

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



## 学术论文

《国际经济评论》2003年第9-10期

人民币升值对宏观经济运行仅存在短期负面效应

世界经济统计分析研究室 何新华 吴海英 刘仕国

由于事实上采取了与美元挂钩的固定汇率制度，近年来随着经常项目与资本项目“双顺差”的持续增长，为保证人民币汇率稳定，中国的外汇储备不断攀升，业已超过3000多亿美元；与此同时，自2002年2月起美元对欧元和其它主要工业国家货币持续贬值，人民币相对其它货币也在相应贬值。这一现象已引起国内外众多学者的关注。国内外有关人民币具体低估幅度的看法较多，其中以美国高盛公司经济学家胡祖六的估计值最大，约为15%。[1]近来，国外不少经济学者及政策制定者纷纷提出中国应对人民币重新估值，某些日本学者和政府官员甚至指责人民币弱势是向世界，尤其是向日本输出通货紧缩。因此，无论从经济角度还是从政治角度，人民币均面临前所未有的升值压力。

在进出口贸易总额同GDP之比已达50%的今天，人民币升值肯定会对中国经济产生负面影响，但这种影响到底有多大？持续的时间会有多长？目前已发表的文献尚无法就这些问题得出量化的回答。本文通过应用China\_QEM模型[2]就人民币汇率升值对中国宏观经济的影响进行模拟，得出了有一定参考价值的数量结论。

汇率的变动将首先影响到中国的国际收支，之后通过对经济总量及价格的影响波及宏观经济的其它变量。在事实上采用固定汇率制、对资本项目实施严格管制并且利息率市场化程度还很低的情况下，汇率变动将不会对短期资本流动产生大的影响。[3]另外，由于中国对外直接投资尚在起步阶段，数额相对较少，因而基本上可假定，国际收支表中的金融项目是由外商来华直接投资所决定的。同时，由于数据来源的限制，在经常项目下，China\_QEM模型也只考虑了商品进出口，未包括服务进出口等其它项目。因而，在引用本文所列China\_QEM模型拟合结果时须加以注意。

在确定基准方案的基础上，我们利用China\_QEM模型对汇率的三种调整方式进行了模拟，结果如下。

## 模拟方案一 人民币一次性中幅升值的效应分析

本方案假定，2004年第一季度人民币升值5%。之后汇率保持在新水平。

人民币升值，将首先影响到进出口价格、进出口额以及人民币实际汇率和外商直接投资。与基准方案相比，升值后人民币进口价格将下降5%。

工业品出厂价格指数受人民币进口价格指数下滑的影响，自第二季度开始明显低于基准方案，在持续低于基准方案约5年之后方趋于平稳。届时，与基准方案相比，工业品出厂价格指数约下降1.5%。

消费者价格指数受人民币进口价格指数的影响较小，但受工业品出厂价格指数影响较大，它与基准方案的偏离略晚于工业品出厂价格指数，自2004年第三季度才开始低于基准方案，但偏离时间长于工业品出厂价格指数，下降幅度也大于工业品出厂价格指数。8年之后与基准方案相比，消费者价格指数间的差距仍在扩大，与基准方案相比降幅接近2%。以消费者价格指数计算的通货膨胀率在最初两个季度几乎与基准方案相同。但第3个季度起开始低于基准方案约0.25个百分点，之后降幅渐渐回落，两年后虽仍低于基准方案，但已可基本忽略不计。

受工业品出厂价格和进口价格下跌的双重影响，人民币出口价格指数与基准方案相比，2004年第一季度将下降2.83%，自第二季度起下降幅度将有所减缓，至第三季度下降幅度达到最小，之后下降幅度将渐渐回升，在约8个季度后下降幅度稳定至3.3%左右。

尽管人民币出口价格指数呈下降态势，但由于人民币升值，美元出口价格指数仍呈上升态势，因而导致出口相对价格大幅上扬。2004年第一季度出口相对价格比基准方案上升2.29%，2004年第二季度上升2.47%，2004年第三季度上升幅度最高，达到2.56%，之后上升幅度逐渐下降，在人民币升值约8个季度后趋于稳定。届时，与基准方案相比，升幅约在1.8%左右。

尽管人民币进口价格和工业品出厂价格均呈下降态势，但进口相对价格仍大幅下跌。2004年第一季度，由于工业品出厂价格指数尚无变化。进口相对价格下跌幅度与人民币进口价格指数的下跌幅度相同，为5%。之后，随着工业品出厂价格指数的下降，进口相对价格下降的幅度有所减缓，至5年后降幅稳定在约3.6%左右。

人民币升值后，受进出口相对价格以及国内产出水平下降的影响，进出口额呈现下降态势，但由于J曲线效应，以人民币计价的出口额下降幅度在最初的5个季度内要小于以人民币计价的进口的下降幅度。之后出口下降幅度超过进口下降幅度，约在5年后两者下降幅度之差稳定在0.35个百分点左右。与此相对应，以美元计价的进出口额自人民币升值后却一直呈上升趋势。与基准方案相比，除第一季度出口增幅略小于进口增幅外，出口增幅在第2个至第6个季度均高于进口增幅，之后进口增幅开始高于出口增幅，约在4年后进出口增幅之差稳定至0.35个百分点左右。

相对于价格指数的下跌幅度而言，人民币升值对现价总消费的影响很小，仅使现价总消费下降不到0.7%；同时受消费者价格指数下滑的影响，不变价总消费却在短暂下降后一直呈上升趋势，8年之后与基准方案相比上升约1.2%。

名义固定资产投资在人民币升值后虽有所下降，但下降幅度极为有限。在汇率调整4年后下降幅度稳定在0.4%左右。

人民币升值，在最初的约6个季度内对名义政府消费基本无影响。此后政府消费与基准方案相比开始有所下降，至6年后降幅稳定在0.5%左右。

综合上述各因素的作用，与基准方案相比，名义GDP在人民币升值后下降较快，但在连续下降约10个季度之后降幅趋于平稳，约为0.6%左右。各价格指数虽均呈下降趋势，但各自下降开始的时间与速度有较大差别，因而GDP减缩指数在人民币升值最初的约8个季度内与基准方案相比却出现一定幅度的上升。其升幅在第2个季度达到最大，为基准方案的1.15%，之后升幅开始减小，约在3年之后较基准方案有所下降。在人民币升值8年之后较基准方案约下降0.7%左右。在上述两项因素的作用下，实际GDP同比增长率仅在人民币升值的前4个季度内低于基准方案，其中第一季度低1.29个百分点，第二季度低1.41个百分点，第三季度低1.32个百分点，第四季度低0.96个百分点。但在第2年的前3个季度，实际GDP同比增长率却出现一定程度的反弹，较基准方案反而高出0.4至0.6个百分点。之后，虽仍高于基准方案，但超出的幅度却只在0.2个百分点上下波动。

由于中国利率市场化程度较低，证券市场规模还很有限，企业固定资产投资的资金来源还基本限于商业银行贷款，居民储蓄的主要形式也还是把钱放入银行(与存款利息率的高低基本无关)。鉴于企业固定资产投资已基本属于追求利润最大

化的行为[4]，资本使用者成本(由通货膨胀率、折旧率、利息率以及税率共同决定)已成为决定企业投资的主要因素，货币供应量的多少主要取决于货币需求，而在利息率不变的情况下，货币需求基本取决于经济增长和相应的物价水平。因此从模拟结果看，货币供应量M1受人民币升值的影响很小，8年后相对于基准方案也只下降了不足0.5%，但由于人民币升值对消费的影响，准货币的供应量(M2-M1)相对于基准方案却在8年后下降了1.5%。不过总的来看，正如以消费者价格指数计算的通货膨胀率所显示的那样，通货收缩的压力仅表现在最初两年，之后对货币供应量基本不再有大的影响。

### 模拟方案二 人民币一次性较大幅度升值的效应分析

本方案假定，2004年第一季度人民币升值10%，之后汇率保持在新水平。

升值后人民币进口价格较基准方案下降10%。工业品出厂价格指数存前两个季度几乎与基准方案相同，但自第三季度开始出现明显下滑，到8年后与基准方案相比降幅达3%以上。消费者价格指数基本与工业品出厂价格指数同时下降，但与基准方案相比，其降幅高于工业品出厂价格指数，8年后与基准方案相比降幅已接近4%。以消费者价格指数计算的通货膨胀率在最初两个季度几乎与基准方案相同，但第三季度起开始低于基准方案约0.5个百分点，之后降幅渐渐回落，与方案一相似，两年后虽仍低于基准方案，但已可基本忽略不计。与此同时，人民币出口价格指数在人民币升值后即开始低于基准方案，虽第2、3个季度下降幅度有所减缓，但之后降幅逐渐加大，约在8个季度后降幅稳定在6.7%左右。

与方案一相似，进口相对价格最初较基准方案下降达10%，之后随着工业品出厂价格的下降，进口相对价格降幅缓慢回升，8年后回落至7%左右。出口相对价格最初上升较快，前5个季度均在5%以上，但自第3个季度起升幅开始下降，约在8个季度后稳定存3.7%左右。由于J曲线效应，人民币升值后，在以人民币计价的进出口额与基准方案相比均呈下降趋势的同时，出口额的降幅在最初5个季度内小于进口额的降幅。之后，出口额降幅将大于进口额的降幅，约在5年之后两者下降幅度之差稳定至0.7个百分点左右。以美元计价的进出口额在人民币升值后均呈现大幅上升的趋势，同时，与基准方案相比，只有第2到第5个季度的出口额升幅高于进口额升幅，自第6个季度起进口额升幅开始超过出口额升幅，并在约4年后两者之差稳定在0.7个百分点左右。

与基准方案相比，人民币升值10%，对现价总消费的影响从最初的些许影响到两年后稳定在低于基准方案1.3%左右，而不变价总消费只在第2、3个季度出现短暂下降，之后则一直呈上升趋势，8年后与基准方案相比上升约2.5%左右。

名义固定资产投资与基准方案相比下降幅度很小，在汇率调整4年后下降幅度稳定在0.8%左右。

人民币升值后的最初5个季度内，名义政府消费基本与基准方案一致，此后政府消费开始下降，但降幅在6年后将只有1%左右。

与方案一类似，名义GDP在人民币升值后呈下降的态势，但在10个季度之后将稳定在略高于1%。GDP缩减指数在最初约8个季度内较基准方案出现一定幅度的上升，升幅在第2个季度最大，达2.27%，随后开始缩小，并于3年之后开始低于基准方案，8年后将较基准方案下降1.2%左右。实际GDP同比增长率仅在幅度上与方案一有所差别，其趋势基本相同，也是先降后升，最后稳定在高于基准方案0.4个百分点左右。

与方案一类似，货币供应量M1受人民币升值的影响不大，8年后相对基准方案也只下降0.9%左右。准货币的供应量(M2-M1)在8年后相对基准方案下降了约3%。通货紧缩的压力只体现在最初两年。

### 模拟方案三 人民币小幅渐进式升值的效应分析

本方案假定，人民币自2004年第一季度起每季度升值1%，连续升值5个季度，之后保持不变。

相对于一次性大幅调整，如进行持续的小幅调整但最终调整的幅度相同，则由于误差修正机制的存在，系统调整的过程将大大缩短，对宏观经济的冲击要小一些。以价格的变化为例，无论消费者价格指数、工业品出厂价格指数，还是人民币进出口价格指数，与方案一相比，相对于基准方案，它的下跌幅度均会有所减少。相对于一次性大幅升值，人民币小幅渐进式调高币值的做法，对进出口的影响在前两年明显减弱，但对更长期的影响基本与一次性大幅调整接近。同样的情形可见于其它名义类变量，如名义GDP、名义总消费及名义固定资产投资等。然而值得注意的是，不变价总消费在第一年较方案一有所上升，而在第二年和第三年明显低于方案一，同时在长期也要略低于方案一。相比之下，实际GDP同比增长率第一年要高于方案一，而第二年低于方案一，但随后却基本与方案一相同。

尽管从长期看，方案三与方案一中以消费者价格指数计算的通货膨胀率基本相同，但在前6个季度，方案三却高于方案一或与方案一持平，表明人民币的渐进式升值所产生的通货收缩压力要明显小于瞬间调高人民币币值的做法。同时从长期看，无论以M1或M2-M1所表示的货币供应量均高于方案一。

## 结论及政策建议

综合上述，采用China\_ QEM模型对人民币升值进行政策模拟的结果与经济学理论基本相符，如汇率调整之后所出现的J曲线效应、人民币升值所引致的通货收缩压力等。

模拟结果显示，当汇率调整为一次性冲击时，因人民币升值而引致的J曲线效应对经常项目的改善只表现在前5个季度，其后经常项目顺差将呈减少趋势。而当对汇率进行渐进式调整时，J曲线效应却几乎不存在（只在第1个季度出现，且幅度很小）。

渐进式调整虽然在长期与瞬间调整的影响类似，但在短期对价格的冲击要小得多。考虑到中国目前仍未摆脱通货紧缩的现实，渐进式调整较为可取。当然采取这一政策的前提是仍保持目前对资本项目的严格管制，严禁外汇黑市交易。否则，在人民币升值预期的影响下可能将使渐进式调整的努力失效，而演变为事实上的瞬间调整，甚至高于所需调整幅度的调整。

尽管人民币升值将不可避免地对中国产生负面影响，但从模型运行结果看，这种冲击的影响是极为有限的，即使人民币升值15%也不致使中国经济陷入日本式的通货收缩。

## 注释：

[1] <http://www.Ehongyuan.com/> 转引自英国《金融时报》。

[2] China\_ QEM模型由中国社会科学院世界经济与政治研究所统计分析研究室开发设计，为结构型宏观经济季度模型，主要用于政策分析，主要设计者为何新华、吴海英、刘仕国、王玲。详见何新华等(2003)。

[3] 在国际收支表中，资本与金融账户进一步分为直接投资、证券投资和其它投资。短期资本流动主要指证券投资和其它投资项下的短期借贷。由于我国没有开放资本项目，所以从我国国际收支表中看无论证券形式的外资流入量还是证券形式的内资流出量，数额均非常小，同时其它投资项目下的短期借贷数额也很小，资本与金融项目可基本由外商来华直接投资所决定。当然，近年来在我国国际收支表中误差与遗漏项一直呈上升趋势，暗示有相当一部分资金的进出未能正常统计，这将成为人民币汇率调整时的一个隐患。

[4] 见He and Qin(2003)的分析。

## 参考文献：

1. 何新华、吴海英、刘仕国、王玲：《中国宏观经济季度模型China\_ QEM》，将载于《世界经济统计研究》。

<http://www.iwep.org.cn/>

2. He, Xinhua; and Duo Qin: Aggregate Investment in China Some Empirical Evidence,

相关文章

- ▣ 张斌、何帆 人民币汇率自由浮动正当其时 2008年5月14日 (2008-5-24)
- ▣ 余永定: 综合考虑人民币升值方式 《第一财经日报》2008年5月10日 (2008-5-24)
- ▣ 何帆 汇率浮动 以动谋定 2008年4月28日 (2008-5-6)
- ▣ 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)
- ▣ 50位经济学家调查: 2008年增长回落 通胀趋高 《第一财经日报》2008年4月7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:010-85126180 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