

# 人民币汇率——加快调整速度，深化制度改革

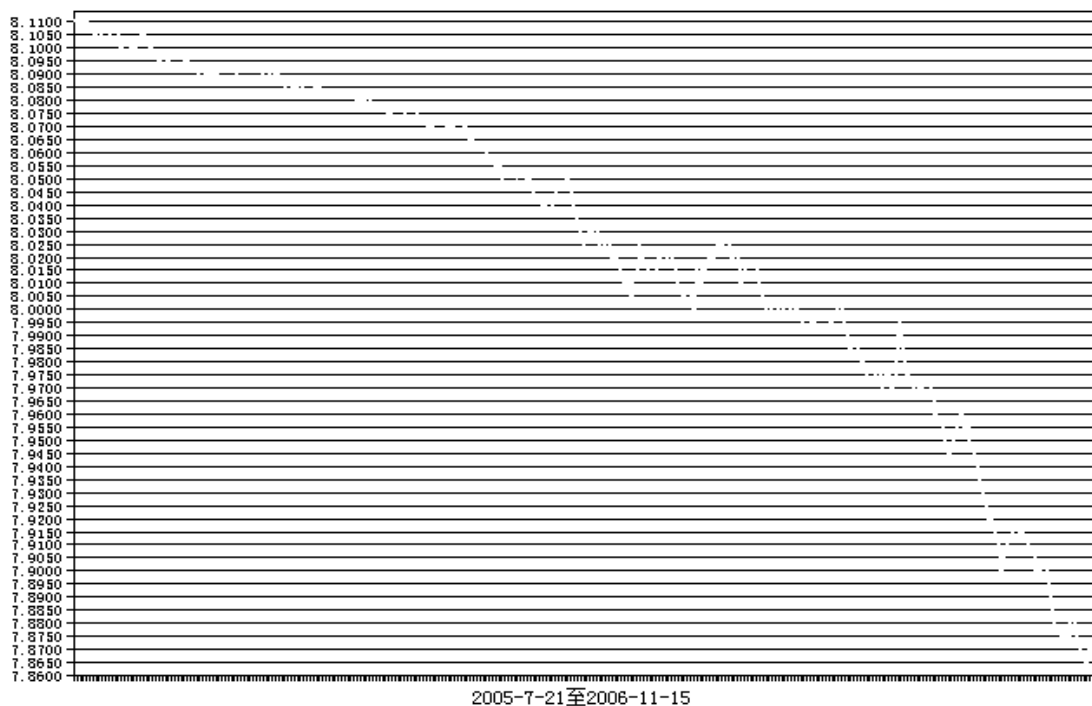
马兹晖

人民币汇率问题是目前人们关注的热点之一。人民币汇率是否会继续升值？短期内升值的幅度会有多大？中长期汇率会如何变动？汇率升值对经济会产生什么影响？汇率制度应该如何改革？本节研究人民币汇率的历史与现状，探讨目前人民币汇率对经济的影响，对未来人民币汇率趋势做出预测，为汇率制度改革提出建议。

## 一、人民币升值缓慢

2005年7月21日，中国人民银行正式启动人民币汇率改革。人民银行宣布人民币一次性升值2%，并实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率不再盯住单一美元。2006年1月4日，人民银行决定在银行间即期外汇市场上引入询价交易，由此改进了人民币汇率中间价形成方式，汇率弹性进一步加大。

人民币汇率中间价 对美元



图一：人民币汇率中间价 对美元

本图来自中国人民银行网站

汇率弹性的增加加速了汇率调整的速度。由于改革前人民币汇率被低估，汇改后人民币逐渐升值。汇改初期，升值速度较慢，2006年4月后速度逐渐加快。到2006年11月中旬，人民币兑美元汇率突破7.87，累计升值5.01%。汇率波动见图一。

从名义汇率角度来看，人民币升值幅度颇为可观。近来开始有学者担心人民币升值过快可能对经济造成不利影响。但事实上，在目前情况下，人民币升值速度不是太快而是太慢。

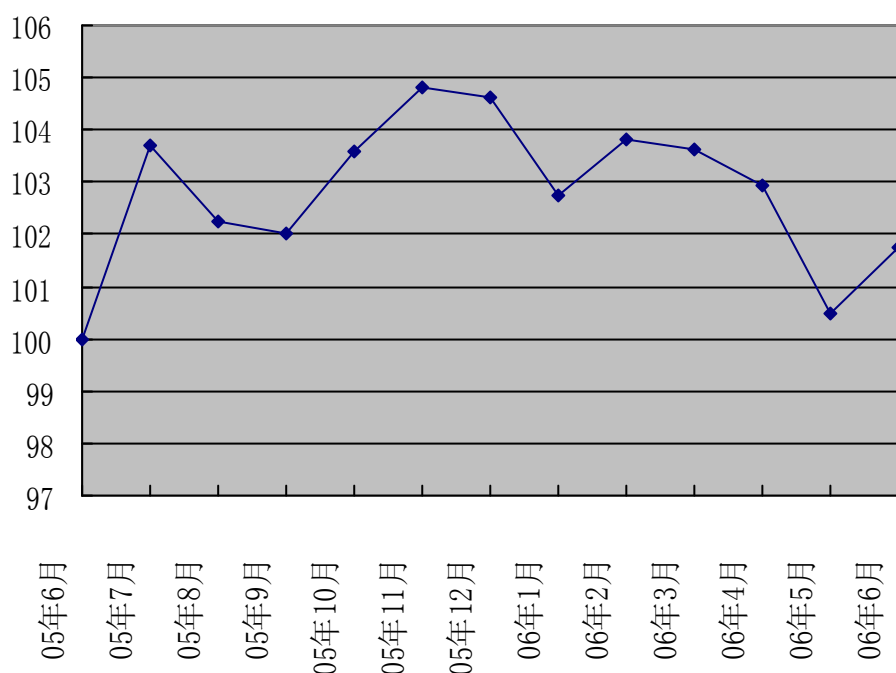
从两方面可以看出，人民币升值速度偏慢。

在国际经济中，决定一国货币汇率是否处于均衡并不是名义汇率，而是实际汇率。实际汇率是根据名义汇率把外国一篮子商品的外币价格换算为本币价格后与本国一篮子商品价格之比。如果实际汇率偏高（通常称为实际汇率低估），则意味着本国商品价格水平相对偏低而外国商品价格相对偏高，会导致本国商品大量出口而进口较少，出现贸易盈余；反之，则造成少量出口、大量进口，出现贸易逆差。

据测算，汇改前人民币对美元实际汇率低估了约 20~25%，汇改时实际汇率随名义汇率一起升值 2%。汇改以后，人民币名义汇率升值了 3.01%，但从 2005 年 7 月到 2006 年 7 月，美国通胀率为 4.1%，中国通胀率为 1.2%，因此汇改后人民币实际汇率几乎没有变化，所谓人民币升值实际仅仅体现在汇改时的一次性升值上。

另一个实际汇率的指标是实际有效汇率。与对某一种特定货币的实际汇率不同，实际有效汇率指剔除通货膨胀对各种货币价值影响之后，以对外贸易比重为权数计算的加权平均汇率指数。实际有效汇率同时考虑了本国货币对世界各主要货币汇率的变化。实际汇率数值上升代表实际汇率升值，下降代表实际汇率贬值。

图二为 2005 年 6 月至 2006 年 6 月人民币实际有效汇率的变动过程，取 05 年 6 月为 100。



图二：人民币实际有效汇率，05 年 6 月为 100 数据来源：IFS 数据库

从图中可以看出，2005 年 7 月人民币升值之后，人民币实际有效汇率大幅上升。但在此之后，特别是 2005 年 11 月之后，人民币实际有效汇率再次进入下降通道。至 2006 年 6 月，实际有效汇率值还低于 2005 年 7 月。相比升值前的 2005 年 6 月，人民币的实际有效汇率仅升值 1.75% 左右。相对于 2005 年 7 月，实际有效汇率贬值了 1%。

根据人民币对美元实际汇率和有效实际汇率来看，2005年7月21日以后，人民币实际汇率仍然处于贬值通道。如果这种情况持续，人民币汇率低估问题将会越来越严重。

## 二、人民币升值利大于弊

人民币汇率调整之前，包括蒙代尔、麦金农在内的很多经济学家强烈反对人民币升值。反对的主要理由是人民币升值可能导致中国出口产业竞争力下降，进而引起经济增长减速甚至衰退。他们还以日本为例，提出日元大幅升值是90年代日本经济陷入衰退的重要原因。

也有经济学家持不同意见，认为由于中国产业结构的特点和劳动力成本的巨大优势，人民币升值对中国经济不会产生太大影响。部分学者还主张人民币应迅速升值，甚至有人主张应一次性升值5~15%。

2005年7月21日人民币升值以后，中国经济保持高速增长，对外贸易也未受到显著影响。2005年全年，中国贸易顺差首次突破1000亿美元，2006年1-9月，累计顺差达1,098.5亿美元，比上年同期增长60.7%。汇改后进出口及贸易顺差情况见表一。同时，中国经济仍然保持高速增长，2006年第1、2季度国内生产总值比去年同期增长10.9%。

年度月份	当月			当年累计		
	进口	出口	顺差	进口	出口	顺差
2005-7	549.1	655.3	106.3	3,575.9	4,078.2	502.3
2005-8	577.8	683.7	105.9	4,153.8	4,762.0	608.2
2005-9	626.2	701.5	75.3	4,780.0	5,463.5	683.5
2005-10	560.5	680.3	119.8	5,340.5	6,143.8	803.3
2005-11	616.7	722.0	105.3	5,957.2	6,865.9	908.6
2005-12	644.0	754.1	110.1	6,601.2	7620.0	1,018.8
2006-1	554.9	651.3	96.4	554.9	651.3	96.4
2006-2	515.7	541.1	25.4	1,070.6	1,192.4	121.8
2006-3	668.6	780.2	111.6	1,739.2	1,972.5	233.3
2006-4	664.4	769.0	104.6	2,403.7	2,741.6	337.9
2006-5	601.0	730.9	129.9	3,004.6	3,472.4	467.8
2006-6	668.3	813.0	144.7	3,673.0	4,285.4	612.5
2006-7	657.1	803.3	146.2	4,330.1	5,088.7	758.6
2006-8	719.7	907.7	188.0	5,049.8	5,996.3	946.6
2006-9	763.4	916.7	153.0	5,813.8	6,912.3	1,098.5

数据来源：商务部网站

人民币升值是否会对经济产生不利影响？中国是否能承担更大幅度的升值？

传统观点认为，货币升值会造成成本上升，本国产品价格相对上升，因此本国和外国对本国产品的需求下降，从而对产出、出口和就业产生收缩影响。与此对应，传统观点认为，货币贬值对产出和就业有正面影响。

近年来，也有学者提出，汇率升值也可能产生扩张效应。在需求方面，汇率升值以后，一方面是进口的最终产品价格下降，另一方面，进口原材料价格也下降，从而引起本国产品价格也下降。由于产品价格下降，居民以货币形式持有的财富价值相对上升。财富效应会使人们增加消费。在供给方面，本国企业的资产价值(以外国货币衡量)上升，企业在国际金融市场融资能力提高，可以扩大生产能力。

在中国的客观环境下，货币升值主要还是产生收缩效应。一方面，在中国，居民边际储蓄率极高(40%左右)，因此财富效应对需求的作用很弱；而中国储蓄率极高也使得企业对从国际金融市场融资需求不高。因此，升值带来的扩张效应很弱。另一方面，中国出口的劳动密集型产品面临来自东南亚、印度、拉美、非洲等国的竞争。

汇改以后，中国贸易顺差继续扩大的主要原因包括实际汇率调整幅度较小、中国经济强劲增长、美国经济结构存在问题，并不表示人民币升值不会产生负面影响。实际上，汇改以后，东南沿海部分民营企业、纺织品企业利润率已经受到影响。如果汇率在短期内调整幅度太大，会导致较为严重的经济后果。根据我们的分析测算，如果汇率一次性调整超过 5%，将对经济产生较大冲击，引起增长放缓甚至衰退。

虽然人民币升值会对经济产生收缩效应，但在目前经济存在过热危险、中央推行宏观调控的条件下，适当升值有助于让经济降温，实现软着陆。如果在经济增长减速时再推行人民币升值，会加重经济衰退。反过来，如果维持汇率稳定，汇率政策与货币政策产生冲突，最后必定导致通货膨胀。在目前情况下，通货膨胀将加剧经济过热的危险，对经济长远发展造成伤害。可以说，现在正是实现汇率调整的有利时机。

### 三、汇率调整前景——稳步升值

当前人们关心的一个热点问题是，未来人民币汇率走向如何？人民币会不会持续升值？升值幅度会有多大？

这些问题需要分成近期(一年以左右)、中期(一年后，五年以内)和长期(五年以后)来回答。

根据各方面信息可以断定，近期内，人民币将会继续稳定缓慢升值。2006年内对美元汇率基本会维持在 7.83 比 1 以内。2007 年以后，如果国内国际经济环境不发生太大的变化，人民币仍将稳定升值，到 2007 年底，人民币兑美元将升至 7.65~7.7 左右。

这些判断主要基于三方面理由。

一、近期内，汇率制度再次大规模修正的机会不大。人民银行不太可能再次重估人民币汇率，否则可能引起重估预期，引发投机。汇改后新机制正在逐步完善，相关配套政策正逐步落实，央行不太可能再次对汇率动大手术。

二、人民币汇率仍然低估，市场力量将逐步推动升值。因此人民币会稳步上升。由于国内金融市场不发达，企业融资、避险的能力都较弱，在这种情况下，央行仍然会以稳为主，逐步调整人民币汇率。

三、关于人民币升值幅度的判断，主要基于三方面的市场信号：2005 年 11 月 26 日，央行在银行间外汇市场进行了一次 60 亿美元的掉期交易，约定汇率为 7.85 比 1。这是一个明显的信号，到期日如果汇率偏离 7.85 太多会引起央行或商

业银行巨额亏损，因此到期日汇率将在 7.85 比 1 左右。到年底，大致会维持在 7.8 比 1 左右。2006 年 10 月以来，国内交易市场上，人民币兑美元一年期远期汇率大致维持在 7.70 左右，在海外，美元兑人民币一年期无本金交割远期外汇(NDF)大致维持在 7.65~7.7 左右。这些信息代表了市场对人民币汇率的预期。如果不发生大的意外，一年后，人民币汇率将稳定提升至 7.65~7.7 左右。

在中期即一年至五年左右，由于外部环境的变化，人民币升值速度将会加快。

根据加入 WTO 的有关承诺，到 2006 年底，中国对外资进入银行、保险、证券等行业的限制将基本消除。虽然 WTO 协议并不直接涉及汇兑制度，中国并未承诺实现资本项目可兑换，也未承诺货币完全可兑换，但随着资本市场开放，对跨境资本流动的监管会越来越困难。在跨境资本流动受管制的条件下，投机性资本流动较为困难，中国能够在维持汇率稳定的条件下执行独立的货币政策。当资本流动管制削弱以后，中国将面临三元悖论——不能同时实现汇率稳定、资本流动和独立的货币政策。投机性资本将迅速大量流入，对人民币汇率的压力会越来越大。

截至 2006 年 9 月底，已有 50 家海外机构获得 QFII 资格，额度突破 80 亿美元；12 家银行获 QDII 资格，额度达 111 亿美元，中国资本市场正在迅速开放。随着资本市场的开放，人民币汇率低估将越来越难以维持。除非愿意放弃独立的货币政策，承受较高的通货膨胀，否则无论主动还是被动的，人民币升值步伐必定会加快。

从长期(大约五年以后)来看，除非中国和世界经济发生大波动、大调整，人民币汇率升值的趋势不会改变的。主要原因有两点：

一、中国经济处于起飞阶段，在未来二十年以内，经济增长率都可望保持在较高水平，人均收入提高较快。根据经济学中著名的巴拉萨——萨缪尔逊定理，经济高速增长通常会引起汇率升值。从世界经验来看，战后很多国家在经济起飞时名义汇率都有较大幅度上升，例如德国马克兑美元名义汇率从 1968 年的 4.0 比 1 升值到 1987 年的 1.80 比 1，20 年中升值 55%；同期日元兑美元从 360 比 1 升值到 144.6 比 1，升值了 60%。中国经济起飞也会带动汇率升值。

二、作为一个大国，中国有必要维持独立的货币政策。一些国家和地区由于经济规模较小，维持独立的货币政策意义不大，选择了把货币与美元挂钩。亚洲一些国家和地区就采用了类似做法。这样即使经济高速增长，汇率也不会波动，但会导致通货膨胀。但对中国这样的大国来说，独立的货币对于调节经济有重大意义。长远来看，中国必定会执行独立的货币政策而让汇率浮动。在控制通胀的目标下，经济增长会导致汇率升值。

总之，在短期内，人民币会稳步缓慢升值；在中期内，人民币升值步伐将会加快；在长期中，人民币仍然会保持升值的势头。

#### **四、加快汇率制度改革与外汇市场建设**

相比汇率的波动而言，汇率制度的变革与外汇市场建设的意义更为重大，更值得关注。本节分析目前汇率制度的优点与不足，并对外汇市场建设提出建议。

如前所述，人民币实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。在外汇交易市场上，人民银行在银行间即期外汇市场上引入询价交易，对做市商报价加权平均确定每日人民币汇率中间价，规定汇率在中间价上下 0.3% 区间内浮动。这一制度既有其优点，也有明显的不足。

这一制度的优点是央行对人民币汇率保持强有力的控制，遏制了投机。由于人民币汇率是“参考”而非“绑定”一篮子货币，且央行并未公布一篮子货币的种类与权重，为央行干预汇率留下了空间。同样，由于即期外汇市场的询价制度并不公开确定汇率中间价的计算方法，央行可以通过确定中间价对汇率趋势施加影响。每日汇率波动区间较小，这在一定程度上避免了汇率大幅波动，有利于抑制投机。在目前中国外汇市场发展尚不成熟的情况下，政府的强力干预对维护市场秩序，保持汇率稳定有积极作用。

但是，凡事有利必有弊，央行对汇率的干预也造成了一些负面影响。由于汇率形成机制不透明，市场不易形成准确的预期，金融机构进行风险管理的困难加大。央行的干预固然增加了汇率的稳定性，但也可能扭曲市场，还可能引起动态不一致问题，造成效率和福利损失。

在过渡时期，央行进行适当的干预是有益的，也是必要的。但随着金融市场的成熟，汇率制度也要逐步变革。在未来一段时间内，央行应逐步放宽汇率波动的幅度，同时使汇率形成机制逐步公开化，透明化。当条件成熟时，实行浮动汇率制度并最终实现人民币自由可兑换。

外汇市场建设是目前最紧迫的任务之一。如果没有一个稳定有效的外汇交易市场，中国经济很难承受汇率波动带来的冲击，汇率改革将无法顺利推进。

目前，即期外汇交易市场已经基本建立，但远期外汇交易及其他衍生金融产品市场还有待完善。

汇改启动以后，央行放开了远期外汇定价，远期外汇市场逐步启动。2005年8月15日，银行间外汇市场正式推出了远期外汇交易品种，并允许越来越多的机构入市交易。2006年6月19日，建行上海分行开始推出个人远期外汇交易产品。

然而经过一年多的运作，远期外汇交易仍然不够活跃，成交量偏低。目前参与远期外汇交易的交易主体基本仍是银行，非银行金融机构和企业很少从事相关交易。虽然银行已经为企业代理提供远期外汇交易服务，但根据中国人民银行的一份调查报告显示，多数从事对外贸易的企业没有利用远期外汇交易工具控制汇率风险。

出现这一现象的原因很多。首先，由于过去汇率长期稳定，企业，金融机构甚至国有商业银行都严重缺乏风险意识，忽视暴露外汇头寸带来的风险。例如，中国建设银行在2005年报中披露，在2005年下半年由于人民币升值导致了18.86亿元的巨额亏损，这显示建行有巨额未平仓外汇头寸，金额可能高达数十亿美元之多。而规模比建行更大的汇丰银行，由于完善的风险管理，其未平仓外汇头寸不过数百万美元，即使主要货币汇率大幅波动，也能把损失控制在数万到数十万美元以内。大型国有商业银行表现尚且如此，中小企业的风险意识就更是可想而知了。

其次，远期外汇交易市场还存在交易主体较少，产品种类匮乏等问题。国内众多中小民营企业由于缺乏资信，流动资金紧缺，很难通过远期外汇交易对冲汇率风险。

第三，汇率波动幅度较小也影响了企业通过远期外汇交易避险的意义。汇率风险是指汇率的不确定性。当汇率变化过于平稳时，远期汇率不确定性不高，风险管理意义不大。企业乃至金融机构缺乏参与交易的动机。

因此，为了加速外汇交易市场的建设，应该从两方面入手：一是加大宣传力度，强化风险意识；二是引入更多的交易主体，逐步开放外汇期货、期权乃至其

他衍生产品的交易。随着人民币汇率灵活性的提高，企业对外汇交易产品的需求将会增加，市场会逐渐活跃起来。

## 五、总结

本文主要探讨了汇率制度改革以后，人民币汇率的演变，分析了人民币升值可能产生的影响，对外来人民币汇率走势进行了预测。最后，我们还分析了汇率制度的现状和未来改革的方向，以及外汇交易市场存在的问题，并提出了政策建议。

### 参考文献

李扬、余维斌，2005：《人民币汇率制度改革：回归有管理的浮动》，《经济研究》第8期[J]。

刘元春、钱宗鑫，2005：《中国CGE模型与人民币升值》，《开放经济评论》第1期[J]。

Goldstein, Morris, and Nicholas Lardy, 2003, "Two-Stage Currency Reform For China," Asian Wall Street Journal, September 12, 2003[J].