

人民币升值的策略选择*

张斌 何帆

世界经济一片灰暗，中国经济却光彩照人地站在舞台中央。当掌声响起的时候，我们同时又听到了前排观众叽叽喳喳的飞短流长。正是在这种背景之下，关于人民币应该升值的言论在国际上传得沸沸扬扬。自2002年下半年以来，日本和美国官方相继抛出了关于人民币汇率应该做出调整的发言。一时间，人民币汇率成为国内外政界、学术界以及金融实业界瞩目的热点问题。

2003年以来，中国宏观经济热气腾腾，但是潜在的谜团扑朔迷离。有的宏观经济学家敏锐地指出，在观察中国宏观经济的时候，人民币汇率是纲（宋国青，2003）。在目前的形势下，对人民币汇率的讨论显得更为迫切：人民币为什么会突然面临升值的压力？在人民币升值的压力下，是否应该积极调整人民币名义汇率？人民币如果升值会面临哪些方面的成本和收益？人民币汇率制度调整应该采取什么样的策略？

一、人民币升值的外部 and 内部压力

人民币升值舆论分别来自内外两方面的压力。

1. 外部压力

1995—2002年，美国对外保持了强势美元政策，美元经过贸易比重加权的名义有效汇率升值27%，剔除价格因素影响后的实际有效汇率升值34%。强势美元政策虽然促进了同时期美国的经济增长，但也给美国经济带来了巨大的负面影响。根据美国国际经济研究所 Bergsten (2003) 的观点，美元升值1个百分点会带来100亿美元的经常项目逆差，持续的美元升值最终造成了每年超过5000亿美元的经常项目逆差（相当于美国全年GDP的5%）。过去五年中，有四年的经常项目赤字/GDP比率每年上升接近1个百分点。经常项目赤字的不断积累使得美国目前的净国际投资头寸达到了3万亿美元，而且每年以20%的速度增长。为了对经常项目赤字和资本出口融资，美国每年需要引进1万亿美元。美国可持续的净国际投资头寸/GDP比率为30%~35%，如果超过这一警戒线，巨额贸易逆差随时可能给美国经济带来雪崩。在这一形势下，强势美元政策势必进行调整。

在巨额贸易赤字的压力下，布什政府实际上已经放弃了前任的强势美元政策。2002年以来，美元开始贬值。截至2003年6

月，经过贸易比重加权的美元累计贬值10%~20%，但是，这尚不足以将美元调整到可维持的经常项目赤字水平。美国国际经济研究所认为美元的贸易加权汇率还需要再贬值10%~15%，才能够将“经常项目赤字”/GDP比率调整到可持续的水平上。然而，如何才能促成美元的持续贬值呢？

根据美联储采用的贸易加权美元指数，对美元币值影响程度最大的美国贸易伙伴国货币依次为加拿大元、欧元、日元、墨西哥比索和人民币。加拿大和美国唇齿相依，墨西哥既是美国的近邻，又是稳定拉美金融局势的关键。因此，未来汇率走势集中体现在美元、欧元、日元和人民币的博弈上。在2002—2003年初的美元贬值过程中，美元相对欧元贬值幅度很大，但是对日元贬值幅度很小。当前欧元对美元可能已经高估了欧元，出于欧洲的贸易保护主义压力和双边政治关系的考虑，欧元继续升值几乎不可能。在美元贬值过程当中，日本官方一直阻挠日元升值，过去一段时期内日本政府动用330亿美元干预外汇市场以阻碍日元升值，这至少减少日元升值4%。美国政府一再向日本政府施加压力，反对它干预外汇市场的做法，但是，日本经济已经焦头烂额，出口部门成为日本惟一有竞争力的部门，因此日本非常担心日元升值对出口带来不利影响。

近年来，中国经济增长逆风飞扬，出口势头非常迅猛，外资源源不断地流入，外汇储备一再创下新高。在这种背景下，美国和日本均出现了要求人民币升值的言论。日本宣称中国向外输出通货紧缩，美国则号召中国实行更加灵活的汇率制度，其真实动机都是希望中国承担世界经济调整的沉重成本。由于美国经济迟迟难以强劲复苏，强势美元政策不得不调整，而美国又不愿意单方面承担美元贬值的代价，所以势必要求主要贸易国的货币升值。欧元在前一轮已经完成了升值，日元和人民币升值成为下一步贯彻美元贬值的目标。在中国日益崛起的制造业竞争压力下，日本政府担心单方面升值会让已经竞争白热化的出口产业雪上加霜。但是，如果日本货币当局继续干预外汇市场阻碍日元升值，势必会遭到美国反对。于是，美国和日本都把矛头指向人民币。

2. 内部压力

如果抛开外部的舆论压力和政治问题，从国内的宏观经济

* 本文的写作得益于与余永定、张曙光、钟伟、高辉清、王宇、余明、张晓朴、卜永祥、姚枝仲、章奇等诸位师友的讨论，当然，文中错误由作者自己负责。

稳定和经济可持续增长角度来看, 本币是否应该升值取决于名义汇率是否偏离了中长期的均衡汇率水平。如果偏离了均衡汇率的中长期运动趋势, 名义汇率就需要相应调整, 否则就出现了所谓的汇率失调现象。汇率失调成本非常高, 它不仅意味着国内经济资源配置的低效率, 同时也会给短期的宏观经济管理带来困难, 长期的经济增长和短期宏观经济稳定都将受到不利影响。最终, 失调的名义汇率水平也不能维持。

这里所说的均衡汇率^[1]是一个中长期的概念, 它意味着与内部均衡和外部均衡保持一致的均衡汇率水平, 同时也是能够最有效地保证资源合理配置度和宏观经济稳定的汇率水平。需要指出的是, 均衡汇率并不是指人们常说的购买力平价。因为均衡汇率应是动态均衡, 而不是像购买力平价所描述的那样简单地与物价指数相协调的汇率。而且, 汇率可能会随着贸易条件、劳动生产率等基本经济要素的变化而发生变化。这时, 按照购买力平价算出的均衡汇率反而可能是不均衡的。同时, 尽管在短期内也存在理论上的均衡汇率, 但是短期内有很多不确定因素都会影响到汇率水平, 比如通过预期影响均衡汇率水平的泡沫因素。因此, 发现短期均衡汇率既不现实, 同时对汇率政策调整也没有太多参考意义。比较而言, 对判断汇率是否失调更有意义的参考指标是中长期的均衡汇率水平。中长期内, 影响均衡汇率的短期泡沫因素都被剔除, 中长期均衡汇率主要由经济中一系列经济基本面因素所决定。人民币是否应该升值的关键参考依据就是中长期内人民币均衡汇率的变动趋势。

人民币中长期内的均衡汇率运动趋势如何呢? 我们比较了目前测算实际均衡汇率的四种方法体系, 最终确定了单方程协整均衡汇率模型(张斌, 2003)。这个模型用一系列在中长期内与实际均衡汇率保持稳定关系的经济基本面因素确定均衡汇率水平。与以往用相对购买力平价测算均衡汇率的方法相比, 这套方法在理论上更加优越, 它允许均衡汇率在中长期发生变动。

我们确定的均衡汇率模型得出了以下三个对目前汇率政策具有参考意义的结论: 第一, 1994—2001年, 均衡汇率累计升值了 20.6%, 平均每年升值 2.6%, 模型显示中长期内的均衡汇率面临平稳的持续升值趋势; 第二, 进入 2002 年以后, 随着美元贬值, 人民币实际有效汇率也跟着发生较大幅度的贬值, 这与人民币实际均衡汇率的运动趋势正好相反, 人民币较大幅度地偏离了均衡汇率水平。我们估计, 2003 年上半年人民币低估幅度至少达到了 6.5%~10%; 第三, 模型中均衡汇率升值主要推动因素是: (1) 国内制度改革所带来的广义的相对技术进步; (2) 对外开放政策, 尤其是吸引外资政策对广义技术进步的推动。

模型中得到的一个基本结论是, 人民币实际均衡汇率在 1994 年以后面临持续的升值趋势。为什么这个区间内人民币名义汇率成功地保持了固定汇率, 而没有受到均衡汇率升值的持续性压力呢? 主要原因是, 在此期间美元处于强势, 而人民币实行了钉住美元的汇率制度, 尽管人民币名义汇率不变, 但是随着美元名义有效汇率升值, 人民币名义有效汇率也跟着升值了将近 20%, 所以, 均衡汇率升值对名义汇率的压力不是非常明显。但是, 时移事异。随着美元贬值, 人民币名义有效汇率跟着贬值,

这时候均衡汇率升值对名义汇率升值的压力就凸现出来了。

二、人民币低估可能带来的不利影响

如果人民币均衡汇率只是在外部舆论压力下出现了短期均衡汇率低估, 而中长期的均衡汇率水平与目前的名义汇率并没有发生趋势性的偏离, 人民币名义汇率就不需要调整。人民币升值压力的主要解决办法应该是加强与外部的沟通协商, 并通过国内其它一些政策措施缓解人民币升值压力, 目前的名义汇率水平大可不。如果人民币中长期的均衡汇率存在趋势性的升值趋势, 目前钉住美元的汇率制度就需要做出调整, 人民币名义有效汇率水平需要根据中长期的均衡汇率运动趋势做出调整。否则, 与人民币实际均衡汇率偏离的名义汇率意味着汇率失调, 会带来一系列不利影响。

就目前的情况来看, 美国依然面临巨额的经常项目逆差, 美元在未来时期内走强的可能性不大。如果美国力图将经常项目赤字调整到可持续水平, 美元还有可能进一步下调。对于中国目前的单一钉住美元汇率制度来说, 美元升值有利于缓解人民币实际均衡汇率升值的压力。但是, 如果美元稳定或继续贬值, 人民币升值压力则会凸现出来。人民币名义汇率如果没有及时调整, 出现了所谓的汇率失调格局, 将会对经济资源配置和长期经济增长、国内宏观经济稳定、收入分配和产业发展带来诸多不利影响。

第一, 从资源配置和长期经济增长的角度来看, 尽管汇率低估对出口部门和进口替代部门有利, 但是损害了非贸易品部门的发展, 实际上意味着对两个产业采取了歧视性的差别政策。汇率低估则以外币表示的本国产品价格更为便宜, 出口竞争力可能因此提高。同时, 以本币表示的进口品价格上涨, 从而抑制了本国居民对进口商品的需求, 限制了进口。20 世纪 90 年代以来, 由于国内需求的增长相对迟缓, 企业纷纷到国际市场上寻找出路。在这一背景下, 出口对中国的经济增长起到了强劲的拉动作用。但是, 值得注意的是, 这只是特定时期的产物。从长期来看, 经济增长的源泉是投资和技术的提高, 与贸易顺差并无直接的关系。当前中国的出口部门已经出现利润率越来越低, 换汇成本不断增加的问题。这说明政策的扭曲导致了一定程度上的资源错误配置, 即出口部门受到过度鼓励, 资本、劳动力等大量涌入出口部门。于是, 在给定资源总量的条件下, 国内的生产和服务业实际上受到抑制。

第二, 从国内宏观经济稳定的角度来看, 人民币低估必然会带来自主性国际收支顺差, 如果市场形成人民币升值预期, 还会引发短期投机资本流入。2003 年上半年以来, 中国出现了两百多亿美元不能正常解释的资本流入, 一下子由以往的资本外逃转变成了资本非法流入, 这在很大程度上是投机资本预期人民币升值的影响。不论是经常项目和 FDI 带来的自主性国际收支顺差, 还是投机资本的流入, 都会对短期宏观经济稳定带来威胁。更多的外汇资金意味着外汇市场上更多的超额外汇供给。外汇占款吸纳受到国内货币供给增量的限制^[2], 多余的外汇供给最终需要私人部门吸纳。私人部门吸纳外汇的必要条件是人民币

利率必须低于美元利率,否则私人部门不会持有更多外汇。总的来说,人民币低估带来的自主性国际收支顺差不仅会威胁到国内通货膨胀,还会造成利率下调刚性。人民币利率必须被动地跟着美元走,货币当局在一定程度上丧失了货币政策独立性。另外,在汇率低估的格局下,如果市场形成了强烈的人民币升值预期,国内的贸易和投资行为将会受到严重的不确定性影响。

第三,从收入分配的角度来看,人民币低估有利于贸易品的制造业厂商,尤其是国外直接投资厂商,但是将不利于非贸易品的制造业厂商。在汇率低估的情况下,与非贸易品相比,贸易品的相对价格上升。对于贸易品的生产商来说,这意味着其产品售价的提高超过了其所使用的非贸易中间产品的价格。但是,如果汇率进行调整,那么非贸易品的制造商将从本币升值中获益,因为这提高了其产品的国内相对价格。人民币低估还使得进口商的成本增加,使得本国的债务人必须支付更多的本币才能兑换成相应的外币来还本付息,无疑加重了企业的债务负担。更为重要的是,在目前这种汇率跟着外贸走,外贸跟着出口走的情况下,对内部门的利益受到损害。“对外部门”即参加国际贸易的商人和国际投资者们每时每刻都要面对汇率风险,所以他们希望保持汇率稳定。在内部平衡与外部平衡出现冲突的时候甚至不惜牺牲国内经济稳定目标。与之相反,“对内部门”即非贸易品的生产商和国内服务业的提供商对国内货币政策的自主性更加关注。由于它们主要在国内开展业务,汇率的变动对其影响相对较小,而国内经济的繁荣和衰退则直接影响到它们的利益。这些利益集团主张政府更多地考虑国内经济目标,保持货币政策的自主性,以便增加国家对国内经济环境的调控能力。考虑到劳动力要素的流动很难跨越国界,所以可以认为为数众多的工人将支持“对内部门”的政治主张(何帆、李志远,2002)。事实上,非贸易品部门从业人员,比如农民、从事第三产业的大量城市底层人员的利益受到了不平等待遇,而在低估的人民币水平上,整个国内消费群体没有及时享受到经济增长带来的福利改进。

第四,从产业发展的角度来看,持续的汇率低估会延迟国内企业的“走出去战略”,拖延了它们的产业升级和技术进步的步伐。日本当年的教训可以引以为戒。上世纪80年代以前,在长期汇率低估的保护下,日本企业的海外投资规模很小。进入80年代以后,低估的汇率再也难以维持,日元突然高升,国内企业也一股脑地涌向海外。海外投资需要较高的风险管理水平,企业家对复杂的国际资本市场操作规则也需要有深入了解,这些都是需要循序渐进,从干中学。面对突如其来的本币升值,日本企业在缺乏海外投资经验的情况下盲目冒进,大量收购美国资产。当日本人收购了美国的洛克菲勒大厦和哥伦比亚电影公司之后,美国人曾经惊呼日本将收购美国。但事实证明,80年代后期日本对美国资产的大量收购其实非常被动和盲目,并最终承受了巨额损失。

三、人民币升值的成本和收益

人民币低估会带来一系列不利影响,然而,汇率调整也并非没有成本。在选择升值还是贬值的时候,我们迫切需要明确人

民币升值的成本和收益。

1. 人民币升值的成本

目前关于人民币汇率升值的讨论中,除去那些带有民族主义和重商主义色彩的观点之外,学者们提到的人民币升值可能面临的成本大致有以下几方面:

第一,可能减少外部需求和出口,并影响到实现短期的经济增长目标;第二,可能增加国外直接投资成本,不利于吸引新的外商直接投资;第三,可能造成结构性调整所带来的短期失业问题;第四,可能会引发投机资本对人民币汇率的冲击;第五,人民币升值降低进口品价格,另外还可能影响投资者信心,减少国内需求,会带来通货紧缩(麦金农,1997)。

从一般的经济学理论来看,以上提到的这些成本往往与汇率升值联系在一起。但是,如果紧密结合中国的实际情况,这些成本还有待进一步研究,有些成本即使发生,其影响也十分有限,甚至是模糊不清的。

第一,人民币升值对出口的影响可能并不明显。高盛银行胡祖六(2003)指出,人民币汇率出口弹性非常小,汇率调整不会给出口带来太大变化。这与中国独特的贸易结构有关。目前,来料加工装配贸易和进料加工贸易在中国的出口中占55%。同时,来料加工装配贸易、进料加工贸易和外商的机械设备进口占所有进口的近60%,如果再考虑到一般贸易当中原材料和投资品的进口,这个比例还有很大的上升余地。来料加工装配贸易只赚取固定的工缴费,与汇率的变动基本上没有关系。进料加工贸易的情况稍微复杂,这取决于进口的中间产品和原材料所占的比重。当人民币升值之后,出口价格上升,对这部分企业的出口不利,但是其购买力提高,能够购买更多的进口品。两相权衡,汇率变动的净效应仍然有待观察。同时,中国的部分出口品在国际市场上的占有率相当之高,而且与竞争对手的成本相差很远,中国是这些产品的价格制定者,汇率升值反而会提高出口收入,而不是降低出口收入。出口竞争力的长期动力并不是廉价政策,而是结构调整,提高非价格竞争力。遗憾的是,中国企业的市场优势没有转化为利润优势。

第二,90年代中期以后,FDI流入的动因发生了新的变化。更多的FDI来自欧美发达国家的跨国公司,投资于中国的更倾向于瞄准中国的国内市场,而不像以往那些东南亚中小企业利用中国作为出口加工平台(UNCTAD,2002)。汇率升值虽然提高了FDI新建投资的投资成本,但是,也提高了美元计价的外商投资企业在本地市场的销售收入。汇率升值可能会阻碍一部分利用中国劳动力、土地等各方面成本优势的FDI流入,但同时也可能鼓励一批试图进入中国市场的FDI流入。因此,汇率升值对FDI流入的影响还不确定。

第三,根据联合国贸易和发展会议2002年《贸易与发展报告》的计算,在17个重要样本国内,中国的单位劳动工资最低,样本国工资分别是中国工资的2.5~47.8倍不等,即使考虑到单位劳动力的生产效率,17个样本国家当中也有10个国家高于中国的成本。因此,即使汇率升值,如果幅度不是非常大,中国的劳动力成本依然具有比较优势,失业压力也不会很大。退一步

讲,即使出口部门的就业受到一定的影响,但是汇率低估是否应该作为解决就业的政策呢?汇率政策就其本身性质而言,应该是维持宏观稳定而非促进就业的政策工具。让汇率政策促进就业,实际上是通过对整个价格体系的扭曲来实现局部的政策目标,这将带来更大的资源错误配置。

第四,汇率调整过程当中,可能会引发投机资本对汇率的冲击,但是,解决投机资本的根本做法在于彻底消除汇率升值预期,这就需要将名义汇率水平调整到与实际均衡汇率相一致的运动趋势。这才是使市场对名义汇率保持信心的最有效手段。名义汇率调整过程中之所以会引发投机,主要原因是调整的策略失当,而非汇率调整本身。如果名义汇率调整并未到位,市场仍有汇率进一步升值的预期,投机资本将乘虚而入。因此,重要的是选择合适的汇率调整时机和策略,不应该因为害怕投机就拒绝汇率调整。拉丁美洲国家货币危机和金融危机的经验表明,在汇率失调的名义汇率水平上,才最容易引起投机资本的冲击。

第五,汇率升值对进口品价格的影响不足以对国内物价水平发生非常显著的影响。毕竟,中国的进口接近半数属于来料加工和来料装配贸易。这些进口品价格下降不会带动国内产品价格的普遍下降。同时,在中国的进口中,能源和原材料等初级产品所占的比重,以及技术含量较高的化学制品、机械和交通设备等制成品进口比重逐渐增加。近年来,大部分初级产品和资本、技术密集型产品的美元单价均有不同程度的上升(王仁言,2003)。1993—2000年,中国进口价格总指数上升了19%,其中制成品上升20%,初级产品上升16%。除了汇率变动直接影响进口品的价格,进而影响国内整体价格水平之外,麦金农和大野健一(1999)认为,汇率升值预期会导致通货紧缩压力。他们认为,升值预期使得企业担心竞争力下降,所以不愿意投资,消费者认为进口价格会进一步下降,所以延迟消费,于是内需不振,物价下跌。但是,从中国的情况来看,汇率保持稳定并不能消除升值预期。相反,只有当汇率进行了合理、及时的调整之后,才能减少投资预期中的不确定性,并更容易得到市场信任。因此,关于汇率升值预期与国内物价的关系不足以构成汇率升值的成本。

2. 人民币升值的收益

人民币升值的收益是多方面的。第一,将汇率调整到与实际均衡汇率运动趋势保持一致的水平上,同时也意味着得到了与国内经济资源配置效率最优的汇率价格。它消除了贸易品和非贸易品相对价格扭曲,有利于各个产业的平衡发展,有利于长期的资源配置和经济增长。第二,汇率积极调整把汇率调整的主动权交到了货币管理当局手中,同时也留给货币当局一定的政策调整空间,有利于宏观经济稳定。第三,汇率积极升值提升了人民币购买力,有助于提高人民生活福利水平。同时,汇率升值导致的收入分配更有利于农民和城市的第三产业从业人员。第四,汇率积极升值等于向市场宣布,中国货币当局是以国际收支平衡而不是以狭隘的贸易顺差为政策目标的。这种建立在国际收支平衡政策导向上的汇率调整会得到市场拥护,所建立的汇率水平有坚实的经济基本面支撑,这其实也是避免货币危机或金融危机最根本的策略。第五,汇率积极升值减少了贸易顺差,

有助于减少针对中国的贸易摩擦。第六,汇率积极升值减少了财政出口补贴的压力,有利于将更多资金用于公共部门经济建设。

根据我们的分析,从目前中国的现实情况来看,人民币升值的收益非常明确,但是升值的成本需要进一步分析。总的来看,我们的判断是利大于弊。

四、人民币升值策略选择

面临国内外的人民币升值压力,货币当局主要有以下四种选择方案。以下,我们分别对各种方案进行比较。

1. 继续保持当前的人民币汇率,并且采取一系列相关措施减少人民币升值压力

这个方案的好处更多地体现在贸易和投资的结算层面,当然还可以借助钉住美元稳定国内物价水平(这也是很多发展中国家选择固定汇率制度的初衷),但是目前中国没有这方面的需要。缺陷有以下几个方面:(1)当美元和世界其它主要货币汇率波动时,也带来了人民币实际有效汇率波动,不利于贸易和投资,某些时候也可能为短期资本冲击埋下隐患。(2)忽视了实际均衡汇率的趋势性变动趋势。人民币实际均衡汇率面临长期性的升值趋势,而固定钉住美元的汇率制度则无法反映实际均衡汇率变动对名义汇率调整的需要。1994—2001年期间,人民币实际均衡汇率升值20%,同期美元的名义有效汇率也升值了20%,因此,钉住美元的人民币借助美元的升值缓解了人民币实际均衡汇率升值。但是这种情况只能说是中国经济的好运气,只有当美元在未来继续保持升值的情况下,继续单一钉住美元的固定汇率制度才能够持续下去。我们并不能指望未来美元一直会持续升值。一旦美元停止升值甚至是贬值,人民币固定钉住美元就不可能持续维持下去。(3)受以上两方面因素的影响,货币当局的外汇占款波动剧烈,而且趋势上保持上升。外汇占款的不断增加会缩减货币当局政策空间,国内的利率政策和其它宏观经济政策也受到限制。如果处理不当,会出现汇率低估——外汇占款增加——通货膨胀,或者是汇率低估——投机资本流入——利率上升刚性——零利率陷阱,两者都会破坏国内的宏观经济稳定和长期经济增长。

近期,为了应对人民币升值压力,国内学术界提出了诸多缓解人民币升值压力的措施。比如,提高美元国内存款利率、减少居民持有外汇的限制、降低出口退税、放宽企业海外投资限制等。这些措施可能在一定程度上缓解外汇市场上的超额外汇供给,但是作用将有限,而且可能会带来后遗症。在市场普遍预期人民币升值的情况下,即使鼓励居民多持有外汇或者是企业海外投资,都未必奏效。为什么私人部门要冒人民币可能升值所带来的风险呢?对于降低出口退税、放宽企业对外投资限制等措施更值得商榷。这些措施不属于宏观经济政策措施,也不是对应宏观经济政策的政策工具。出口退税是要给国内出口商一个平等的国际竞争机会,对外投资限制更多属于产业和制度层面的考虑。当前人民币面临升值压力,但未来难保不会出现贬值压力,如果出现了贬值压力,这些措施就很不不利。因此,针对汇率升值

压力问题,还是丁伯根规则比较好:对症下药,其它的辅助措施要慎重考虑,避免政策的短期性和后遗症。

比较而言,诸如更加严格监管短期投机资本对人民币的冲击;实行差别准备金制度,适当提高对新增非居民人民币存款的准备金要求,从而降低银行对其支付的利率;提高境内美元利率水平等措施更有意义。这些措施属于宏观经济管理政策范畴内的政策工具,提高了人民币对抗投机资本的能力。

2. 一次性较大幅度的升值,然后继续钉住美元并保持稳定

这一方案的好处在于可以缓解人民币升值压力,但是缺点也非常明显,主要体现在两个方面:(1)只是解决了一时的人民币升值压力,不能从根本上缓解人民币实际均衡汇率持续升值对人民币固定汇率的压力。(2)当美元相对世界其它主要货币发生波动时,人民币实际有效汇率会随着美元价值波动而波动,这等于是将美元与日元、欧元的汇率波动引入到人民币实际有效汇率波动当中。保持固定的人民币名义汇率始终将无法摆脱潜在的投机压力。如果短期资本流动管理不是非常有效,人民币汇率将会不断面临因为世界主要货币汇率波动所带来的人民币投机压力。

3. 一揽子钉住汇率

采取一揽子钉住,好处在于可以避免由于美元和世界其它主要货币波动对人民币名义汇率的压力。毕竟,钉住一揽子货币(如果权重是根据贸易额确定的)实际上是稳定了名义有效汇率。但是,钉住一揽子货币也面临诸多缺陷:(1)货币当局会面临操作环节的困难。如果选择完全意义上的钉住一揽子货币,外汇市场上的人民币汇率时时刻刻都要根据世界主要货币的汇率变动进行调整。(2)过于频繁波动的名义汇率不利于国际贸易和投资的正常进行。毕竟,国内经济部门应对名义汇率频繁波动还需要一个适应过程和相应的风险对冲支持。(3)单纯的一揽子钉住(如果权重是根据贸易额确定的)只是稳定了名义有效汇率。如果出现相对主要贸易伙伴国较为严重的通货膨胀或通货紧缩,实际有效汇率还会随着调整,这既达不到稳定实际有效汇率的目的,同时也为投机资本冲击人民币埋下了隐患。

世界上曾有很多采取钉住一揽子货币的国家,但是多数国家最终又放弃了一揽子钉住。实施钉住一揽子货币最终或者是转向了更加固定的货币局制度,或者是转向了更具灵活性的有管理浮动汇率制度。爱沙尼亚、阿根廷、保加利亚等国家最终由钉住转向了货币局制度,这主要是因为货币局制度比钉住汇率制度更具公信力,而且对国内财政和货币政策的约束更强。转向货币局制度更有利于治理国内的通货膨胀。波兰和新加坡则是由钉住汇率制度转向了更加灵活的有管理浮动汇率制度。波兰是成功推出钉住汇率制度的例子。波兰政府1991年运用汇率稳定计划治理国内通货膨胀,其货币先钉住美元,而后钉住一揽子货币,随后由钉住一揽子转向爬行钉住,最后逐渐扩大汇率波动幅度,其汇率制度逐渐向浮动汇率制度靠拢。

4. 名义上实行有管理的浮动汇率制度,操作过程当中实施缓慢的一揽子爬行钉住,并在适当时机放宽汇率波动幅度

第四种方案好处在于通过一揽子钉住化解了世界主要货币波动对人民币实际有效汇率的影响,通过爬行反映了人民币实际均衡汇率潜在升值压力,同时,也是人民币汇率最终走向浮动的一个转轨方案。与以上提出的几种方案相比较,这种方案更具优越性,但是在具体的实施层面仍然会面临很多问题:(1)采取一揽子钉住,同时也意味着人民币根据世界主要货币波动而频繁波动,这在操作层面上面临困难,同时国内经济体对于频繁的汇率波动还需要适应过程。因此,及时采取一揽子钉住只能是期间的一揽子钉住而不是实时的一揽子钉住。期间的一揽子钉住可能会引发短期投机的套利行为。因此,期间的一揽子钉住最好是秘而不宣,名义上仍然是有管理的浮动汇率。(2)鉴于人民币实际均衡汇率的升值趋势,爬行钉住可能更多地是向上升值,这如果被投资者预期也可能会引发投机资本的套利行为,这就需要强有力的资本管制做保障,以防止“热钱”流入。(3)操作过程中可以利用美元和世界其它主要货币的波动缓解实际均衡汇率对人民币升值的压力,同时树立人民币在周边国家的地位。美元名义汇率升值的时候,人民币可以钉住美元,利用美元升值缓解人民币趋势性升值压力。美元贬值的时候,可以根据一揽子钉住的原则提高人民币对美元价格。这一方面缓解了人民币趋势性升值压力,同时也使得人民币在周边国家和投资者心中更具吸引力,有利于人民币国际化,为中国在东亚货币合作中的主导地位奠定基础。▲

注释:

[1] 关于均衡汇率概念更详细的理论定义,参见 Montiel(1999)。

[2] 把超额外汇供给的上升速度和国内货币供给增长速度相比较,冲销手段在一定范围内短期有效,长期内难以发挥作用。

参考文献:

1. Bergsten, C.F., "The Correction of the Dollar and Foreign Intervention in the Currency Markets," Testimony before the Committee on Small Business United States House of Representatives Washington, DC, 2003.

2. Montiel, P.J., "The Long Run Equilibrium Exchange Rate: Conceptual Issues and Empirical Research," In Lawrence E. Hinkle and Peter J. Montiel, Eds., *Exchange Rate Misalignment: Concepts and Measurement for Developing Countries*. 264-290. New York: The World Bank, 1999.

3. UNCTAD, "TRADE AND DEVELOPMENT REPORT, 2002. Developing Countries in World Trade," 2002.

4. 麦金农、大野健一:《日元与美元》,上海远东出版社,1999。

5. 王仁言:《人民币汇率变动对我国物价的影响》,打印稿。

6. 张斌:《人民币均衡汇率:简约一般均衡下的单方程实证模型研究》,中国社会科学院国际金融研究中心工作论文,2003。

(作者分别系中国社会科学院世界经济与政治研究所助理研究员、博士;中国社会科学院世界经济与政治研究所所长助理、副研究员)