

## 以史为鉴、客观认识当前的汇率之争 王晋斌

### 主要观点:

- 1、在美元逐步成为主导性国际货币时，货币之争美国是赢家，其它参与国是输家：最终美元主导了国际货币体系。在美元主导国际货币体系后，汇率之争美国是赢家，其它参与国是输家：美国降低了外部赤字，德国外部账户恶化，日本外部盈余大幅度减少，甚至出现资产泡沫与经济萧条。货币之争或汇率之争“无赢家”和“无输家”的观点是片面的、不正确的。
- 2、当前汇率之争不是两个国家之间的汇率之争，而是全球经济不同增长极之间的汇率之争，主要是美元与新兴和发展中国家货币之间的汇率之争。当前以及未来数年的汇率之争都不会实质性影响美元主导的国际货币体系，但货币替代的加速时代已悄然开启。
- 3、美国发起的汇率之争在根本上解决不了美国国内失业矛盾和外部失衡问题，但会通过贸易渠道和外汇资产的估值效应加大新兴和发展中国家维持现有国际分工格局的成本。当前的汇率之争是联储宽松性的货币政策所致，美联储近乎零利率的政策，并再重启量化宽松的货币政策，为金融市场上的投资者提供了更多的廉价信用，而做空美元的行为加大了倒逼其他货币升值的压力。新兴经济体的货币汇率管理体系已发生实质性变化：从过去的“害怕贬值”走向“害怕升值”，迎来了“害怕升值”或“不愿升值”的新阶段。
- 4、与历史上美元贬值降低美国外部债务来重构美国对外资产负债表相比，当前美国发起的汇率之争具有双目标：重构国内资产负债表和对外资产负债表。美元贬值可以在一定程度上降低美国家庭、企业的负债价值，也可以降低外债价值，但不会根本解决问题。美国不会以一次性的经济复苏来换取美元半个多世纪以来形成的国际货币地位的较大下滑。新一轮的渐进、量化宽松的货币政策带来的美元贬值策略都将呈现出理性的博弈态势。
- 5、美国之所以敢重启量化宽松的货币政策，根本原因是美国经济的通缩趋势遇到了以中国为代表的新兴经济体的通胀预期。一方面，美元是主导性国际货币；另一方面，由于双方货币调控政策的出发点基本相反。在这样的背景下，中国只能是尽力避免汇率之争带来的成本。具体可以采取以下对策：一是在全球政治战略上要避免汇率之争演变为新兴和发展中国家群体中个别国家货币与美元的汇率之争，尤其是中美之间的汇率之争。二是强化资本流入管制，尽可能减少非贸易、非FDI外资流入带来的货币升值压力和产生的资产价格泡沫。三是在货币替代加速的开启时代，要加速推进人民币区域化和跨区域化战略，通过采用非美元双边货币结算，扩大人民币在周边以及新兴和发展中国家的使用规模，从而积极参与并分享国际货币带来的货币红利。四是在美国渐进、定量宽松的货币政策背景下，人民币将进一步面临长

期升值压力，可以在强化资本流入管制的同时，继续采用以大量外汇储备为依托的防御性汇率管理策略，在汇率双向波动的过程中延长人民币升值的时间，既为国内结构性改革争取时间，又可避免短期汇率过大升值带来的过大冲击。五、在考虑到美联储进一步宽松的货币政策对全球大宗商品价格上涨的推动时，不要急于依据输入型通货膨胀的压力来迅速提高人民币汇率升值的幅度，因为需要观察大宗商品价格上涨是否具有持续的经济需求基础，否则，只会对出口带来更大的扰动。

## 以史为鉴、客观认识当前的汇率之争

### 一、以史为鉴：货币之争以及汇率之争存在明确的“赢家”和“输家”

1929-1933年大萧条阶段发生的竞争性的货币贬值，使得这一时期各国的货币政策既没有实现稳定国内经济的目标，也没有实现金本位下的外部平衡目标。这段历史给人们留下了汇率之争似乎无赢家的历史记忆。但在美元逐步成为主导性的国际货币历史中，货币之争存在明确的“赢家”和“输家”。1933年5月的《托马斯修正案》使得美国开始实施白银“国有化”运动，大量收购白银。美国白银收购计划直接导致银本位制国家货币体系的解体。1935年11月，当时的中国被迫将流通中的白银国有化，实行法币改革，正式放弃了银本位，采用有管理的信用本位制。美国获取了白银的买卖的价差收益、发行货币的铸币税收益，并在购买白银的同时输出美元，扩大了美元的国际使用规模。1941年3月英、美之间的《租借法案》生效（英国称为《互助协定》），为了获得美国战后的贷款，英国被迫放弃帝国特惠制并向美国开放市场，被迫解冻其在1939年9月到1945年6月期间冻结的殖民地和其他英镑区国家在战时积累起来的价值140亿美元的英镑和外汇盈余。而且按照英国加入IMF的条款，英国不能对英镑实施贬值，英国的债务得以最大化，大英帝国分崩离析（赫德森，2008）。在英镑迅速退出国际货币体系的同时，美元自然成为那时除黄金以外的几乎是唯一的国际货币。上述历史上的货币之争都以美元的胜利而告终，美元最终成为主导性国际货币。

在美元成为主导性国际货币后便没有了没有货币之争，只有汇率之争。在19世纪七十年代，美国为了60年代战争带来的降低贸易赤字和对外美元债务的实际价值，要求德、日货币升值。在1971年11月17日在史密森谈判的第1天，美国就要求日元重估并升值19.2%，马克升值6.9%，而美元则贬值8.25%。在讨价还价的过程中，日元被要求升值的幅度降低为17%，结果升值了16.9%<sup>1</sup>。进入80年代，强势的美元和扩张性的经济政策导致美国经常账户迅速恶化，仅1984年美国外贸赤字达到1120亿美元。同时，前期治理通货膨胀的成果使得美国有了

<sup>1</sup> 日本人认为 17%是一个不吉利的数字，所以改为 16.9%。参见《时运变迁》，沃尔克等（1992），P99。

美元贬值威胁的对外工具，外围国家（主要是德国和日本）再一次屈服于美国的压力，在1985年9月的“广场协议”后开始了对美元的干预，提出了美元在短期内贬值10-12%的目标。在广场协议宣布的当天，美元对其他主要货币的加权平均值就下跌了4%。广场协议的重要特征是：没有对美国的货币政策和财政政策施加任何额外的约束，就达到了美元贬值的目标。为了稳定贬值后的美元，1987年2月西方7国达成了卢浮宫协议，美国认为美元应该稳定在“现行水平上下”，卢浮宫协议采取了通过干预美元机制来对美元汇率实施定量约束：在狭窄的波动边界 $\pm 2.5\%$ 内可以自愿干预，在较宽的波动边界 $\pm 5\%$ 的范围内实施强制性国际协调政策。为了防止美元过度波动，1988年1月开始了对大规模顺周期干预外汇市场，支持美元(Dobson, W., 1991)。比如，1987-1988年期间，为了防止美元继续贬值，日本大藏省运用行政指导，鼓励日本公共机构投资者尽量多持有美元，日本政府希望投资者持有的美元数量多于在利润最大化方式下所持有的数量（杰夫莱·A·富兰克尔等，1994）。德国也在外汇市场上购入美元，这种干预使美元在1988-89年开始升值。1985年2月到1988年末，美元对日元和马克贬值了50%。这次汇率之争的结果是：美国经济1990-91年基本实现了经常账户平衡；日本为维持日元升值的预期，低利率的货币政策最终带来了股票资产和房地产资产的泡沫，而当资产价格泡沫破灭后，日本经济进入了长达20年的衰退，可见，日元升值是引发日本经济走向长期萧条的重要原因之一。德国马克在对美元升值50%以后，德国经济从1991年开始进入外部赤字，一直延续了十年，直到2001年才实现外部平衡。

可见，在美元逐步主导全球货币体系以至到美元主宰国际货币体系的历史进程中，每一次的货币之争以及汇率之争都有明确的赢家和输家。在美元逐步成为国际货币时，美国是赢家，其它参与国是输家；最终美元主导了国际货币体系。在美元主导国际货币体系后，汇率之争美国是赢家，其它参与国是输家：美国降低了外部赤字，德国外部账户出现长达十年的赤字，日本外部盈余大幅度减少，甚至出现资产泡沫与经济萧条。货币之争以及汇率之争“无赢家”和“无输家”的观点是片面的、不正确的。

## 二、当前的汇率之争

与历史上的货币之争以及汇率之争相比，当前的汇率之争发生的背景已发生了一些重大变化。表1总结了历史上美国发起的货币之争以及汇率之争重要特征。以史为鉴，当前美国采取量化宽松的货币政策带来的汇率之争的目的是围绕经济复苏，由于全球经济增长极已经发生了重大变化，参与主体更加多元化，不是国家与国家之间的汇率之争，而是不同经济增长极之间的汇率之争。因此，参与者的承受力和耐心将在很大程度上决定当前汇率之争的结

果。

表 1、美元逐步主导并主宰国际货币体系进程中历史上有代表性的货币之争

	20 世纪 30 年代	20 世纪 40 年代	20 世纪 70 年代	20 世纪 80 年代	当前时期
主要目的	降低物本位的作用、争夺国际货币体系	争夺国际货币体系	构建美元信用本位、美国降低对外债务的存量价值，并依靠美元	美国降低对外贸易赤字	促使经济复苏、降低美国外部不平衡
主要事件	30 年代的黄金、白银“国有化”运动	不允许英镑贬值，英国债务最大化	美国单方面宣布黄金与美元脱钩	“广场协议”	美元贬值、日元和新兴市场货币升值
参与主体	美国、银本位的当时中国、实施进本的德国等	英国和美国	美国	G5，主要是美国和日本	美国、日本和新兴经济体（尤其是中国）
结果	当时的中国退出银本位、黄金流入美国	英镑基本退出国际货币体系	国际货币体系由物本位走向美元信用本位	日元大幅度升值；美国对外贸易赤字基本消除	取决于参与者的承受力和耐心

**（一）、全球经济增长极已发生实质性变化，美元国际货币体系的地位会逐步下降，但其主导货币的性质不会发生实质性改变。**

从 70 年代开始，由于发达经济体基本完成了工业化和城市化进程，全球经济增长极开始发生变化，尤其是进入 80 年代以来，新兴经济增长率远超过发达经济体的经济增长率。图 1 显示了美国、新兴与发展经济体、发展中的亚洲以及中国 GDP 在全球 GDP 份额中的变化趋势。从绝对量上看，美国占世界 GDP 的份额由 80 年代的约 30%，下降到目前的约 24%；新兴经济体和发展中国家的份额则由 80 年代的约 20%，上升到目前的 31%；发展中的亚洲国家的份额由 80 年代的约 6% 上升到目前的约 14%，而中国的 GDP 由 80 年代的约 2.2% 上升到目前的约 9%。而且从 2000 年以来，新兴和发展经济体在全球 GDP 中的份额存在明显

的上升趋势。从增长率来看，按照 IMF (2010) 的估计，1980-2010 年全球经济增长率为 4.6%，其中发达经济体年均增长率为 2.4%，新兴经济体年均增长率为 6.7%。同期美国 GDP 的增长率约为 2.8%。新兴经济体的经济增长率是发达国家的 2.8 倍，是美国经济增长率约 2.4 倍。

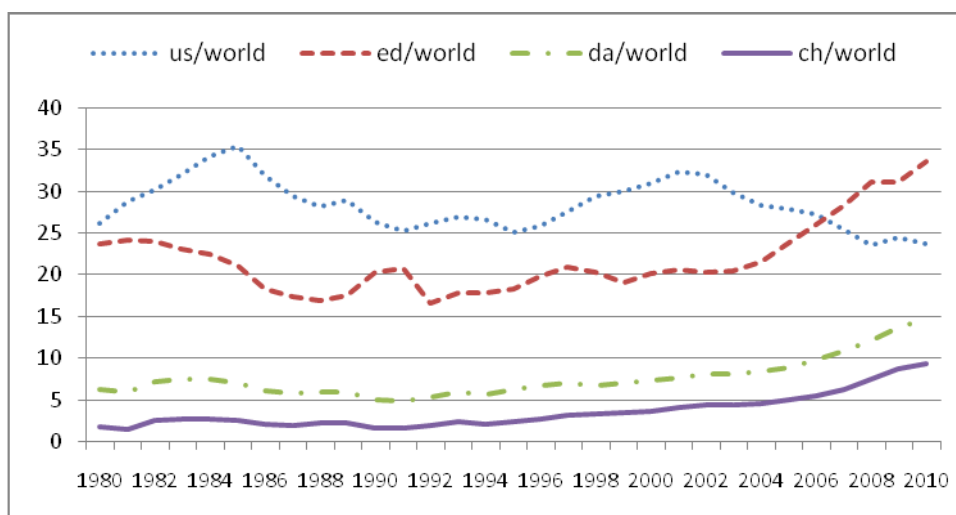


图 1、不同经济主体 GDP 占全球 GDP 的比例 (%)

注：按当前美元价格计算。其中：ed 代表新兴与发展中国家；da 代表发展中的亚洲国家；ch 代表中国）。资料来源：作者依据 IMF，World Economic Outlook Database (October 2010) 提供的数据绘制。

对比历史上的经济份额和国际货币体系，可以看出，1945 年美国的 GDP 占世界的 40%，拥有世界黄金储备的 60%，美国经济在全球经济中的地位达到了历史的最高点，美元主宰了全球货币体系。目前来看，美国经济总量占世界经济总量的不到 1/4，美元在全球贸易计价和投资的比例大约在 65%。更重要的是，随着 70 年代美元与黄金脱钩，以黄金衡量地美元价值出现了急剧贬值：1971 年 1 盎司黄金为 38 美元，目前 1 盎司黄金的价格达到 1400 美元，美元难以是稳定货币的代名词。因此，可以预见的是，随着全球经济增长极发生变化程度的加深，美国经济在全球经济中地位的会逐步下降，并伴随着区域性货币的发展，延续至今的美元非对称国际货币体系会逐步改变，美元在国际货币体系中的地位会逐步下降。

另一方面，由于还看不到国际货币体系发生较大变化的动因，美元作为全球主导货币的性质不会发生实质性改变。。根本原因有三点：其一，大国总是拒绝国际货币体系改革以免丧失国际货币的垄断权（蒙代尔，1994），并总能在实践中通过修修补补来维持现有体系，如增加 SDR 来增加国际流动性；通过债务减免或债务延期安排等措施来缓解债务危机；有限提高全球经济新兴增长极在 IMF 中的话语权；等等。其二，国际货币体系千年史表明，政府总是不愿意看到国际货币关系的剧烈变化带来的不确定性冲击（Eichengreen, B. and Sussman, N., 2000），换言之，人们对国际货币体系的使用具有惯性。其三，当前国际货币体系作为美元体系，当美元走强时，外围国家没有改革国际货币体系的兴趣。首先，美元走强

降低了外围国家美元计价的贸易品价格，提高了外围国家产品出口的竞争力；其次，当外围国际累积的外汇储备越来越多时，美元贬值带来的央行资产负债表上的美元资产损失可能是巨大的<sup>2</sup>，这已经成为减缓国际货币体系巨变的重要因素。再次，美元走强也符合美国继续维持国际货币体系的长期战略。当美元走弱时，美国没有足够的筹码来减少国际货币体系改革的成本。首先，美元走弱降低了美国外债的美元价值，估值效应使得不需要原来数量的资本流入就能够维持外贸账户赤字的可持续性<sup>3</sup>；其次，美元走弱本身也有利于调整美国经常账户的不平衡。而从外围国家来说，由于大多贸易以美元计价，弱势美元有助于提高外围国家之间的贸易增长（Goldberg and Tille,2008）。总体上，从美元对其他货币币值的走势来看，永远也不存在国际货币体系改革的最佳时间。因此，即使是美国不愿意对自身的财政赤字政策施加约束，由于国际分工的刚性和现有格局下带来的不平衡的结果的惯性，以美元为主导的国际货币体系本身也不可能发生巨变。金融危机后，美元在国际储备中的比例基本维持在65%左右也证实了这一点。

**（二）、2000年以来汇率调整对于贸易账户调整的不确定性决定了汇率之争无法根本调整美国外部再平衡问题并促进美国经济复苏，但新兴经济体和发展中国家将难以承受币值大幅度升值带来的短期贸易和外汇资产估值的显著冲击。**

对比图2和图3的变化趋势，可以清楚看出：1994-2002年美元名义有效汇率升值了约40%，美国经常账户赤字/GDP也从1.72%上升到4.3%，但从2002-2006年美元名义有效汇率贬值了约12%，但美国经常账户赤字/GDP进一步上升到约6%，美元贬值反而带来了美国经常账户的进一步恶化。从人民币汇率来看，1994-2002年人民币名义有效汇率升值了约35%，但中国经济的经常账户盈余/GDP从约1.4%上升到2.4%；2004-2008年人民币名义有效汇率升值了约20%，但中国经济的经常账户盈余/GDP从约3.6%上升到9.6%。2005年至2008年，人民币兑美元出现升值，但美国对华贸易赤字并没有减少，反而出现上升。日元名义有效汇率1994至今出现了大幅度的波动，并且升值了约40%，但日本经常账户顺差/GDP基本维持在3%左右的水平。德国则出现了名义有效汇率升值和贸易顺差同步扩大的趋势：2000-2007年德国名义有效汇率升值了约17%，德国经常账户/GDP的比例从-1.7%上升到7.6%，贸易顺差大幅度增长。而2006年到目前为止，美元名义有效汇率大约贬值了5%，但美国经常账户赤字/GDP迅速下降至约3%，这主要是由于金融危机导致美国进口大幅度

<sup>2</sup> 一项研究表明，亚洲部分国家和地区美元贬值对央行资产负债表的恶化是巨大的。如美元贬值10%，带来的资产损失高达GDP的3-10%（Higgins Matthew and Klitgaard Thomas,2004,）。

<sup>3</sup> 比如，2002-2006年美国经常账户累计的赤字高达32050亿美元，但对应的净国际投资头寸的变化只有6200亿美元，汇率变化占了6180亿美元，资产价格变化和其他资本所得占了19670亿美元。资料来源：Bureau of Economic Analysis.

下降所致，而不是由于美元贬值所致。

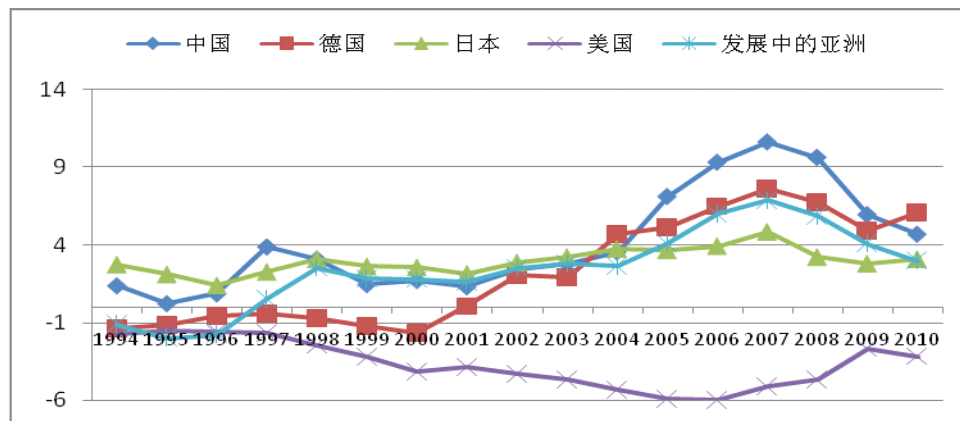


图 2、不同经济体经常账户/GDP 比例的变化:1994-2010。

注：2010 年的值是预测值。

资料来源：作者依据 IMF， World Economic Outlook Database（October 2010）提供的数据绘制。

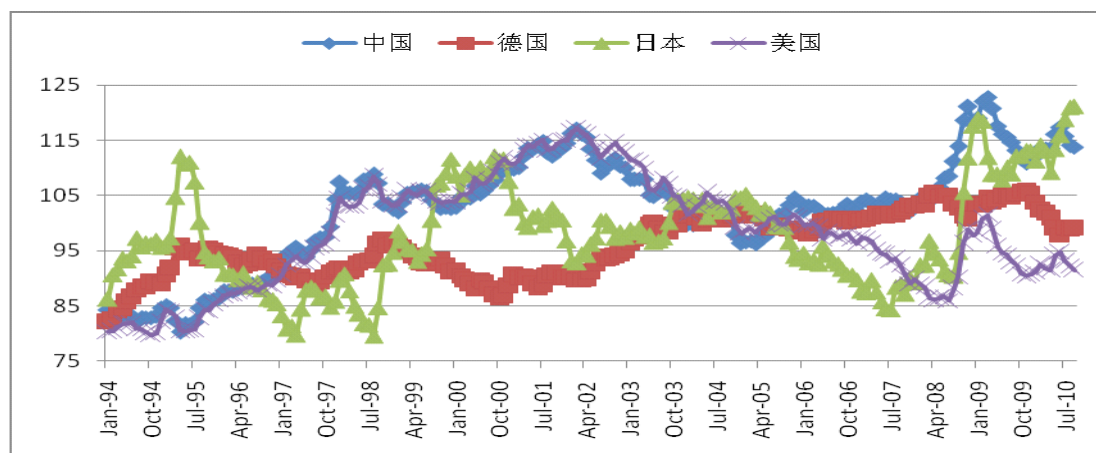


图 3、名义有效汇率的变化：1994 年 1 月-2010 年 9 月。

资料来源：作者依据 BIS（<http://www.bis.org/statistics/eer/index.htm>）提供的数据绘制。

从美国经济结构来看，依据美国统计局的数据，目前货物和服务出口约占美国 GDP 的 11%，贸易依存度大约在 26%。因此，出口对于拉动美国经济增长和解决美国国内的就业作用有限。美国贸易赤字最大的制造业来看，美国制造业的就业比例在金融危机前的 2007 年为 11.2%，2009 年下降到 10.2%，仅降低了 1 个百分点，大约 200 万人。以 2009 年为例，依据 WTO 提供的数据，2009 年美国制造业出口产值约为 8 千亿美元，占美国制造业产值的约 40%，以制造业出口行业的就业人数占制造业就业人数的 40%来看，那么 2009 年制造业失业中只有 80 万人与出口有关，仅占美国约 1400 万失业人口的不到 6%。进一步考虑到 2007-2008 年美国制造业出口产值中大约 57%是 500 雇员或以上规模的企业创造的<sup>4</sup>，而大企

<sup>4</sup> Profile of U.S. Exporting Companies, 2002-2008, Release date: April 13, 2010, U.S Census Bureau.

业对于解决就业问题来说效果极为有限。因此，美国的汇率之争无法有效解决美国国内的就业压力和外部失衡问题。

而货币升值对新兴和发展中国家的对外贸易将产生显著冲击，并通过出口-投资联动机制来降低国内的总需求。从对外贸易来看，新兴经济体的汇率的大幅度升值会对贸易和外汇资产产生显著冲击。W.Thorbecke and Hanjiang Zhang(2008)的研究表明，对中国而言，汇率升值对约占出口品 20-25%劳动密集性的制造品出口有显著的负面影响。Marquez and Schindler(2007)、Cheung, Yin-Wong, M. Chinn, and E. Fujii(2007) 等人的研究表明汇率升值对一般贸易的出口有显著的负面影响。近期一项针对中国出口企业的调查显示，超六成出口企业称人民币兑美元汇率若升值 2%或以上将对其出口带来负面影响<sup>5</sup>。

从本币升值带来的资产估值效应来看，新兴经济体货币大幅度将通过估值效应急剧恶化其央行资产负债表。Lane, Philip and Gian, Maria, Milesi-Ferretti(2004)的研究表明新兴经济体的外汇资产存在显著的估值效应。而 Matthew H. and Thomas K(2004)的研究进一步表明，即使按照 2003 年的外汇储备数量计算，美元贬值 10%或本币升值 10%，新加坡的央行资产负债表上的资本损失高达其当年 GDP 的 10%，中国和韩国的资本损失也将达到当年 GDP 的约 3%。如此巨大规模的资产估值效应将急剧恶化央行的资产负债表，这种或有债务损失将加大新兴经济体维持现有国际分工的成本。

### **(三)、新兴市场的出口导向发展战略是全球经济分工的结果，货币之争无法根本改变全球现有的分工格局。**

从 20 世纪 90 年代中后期开始，全球产业分工格局发生了新的变化，形成了新的世界分工体系：美国作为金融和研发中心，日德为高端产品制造业中心以及东亚新兴国家为中低端制产品造业中心。在新的世界分工体系中，美国等发达国家的制造业企业开始把其生产基地转移到生产成本更低的新兴经济体，而在国内只保留研发和销售等附加值最高的部分，而且近些年来，一般性的服务业外包存在提高的趋势。Robert E. Yuskavage, Erich H. Strassner, and

---

<sup>5</sup> 这项调查共访问了 239 家中国出口企业，涉及生产电信产品、家居用品、流行服饰配件、成衣等诸多领域，其中，近半数受访企业位于广东省，24%来自浙江省，14%来自福建省。调查显示，60%的受访出口企业指有关汇率变动将导致出口订单下跌，其中 8%受访者更指人民币升值将严重影响其业务，不过，也有 22%的出口企业认为不会对其出口造成负面影响。调查同时显示，超过 1/3 的受访企业表示，若人民币升值 2%或以上，出口额将开始减少，还有 32%的受访者指出，升值 3%才会引起出口下跌。值得注意的是，为应对人民币升值，有 30%的受访企业表示将专注发展内贸市场，以避免人民币升值影响，30%的企业则表示将提高出口商品价格，并已有少数企业开始用 1 美元兑 6.6 元人民币的汇率作为出口报价。此外，有 15%的企业表示将更多采用进口原料以减轻升值影响，7%的企业表示将采用汇率工具作为对冲，3%的企业表示将采用人民币作为结算货币。资料来源：安邦信息，2010 年 10 月 26 日。



Gabriel W. Medeiros(2008)的依据美国整合的经济账户的研究表明, 2006 年对于所有美国私有企业来说, 外包占据了总产出中的约 12%, 比 1997 年上升了近两个百分点, 而且 2006 年服务生产产业外包占据了其总产出的 12.5%, 高于货物生产产业的 9.1%。与此同时, 从美国每单位国内投入中外包投入的年度增长率来看, 1997-2006 年基本维持不变, 年均增长率为 5.9%。这说明现有的国际分工格局得以维持并有强化的趋势。

从目前美国提升国内制造业的政策走向来看, 美国政府竭力想把制造业的投资留在国内创造出更多的就业岗位, 但是现实中美国企业通过外包方式对外转移其制造业的趋势却在进一步扩大。对于所有产业来说, 中间投入品的进口的比例从 1997 年 8.1%上升到 2006 年的 10.4%; 而包括耐用品和非耐用品的制造业中间投入品的进口的比例从 1997 年 13.5%上升到 2006 年的 20.0%。

在开放条件下, 一个国家的产业结构归根到底还是取决于其比较优势, 美国能否重新转向制造业将取决于其是否在制造业的新兴领域中具备比较优势。但从 2000 年以来的技术进步来看, 美国技术进步的速度是放缓的。因此, 当前的汇率之争无法改变现有的国际分工格局。

### 三、中国央行的汇率政策与行为：被动性的防御汇率管理策略

为了进一步验证央行的汇率政策和行为, 本文采用了非对称损失函数来计量检验(具体技术参见附录)。计量结果显示, 中国人民银行不存在所谓的“汇率操纵”, 相对于其他新兴经济体的汇率政策和行为来说, 中国央行的汇率政策与行为的性质是: 被动性的防御汇率管理策略。为降低美国外部不平衡, 2002 年以来美元持续贬值, 尤其是 2008 年金融危机以来, 美联储宽松性的货币政策使美联储降低利率, 近乎零利率, 并在近期重启量化宽松的货币政策, 这将为金融市场上的投资者提供了更多的廉价信用, 而做空美元的行为倒逼其他货币升值, 迫使相关国家采取防御措施, 以避免本币遭受升值的外汇攻击。相比浮动汇率制度以来, 尤其是 1997-98 亚洲金融危机以来, 新兴经济体的国家央行的汇率政策和行为发生了急剧变化: 从过去的“害怕贬值”走向“害怕升值”, 迎来了“害怕升值”或“不愿升值”的新阶段。

**表 2 检验对  $ex$  非对称性偏好的估计结果 (样本时期: 1999-01——2010-09)**

set	$ex$ 取值	工具变量	$\mu$	$\alpha$	$\beta$	$\gamma$	$J$ -test
-----	---------	------	-------	----------	---------	----------	-----------

(1)	average (月平均值)	c $R(-1$ to -4) $ex(-1$ to -4) $ex^2(-1$ to -3)	2.235*** (0.168) [0.000]	-0.282 (0.372) [0.450]	0.130 (0.531) [0.807]	-0.922 (4.435) [0.835]	11.620 [0.235]
(2)	end (月末值)	c $R(-1$ to -4) $ex(-1$ to -4) $ex^2(-1$ to -3)	2.021*** (0.212) [0.000]	-0.653 (1.325) [0.623]	0.316 (0.938) [0.736]	-0.968 (4.194) [0.818]	13.440 [0.144]

注：(1) set(1)使用月平均汇率，set(2)使用月末汇率；为控制误差项可能存在的异方差和序列相关问题，采用滞后4阶的Newey-West方法来估计协方差矩阵；(2) Hansen's J统计量服从原假设为过度识别约束是有效的 $\chi^2(L-K)$ 分布，其中L、K分别为工具变量与待估计参数的个数；(3)所有计量结果残差项的单位根检验结果（参照散点图，采用带截距、无趋势和时间项的假设）表明在1%的显著水平下为平稳序列；(4)参数 $\gamma$ 的标准差计算采用Delta近似估计法；()和[]中的值分别表示标准差和显著性检验的p值；\*\*\*、\*\*和\*分别代表1%、5%和10%的显著水平。

**表3 检验对  $ex$  非对称性偏好的估计结果（样本时期：2005-08——2010-09）**

set	$ex$ 取值	工具变量	$\mu$	$\alpha$	$\beta$	$\gamma$	J-test
(1)	average (月平均值)	c $R(-1$ to -3) $ex(-1$ to -4) $ex^2(-1$ to -4)	2.325*** (0.145) [0.000]	-0.349 (0.373) [0.353]	0.173 (0.460) [0.707]	-0.991 (3.250) [0.761]	5.89 [0.751]
(2)	end (月末值)	c $R(-1$ to -5) $ex(-1,-2,-8,-10)$ $ex^2(-1,-2)$	1.627*** (0.290) [0.000]	-1.193 (1.640) [0.470]	0.214 (1.099) [0.846]	-0.359 (2.127) [0.867]	7.750 [0.559]

注：同表2。

表2和表3的计量结果表明：人民币对美元名义汇率（月平均值和月末值）非对称性偏好系数 $\gamma$ 为负值，那么央行存在“害怕升值”的非对称性偏好，但在10%的检验水平下都没有通过显著性检验。因此，中国人民银行在中美双边汇率上不存在“非对称损失”偏好。这一计量结果与Ramachandran M., and Srinivasan,N (2007)、Srinivasan,N., Mahambare,V., and Ramachandran M (2009)研究的印度央行行为以及Pontines ,V., and Rajan,S.R (2008)研究的印度、韩国、菲律宾、新加坡和泰国央行行为的结果完全相反。这一结论与我们观察到的实际情况相一致：1999年到2005年期间人民币对美元的名义汇率相当稳定，仅升值了约2%；但2005年至今升值了约20%，而且基本上一直处于升值趋势。

**表4 检验对  $neer$  非对称性偏好的估计结果（样本时期：1999-01——2010-09）**

set	$neer$ 取值	工具变量	$\mu$	$\alpha$	$\beta$	$\gamma$	J-test
-----	-----------	------	-------	----------	---------	----------	--------

(1)	From BIS	$c R(-1 \text{ to } -5) neer(-1 \text{ to } -3) neer^2(-1 \text{ to } -3)$	2.371*** (0.181) [0.000]	-0.478*** (0.125) [0.000]	-0.076 (0.073) [0.299]	0.318 (0.312) [0.310]	13.720 [0.133]
(2)	From IFS	$c R(-1 \text{ to } -4) neer(-1 \text{ to } -4) neer^2(-1 \text{ to } -4)$	2.219*** (0.141) [0.000]	-0.365** (0.157) [0.022]	0.109* (0.058) [0.063]	0.597 (0.409) [0.146]	12.88 [0.230]

注：(1) *neer* 表示人民币名义有效汇率；set(1)使用 BIS 公布的数据，set(2)使用 IFS 数据库中的数据；(2) 为控制误差项可能存在的异方差和序列相关问题，采用滞后 4 阶的 Newey-West 方法来估计协方差矩阵；Hansen's *J* 统计量服从原假设为过度识别约束是有效的  $\chi^2(L-K)$  分布，其中 *L*、*K* 分别为工具变量与待估计参数的个数；(3) 所有计量结果残差项的单位根检验结果（参照散点图，采用带截距、无趋势和时间项的假设）表明在 1% 的显著水平下为平稳序列；参数  $\gamma$  的标准差计算采用 Delta 近似估计法；(4) ()和[]中的值分别表示标准差和显著性检验的 *p* 值，而\*\*\*、\*\*和\*分别代表 1%、5%和 10%的显著水平。

表 5 检验对 *neer* 非对称性偏好的估计结果（样本时期：2005-08——2010-09）

set	<i>neer</i> 取值	工具变量	$\mu$	$\alpha$	$\beta$	$\gamma$	<i>J-test</i>
(1)	From BIS	$c R(-1 \text{ to } -5) neer(-1 \text{ to } -4) neer^2(-1 \text{ to } -3)$	2.432*** (0.093) [0.000]	-0.352*** (0.079) [0.000]	-0.085*** (0.028) [0.004]	0.849** (0.329) [0.012]	7.378 [0.689]
(2)	From IFS	$c R(-1 \text{ to } -3) neer(-1 \text{ to } -3) neer^2(-1 \text{ to } -3)$	2.183*** (0.171) [0.000]	-0.631*** (0.082) [0.000]	-0.109** (0.044) [0.017]	0.571 (0.741) [0.444]	6.076 [0.531]

注：同表 4。

表 4 的计量结果表明，使用 BIS 和 IMF 提供的名义有效汇率数据，1999 年 1 月到 2010 年 9 月中国央行非对称偏好参数  $\gamma$  是正值，但均没有通过 10% 的显著性检验，不存在“害怕升值”的非对称偏好。表 5 采用了 2005 年 8 月中国汇率改革以来的时间序列样本，检验的结果表明，使用 IMF 提供的名义有效汇率数据，中国人民银行不存在“害怕升值”的非对称偏好；但使用 BIS 公布的人民币名义有效汇率时， $\gamma$  显著为正，且通过了 5% 的显著性检验，这意味着央行对人民币名义有效汇率上存在“害怕升值”的倾向，但非对称参数  $\gamma$  只有 0.85，远低于 Pontines ,V., and Rajan,S.R (2008)、Srinivasan, N., Mahambare, V., and Ramachandran,M (2009) 等人研究印度、泰国、韩国等国家样本的  $\gamma$  值（范围为 2.0-4.0，这些国家的央行存在显著的非对称偏好）。对比近期日本、韩国、泰国、巴西等国家纷纷采取不同形式的措施干预汇市，即使使用 BIS 的数据，中国的央行对于名义有效汇率升值存在非对称损失偏好，但由于  $\gamma$  值远小于 1，应视为相当缓和的非对称性损失偏好。这与观察到的实际情况相一致：从长期来看，1997-98 年亚洲金融危机之后，从 1999 年 1 月到 2001

年底中国的名义有效汇率升值了约 12%；而自 2005 年汇率改革到 2010 年 9 月，依据 BIS 和 IMF 的数据，中国的名义有效汇率分别升值了约 12.2% 和 12.5%。这充分表明中国的央行并没有通过单向干预使名义有效汇率贬值来提高出口产品的竞争力。

从图 4 显示了人民币对美元汇率和中美通货膨胀率之差的变动趋势来看，相对购买力平价表明了人民币更多是在均衡汇率基础上波动，人民币和美元之间的名义汇率的变化趋势是基本合理的。

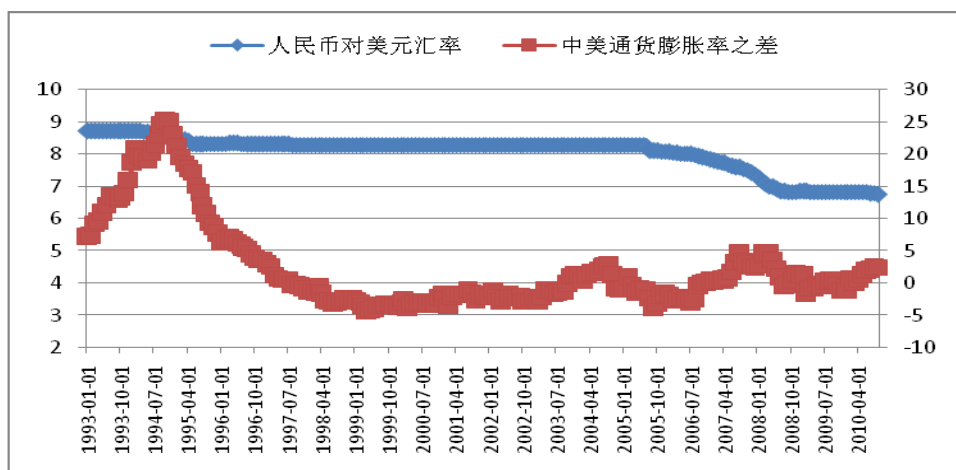


图 4、中美双边汇率与中美通货膨胀率之差：1993 年 1 月-2010 年 9 月。

资料来源：作者依据 <http://www.stlouisfed.org/> 提供的美国通货膨胀率和中经网统计数据库提供数据绘制。左轴是人民币对美元汇率，右轴式中美通货膨胀率之差（%）。

总体上，从中国央行汇率政策和行为的计量分析和相对购买力平价来看，人民币汇率政策和行为更多具有被动性的防御汇率管理策略的性质，是国际货币体系的不对称和美元不断贬值趋势下的产物。尽管如 Robert E. Scott(2010)所说，美国非石油贸易赤字中来自中国的部分从 2000 年的 26% 上升到 80%，结合上述中国央行的汇率政策行为的分析，可以认为这不是汇率问题导致的，而是美国不尊重国际分工格局，采取差别化的贸易政策所致，美国对华贸易中高技术产品一直是逆差，不改变美国对华出口政策，汇率之争无法解决中美之间的贸易部平衡问题。

#### 四、对美国当前进一步量化宽松货币政策的讨论

美联储 2010 年 11 月 3 日宣布了第二轮定量宽松货币政策，到 2011 年 6 月底以前购买 6000 亿美元的美国长期国债，具体将在之后的每月中逐步实施这一计划，预计每月将购买 750 亿美元的美国长期国债，以美元贬值来使美国摆脱通货紧缩的倾向，进一步刺激美国经济复苏。

与 70 年代美元贬值来单纯降低对外负债来重构对外资产负债表不同，由于金融危机和

周期性调整的双重压力,美国目前面临国内资产负债表的重构和对外资产负债表的“双重构”时期,美国希望通过渐进、定量宽松的货币政策来贬值美元,通过贬值的美元来重构资产负债表,并使美国经济摆脱通货紧缩的趋势,但依然存在很大的不确定性。一是家庭资产负债表的修复需要相当长的时间。首先,从总量上来看,2006年美国家庭的抵押贷款负债约13.5万亿美元,金融危机的2008年达到约14.6万亿美元,而2010年第二季度缓慢下降到约14万亿,约占GDP的96.2%。因此,即使美元再贬值20%,美国家庭的抵押贷款负债依然高达11万亿美元之多。从流量上来看,家庭债务服务支出占家庭可支配收入的比例从2007年末到2010Q2仅仅下降了1.77个百分点,仍达到12.13%(图5)。其次,从个人收入增长来看,1999年1-11月连续出现了自1960年以来的首次负增长,直到1999年12月才出现了同比0.4%的增长率,尽管2010年7-9月出现了同比3.1%的增长速度,考虑到2009年7-9月约2.3%的同比负增长率,目前美国居民收入增长缓慢。再次,从消费者信贷来看,消费者信贷的增长率从2008年8月开始出现负值,此后虽有波动,但基本一直处于负增长态势,到2010年7-8月依然是2%左右的负增长。推动消费者信贷出现负增长的主要是限额循环周转信贷(如信用卡)下降的幅度较大。1999年2月到2010年2月中的每个月平均出现了约10.7%的负增长,即使到2010年的7-8月依然保持了7.2%的负增长<sup>6</sup>。最后,从个人消费来看,2010年7-9月个人消费同比增长率只有1.4%,考虑到去年同期同比-0.7%的增长率,个人消费增长依然呈现疲态<sup>7</sup>。

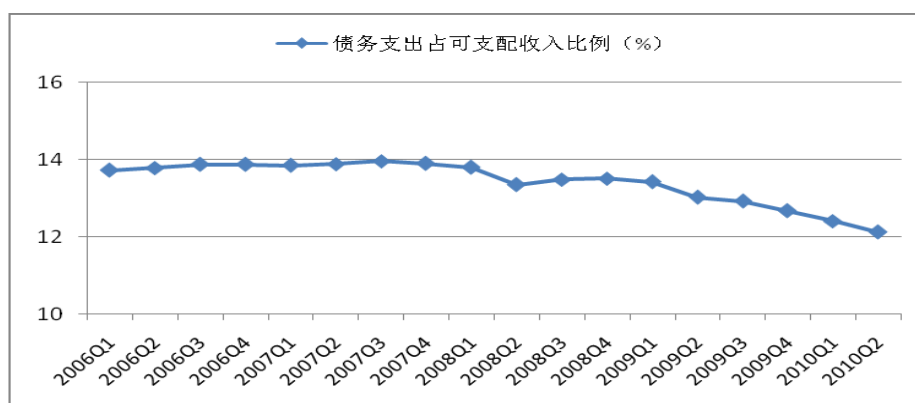


图5、美国家庭债务支出占可支配收入的比例：2006Q1-2010Q2。

注：债务支出包括抵押贷款和消费者信贷支出。资料来源：Household Finance, Board of Governors of the Federal Reserve System.

<sup>6</sup> Household Finance, Board of Governors of the Federal Reserve System.

<sup>7</sup> 数据来源：U.S. Department of Commerce: Bureau of Economic Analysis.

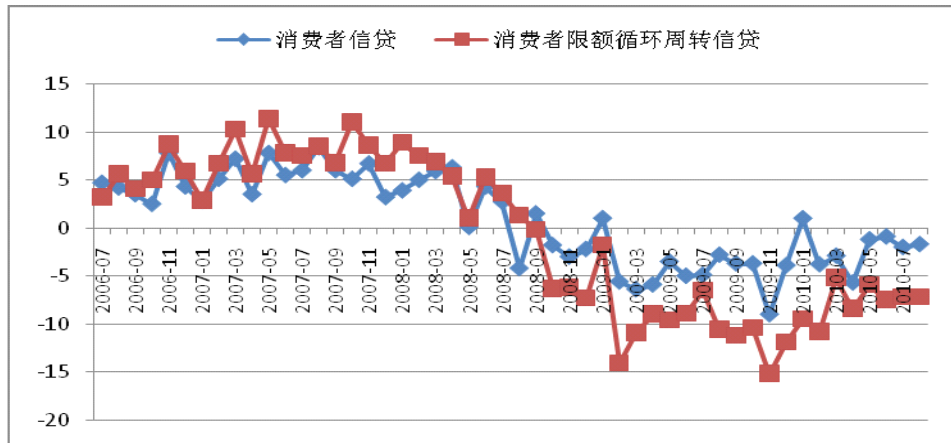


图6、 美国消费者信贷和限额循环周转信贷的变化率(季节调整后的年率%)

资料来源: Household Finance, Board of Governors of the Federal Reserve System.

二是企业融资动力深度下滑，出于地位徘徊，目前难以看到明显的恢复迹象。首先，从美国公司新证券发行的融资额来看，依据美联储公布的数据，2007年约为2.39万亿美元，2008年和2009年分别为1.07万亿美元和1.17万亿美元，与次贷危机前的2007年相比下降了1倍多。而2010年1-8月只有约0.6万亿美元。从融资结构来看，2007年美国企业债券融资达2.22万亿美元，2008年和2009年急速下降到约0.86万亿美元和约0.95万亿美元，这表明企业对未来现金流持很不乐观预期，大幅度降低了债券融资。从股票融资来看，金融危机后企业增加了股票融资，由2007年的约0.17万亿美元增加到2008年的0.21万亿美元和2009年的约0.23万亿美元，而2010年1-8月仅有约800亿美元。总体上，过去几年由于债券融资额大约占企业证券融资额的85%，因此，美国企业债券融资的骤降反映了企业融资动力的深度下滑。其次，从美国国内银行每个季度商业和工业贷款的总数量和利率水平来看，在金融危机后深度下滑并处在低位徘徊（图7）。与2007年同期相比，2010年前三个季度的美国国内银行的商业和工业贷款数量只有前者的70.2%，加权实际利率只有前者的约50%，远没有恢复到正常水平。另一方面工业生产能力过剩问题突出，从今年4月份以来设备使用率基本维持在74%左右的水平，仅比2008-09年的最低点68.2%高，处于1970年以来的历史第二低区域运行。

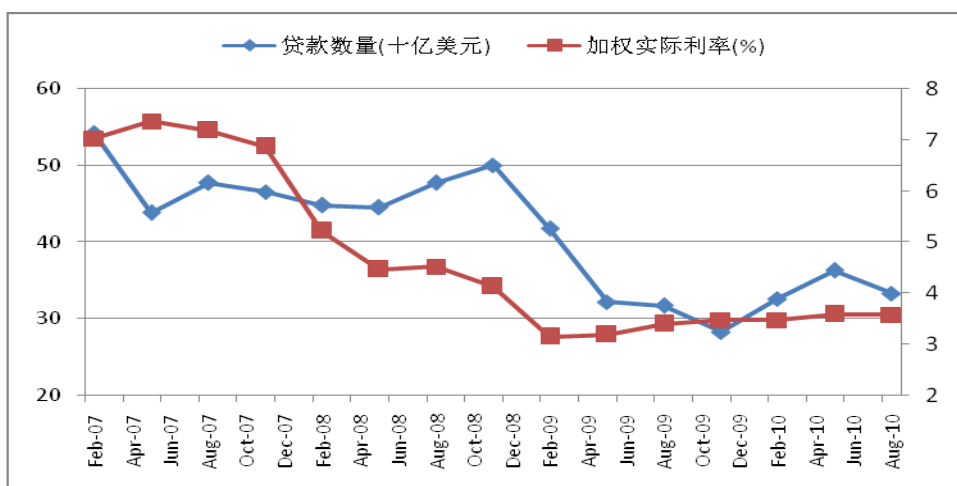


图 7、美国国内银行商业和工业贷款总数量（左轴）和加权实际利率水平（右轴）

资料来源：作者依据 Survey of terms of business lending, Federal Reserve Statistical Release 公布的相关数据整理绘制。调查方法：美联储在每个季度的中间月份开始搜集数据，在下一个季度的中间月份公布数据。

从美国对外贸易来看，美国再次启动的定量宽松货币政策是希望达到降低美国在国际要素的相对价格来提高竞争力。自 2000 年以来，全球技术创新速度进入递减区域，美国经济的生产效率提升很慢，贬值美元确实可以提高美国要素在国际间的相对价格，并通过通胀预期来引领美国经济走出通缩威胁。不可否认，美元作为主导性国际货币，在财政政策无力进一步宽松的背景下，贬值使比逆周期贸易政策更有效的办法。但问题是，美国再次量化宽松的货币政策，会降低持有美元的投资收益率，进一步带来市场卖空美元的压力，加剧美元的贬值，从而对中国的外汇储备以及全球的投资组合的重构产生显著冲击。全球投资组合的重构迫使美国考虑量化宽松货币政策对美元国际货币体系的冲击，美国不会以一次性的经济复苏来换取美元半个多世纪以来形成的国际货币地位的较大下滑。因此，新一轮的渐进、量化宽松的货币政策带来的美元贬值策略都将呈现出理性的博弈态势。与此同时，也要看到美国进一步量化宽松的货币政策也必然会导致其它经济体采用提高通胀预期或增加出口补贴的办法，在不改变美国对外出口限制政策的前提下，美元贬值对于纠正美国的外部不平衡作用有限，但确实会未新兴经济体带来更大的通胀压力。

## 五、简要结论

- 1、在美元逐步成为主导性国际货币时，货币之争美国是赢家，其它参与国是输家：最终美元主导了国际货币体系。在美元主导国际货币体系后，汇率之争美国是赢家，其它参与国是输家：美国降低了外部赤字，德国外部账户恶化，日本外部盈余大幅度减少，甚至出现资产泡沫与经济萧条。货币之争或汇率之争“无赢家”和“无输家”的观点是片面的、不正确的。
- 2、当前汇率之争不是两个国家之间的汇率之争，而是全球经济不同增长极之间的汇率之争，

主要是美元与新兴和发展中国家货币之间的汇率之争。当前以及未来数年的汇率之争都不会实质性影响美元主导的国际货币体系，但货币替代的加速时代已悄然开启。

3、美国发起的汇率之争在根本上解决不了美国国内失业矛盾和外部失衡问题，但会通过贸易渠道和外汇资产的估值效应加大新兴和发展中国家维持现有国际分工格局的成本。当前的汇率之争是联储宽松性的货币政策所致，美联储近乎零利率的政策，并再重启量化宽松的货币政策，为金融市场上的投资者提供了更多的廉价信用，而做空美元的行为加大了倒逼其他货币升值的压力。新兴经济体的货币汇率管理体系已发生实质性变化：从过去的“害怕贬值”走向“害怕升值”，迎来了“害怕升值”或“不愿升值”的新阶段。

4、与历史上美元贬值降低美国外部债务来重构美国对外资产负债表相比，当前美国发起的汇率之争具有双目标：重构国内资产负债表和对外资产负债表。美元贬值可以在一定程度上降低美国家庭、企业的负债价值，也可以降低外债价值，但不会根本解决问题。美国不会以一次性的经济复苏来换取美元半个多世纪以来形成的国际货币地位的较大下滑。新一轮的渐进、量化宽松的货币政策带来的美元贬值策略都将呈现出理性的博弈态势。

5、美国之所以敢重启量化宽松的货币政策，根本原因是美国经济的通缩趋势遇到了以中国为代表的新兴经济体的通胀预期。一方面，美元是主导性国际货币；另一方面，由于双方货币调控政策的出发点基本相反。在这样的背景下，中国只能是尽力避免汇率之争带来的成本。具体可以采取以下对策：一是在全球政治战略上要避免汇率之争演变为新兴和发展中国家群体中个别国家货币与美元的汇率之争，尤其是中美之间的汇率之争。二是强化资本流入管制，尽可能减少非贸易、非FDI外资流入带来的货币升值压力和产生的资产价格泡沫。三是在货币替代加速的开启时代，要加速推进人民币区域化和跨区域化战略，通过采用非美元双边货币结算，扩大人民币在周边以及新兴和发展中国家的使用规模，从而积极参与并分享国际货币带来的货币红利。四是在美国渐进、定量宽松的货币政策背景下，人民币将进一步面临长期升值压力，可以在强化资本流入管制的同时，继续采用以大量外汇储备为依托的防御性汇率管理策略，在汇率双向波动的过程中延长人民币升值的时间，既为国内结构性改革争取时间，又可避免短期汇率过大升值带来的过大冲击。五、在考虑到美联储进一步宽松的货币政策对全球大宗商品价格上涨的推动时，不要急于依据输入型通货膨胀的压力来迅速提高人民币汇率升值的幅度，因为需要观察大宗商品价格上涨是否具有持续的经济需求基础，否则，只会对出口带来更大的扰动。



## 参考文献:

- 蒙代尔·R, 《国际货币: 过去、现在和未来》(蒙代尔经济学文集第六卷), 中国金融出版社, 2003年10月第1版。
- 沃尔克·B, 行天丰雄, 1992, 《时运变迁: 国际货币对美国领导地位的挑战》, 中译本, 中国金融出版社, 1996年第1版。
- Cheung, Yin-Wong, M. Chinn, and E. Fujii, 2007, “China’s Current Account and Exchange Rate”, in R. Feenstra and Shang-Jin Wei (eds), *China’s Growing Role in World Trade*. Chicago: University of Chicago Press,
- Eichengreen, B. and Sussman, N., 2000, “The International Monetary System in the (very) Long Run”, *IMF Working Paper*, No. 43.
- Goldberg Linda S. and Tille Cédric, 2008, “Macroeconomic Interdependence and the International Role of the Dollar”, *NBER Working Paper*, No. 13820.
- Higgins Matthew and Klitgaard Thomas, 2004, “Reserve Accumulation: Implications for Global Capital Flows and Financial Markets”, *Current Issues in Economics and Finance*, No. 10, Federal Reserve Bank of New York.
- Lane, Philip and Gian, Maria, Milesi-Ferretti, 2004, “Financial Globalization and Exchange Rates,” mimeo, IMF.
- Marquez, J. and J. Schindler, 2007, “Exchange Rate Effects on China’s Trade”, *Review of International Economics* 15, 837-53.
- Pontines, V., and Rajan, S. R., 2008, “Fear of Appreciation Not Fear of Floating”, Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Asia, mimeo.
- Ramachandran M., and Srinivasan, N., 2007, “Asymmetric Exchange Rate Intervention and International Reserve Accumulation in India”, *Economics Letters*, Vol. 94, Issue 2, pp. 259-265.
- Robert E. Scott, 2010, U.S. Trade deficit falls in 2009, but larger share goes to China, Economic Policy Institute, Working Paper.
- Robert E. Yuskavage, Erich H. Strassner, and Gabriel W. Medeiros, 2008, Domestic Outsourcing and Imported Inputs in the U.S. Economy: Insights from Integrated Economic Accounts, U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, Washington DC.
- Srinivasan, N., Mahabare, V., and Ramachandran M., 2009, “Preference Asymmetry and International Reserve Accretion in India”, *Applied Economics Letters*, Vol. 16, Issue 15, pp. 1543-1546.
- Thomas Rumbaugh and Nicolas Blancher, 2004, “China: International Trade and WTO accession”, *IMF Working Paper*, no. 36
- Willem Thorbecke and Hanjiang Zhang, 2008, “The Effect of Exchange Rate Changes on China’s Labor-Intensive Manufacturing Exports”, *RIETI Discussion Paper Series*, E -038.

附录:

## 1、数据来源、分析样本和计量方法的说明

本文考虑 1997-98 年亚洲金融危机之后的情况,使用月度数据,时间序列为 1999 年 1 月-2010 年 9 月。人民币对美元名义汇率和外汇储备数据来源于 IMF 的 International Financial Statistics(IFS)数据库,其中 2009 年 11 月至 2010 年 9 月的外汇储备数据来自中国人民银行公布的数据;名义有效汇率数据来自 BIS 和 IFS 统计数据库。关于 (8) 式中的变量,采用对数差分的形式。由于简化形式的计量方程 (8) 实际上要依赖 (6) 式中  $t-1$  期的信息集来估计,因此与既有的研究类似,本文采用 GMM 方法估计 (8) 式。

## 2、模型选择和计量方程

非对称损失偏好函数由 (1) 式给出:

$$L_t = \frac{1}{2}(R_t - R_t^*)^2 + \lambda \left[ \frac{\exp \gamma(e_t - e_t^*) - \gamma(e_t - e_t^*) - 1}{\gamma^2} \right] \quad \dots (1)$$

$$e_t - e_t^* = \theta(R_t - R_t^*) + \varepsilon_t \quad \dots (2)$$

$$R_t^* = E_{t-1} R_t \quad \dots (3)$$

$$(R_t - R_t^*) + E_{t-1} \left\{ \frac{\lambda \theta}{\gamma} [\exp \gamma(e_t - e_t^*)] - 1 \right\} = 0 \quad \dots (4)$$

$$\text{当 } \gamma \rightarrow 0 \text{ 时,有 } (R_t - R_t^*) + \lambda \theta E_{t-1}(e_t - e_t^*) = 0 \quad \dots (5)$$

$$(R_t - R_t^*) + \lambda \theta E_{t-1}(e_t - e_t^*) + \frac{\lambda \theta \gamma}{2} E_{t-1}(e_t - e_t^*)^2 + \xi_t = 0 \quad \dots (6)$$

$$R_t - R_t^* = \mu + \alpha(e_t - e_t^*) + \beta(e_t - e_t^*)^2 + v_t \quad \dots (7)$$

$$\Delta R_t = \mu + \alpha \Delta e_t + \beta(\Delta e_t)^2 + v_t \quad \dots (8)$$

$\alpha = -\lambda \theta$ ,  $\beta = -\frac{\lambda \theta \gamma}{2}$ , 非对称损失偏好参数  $\gamma = \frac{2\beta}{\alpha}$ 。  $\mu$  是常数项;  $v_t$  是误差项。