

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9-10

[\[PDF全文下载\]](#)

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

.....

二、人民币低估可能带来的不利影响

.....

三、人民币升值的成本和收益

.....

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r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。这蝗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。

推荐好友

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)
- 张明 人民币升值节奏不可受美影响 《新京报》2008年4月3日 (2008-4-15)

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:010-65126180 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