

扭曲与矫正之成本权衡

——汇率机制改革后人民币升值压力累积与释放效应分析*

张纯威

(广东金融学院 金融系, 广州 510521)

摘要:目前人民币仍面临由自身价值提高、篮子货币贬值和市场升值预期复合而成的多重升值压力。面对压力,有名义升值、实际升值和压力累积等三种政策方案可供选择。从成本收益量化比较来看,名义升值净成本最低。因此,应在不超过升值压力幅度的范围内允许人民币名义汇率继续缓升,以消除货币低估,实现内外均衡。

关键词:人民币;升值压力;成本收益分析

中图分类号:F821.6 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2005)12-0018-11

2005年7月,人民币汇率形成机制由钉住美元改为参照一篮子货币,名义汇率升值2%。小幅升值并没有完全化解人民币的升值压力,本文第一部分对多重升值压力进行了估算。面对仍然存在的升值压力,要么通过干预来维持汇率稳定,要么让汇率在市场机制作用下继续上浮,各自都可带来一定收益,也要付出不同的成本,本文第二部分对此进行简要的定性分析。文章第三部分针对可供选择的政策方案进行成本收益量化比较。第四部分提出分析结论和政策建议。

一、多重升值压力估算

在对人民币升值压力进行估算时,必须注意其多重性:既有来自经济层面的,也有来自政治层面的;既有内在的,也有外在的。对于来自试图遏制中国发展的国际利益集团的政治压力,我们的态度当然是坚决顶住,刘霞辉(2004)、牛向东(2004)等人对此已有充分论证。这里主要估算经济压力,这种压力主要来自人民币内在价值上升,也有外币贬值和市场升值预期的作用。

理论界对一国货币中长期升值有三种解释:(1)国际收支成长论(萨缪尔森,1982)认为,随着一国经济快速发展,其贸易和投资收益将由逆差转为顺

收稿日期:2005-07-09

作者简介:张纯威(1963—),男,河南巩义人,广东金融学院金融系教授。

差,从而使对外净债权增加,由此推动其货币升值。(2)经济增长决定论(Jim Rohwer, 1997)认为,一国经济的快速增长将使其综合国际竞争力提高,从而推动其货币升值。(3)“巴拉萨—萨缪尔森效应”(Balassa, 1964)认为,当一国贸易品部门相对于非贸易品部门的生产率的提高幅度高于他国时,该国货币的实际汇率上升,从而造成本币低估和升值压力。

将上述理论用来分析人民币,可以看出其内在升值压力:(1)1994年以来国际收支持续顺差,国外净资产不断增大,使我国正由净债务国向净债权国转变。(2)1979~2004年我国GDP年均增长9.3%,比世界平均增速(同期为3%^①)快2倍多。(3)改革开放以来我国贸易品部门相对于非贸易品部门的劳动生产率持续提高(杨长江, 2002)。这些长期实质经济因素叠加,内在推动人民币升值。

这种升值压力需要用人民币低估程度来具体衡量,对此,国内不少学者进行过实证研究。张斌(2003)利用Edwards和Elbadawi模型及1994~2002年季度数据分析表明,2003年上半年人民币低估6%~10%;卢万青、陈建梁(2004)利用1994~2003年季度数据分析显示,2003年人民币对英镑低估5.39%,对日元低估15.52%;施建淮、余海丰(2005)利用行为均衡汇率模型和1991~2004年季度数据测算出,1993年3季度~2002年1季度人民币实质汇率平均低估4.24%,2002年2季度~2004年3季度平均低估10%。

本文以行为均衡汇率理论(Ronald Macdonald, 1998)为依据,利用D-F模型,并考虑到长期钉住美元的现实,对人民币内在升值压力进行测算。

行为均衡汇率理论强调要从现实出发去寻找汇率决定和变动的解释变量,均衡汇率就是由基本经济要素决定的汇率,如果以 Z_1 和 Z_2 分别表示影响汇率的长期和中期基本经济向量,那么,估算实际均衡汇率(\bar{q})的基本表达式为: $\bar{q} = \beta_1 Z_1 + \beta_2 Z_2$,其中 β_1 、 β_2 为系数。将现时汇率与实际均衡汇率对比就可以发现汇率的失调程度。

这里利用Dornbush和Frankel(1983)关于汇率决定的粘性价格货币分析模型(简称D-F模型)来确定影响汇率的中长期基本经济因素。D-F模型的长期均衡汇率决定式为:

$$\bar{e} = \bar{p} - \bar{p}^* = (m - m^*) - \phi(y - y^*) + \lambda(r - r^*) \quad (1)$$

式中的 \bar{e} 、 \bar{p} 、 m 和 y 分别为长期均衡的名义汇率、均衡价格、货币供给和收入的自然对数, r 为利率,带“*”的表示外国的对应变数, ϕ 和 λ 为参数,分别代表货币需求的收入弹性和利率弹性。它表明一种货币对另一种货币的长期均衡的名义汇率是由两国货币供给、收入及利率的对比状况决定的。

由实际汇率的定义: $q = e + (p^* - p)$,可得:

$$\bar{q} = (m - m^*) - \phi(y - y^*) + \lambda(r - r^*) + (\bar{p}^* - p) \quad (2)$$

依据上述理论,基于人民币长期钉住美元的现实,以中美两国货币供给、

收入、利率、物价作为长期基本经济因素,以中国的国外净资产作为中期基本经济因素,构建人民币实际均衡汇率计量模型如下:

$$LQ=C(1)+C(2) \times LDM+C(3) \times LDGDP+C(4) \times DIR+C(5) \times LDP+C(6)LFA \quad (3)$$

其中,Q 为人民币实际有效汇率^②,DM=中国的货币供给量÷美国的货币供给量,DGDP=中国的 GDP÷美国的 GDP,DIR=中国的利率-美国的利率,DP=美国的消费物价÷中国的消费物价,FA 为中国的国外净资产,L 表示对各变量取自然对数,C(1)……C(6)为参数。

利用 1994 年 1 季度~2004 年 4 季度的数据^③,借助 Eviews4.0 软件进行计量分析。首先对各变量进行单位根检验。结果显示原水平序列的 ADF 值均大于临界值,一阶差分的 ADF 值均小于临界值,说明各变量为一阶单整变量,可以进行协整分析。

表 1 人民币汇率及各解释变量的单位根检验结果

变量	检验类型	ADF 量	临界值	D. W 值	变量	检验类型	ADF 量	临界值	D. W 值
LQ	(C, T, 1)	-1.9220	-4.1896	1.9589	ΔLQ	(C, T, 1)	-5.2228	-4.1958	1.9766
LDM	(C, T, 2)	-3.5928	-4.1958	2.2142	ΔLDM	(0, 0, 2)	-2.8801	-2.6211	2.1632
LDGDP	(C, 0, 1)	-3.109	-3.593	1.9832	ΔLDGDP	(C, T, 1)	-6.5466	-4.1958	2.1189
DIR	(C, T, 1)	-1.1430	-4.1896	2.1029	ΔDIR	(0, 0, 1)	-3.0039	-2.6196	2.0352
LDP	(C, 0, 1)	-2.0539	-3.593	2.1989	ΔLDP	(0, 0, 1)	-3.0428	-2.6196	2.1927
LFA	(C, T, 1)	-3.0491	-4.1896	1.7696	ΔLFA	(C, 0, 1)	-4.2968	-3.5973	2.0950

注:检验类型(C, T, 1)中的 C 为常数项, T 为趋势项, 1 为滞后阶数;临界值都是显著水平 1%下的值。

然后构建静态回归模型,并对残差进行单位根检验,检验形式为水平状态下(0, 0, 0), ADF=-3.4464, 显著水平 1%下的临界值为-2.6168, 证明协整关系成立。但是,由此模型求的是现时均衡汇率,其中可能包含有基本因素短期偶然波动成分,因此还需要进一步求出可持续均衡汇率。这里将利用 Hodrick-Prescott 滤波法求出的各自变量的修匀值视为其可持续水平,代入回归模型,得到滤波回归模型如下^④:

$$LQ=-307.48-74.71LDMHP(-2)+11.98LDGDPHP(-4) \\ (43.4799, -7.0721) \quad (11.1103, -6.7244) \quad (2.3255, 5.1529) \\ -0.77DIRHP-34.05LDPHP+32.76LFAHP \quad (4) \\ (0.1173, -6.5719) \quad (4.4288, -7.6895) \quad (4.7345, 6.9203)$$

$$R^2=0.9317; \bar{R}^2=0.9213; SE=0.0165; SSR=0.0092; D-W=1.7849$$

由模型测算出可持续的人民币均衡汇率。将现时实际有效汇率与之比

较,求出汇率偏离度,公式为:〔(现实汇率—均衡汇率)÷均衡汇率〕×100%,结果列表(见表2)并图示如下(见图1):

表2 人民币实际有效汇率偏离状况

1995.1	1995.2	1995.3	1995.4	1996.1	1996.2	1996.3	1996.4	1997.1	1997.2
1.2137	-2.8621	-0.4794	0.2115	1.7425	1.6388	0.0514	-1.3948	2.1796	0.0318
1997.3	1997.4	1998.1	1998.2	1998.3	1998.4	1999.1	1999.2	1999.3	1999.4
-1.123	-1.8091	0.6198	0.5063	0.8204	-2.8393	-0.485	1.7806	1.0675	-0.7767
2000.1	2000.2	2000.3	2000.4	2001.1	2001.2	2001.3	2001.4	2002.1	2002.2
0.3896	-0.3398	-1.1462	-1.1609	-1.2343	2.2804	1.1143	1.2589	3.2374	1.0078
2002.3	2002.4	2003.1	2003.2	2003.3	2003.4	2004.1	2004.2	2004.3	2004.4
-1.7248	-1.4429	-2.5795	-1.2268	0.5996	-0.5606	-1.2367	2.0013	2.3705	-1.2779

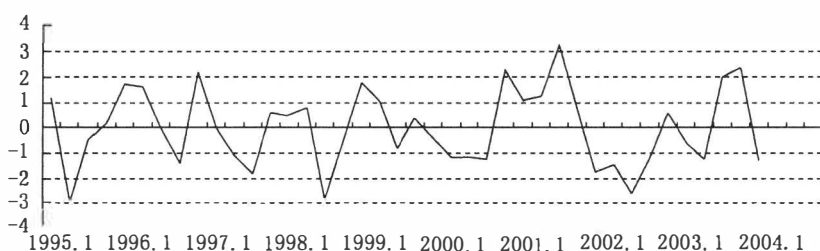


图1 人民币实际有效汇率偏离度

测算结果显示,2002年3季度后人民币呈持续低估状态,到2003年末,累计低估幅度达到6.83%,2004年一季度,达到8.17%,虽然2004年第二季度后,我国物价的快速上涨一定程度上化解了升值压力,但到年末,累计低估幅度仍有5.08%,如果2005年中美两国基本因素对比没有大的趋势性改变,低估现象可能仍然存在。需要指出的是,根据上述模型测算的只是人民币对美元的实际汇率偏离状况。

1995年后,在单一钉住美元情况下,人民币与其他货币的汇率跟随美元变化。2001年前,美元总体升值趋势一定程度上化解了人民币内在升值压力。2002年后,美元持续贬值,其名义有效汇率2001年为105.9,2002年为104.3,2003年为91.5,2004年为84,2003年、2004年分别贬值12.27%和8.3%,从而使人民币外在升值压力同幅度增大,与内在升值压力复合,造成综合低估幅度分别达到19.1%和13.38%。虽然2005年初以来,随着美元价值回升,外在压力有所减弱,但巨额双赤字的存在使美元难改总体贬值趋势,欧元、日元等主要篮子货币也存在走软的可能,内外因素综合来看,目前人民币低估水平当不低于10%。

2003年以来,人民币升值预期日益强烈,国内外市场主体的共同行为造成外汇供过于求,对人民币构成短期升值压力。虽然无法准确估计,但从国际市场上人民币兑美元的巨额远期贴水、国内私人持汇缩减、境外“热钱”持续流

人等迹象,可以得出市场升值预期压力巨大的基本判断。

综上所述,以上三种压力叠加远不是升值 2% 所能完全化解的。

二、升值压力下三种政策选择的成本收益

在人民币升值压力仍然存在的情况下,货币当局面临让名义汇率自发上浮(即名义升值)还是维持不变两种选择。要想维持名义汇率不变,就必须进行市场干预,而干预分冲销和非冲销两种。非冲销性干预是指货币当局通过在外汇市场上不断购进外汇来抑制本币汇率上升动力,对因此多投放的本币不通过其他渠道收回,从而推动国内物价上涨,使本币对外低估的压力通过对内贬值,即对外实际升值得以释放。冲销性干预是指货币当局一方面在外汇市场上买入外汇,另一方面又在货币市场上收回因此多投放的本币,以保持名义汇率和国内物价双重稳定,这使本币升值压力无从释放,不断累积。

我国货币当局目前面临三种可选方案:名义升值、实际升值和压力累积。从理论上讲,每种方案都可带来一定收益,也要付出一定成本,以下以表格形式简要列示三种方案的成本收益构成。

表 3 人民币升值压力下不同政策选择的成本收益比较

可选政策	成本		收益	
	类型	形成与表现	类型	形成与表现
名义升值	实质经济总量损失	对出口和 FDI 造成不利冲击,致使经济增速放缓,失业增加	实现内外均衡	发挥汇率杠杆作用,促使内外经济均衡协调,减少结构扭曲、资源误置及其他风险
	汇率波动损失	引发汇率投机,加剧汇率波动,恶化企业资产负债状况,使银行不良资产增大;伴随储备下降出现汇率差损	改善贸易条件	扭转出口恶性竞争困局,减少国际贸易摩擦,降低进口成本
			跨国资本收益	增大对外投资及收益,减轻外债负担
实际升值	实质经济总量损失	国内物价扭曲性上涨导致资源误置、出口和 FDI 相对下降,进而对经济增长造成不利影响	汇率稳定收益	避免名义汇率大幅震荡而造成的损失
	结构扭曲效率损失	外汇储备增长加重国内超额储蓄,降低资源利用效率,增大利用外资成本;隐性汇率保险滋长出口企业惰性,实质国际竞争力降低	本币国际化收益	保持人民币强势货币形象,加快国际化进程
	干预成本	本币对内贬值使央行卖出原来买进的外汇时出现真实价值差损		

续表 3 人民币升值压力下不同政策选择的成本收益比较

可选政策	成本		收益	
	类型	形成与表现	类型	形成与表现
压力累积	国内结构失衡损失	资金配置结构扭曲导致产业结构、地区结构失衡,未来调整成本潜在性累积;降低国内资源利用效率	避免实质总量损失	汇率、利率、物价强行稳定使内外实质经济运行免遭总量冲击,促进出口,保持货币政策独立性
	外部经济失衡损失	降低企业实质国际竞争力;利用外资成本及外资潜在冲击增大;外汇资产因美元贬值而发生损失	本币国际化收益	增大人民币国际影响力,刺激周边国家持有意愿
	冲销操作成本	票据发行成本高于国外资产收益;外汇管制等政策措施的行政成本		

根据上述成本收益列示,可以做出一个基本判断:实际升值最不可取。因为其成本是名义升值和压力累积两类成本的复合,而收益却比两者都小,这种方式只有在国内存在严重通货紧缩的情况下才具有一定优势,况且为解决外部经济失衡而牺牲货币政策独立和宏观经济稳定也不理性。而压力累积是汇率机制改革前我国货币当局所采取的方式,如果继续沿用这种方式,就意味着汇率机制改革没有实质性突破,汇率杠杆扭曲现象将依然存在。因此,我们可以得出这样一个定性分析结论:名义升值是我国汇率政策的理性选择。

三、实质经济总量损失与经济结构扭曲损失的量化比较

从根本上讲,汇率制度和政策的终极目标在于提高国民福利,因此,净收益最大、或者净成本最小应成为抉择的基本原则。依据这一原则,需要对名义升值和压力累积进行成本收益的量化比较,以弥补上述定性分析说服力不足之缺。两者的成本收益大体上反向对称:名义升值的成本主要表现为显性的、易量度的和现期的实质经济总量损失,这是采取压力累积方式可以暂时避免的;而压力累积的成本则主要表现为人为机制扭曲造成的隐性的、不易量度的经济结构扭曲和资源利用效率损失,它可以通过名义升值,使汇率机制正常发挥作用来避免。这样,就可以通过比较两者的成本来做出选择,如果名义升值造成的实质经济总量损失高于压力累积造成的经济结构扭曲损失,就选择压力累积方式,反之,就选择名义升值方式。成本比较在两个设定下进行:如果采取名义升值,到2006年,人民币兑美元汇率在8.11的基础上再升10%;如果采取压力累积,汇率稳定在8.11左右的局面可维持到2008年。

1. 名义升值可能造成的实质经济总量损失

(1) 经济增长率降低

理论上讲,名义升值必然首先冲击对外经济,进而对经济增长和就业造成不利影响。经济增长(用国内生产总值增加额 IGDP 表示)是供给和需求相互作用的结果。需求包括国内投资、消费需求和国外净需求,分别以全社会固定资产投资(IFA)、消费品零售总额(RSCG)和实际有效汇率(Q)^⑥反映。假定供给主要由技术进步决定,模型中以扣除物价因素后的全社会劳动生产率(LP)来概括。

以 1978~2004 年的有关数据为样本,利用 Eviews4.0 软件进行协整分析。各变量单位根检验结果(见表 4)显示各变量为一阶单整变量,可以进行协整分析。

表 4 GDP 增加额及各解释变量的单位根检验结果

变量	检验类型	ADF 量	临界值 ^⑥	D. W 值	变量	检验类型	ADF 量	临界值	D. W 值
LIGDP	(C, T, 1)	-2.0401	-4.3942	2.0076	△LIGDP	(C, T, 0)	-5.0449	-4.3942	1.9428
LIP	(C, T, 1)	-3.5470	-4.3738	2.2425	△LIP	(C, T, 3)	-4.7632	-4.4415	1.9789
LIFA	(C, T, 1)	-3.4331	-4.4167	2.0608	△LIFA	(C, 0, 3)	-3.6631	-3.0199	1.8916
LRSCG	(C, T, 1)	-1.9258	-4.3738	1.9871	△LRSCG	(C, 0, 1)	-4.2443	-3.7343	1.9416
LQ	(C, T, 1)	-1.3376	-4.4167	2.0669	△LQ	(C, T, 2)	-3.8546	-3.6454	2.2039

构建静态回归模型如下。模型中各变量的标准差和 T 统计量都在 1% 显著水平下通过检验。残差在水平状态检验类型为 (0, 0, 0) 下的 ADF = -4.8202, 显著水平 1% 下的临界值为 -2.6756, 证明协整关系成立。

$$\begin{aligned}
 LIGDP = & 3.756029LIP + 0.620561LIFA - 1.96078LRSCG (-1) \\
 & (0.537513, 6.987788) \quad (0.313939, 1.976691) \quad (0.349866, -5.604367) \\
 & -1.540773LQ (-2) \\
 & (0.293174, -5.255487) \quad (5)
 \end{aligned}$$

$$R^2 = 0.946132; \bar{R}^2 = 0.937627; SE = 0.253502;$$

$$SSR = 1.221004; D-W = 2.068796$$

假定不再进行名义升值,今后几年的名义 GDP 在 2004 年 136515 亿的基础上按 12% 的增长率变化,那么,利用上述模型测算出因名义升值(假定再升值 10%)可能造成的 GDP 增量相对减少额如表 5 所示:

表 5 2006 年名义汇率升值 10% 对 GDP 增长的影响

升值影响年份	回归模型的 R ²	回归模型 D-W	REER 系数 ^⑦	GDP 增长额	GDP 少增额
2006	0.935147	1.42979	-0.99401	18 348	1 824
2007	0.947024	1.592543	-1.356833	20 330	2 759
2008	0.946123	2.068796	-1.540773	22 439	3 457

(2) 汇率差损。假定 2006 年再升 10% 属于过度升值,会造成贸易逆差和资本净流出,使人民币面临贬值压力,货币当局为稳定汇率被迫抛售外汇,其

后两年的外汇储备在 2005 年末预计 8 100 亿美元的基础上每年减少 25%，那么，按 7.299 元的卖出价，8.27 元的平均买进价计算，每年的汇率差损为 1 966 亿元人民币。

2. 压力累积导致的经济结构扭曲损失

(1) 外汇资产贬值损失。假定外汇储备平均增长，那么，2002~2004 各年平均每天的储备余额分别为 2 493 亿、3 448 亿和 5 065.5 亿美元，按其中一半以美元资产形式持有计算，由于美元贬值(1.51%、12.27%、8.3%)，导致我国这三年国外资产损失折合人民币分别为 156 亿、1 751 亿和 1 740 亿元^⑧。

(2) 冲销成本。冲销性干预要付出行政成本和财务成本。前者指为减轻升值压力而加强外汇及资本管制等政策措施的成本，无从准确测算；后者表现为中央银行发行票据的利息支出减去外汇资产利息收益的差额。2003 年央行发行票据 7 226.8 亿元，年末余额 3 376.8 亿元，2004 年发行 15 072 亿元，年末余额 9 742 亿元，2005 年 3 月末余额 13 452.5 亿元。如果按照收益率差 1.3% 估算^⑨，2003、2004 两年的冲销财务成本分别为 50 亿元和 114 亿元，2005 年将达到 223 亿元。按照这两年的平均增长率 116% 推算，2006~2008 年将分别达到 503 亿元、1 087 亿元和 2 348 亿元。

(3) 资源利用效率损失。根据双缺口模型： $S - I = X - M$ ，1994~2004 年我国累积外贸顺差 2 820 亿美元，这意味着等值的国内超额储蓄没有运用，有“节俭悖论”^⑩之嫌。假定投资收益率与名义经济增长率相当，年均 12%，那么，累计因此少创造价值 15 136 亿元人民币。如果今后几年外贸顺差仍以过去 11 年的平均值 256 亿美元增加，2006~2008 各年将因此少创造价值 3 243 亿元人民币、3 492 亿元人民币、3 741 亿元人民币^⑪。国内超额储蓄被中央银行用来购买国外金融资产，等于为外商提供了投资我国的廉价资金，在国内资本充裕的情况下，外资流入会挤出国内投资。因此，可将国际收支平衡表中的投资收益逆差乘以资本挤出程度视为我国付出的成本，按 1997~2004 年投资收益逆差累积额 1 071 亿美元、50% 的挤出程度和 8.2765 的平均汇率计算，我国为此付出的成本约为 4 433 亿元人民币。如果今后 3 年每年投资收益逆差仍保持 1997~2004 年的年均水平 134 亿美元，那么，每年直接投资差损为 543 亿元人民币。

(4) 经济结构调整成本。冲销性干预造成了资金配置结构扭曲：因购进外汇而投放的人民币资金源源流入出口品部门和经济外向性高的地区，而央行票据发行减少了国内金融机构流动性，迫使它们紧缩信贷，造成非贸易品部门和经济外向性低的地区投资不足，产业及地区结构失衡。一方面是充裕资金推动房地产、原材料价格快速上涨；另一方面是水、电、气、运短缺，环境恶化，地区差距拉大。这实质上是以内部失衡为代价支撑外部失衡，内向型企业和地区成为冲销政策的成本承担者。这种状况持续下去，必然导致出口导向型

经济常常发生的问题:作为经济发展主引擎的贸易品部门,需求方面国外贸易保护压力越来越大,供给方面国内经济支撑越来越弱,脆弱性加剧,一旦增长受挫,隐含的各种矛盾就会突然爆发,资金流向逆转,总需求在金融加速器作用下急剧萎缩,经济将被迫陷入结构调整,增速迅速下滑,甚至变为负增长。如果我国出现这种局面,导致经济增速在2004年的水平上减缓1.5个百分点,2006~2008年每年将分别损失2388亿元、2580亿元和2786亿元人民币^④。

(5)出口企业实质国际竞争力降低。压力累积方式给出口商提供了隐性汇率保险和补贴,容易助长其惰性,致使其将竞争行为固化在价格上,忽视技术进步、产业升级和产品创新,从而使其实质国际竞争力降低,加上国外贸易保护影响,会导致出口相对下降。假定这使2006~2008年的出口增长率比2000年以来年平均水平25.41%低3个百分点,每年损失为2163亿元人民币、2648亿元人民币、3242亿元人民币^⑤。

由上述分析可以看出,即使不考虑压力累积方式已经造成的23613亿元人民币损失,继续采取这种方式的总成本也比名义升值高,具体情况如表6所示。

表6 名义升值与压力累积的成本量化比较 单位:亿元人民币

方案		压力累积				名义升值			
年份	成本	冲销成本	资源利用效率损失	经济结构调整成本	出口能力下降成本	合计	经济增长损失	汇率差损	合计
2006		233	3786	2388	2163	8570	1824	1966	3790
2007		503	4035	2580	2648	9766	2759	1966	4725
2008		1087	4284	2786	3242	11399	3457		3457
合计		1823	12105	7754	8053	29735	8040	3932	11972

四、结论与政策建议

1. 目前人民币依然存在由自身价值提高、篮子货币贬值和市场升值预期复合而成的升值压力。

2. 面对升值压力,名义升值是最合理有效的政策选择,也是新型汇率机制的要求。目前我国货币当局采取的就是这种方式,但是,随着升值幅度逐渐提高,执行这种政策的阻力也会逐渐增大。因此,如何通过巧妙的市场干预,达到既保持人民币汇率理性回归的大方向不变,又避免因升值过快而激发过强的反对力量,就成为今后一段时期汇率政策操作的重点和保证管理浮动汇率制有效运行的关键所在。

3. 从成本收益量化分析来看,与压力累积下的经济结构扭曲损失相比,通过名义升值来矫正汇率机制更具有经济可行性。但是,这一论断只有在升值幅度不超过低估水平的情况下成立,如果升值过度,就会造成较大的经济冲击和净损失。因此,货币当局要准确和动态地把握市场汇率相对于均衡水平的状况,遵从汇率目标区调控原则,“目标区内相机干预”和“边界干预”相结

合,保持升值的渐进性、合理性。

4. 作为金融价格杠杆之一的汇率的弹性增大后,必须相应增大另一种金融价格杠杆——利率的弹性,尽可能保持内外实际利差稳定,避免因汇率波动引发国际资本大规模流动,反过来加剧汇率和经济不稳。同时,要高度关注短期资本流动,加大对逃避管制行为的查处力度,以免升值预期成为推动人民币升值的主要力量。因为汇率弹性增大使投机者获利机会增多,他们可能以种种方式绕开管制进入市场,扰乱正常秩序,造成汇率不合理波动。

* 本文为广东金融学院重点科研课题“人民币汇率机制改革与资本项目开放”(项目批号:04XJ09)的阶段性研究成果。

注释:

- ①根据 2003 年《世界经济年鉴》和世界银行网站数据计算。
- ②IMF 的 IFS 中公布的实际有效汇率采用的是间接标价法,而前述理论模型中的实际汇率采用的是直接标价法,所以计量模型中的参数符号与理论模型正好相反。
- ③资料来源:IMF. International Financial Statistics 1996 年 6 月至 2005 年 5 月月报,有单位标度的绝对量指标都折合为美元。文中数据主要源于历年《中国统计年鉴》、《中国金融年鉴》、IMF 的 IFS 及中国人民银行和国家统计局网站。
- ④各变量符号之后加 HP 表示滤波值,下方括号内的前一个值为该变量的标准差,后一个值为 t 统计量,都在 1% 水平下显著。
- ⑤ 国外净需求直接表现为贸易差额,从理论上讲它与实际有效汇率密切相关,为了便于分析汇率变动的影响,模型中以后者替代前者。
- ⑥显著水平均为 1%。
- ⑦反映汇率变动对 GDP 增加额的当期和滞后影响,当期 2006 年,滞后 1 期为 2007 年,滞后 2 期为 2008 年。其含义为人民币每升值 1 个百分点造成 GDP 增量变动的百分点。
- ⑧计算公式为:(上年外汇储备余额+当年储备增长额÷2)×50%×美元年贬值率×人民币兑美元汇率。
- ⑨根据曾秋根(2005)测算的我国央行票据与美国国债 3 个月期收益率差 1.1831%,1 年期 1.3658% 估计。
- ⑩储蓄增加、消费相对减少→企业削减产量、解雇工人→收入下降→储蓄下降。
- ⑪计算公式为:外贸累积顺差×12%×8.11。
- ⑫计算公式为:136 515 亿×[1+(9.5-1.5%)]ⁿ×1.5%,n 为滞后年数。
- ⑬计算公式为:2004 年出口额 5 934 亿美元×[1+(2000 年来出口平均增长率 25.41%-3%)]ⁿ×3%×8.11,n 为滞后年数。

参考文献:

- [1]刘霞辉. 人民币已进入了长期升值预期的阶段了吗[J]. 经济研究,2004,(2):28~38.
- [2]卢万青,陈建梁. 人民币汇率与国际竞争力的关系研究[J]. 国际金融研究,2004,(8):17~24.
- [3]牛向东. 美国迫使人民币升值的手段和我们的对策[J]. 金融研究,2004,(3):1~15.
- [4]施建准,余海丰. 人民币均衡汇率失调:1991—2004[J]. 经济研究,2005,(4):34~45.

- [5]杨长江. 人民币实际汇率长期调整趋势研究[M]. 上海:上海财经大学出版社,2002.
- [6]曾秋根. 央行票据对冲外汇占款的成本、经济后果分析[J]. 财经研究,2005,(5):63~72.
- [7]张斌. 人民币均衡汇率: 简约一般均衡下的单方程模型研究[J]. 世界经济,2003,(11):3~12.
- [8]张纯威. 人民币名义汇率超稳定研究[M]. 北京:经济管理出版社,2005.
- [9]吉姆·罗沃(Jim Rohwer). 亚洲的崛起[M]. 上海:上海人民出版社,1997.
- [10]萨缪尔森. 经济学(下册)[M]. 北京:商务印书馆,1982.
- [11]Bela Balassa. The purchasing power parity doctrine: A reappraisal[J]. *Journal of Political Economy*, 1964(12), Vol. 72: 584~596.
- [12]Jeffrey A Frankel. Monetary and portfolio-balance model of exchange rate determination[A]. Jagdeep S Bhandari, Bluford H Putnam(eds). *Economic Inter-dependence and Flexible Exchange Rates*[C]. The MIT Press, 1983.
- [13]Ronald Macdonald. Exchange rate and economic fundamentals: A methodological comparison of BEERs and FEERs[R]. IMF, WP, 1998(67).

A Trade-off between the Losses of Distortion and Rectification: Choice of Policies to the Pressure of Appreciation on RMB

ZHANG Chun-wei

(*Department of Finance, Guangdong University of Finance, Guangzhou 510521, China*)

Abstract: RMB has been confronting with multi-pressures of appreciation at the present time because of the increase in intrinsic value of RMB itself, the depreciation of basket-money and market appreciation expectation. In the face of the pressure, there are three schemes for selection: appreciation in nominal, appreciation in real exchange rate and pressure cumulating. According to cost-benefit analysis, the cost of appreciation in nominal exchange rate is the lowest. Therefore, in order to eliminate the devaluation and to realize internal-external equilibrium, it is necessary to keep the nominal exchange rate of RMB increasing slowly within the limits of appreciation pressure.

Key words: RMB; pressure of appreciation; cost-benefit analysis

(责任编辑 喜 雯)