP 在这个时期也达到了 2000-3000 美元)。从表 1 可以看出,在相应的样本区间内,中国、日本、韩国和台湾在许多经济指标上都保持了类似的地方,但区别也是明显的。

首先,各个国家和中国台湾地区都保持了远高于世界平均水平的经济增长率。日本(5.8%)和台湾(7%)分别受第一次和第二次石油危机的影响,GDP 增长率低于的韩国平均水平(9.4%),总的来看,这个阶段稳态的平均经济增长率应该 8%左右。中国在这个阶段的经济增长率平均 7.5%,大致吻合其它样本国家的经验。第二,伴随着经济的快速增长,所有样本国家的出口增长率都维持在较高的水平上,比较而言,中国的出口增长率低于其它样本国家,这主要是因为东南亚金融危机和 90 年代中后期全球通货紧缩造成。第三,在这个期间内,日本韩国和台湾都保持了相对于外部经济较低的物价水平。日本、韩国和台湾的 WPI 都低于国内的 CPI,更低于主要贸易国家的 WPI。中国的情况有些不同,在这个时期内中国的 WPI 在平均意义上看要高于 CPI,但是,如果我们从年度数据上观察可以发现其实中国在 1997、98、99 三个年份的 WPI 都低于 CPI,2000 年 WPI 突然上升,而 CPI 仍然停留在较低的水平上。总的来看,中国的 WPI 和 CPI 的相对运动趋势和日本、韩国和台湾是一致的。中国 2000 年的 WPI 突然高于 CPI 主要是反映了国内的宏观经济形势出现了上升趋势,同时也是由于 CPI 相对于 WPI 的变动有一定的时滞,所以 WPI 暂时高过了 CPI。另外,中国在这个时期的 WPI 低于主要贸易国的平均水平,这和日本、韩国和台湾的经验相符。第四,WPI 相对价格优势的作用下,各国的经常项目和国际收支余额都在平均意义上保持赢余,而且,经常项目赢余保持着不断扩张趋势。日本在经常项目赢余不断积累时采取了货币升值,韩国和台湾由于在该阶段的初期都有经常项目赤字,所以首选的政策是货币贬值。在货币贬值和 WPI 价格优势的双重作用下,经常项目迅速转逆差为顺差。在这个阶段以后的几年里,由于经常项目顺差的不断积累,韩国和台湾也都采取了货币升值。中国在这个期间里虽然也不断积累了大量经常项目赢余,但是,名义汇率依然保持在原有的固定水平上。从政策运作层面上看,不断积累的经常项目赢余没有对汇率升值造成很大压力主要是因为以下几个原因:在这个期间内中国的短期资本外流迅速增加在一定程度上抵消了贸易赢余(见表 2)。FDI 在 1997 年以后开始减少,这也减少了以往国际收支余额的来源。东南亚金融危机和全球通货紧缩的不利影响使得出口增长放慢。当然,最重要的是中国在这段时期面临着通货紧缩,因此,即使经常项目赢余不断刺激国际收支余额的增加,它带来的货币供给增加也不会对中国的物价水平造成不利影响。中国这个阶段担心的问题不再是通货膨胀,而是如何尽快提升物价水平。因此,国际收支余额增加带来的货币供给增长会有利于配合这个时期的整体宏观经济政策。因此,政府调整汇率没有积极性。

另外，样本国家所面临的外部环境有很大的变化。日本和台湾分别遭遇了第一次和第二次石油危机，这对于它们的经常项目和国际收支余额都造成了不利影响。但是，经过短期宏观经济政策的调整，外部环境的不利变化并没有对经常项目的长期运动趋势造成持久性影响。日本和台湾的各项经济指标很快又恢复到稳态的运动路径上。韩国在样本区域正值世界经济摆脱掉第二次石油危机和美国利率上调带来的全球经济衰退的恢复阶段。整体外部环境相对优越，这也造就了韩国在这个期间内突出的经济增长率和出口的迅速增长。韩国很快就在这个阶段摆脱了以往经常项目逆差和外债负担的阴影，国际收支余额迅速增加。中国所处的外部环境变化主要体现在东南亚金融危机和全球通货紧缩两方面。东南亚金融危机对于中国的国际收支造成了不利影响。这一方面体现在出口需求下降和主要贸易竞争对手汇率急剧贬值压力上，一方面体现在由于对发展中国家信心降低而带来的 FDI 流入减少和中国的短期资本外流。但是，这些影响像石油危机对于日本和台湾的影响类似，只是在短期内给国际收支造成压力，并不改变中国各项潜在经济指标的运动趋势。随着东南亚金融危机影响的逐渐削弱，中国的外贸出口逐渐回升，资本外流减少，经济增长速度也有上升的趋势。比较而言，全球性通货紧缩会对中国的价格水平带来更持久的影响。90 年代以来，西方主要发达国家纷纷采取了盯住通货膨胀率为主导的宏观经济政策（Inflation-targeting），全球的通货膨胀率都降到了很低的水平。在贸易品部门相对较高的劳动生产率增长的作用下，中国的批发物价指数会有低于主要贸易国家的平均水平的趋势（日本、韩国和台湾的经验是平均低 2 个百分点）。如果主要贸易国家（假定它们的 WPI 和 CPI 基本保持一致）的通货膨胀率维持在 2% 的水平，那么，中国的批发物价水平就应该在零或负的水平上（这也是造成中国近期通货紧缩的一个外部因素，或者说是进口的通货紧缩）。中国政府没有对国内的通货紧缩听之任之，而是采取了积极的财政政策启动内需，但是，一系列政策措施对国内的物价水平回升没有起到特别显著的作用（尤其是考虑到经济政策的时滞），中国物价水平依然远低于主要贸易国平均水平，这也是经常项目余额持续增加的主要原因。

最后，从表 2 可以看到，在样本期内中国相对于其它样本国家有规模异常巨大的短期资本外流。在绝对值上，中国的短期资本外流达到了年均 510 亿美元（如果考虑到没有被错误与遗漏反映出来的资本外逃，数量可能更大）。比较而言，其它样本国家的资本外逃规模都非常小。韩国在样本期间的短期资本外流相对突出，但是，它主要是对外偿付债务所造成，正常年份的短期资本外流也不是十分严重。中国之所以产生如此巨额的资本外逃，原因有很多，但是，最主要的原因不外两个方面，一是中国实施经常项目自由兑换以后对资本外流的管制难度增加，以往的资本交易环节和汇兑环节的管理难以形成有效的资本外流控制。二是国内的金融机构效率相对较低和和不完善的法律制度环境增加了金融交易者的成本，随着资金外流途径的开放（尽管很多项目为官方所禁止，但是官方很难实施有效的控制），很多资金被国外金融机构所吸引。由于有相当规模的贸易顺差和 FDI 流入，巨额的短期资本外流虽然减少了国际收支余额的增加，但是还没有对维持享有人民币汇率造成决定性影响。但是，短期资本外流无疑将会是未来人民币汇率短期波动的一个潜在重要因素。

三、对未来人民币汇率运动趋势的预测

在国别比较分析部分，我们可以清楚的看到，由于经济的迅速增长和贸易品部门劳动生产率的快速提高，所有样本国家在贸易品相对价格优势下都会面临经常项目余额不断积累和实际汇率贬值、名义汇率升值的压力。这也是构成人民币潜在升值压力的主要方面。但是，由于当前的国际环境发生变化，全球性的通货紧缩迫使中国必须保持零或负的通货膨胀率（尤其是 WPI）才能维持上述的比较价格优势。这是其它样本国家所没有遇到的经历。在这



种情况下，中国的实际汇率变动（或者说名义汇率调整的压力）主要就要看中国未来的相对价格水平，尤其是相对 WPI 变动的情况。从中国目前的宏观经济政策导向来看，克服通货紧缩已经成了宏观经济政策的重要内容，而且所采取的政策刺激已经出现成效，2000 国内的 WPI 扭负为正就是很好的说明。但是，中国的物价水平还没有恢复到世界平均水平，短期内实际汇率的贬值还将有利于经常项目余额的积累。和潜在趋势相比，实际汇率贬值的压力会因为国内扩张政策的实施而减弱，但是仍然存在，经常项目余额在增长速度上可能会有下降，但是依然为维持一个正的水平。对于名义汇率，我们可以说潜在的升值趋势减缓，但是仍然存在。

中、长期内，即使国内的总体物价水平调整到了世界平均水平，由于国内相对于世界平均水平的制造业劳动生产率增长要快于非贸易品劳动生产率增长，国内的 CPI 和 WPI 的差距要大于世界 CPI 和 WPI 的差距，换句话说，同样程度的总价格水平上升，中国会更多的体现在非贸易品上，国内的贸易品价格依然会具有比较优势。在它的带动下，实际汇率仍然存在潜在贬值趋势，名义汇率则会面临升值压力。

另外，80 年代末以来，伴随着金融项目开放的国际潮流，短期资本流动对汇率变动的影响日益加深。墨西哥金融危机和东南亚金融危机表明短期资本流动成为两次石油危机后造成汇率剧烈动荡的主要原因。中国目前虽然没有开放经常项目，但是，短期的资本外流在 1997-1999 年已经非常显著（每年平均超过了 500 亿美元）。对于人民币名义汇率的潜在的升值压力，短期资本流动可能会构成重要的影响因素。我国在 1996 年实行经常项目完全自由兑换以后，金融项目管理面临的难度增加，近几年来流行的进出口骗汇和假投资等行为大大削弱了以往外汇储备的正常增加。加入 WTO 后，随着外资银行和其它金融机构的进入，对外汇兑换和资本跨国流动环节的管理会更加复杂和困难。如果想继续维持稳定的汇率水平，完善对外汇兑换和资本交易环节的管理是非常重要的，如果管理不善，资本外流冲击会主导外汇储备变动进而给汇率变动造成主要压力。因此，虽然说从实际经济领域看中国未来的汇率主要会面临升值压力，但是，短期资本流动和相对应的管制措施之间的交互作用结果会成为未来汇率波动的主要不确定性源泉。



注：

文中所用数据来自《International Finance Statistics》1985、2000 等年报和 2001 March 月报。台湾的数据来自台湾行政院主计处编著的《国民所得》《进出口贸易统计月报》《薪津及生产力月报》《金融统计月报》（转引自《台湾的通货膨胀：1945-2000》于宗先著）有些数据则是根据以上这些数据计算得出。

主要参考文献：

- 《如何开放经济》多恩布什等编 经济科学出版社
《国际经济学》克鲁格曼，奥伯斯费尔德著 人民大学出版社
《美元与日元》麦金农，大野建一著 上海远东出版社
《国际货币经济学前沿问题》里维里恩，米纳尔著 中国税务出版社
“论中国实际汇率改革” 金中夏 《经济研究》1995 年 3 月
“人民币汇率的决定因素和走势分析” 易纲 范敏 《经济研究》1997 年 10 月
“亚洲金融危机与我国汇率政策” 俞乔 《经济研究》1998 年 10 月
“评人民币汇率调整的理论依据” 陈建梁 《经济研究》2000 年 1 月
“人民币均衡汇率的理论与模型” 张晓扑 《经济研究》1999 年 12 月
“近期人民币实际汇率变动态势分析” 陈学彬 《经济研究》1999 年 1 月
“中国的资本外逃问题研究：1987—1997” 宋文兵 《经济研究》1999, 5 月
“Exchange rate and current account” by Rudiger Dornbush and Stanley Fischer 《The American Economic Review》December 1980 volume 70 number 5
“Real Exchange Rate Misalignment in China: An Empirical Investigation”
《Journal of Comparative Economics》29,1-15(2001) Zhang zhichao