

人民币均衡汇率：理论溯源与汇率的政治经济学视角

中国人民大学财政金融学院 陈雨露

摘要：汇率理论的发展脉络与国际金融体制息息相关，自金本位时期以来出现过多种汇率理论。尽管汇率理论的发展五彩纷呈，但关于人民币均衡汇率水平的争论从来就没有停止。无论使用多么先进的计算方法，至今也没有那一个学者或机构能提出压倒性结论。从外汇管理局、IMF 等机构的计算方法看，基本没有涉及现代汇率理论，而是在平价思想的指导下计算人民币均衡汇率，权威机构的研究思路同样也是大相径庭，由此人民币均衡汇率便成了世纪之谜。在此，我们提出了一个新的研究视角，不同于封闭条件下的经济变量，汇率是国家间竞争的主要工具之一，使用国际政治经济学视角分析可能会得出一些不同的结论，虽然这超越了现有经济学研究的范畴，但必定是汇率研究的一个重要发展方向。

一、引言

汇率问题一直是经济学中的热点问题，汇率理论也一直是国际金融理论的核心。不论是独立发行货币的国家还是货币同盟，都有一个货币价格——汇率，因而汇率相关研究一直被认为是最具挑战性的课题之一。作为开放经济中的核心经济变量，汇率不仅与经常项目和资本项目直接相关，也是影响宏观经济走势的关键因素：汇率起伏不仅仅体现为外汇交易机构的盈亏，更重要的是影响一国国际贸易、资本流动、物价水平以及就业水平。在这个意义上，说汇率是一国宏观经济内外均衡的命脉，一点都不为过。

随着经济全球化趋势加速及中国开放程度不断提高，人民币汇率对中国经济内外均衡的重要性日渐增强。1997 年亚洲金融危机带来的人民币贬值呼声未泯，人民币升值问题接踵而来；2005 年 7.21 人民币汇改言犹在耳，目前就有人提出了人民币需要贬值的观点。究竟什么才是合适的人民币汇率制度，人民币汇率起伏跌宕到底会对中国经济增长、产业结构产生什么影响，人民币均衡点位究竟在何处，这些都是亟需回答的问题。顺着汇率理论研究的脉络及人民币汇率改革实践，我们剖析了上述问题。

文章后面的安排如下：第二部分、第三部分我们剖析了汇率理论研究脉络，追溯古典汇率理论、介绍现代汇率理论。在上述基础上，我们在第四部分回顾了人民币汇率历次改革，评析各方利益得失；第五部分我们分析大相径庭的中国外汇管理局、IMF、BIS 及部分学者的人民币均衡汇率计算方法和结果；为解释上述现象，在第六部分我们采用国际政治经济视角对人民币汇率问题进行了分析：一国汇率选择必须使本国在国际竞争中处于有利地位；最后我们做出了结论性评论。

二、古典经济学的汇率迷思

汇率理论的演变和货币本位制度密切相关，19 世纪末期经济学还没有广泛运用计量工

具，人们倾向于从货币本位角度测度汇率。这些研究对汇率理论的影响历久弥坚，既有萌芽时期产生的购买力平价理论、利率平价理论和汇兑心理理论，也有牙买加协议时期的蒙代尔—弗莱明模型等。这些汇率理论以其独特的内容和形式，演绎了西方汇率理论的发展轨迹，而贯穿汇率理论始终的便是“平价思想”。

铸币平价理论是最原始的汇率理论之一，与后世复杂的汇率理论相比，铸币平价理论显得更直观、易懂。在金本位制下，国内货币存量决定一国商品价格，发行货币必须有对应的黄金作为准备，黄金与货币之间的自由兑换不受限制，黄金能够自由输出和输入国境。那么，理所当然，两国货币之间的汇率由铸币含金量决定。铸币平价是金本位制度下的汇率理论，各国必须按金本位要求进行贸易结算，不能发行、回收货币抵消黄金净流入、流出，否则不能自动平衡国际收支。这种价格机制虽然机械，却使得货币汇率基本稳定。事实上，金本位纪律仅停留在理论上，19世纪末和20世纪初，西方各国经常发生铸币减值事件。

国际借贷理论也是早期流行的汇率理论之一，它从国际收支角度来分析汇率。外汇供求是引起汇率变动最主要的原因，外汇供求又是国际借贷引起的，换言之，汇率是由一国对其他国家的债权、债务决定的。国际贸易、跨国捐赠以及资本交易等等，都会引起国际收支，但只有已经进入支付和收入阶段的国际收支才会影响外汇的供求。当一国进入支出大于收入时，本国货币汇率下降，反之则反是。在金本位体制下，通过外汇供求解释汇率变动是可行的，但国际借贷学说对现代经济学的主要贡献并不在于解释了汇率变动，而是将国际借贷划分为固定借贷和流动借贷，只有即期收付差额才能引起汇率的变动。这种使用价格理论、供求法则的汇率变动解释，易于为人们理解和接受，也符合当时的现实情况。

从新古典经济学角度看，早期汇率理论现阶段已经没有什么实践意义，中央银行发行的货币与黄金之间已经没有直接关系，按照这些思路无法理解纸币本位下的货币兑换，而且按照铸币平价也不可能存在中央银行或者现代货币政策。

1914年后，各国在一次世界大战中采取机会主义，大量发行纸币引起恶性通货膨胀，铸币平价不再是汇率基础。此时，纸币与黄金含量脱钩，金本位制度崩溃，汇率波动也不再受制于黄金输送点，汇率决定问题便成为人们关注的焦点。

一战后，瑞典经济学家 Gustav Cassel (1921) 提出，货币的价值在于本身具有购买力，可以通过国内购买力来评估货币兑换率，汇率变动取决于两国货币购买力的变动，这就是绝对购买力平价；后来，Cassel (1922) 又提出可以用 1914 年以来的通货膨胀率度量汇率变动，即相对购买力平价。从 Cassel (1921) 提出购买力平价理论 (PPP)，直到 20 世纪 60 年代才出现购买力平价的严格证明，如 Friedman and Schwartz (1963)、Gaillot (1970)、Balassa 和 Samuelson (1964) 等。此后 30 多年，PPP 有效性讨论一直是汇率理论热点，但结果也是起起伏伏。尤其是布雷顿森林体系瓦解后，各国汇率的大幅度波动使得 PPP 理论几乎被证伪。为解释上述现象，Dornbusch (1976) 提出了汇率超调模型，他认为商品价格粘性和连续出清的资产市场是造成 PPP 偏离的主要原因。在汇率理论史上，购买力平价始终是理论基础，它将复杂的汇率问题转换为直观的购买力问题。关于购买力平价的讨论促进了汇率理论不断发

展，而且购买力平价符合现实逻辑、便于操作，因而至今仍被学者和机构广泛运用。

一次世界大战结束后，固定汇率的黄金时代一去不返，货币开始大幅贬值和剧烈波动。在购买力平价理论提出的同时，凯恩斯（1921）也对汇率提出了自己的看法，他从国际资本流动着眼，他将研究视角转移到了货币部门，奠定了利率平价的基础。利率平价理论可分为拆补利率平价和无拆补利率平价，两种理论都认为是利率差异造成了汇率变动，两国即期汇率与远期汇率之差（升水或贴水）近似等于本国利率与外国利率之差。现实中，实际远期汇率常常与利率平价计算结果发生偏离，在研究过程中 Officer 和 Willett（1970）、Hass（1974）、Frenkel 和 Levich（1975，1977）等人建立了现代汇率平价理论。Officer、Willett、Hass 率先将资本市场理论引入汇率研究，远期外汇市场交易者可以分为三类：纯粹套利者、纯粹投机者和商业套汇者。纯粹套利者通过远期外汇市场进行拆补，规避汇率风险；投机者寻求外汇风险溢价，承担套利风险；商业套汇者，即是普通国际贸易商。当且仅当，三种交易者远期外汇超额需求等于零时能够实现均衡汇率。Frenkel 和 Levich 则将交易成本纳入研究框架，他们认为在多数情况下实际远期汇率与理论远期汇率的偏差由交易成本造成，但交易成本永远存在。因此，利率平价只能决定汇率中性带（neutral band），只有汇率偏差超过中性带国际货币套利才有可能使存在。利息平价理论将远期汇率纳入研究框架，远期汇率、远期外汇交易从此不再仅仅是套利工具，可以成为中央银行调节外汇市场的重要手段。利率平价将汇率与利率有机联系起来，这是一个重大的理论创新，使得汇率理论有可能融入宏观经济学研究框架。遗憾的是在方法论上，利率平价理论说延承供需二维均衡模式，忽略了均衡所必须的过程，虽然这个缺陷在后期“指令流”研究中得到弥补，但利率平价理论始终没有跳出二维均衡的思路。

三、现代均衡汇率理论的逻辑演进

二次世界大战之后，主要西方国家拆除了贸易壁垒，外汇管制也逐步放松，开放经济学日益取代了凯恩斯主义。外汇市场本身就属于金融市场，很多学者开始借鉴资本市场研究方法分析外汇市场。这种方法假设资本完全流动、无交易成本、理性预期，如果给定两国货币需求函数，汇率由两国货币的相对供需决定。资产市场分析法强调存量均衡对汇率的影响，认为汇率变动实际是两国货币市场存量均衡，当且仅当，两国货币存量供求都达到均衡时可以实现均衡汇率。

然而，资产市场方法假设条件过于严格，预测能力甚至连最简单的随机游走模型都不如，不能指导外汇交易操作。尽管随着实证方法的发展诞生了很多汇率决定模型，但结果仍然不理想。1983 年 Meese 的研究将资产分析方法抛入了深渊，Meese 进一步说明资产市场汇率模型预测能力并不比随机游走模型更强，也就是说汇率有可能服从随机游走，如果这个结论得到进一步证实，就等于说所有的前期资产市场汇率模型都需要进一步检验。虽然一些学者（Salemi，1984）在长期角度证伪了 Meese 的结论，但在短期角度 Meese 的结论从未被否定，外汇市场操作恰恰是一个短期过程，Meese 结束了汇率资产市场分析方法的黄金时代。

面对这一困惑，人们开始重新审视汇率决定的微观框架。70、80 年代，“异相”、技术分析等问题对 Fama 有效市场假说造成了致命打击，与证券市场相比外汇市场中技术分析更为有效，这就使得基于有效市场理论的汇率学说难以为继。作为应对，Mussa（1979）提出了“新闻模型”，他把修正汇率预期的所有事件、信息统称“新闻”，未预见的即期汇率变化是新闻引起的，任何新闻的影响都很快体现到汇率上。然而，新闻是不可预测的，从而汇率也就必然是一个随机游走过程。

新闻模型虽然解释了随机游走问题，但对于汇率预测就无能为力了，尤其是不能解释投机泡沫，用新闻解释外汇市场暴涨暴跌显然不符合现实。部分学者开始提出理性泡沫问题，最有代表性的是 Blanchard(1979)、Dornbusch(1983)的研究。他们认为理性泡沫是投资者对经济变量认识不一致造成的，当交易者认识产生偏差时会泡沫产生。随着泡沫膨胀，交易者会期末判断泡沫破灭概率，汇率越高概率就越大，因此汇率必须以更高的涨幅补偿风险。

随着国际金融市场的发展，Fleming（1962）、Mundell（1963）使用 IS—LM 模型将外汇理论正式纳入宏观经济学研究框架，建立了开放条件下的宏观经济模型。模型中，一个政策工具对应一个目标变量，如果政策工具与目标变量相等则模型稳定，反之则反是。在资本完全流动、汇率浮动假设下，货币政策对收入和内部均衡效果更强，而财政政策无效；在固定汇率制度下，则恰恰相反。由于 Fleming 和 Mundell 思路相似，因此这一理论被统称为 Mundell—Fleming 模型。

Mundell—Fleming 模型最主要的贡献在于：他们将汇率政策提高到与货币政策、财政政策同样重要的位置，由此成为现代开放经济学开端。模型系统分析了汇率、国际资本流动对一国宏观经济影响，使得宏观经济学突破了封闭范畴。Mundell—Fleming 的方法论仍然遵循一般均衡的思路，不过在货币市场和商品市场之外添加了外汇市场，从而把宏观经济学分析真正扩展到国际金融领域。

1976 年 Dornbusch 提出了汇率超调理论，基本思想如下。外汇市场变动是价格调整引起的，套利行为使汇率调整是一个瞬时平滑过程，但商品市场价格具有粘性，不可能在瞬完成价格调整，因此在短期内商品价格变动近乎停滞，只有在长期价格机制才可能在商品市场起作用。给定一个外部扰动，商品市场反应迟缓，外汇市场则迅速调整，汇率因此会出现先上、后下（或反之），因而汇率会因反应过激偏离长期均衡，即所谓“汇率超调”。

汇率超调理论实际上也是 Mundell—Fleming 模型的扩展，它继承了 Mundell—Fleming 模型中的固定价格分析，并采用了主流经济学中的 IS-LM 工具，纳入了理性预期思路。在汇率超调理论中，Dornbusch 将利率平价、货币供求、商品市场完整结合起来，汇率理论第一次嵌入了主流经济学，因而这是汇率理论的又一次革命。

20 世纪 90 年代以来，传统汇率理论中一些被认为不重要的细节逐渐进入了研究的视野，一些经济学家开始关注原有汇率理论未曾考虑的微观基础，形成了具有微观基础的汇率宏观经济分析方法。与此同时，从外汇市场微观结构出发的汇率微观结构理论、从外汇交易者异质性出发的汇率混沌分析方法也登上了舞台。

现阶段,上述汇率研究者指出宏观经济框架忽视了微观基础的作用,汇率更大程度上可以看作交易者选择内外资产的结果,选择的依据则是交易者自身消费方式,因此交易主体行为及其影响因素等微观基础才是汇率的决定因素。只是这些因素不容易被察觉,积累为宏观经济变量后才引起研究者的注意,但对汇率研究来说恰恰是不能忽略的。

在上述研究中, Svensson、Wijnbergen (1989) 的论文做出了先驱性贡献,他们使用跨期分析方法建立了一个有微观基础的粘性价格模型。在此基础上,1995 年 Obstfeld 将名义价格刚性和不完全竞争引入分析,建立了具有微观基础的宏汇率模型。此后这一研究思路得到了迅速发展,基本观点是:原有汇率经验研究结果不理想,不是宏观经济变量选择错误,而是模型需要修正,原有模型仅仅考虑宏观层面,还应进一步纳入投资者偏好、风险承受能力等微观因素。在此基础上,再来分析宏观经济指标如何改变市场参与者的各项决策,进而研究汇率的变动规律。

90 年代以来,信息经济学得到了充分发展,其分析框架也被广泛运用到汇率理论。一些学者以此重构了资产市场分析方法,成为汇率研究的一个亮点。他们认为汇率波动的直接原因不在于宏观层面,而是取决于掌握不同信息或是对信息理解不一致的外汇交易者,在特定交易体系下,汇率决定于交易者的相互博弈 (Lyons, 2001)。基于此,他们从外汇市场交易者行为和市场特征等微观角度解释了汇率形成。从信息角度来看,原有理论认为只有公开信息才与汇率变化有关,新资产市场理论则跳过宏观经济变量,直接分析外汇市场定单流和买卖价差,这两个微观金融指标才是传递和反映私有信息的核心工具 (Lyons, 2001)。从市场参与者的异质性来看,外汇市场参与者包含基本因素分析者、技术分析者、噪音信息者,正是因为信息不对称才形成异质性市场结构 (Vilate, 2000)。因为交易者异质,包括技术分析交易在内的噪音交易才有可能获得更大收益。

自然科学中的混沌理论认为,运动确定性并不等价于可预测,确定性运动能够产生不可预测的行为。随着数学工具完善,一些学者放弃了汇率理论理性预期的假设,试图通过混沌理论来模拟汇率的运动,从而开辟了汇率决定的混沌分析方法。混沌分析方法革新了汇率理论观念,现实中,汇率具有非线性高频变动的特征,混沌模型通过非线性方程组描述了汇率变动,也解释了很多原有汇率理论难以说明的问题,如混沌系统对初始条件的敏感性可说明现实中预测汇率的困难。但是,应用混沌理论总体上只是一种方法创新,截至目前还谈不上是理论创新。

四、人民币汇率有多重要

在汇率理论长河中溯源,虽然现代汇率理论精彩纷呈,但对人民币均衡汇率的计算似乎意义有限。厘清人民币均衡汇率之谜,还需要结合人民币汇率制度,在此基础上才有可能在上述理论中选择一种合适的计算方法,揭示人民币均衡汇率的谜底。

改革开放以来,人民币汇率体制几经变革:1981-1986 年人民币钉住一揽子货币,货币篮子由经贸关系密切国家的货币组成;1986-1994 年人民币存在三种汇率,官方汇率、互换

市场汇率和加权汇率；1994 年官方与互换市场汇率并轨，同时人民币大幅度贬值；1997 年亚洲金融危机，人民币汇率首次成为国际关注的焦点，中国政府体现了一个大国的责任，承诺人民币不贬值，开始钉住美元汇率；1999 年 IMF 开始把人民币汇率划为单一钉住美元的汇率，2001 年 IMF 要求中国采取更加灵活的汇率安排，2002 年 12 月日本副财长田东彦在英国《金融时报》撰文指责人民币汇率存在严重低估，中国依靠汇率低估输出通货紧缩，要求中国“承担人民币升值责任”，由此引发了人民币升值大讨论。2002 年底开始的这次讨论让人们开始思索，中国始终没有放开资本项目，人民币均衡汇率究竟该在什么位置，汇率浮动又会给中国乃至世界带来什么影响。

2005 年 7 月 21 日，中国央行突然宣布人民币进行汇率改革，人民币对美元升值 2.1%，汇率制度转向管理浮动，每天设定 0.3% 的浮动范围，钉住一揽子货币。2007 年 5 月 18 日汇改力度加大，自 5 月 21 日起人民币在 0.5% 的范围浮动，截至 2007 年 11 月 24 日人民币汇改以来已经升值超过 9.6%。

无论汇率理论如何演进，货币始终是交换中介，汇率也始终是对外货币价格。汇率变动不仅对本国而且对世界贸易、投资甚至经济增长都有重要影响，中国是一个高成长的新兴市场国家，汇率制度一举一动对贸易伙伴乃至世界经济的影响是显而易见的。“7.21 汇改”之后人民币汇率转变为有管理的浮动汇率体制，但是 IMF 和西方主要国家始终将人民币汇率认定为钉住美元的固定汇率体制。“7.21 汇改”未公布货币篮子构成，但根据人民币对美元汇率走势判断，一般认为在人民币货币篮子中美元占的比重自然相当高。

为什么中国会采取这种汇率制度，其间自有奥妙。理论上，固定汇率与浮动汇率各有优劣，孰优孰劣取决于该国货币政策有效性及经济状况，最终选择何种汇率制度要视情况而定。如果货币冲击是暂时性的、本国外汇储备充足、本国是小国、世界经济处在良好稳定发展阶段，固定汇率可以稳定国内经济。但是，内外均衡需要汇率政策和财政货币政策配合，采取固定汇率就等于放弃一个政策工具，无法实现内外均衡。

中国是一个转轨中的大国，出口始终是拉动经济增长的重要动力，国企改革、城市化造成了巨大的就业压力，采用固定汇率制度能够稳定出口、改善就业。2002 年通货紧缩的阴霾言犹在耳，人民币升值可能会导致中国重新陷入通货紧缩，可能出现日本“广场协议”后的流动性陷阱。中国金融体制是典型的银行主导型，遗憾的是银行改革尚未到位，尤其是目前尚未实现利率市场化，外锚汇率是最主要的货币政策指标之一，中央银行要靠此稳定通货膨胀，同时人民币钉住美元可以鼓励 FDI 投资国内银行业。人民币汇率不实行清洁浮动，中央银行虽然保持了货币政策独立性，但中美货币政策将通过利率平价联系起来，中国经济远比美国脆弱，面临冲击也将遇到更大挑战，体现在现阶段就是巨额贸易盈余、投机热钱和央行干预成本提高，最终有可能会破坏中国货币政策的效能，导致通货膨胀。

由此可知，目前的汇率制度对中国经济是一把双刃剑，对中国确实是一种次优选择。如果从经济增长角度看，我国内需始终没有成为经济持续增长的动力，维持现有汇率体制的目的是保证出口、稳定就业。

中国是一个经济和贸易大国，人民币汇率制度当然也会对世界产生影响，主张人民币汇率改革的国家和地区，受人民币汇率制度的影响也较强。以美国为例，中美贸易之间中国维持了巨额贸易顺差，若美国经常账户赤字持续增加，美国在一定程度上可能失去对 FDI 的吸引力，而提高利率又有可能引发经济衰退，一条可行的途径是通过人民币升值降低本土压力。再说东盟，人民币升值可以间接提高东盟国家出口产品竞争力、促进 FDI，地缘竞争的原因东盟国家希望人民币升值。日本鼓噪人民币升值原因则比较复杂，一般认为日本希望借人民币升值将中国拖入第二个“广场协议”，使中国不可能在亚太地区与其分庭抗礼。

五、寻找人民币均衡汇率：并非谜底

只有明确人民币均衡汇率，才能了解汇率是否失调，也才能提出人民币汇率改革的合理建议。即使人民币汇率严重失调，对汇率改革也应该慎重，贸然过渡到浮动汇率，微观主体对汇率走势缺乏预期；如果只是汇率水平轻微失调，我们也不能过分乐观估计改革空间，因为公众部门形成汇率理性预期、适应对冲工具无疑是一个漫长的过程。

理论上，有多少种汇率理论就会有多少种汇率计算方法，很遗憾，计算方法的孰是孰非并没有一个压倒性结论，国内外权威机构（本文仅涉及中国国家外汇管理局、IMF、世界银行、欧洲中央银行）、经济学家估算的人民币均衡汇率也大相径庭。从权威机构计算方法来看，一般很少涉及现代汇率理论，多使用 PPP 模型；而学术界计算方法几乎涉及了各种汇率理论。由于 IMF 侧重于计算 RER (real exchange rate)，对人民币汇率计算方法的讨论往往围绕 RER 展开，一般来说 PPP 法（或者扩展的 PPP 法）假定购买力平价理论长期成立、宏观经济变量关系稳定，虽然外部冲击使得汇率偏离 PPP 决定水平，但在长期汇率会收敛于 PPP 决定水平。PPP 模型所需信息少，研究者可以根据主观判断筛选变量，因此应用最为广泛。

从权威机构计算方法来看：中国外汇管理局计算并公布人民币市场中间价；IMF 定期公布人民币实际汇率指数；世界银行不计算人民币汇率，仅在发布的中国经济季报中讨论人民币汇率问题；BIS 公布中国官方汇率；欧洲中央银行只表述自身立场，不计算人民币汇率。

国家外汇管理局在每日银行间外汇市场开盘前向所有做市商询价，将全部做市商报价作为人民币兑美元汇率中间价计算样本，去掉最高和最低报价，对进行报价加权平均，得到当日人民币兑美元汇率中间价。权重则由中国外汇交易中心根据报价方在银行间外汇市场的交易量及报价情况等指标综合确定。人民币兑欧元、日元、港币和英镑汇率中间价由中国外汇交易中心分别根据当日人民币兑美元汇率中间价与上午 9 时国际外汇市场欧元、日元、港币和英镑兑美元汇率套算。

IMF 公布汇率以“信息通知系统 (International Notice System, INS)”为准，该系统诞生于 1983 年，目的在于按照 IMF 章程监督成员国汇率，但 INS 不是汇率，是一种汇率指数。1994—1996 年 IMF 对样本采集、模型方法进行了修正，截至目前仍在使用。根据 INS 定义，基金成员国汇率指数有三种计算方法：第一种方法针对 21 个工业化国家，这些国家

劳动力成本容易计算，因此使用“劳动力成本法”（Unit Labor Cost Based, REER）。第二种方法针对旧基金成员国，该方法适用于 21 个工业化国家和主要产成品出口的新兴市场国家，为“消费者价格指数法”（Consumer Price Index based REER）；第三种方法针对新基金成员国，主要是 20 世纪 90 年代加入基金的国家，中国属于第三种国家，这种方法主要以进出口商品作为权重计算汇率指数。

表 1 中国人民币均衡汇率估计

经济学家			国际机构		
评估者	低估程度	评估年份	评估者	低估程度	评估年份
Chou and Shih(1998)	10%	1994 年	IMF	4-37%	2006
Frankel (2004)	36%	2000	BIS	—	—
Funke, MichaelJörg (2005)	12%	2002	WB	轻微	2006
McKinnon(2004)	汇率最优	2003	City Group	应实行浮动汇率	
CoudertCouharde(2005)	23%	2003	C.S.F.Boston	25%	2008

资料来源：根据学者文章、媒体报告及国际机构官方网站等资料汇总。

在表 1 中我们列举了部分经济学家估算的人民币汇率，除 McKinnon 外几乎所有国外学者都认为人民币存在程度不同的低估，只是计算结果相差甚远。表 1 同样列出了三家国际权威机构对人民币汇率问题的态度，但我们没有找到 IMF、BIS、WB 自身计算的人民币汇率，他们的公开数据只转述中国外汇管理局公布的外汇中间价。在国际机构的媒体表现中，我们大致寻找到了些踪迹，总体上这些机构认为人民币汇率存在一定程度低估，需要采用更加灵活的汇率制度，只有 IMF 公开表示人民币低估的范围可能在 4-37%，但是这一计算结果区间过大，基本不具备政策建议价值。

六、人民币汇率：国际舞台的政治博弈

至今，距 2002 年日本提出人民币升值至今已逾 6 年，“7.21 汇改”后人民币实际已经进入升值通道，国际上要求人民币继续改革的呼声仍然高涨，究竟如何改革？是汇率水平优先，还是汇率形成机制优先？选择是渐进式改革还是激进式改革？现有研究中，我们连人民币均衡汇率究竟是什么都没有找到，回答上述问题就更加困难了。

大部分研究认为人民币现有汇率水平存在低估，但测算结果差距颇大。更有甚者，一些研究开始提出人民币存在贬值的可能（Ilan Alon, 2006）。Ilan Alon 认为，中国当局往往从政治而不是经济角度决定公共经济政策，政策改变过于突然，比如文化大革命和改革开放，在融入国际社会的过程中，中国政策当局的汇率政策同样难以预测。如果未来 8 年内人民币继续升值，则在第 8 年可能产生严重的货币危机，原因包括过高的政府消费、贸易投资和过度的出口依赖等。

按照经济学理论，不同汇率制度对一国经济影响不同，汇率制度各有优劣，一国在选择汇率制度时需要考虑货币政策自主性、国际贸易、通货膨胀等等一系列问题。实际上，汇率

制度选择还要接受很多非经济因素影响,比如国际政治力量对比、利益集团博弈甚至民族文化传承。只有把人民币汇率纳入更为宽广的研究视野下,才有可能寻找到答案缥缈的踪迹,也才有可能提出更为切实可行的政策建议。

相对于汇率制度而言,组织化国际货币体系不过几十年历史,即使金本位时期汇率也不是单纯的黄金输送点可以决定,因为一次大战之前英、法、德、美、俄掌握了世界黄金 2/3,他们在自身经济增长支持下将其他国家置于国际货币体系底端,愈是贫困的国家愈不可能控制黄金储备。布雷顿森林体系的建立标志着现代汇率体系具备雏形,但布雷顿森林体系本身就是一个多方博弈的结果,虽然合作各方能推进共享利益,但博弈任何一方都会以收益最大化为目标。与其说牙买加协议是新汇率体制的开端,莫如说是一个一元独大的垄断国际货币制度。二战后美国经济雄居全球翘首,美元不但保持了布雷顿森林体系中的霸主地位,而且甩掉了最后贷款人的包袱,欧元的出现虽然挑战了美元霸主地位,但在博弈理论中二元博弈还不如一元独大稳定。

现阶段,人民币汇率改革同样要首先考虑自身政治、经济制约条件。中国银行业 1997 年开始了历程艰难的改革,虽然剥离了不良贷款、进行了外汇注资,但我们的银行体制仍很脆弱,创新能力不足、缺乏利率、汇率市场化经验,一旦汇率放开对银行体系恐非是福。如果银行出现风险,中央银行可能以发行货币的方式弥补银行亏损,这又会导致中国货币体系紊乱。部分计算结果昭示人民币可能有很高的升值空间,若人民币升值达不到预期程度,则在每次升值后都会产生更高的升值预期,从而使人民币汇率最终高度偏离均衡水平。中国还是一个转型中的新兴市场国家,摆在第一位的仍然是就业和经济增长,货币升值恰恰会导致出口下降、减少就业。

在中国渐进转轨过程中,一个稳定的国际国内环境对经济发展至关重要,20 世纪末中国经济表现不俗,稳定和发展也是最主要的原因。如果说汇率清洁浮动更有市场效率,那有汇率管理的浮动则更利于稳定国内经济。诚如我们所言,现阶段中国还面临许多问题,必须按照自己的利益选择汇率安排,而不能单纯追求效率。在国际市场上,效率是针对整个世界而言的。中国金融体系的脆弱性至今仍昭然若揭,诸如缺乏固定利率债券市场,缺乏远期外汇市场,无论是金融企业还是生产企业都没有足够能力应对瞬息万变的国际金融市场,能否又如何将人民币纳入世界经济框架,必须首先衡量本国得失。

目前,国际汇改压力主要来自美欧和日本,中国高额外汇储备、经常项目和资本项目顺差给了他们口实。单纯从日本经济增长看,日本正经受短期阵痛,通过压迫人民币升值可以转移国内焦点,损害亚太地区潜在竞争对手能力。对于美国来说,2007 年次贷危机等一系列恶性事件严重损害了本土金融市场效率,美国也同样需要转移压力。人民币汇率问题的症结实际已超出了学术讨论范畴,这也是为什么 IMF、WB 和 BIS 只表态而并不公布计算结果的主要原因。

以国际政治视角分析汇率变动是现有经济学框架无法驾驭的,目前作为一种浅层的因素分析还只能是尝试。在国际事务处理原则上,国家利益应该处于至上的位置,因为国际态度

本身就是机会主义，1997 年亚洲金融风暴期间我们坚持人民币不贬值，得到了广泛的赞誉，但现在“7.21 汇改”中更加灵活的汇率政策却遭到了许多的抨击。

人民币均衡汇率问题，其实合理的答案只有一个，就是选择博弈均衡的汇率制度和目标汇率水平，而不是任何一种理论计算得出的学究数据。

七、结论性评论

1997 年亚洲金融危机以来，人民币汇率及其相关问题始终是国内外学者、国际金融组织关注的焦点。尤其是 2005 年 7.21 汇改以来，西方主要国家仍然认为人民币是盯住美元的固定汇率制度，人民币升值预期方兴未艾。人民币均衡汇率究竟应该在何处，这似乎已经成为 21 世纪初一个没有答案的谜团。不少学者将研究重点放在构建模型、变量选择上，试图计算出人民币均衡汇率。诚然，根据现代汇率理论可以得到具有参考价值的结论，仅从纷繁的计算结果出发我们也可以看到，巨大的结果差异不可能是单纯理论缺陷造成的，带着先验性观点选择方法、变量，这是必然的结果。

在汇率理论的演进历程中我们发现，虽然现代汇率理论精彩纷呈，但 IMF、BIS 始终将购买力平价等原始计算方法奉为圭臬。外汇市场走势瞬息万变，很难说哪个时点的汇率是均衡点。如果外汇市场是有效的，那汇率永远不可能预测，就更不能实现均衡；如果外汇市场是无效的，那可以预测的汇率也不太可能是均衡点，在理论迷宫中似乎永远找不到这一点。

针对上述问题，我们给出了一个国际政治经济学视角：其他金融变量，如利率、股价等主要约束国内资产流动，而汇率却体现一国在世界经济舞台上的经济话语权，直接影响国家竞争能力，因而，汇率也就被赋予了更多国家使命，汇率比其他宏观经济变量更具有超经济性，不仅仅由经济因素决定，更重要的是不同国家和地区在全球范围内竞争的一种手段。

我们没有按照既有汇率理论对人民币汇率进行经验分析，更没有提出自己计算的人民币均衡汇率。这并非想离经叛道，一则现有学术研究已经使用了很多研究方法，我们的研究能力不可能超过 IMF，比 McKinnon 更高明的概率恐怕也是比较小的。二则通过引用他人计算结果，发现大家所得出的结论相差万里，这恐怕就不能是汇率理论差异能解释的了。因此，我们仅提出了一个新的研究方向。

国与国之间的政治经济互动显然已经超越了现有经济学理论的承载能力，本文也仅能给出一个谜底可能存在的方向：在人民币汇率制度、均衡汇率的选择上，我们永远只选择本国与利益相关国家的博弈均衡汇率，这或许是解析汇率谜底的一条有效途径。

参考文献

1. 陈雨露、侯杰，汇率决定理论的新近发展文献综述，当代经济科学，2005.5。

2. 陈雨露,《国际金融》,中国人民大学出版社,2006 年。
3. 马君潞等,稳定人民币汇率,促进人民币汇率机制市场化,南开经济研究,2004.1。
4. 杨帆,人民币升值压力与中国的对策,求是学刊,2003.3。
5. Catherine Gelb. "The Value of the Renminbi." .THE CHINA BUSINESS REVIEW 9-10 2003, p5-6.
6. Dornbusch,R. "Expectations and Exchange Rate Dynamics,Journal of Political Economy" 1976, 35(11):1161-1176.
7. Funke, Michael,Rahn,,Jörg. "Just How Undervalued is the Chinese Renminbi?" .World Economy, 2005, Vol. 28 Issue 4, p465-489.
8. Gelb, Catherine. "The Value of the Renminbi. China Business Review." . Sep/Oct2003, Vol. 30 Issue 5, p5-55.
9. Ilan Alon, Ralph Drtina,. "Chinese Currency Forecasts and Capital Budgeting. " . Journal of American Academy of Business, Cambridge, Sep2006, Vol. 10 Issue 1, p218-226.
10. Ivan Roberts, Rod Tyers. "China's Exchange Rate Policy The Case for Greater Flexibility." . Asian Economic Journal , 2003,Vol.17, No.2, p155-184.
11. Ling Jiang; Lu Han; Daivd Jiang. "Theories of target zones and realignment of RMB (currency of China) exchange rate." . Applied Economics Letters, 7/15/2004, Vol. 11 Issue 9, p561-568.
12. Morris Goldstein, Nicholas lardy. "China' s exchange rate policy dilemma." . The American economic review,5,2006 vol. 96 no 2.p422-426.
13. Mundell,R. "The Monetary Dynamics of International Aduustment under Fixed and Floating Exchange Rate" [J].Quarterly Journal of Economics,1960,74,227-257.
14. Ronald Mckinnon. "China' s new exchange rate policy: will china follow Japan into a liquidity trap." .The Singapore economic review,2005 vol. 50,special issue, p463-474 .
15. Ronald Mckinnon. "China' s exchange rate trap: Japan redux." . The American economic review,5,2006 vol. 96 no 2.p427-431.