

人民币汇率为什么与国际收支变化无关

涂永红 戴稳胜¹

摘要：在经济全球化过程中，中国因劳动力优势而成为世界加工厂，持续的国际收支顺差使得国际社会要求人民币升值的呼声此起彼伏。本文从汇率形成机制、汇率制度选择、汇率与国际收支关系的实证分析等三个方面进行研究，研究表明，国际金融危机后人民币转向盯住汇率具有合理性；不仅在中国，在金砖四国的其他三个国家，国际收支都不是汇率形成的主要决定因素；和谐发展是人民币汇率改革的思想基础，更加灵活、上下波动将是人民币汇率的发展方向。

关键词：人民币汇率 汇率形成机制 国际收支

2008年国际金融危机爆发后，在西方主要国家遭遇二战以来最严重的经济衰退以及贸易大幅下降的时候，中国政府制定了空前的宽松政策，加大固定资产投资，拉动内需，在相当程度上弥补了出口减少对GDP的负面影响，2009年取得了举世瞩目的8.7%的增长，以一个标准的“V”型反弹成功地实现了经济复苏，回归到了正常的经济发展轨道。与此同时，受金融危机直接冲击较小的印度、巴西也出现了明显的经济复苏。高盛投资银行在其研究报告中指出，金砖四国经济恢复到原来轨迹的速度大大高于欧美等发达国家²。2009年新兴市场的居民消费保持大约8%的增长，超过了美国居民消费的规模。金砖四国对全球经济稳定增长做出了重大贡献，四国的消费对全球消费增长的贡献超过了50%，仅中国就达到30%左右³。

近年来，美国一些学者声称，人民币低估是造成中美贸易逆差的核心因素⁴，他们认为，巨额的国际收支顺差表明人民币被严重低估了，中国因人民币汇率获得了不公正利益。在金融危机发生后，面对美国国内居高不下的失业率，部分国会议员提议美国政府将中国列为操纵汇率的国家，对来自中国的进口产品进行限制。人民币汇率的合理水平能否由简单地由国际收支差额来论断？人民币汇率未来将走向何方？本文将从汇率形成机制、汇率制度选择、汇率与国际收支关系的实证分析等三个方面进行深入研究，阐明为什么人民币汇率与国际收支之间基本不相关，指出影响未来人民币汇率走向的几个重要关切。

一、人民币汇率是否被严重低估

汇率形成的机制很复杂，汇率水平高低并非完全取决与国际收支差额，利率、通货膨胀、产出水平、外汇干预都是影响汇率的因素。购买力平价、利率平价、货币学派的汇率

¹ 作者单位：中国人民大学财政金融学院、中国财政金融政策研究中心。

² BRICs Monthly, Issue No: 09/05, May 29, 2009 Goldman Sachs Global Economics, Commodities and Strategy Research at <https://360.gs.com>

³ 中国银行全球经济金融展望季报，2010年第1季度

⁴ Mark A. Deweaver. How High Should China Appreciate Its Currency?[J] The International Economy, 2008(3)

理论、均衡汇率理论等诸多汇率理论站在不同的角度阐述了汇率形成的机制。在相当程度上为各国政府制定汇率政策提供了理论依据。由于中国实行利率管制和资本管制，以利率市场化和资本自由流动为前提的利率平价理论不适合分析人民币汇率，购买力平价以及均衡汇率理论是人民币汇率形成的理论基础。

购买力平价是两种货币的购买力比价，两种货币的通货膨胀差异决定汇率变化。由于中国劳动力成本低，第三产业发展落后，非贸易部门劳动生产力相对低下，购买力平价远低于人民币的名义汇率。2005 年国际货币基金组织（IMF）测算的人民币购买力平价为 1 美元=3.5 人民币，与当年 1 美元=8.08 人民币的实际汇率相比，人民币的对外价值低估超过了 50%。国际社会认定货币被操纵的界限是该货币对外价值低估 25%，因此，近年来美国一些国会议员不断提出议案，要求政府将人民币确认为被操纵的货币。日本、欧盟、部分拉美国家以及 IMF 的经济学家纷纷指责人民币低估，认为中国政府故意进行外汇倾销以促进进出口。

均衡汇率是指一国在基本国际收支相等，即经常项目和资本项目收支基本平衡时决定的汇率。衡量基本国际收支均衡的指标是外汇储备，外汇储备在很小的幅度内增加或减少，表明国际收支基本均衡，汇率是适度的；外汇储备持续上升或下降，表明汇率存在高估或低估问题。自 2002 年以来，中国经常项目和资本项目顺差高速增长，致使 2006 年中国超过日本成为全球第一大外汇储备国，2009 年中国外汇储备突破了 2.4 万亿美元，高于西方七国外汇储备的总和。显而易见，中国存在国际收支严重失衡问题，据美国一些学者计算，要使中国的国际收支恢复均衡，人民币至少需要升值 60%以上。美国财长盖特纳也表示，中国巨额外汇储备意味着外汇供过于求，按照市场经济规律，人民币应该升值。这一论断无论在国际上还是在国内都得到了不少人的认同，中国政府在国际金融危机后盯住美元的汇率政策，被认为是不遵守市场经济规律的离经叛道行为，遭到诸多指责。继 2005 年之后，中国再次面临人民币升值的巨大压力，

表面上看，购买力平价和均衡汇率都表明人民币存在低估现象，实际上，这样的推论是不充分、不完整的。购买力平价一直是西方国家主流的汇率理论，其诞生 70 多年来不断被经济学家们检验和修正，对政府决策者有较大的影响。巴萨拉-萨缪尔森假说揭示了贸易部门与非贸易部门生产率的差异对汇率的影响，指出发展中国家的货币因贸易结构，按照购买力平价计算汇率，会出现系统的低估。用购买力平价作为尺度来断定人民币低估 40%，显然是不正确的，也缺乏科学性。均衡汇率测算有严格的前提条件，例如资本项目完全开放，资本自由流动，不考虑交易成本等，这些前提在中国并不成立。中国实施企业“走出去”战略后，对外投资有了长足发展，特别是 2008 年国际金融危机后，中国加大了对外投资力度，2009 年中国对外投资加上劳务承包对外支付的金额已经超过了外国在华实际直接投资额。按照历史数据来预测人民币均衡汇率，没有充分考虑我国对外投资战略的新变化，没有充分估计我国资本项目顺差缩小的新趋势，夸大了人民币低估的程度，是没有说服力的。

二、中国为什么在危机后选择稳定的汇率制度

与实行浮动汇率制度的发达国家相比，经济体系和金融市场的内在脆弱性导致发展中国家大多患有“浮动恐惧症”，它们在汇率制度安排上倾向于选择盯住汇率，并根据国际收支状况定期进行调整，或者在国际金融危机等外部冲击下被迫调整汇率水平。随着经济、金融全球化的推进，越来越多的发展中国家采用浮动汇率制度，汇率安排上出现了两极化的特征，较少居中安排。例如，金融危机爆发之前，金砖四国中的中国、印度、俄罗斯实行的是没有既定路线的管理浮动汇率制度；巴西因受美国次贷危机的冲击，在2007年6月调整了汇率制度，从自由浮动转向爬行盯住。金融危机爆发后，四国都将本币汇率调整纳入反危机的宏观经济政策调整中，中国转向了盯住汇率制度，印度、俄罗斯和巴西则转向了自由浮动汇率制度⁵。

中国为什么没有像其他三国一样选择自由浮动汇率而是转向盯住汇率呢？我们认为原因有三个。第一，中国的资本账户尚未实行自由兑换，外汇供求关系不能在市场上完整地体现，由此确定的人民币汇率是有缺陷的，人民币汇率由市场决定的基础还不成熟；第二，金融危机爆发前，中国因为贸易、资本收支都是顺差，人民币对美元已经升值超过20%。在欧美国家经济衰退、外部需求严重下降的情况下，2008年下半年开始，中国的出口连续3个季度跌幅超过20%，3000多家出口企业破产倒闭，1500多万农民工被迫返乡，出口企业面临巨大的生存压力，人民币显然已经失去升值的动力。保持汇率稳定，是帮助进出口企业重树市场信心的重要举措；第三，是打击热钱冲击人民币，维护金融体系安全的需要。在前期的人民币升值阶段，市场上形成了人民币升值的刚性预期，引发大量热钱流入中国。左小蕾的研究表明，热钱是推高中国房地产市场价格的主要力量之一，房地产市场泡沫已经成为中国社会稳定、金融安全的一大隐患⁶。中国政府出台了限制房地产贷款的措施，在这种情况下，维持人民币汇率稳定，有利于减少热钱流入，为过热的房地产市场恢复正常创造条件。

三、金砖四国：汇率与国际收支变化无关

金砖四国在危机爆发前实行的都是浮动汇率制度，巴西基本上由市场来决定雷亚尔的汇率水平，中国、印度和俄罗斯对本币的汇率设立了不公开的目标区，一旦市场供求决定的汇率波动超过这一目标范围，政府就会在外汇市场上进行干预。按理讲，市场供求是决定金砖四国货币汇率的主要因素，换言之，如果国际收支出现顺差，本币就要升值；相反，如果国际收支出现逆差，本币就要贬值。然而，我们对2000-2008年金砖四国国际收支与汇率之间关系的研究却否定了上述结论。

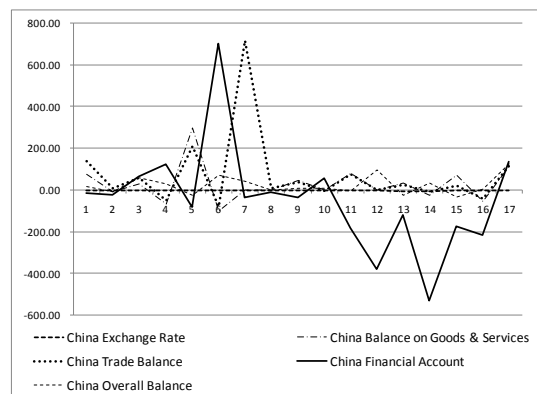
我们运用IMF的数据，选择2000-2009年第2季度的季度国际收支指标，包括货物（TRADE）、商品与劳务（GS）、金融账户（FINANCIAL）、基本国际收支（OVERALL）

⁵ IMF Annual Report on Exchange Arrangement and Exchange Restrictions, 2005-2009.

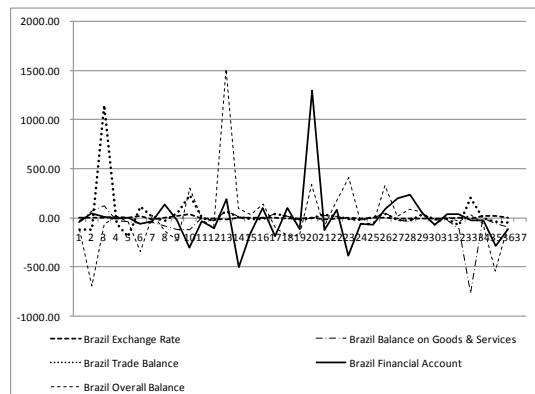
⁶ 左小蕾. 关注输入型成本推动通货膨胀的因素[J]. 中国金融, 2008(8): 46-47.

等四个层次的变量，分别讨论其增长变化对金砖四国本币汇率（ER）变动的影响。由于 IFS 缺乏中国的季度数据，我们运用国家外汇管理局的半年度数据。图 1 反映了金砖四国的国际收支与汇率变化情况。

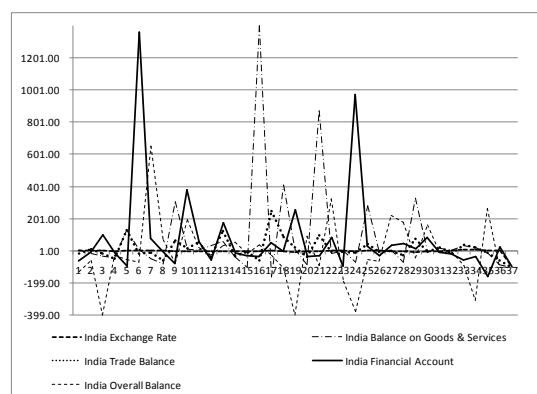
中国：



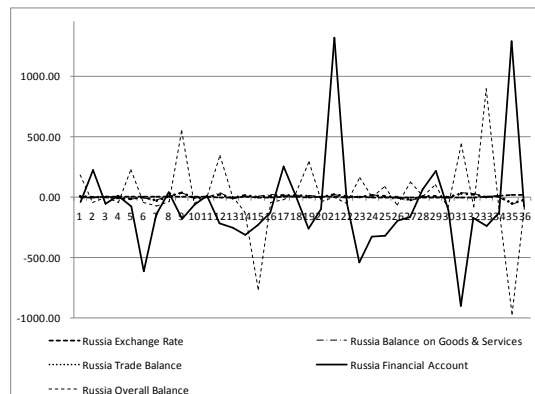
巴西：



印度：



俄罗斯：



----- 汇率 -.-.- 商品与劳务收支差额 贸易收支差额 —— 金融收支差额 ----- 基本国际收支差额

注： 1. 数据来源：中国数据来自国家外汇管理局；其他三国数据来自 IFS

2. 为方便图片展示，删去了几个极端值，但未失一般性。

我们以协整分析与格兰杰因果检验为工具，分别对这四个国家的国际收支与汇率的绝对值间的关系，以及变化率之间的关系进行分析。首先检验各指标的平稳性，在同阶平稳的条件下再进行协整与格兰杰因果检验。研究表明，中国的商品与劳务、贸易收支是二阶单整序列，其余变量是一阶单整序列I(1)。人民币、雷亚尔、卢布汇率与各个层次的国际收支之间不存在协整关系，也没有格兰杰因果关系；印度的卢比汇率与商品与劳务、贸易收支、金融账户收支之间存在协整关系，但无格兰杰因果关系。从增长率角度看，金砖四国的货币汇率波动与国际收支增长之间既不存在协整，也不存在因果关系。

我们认为，出现这一结果的原因可能有两个。第一，资本项目在国际收支中的重要性显著上升。金砖四国 GDP 在 21 世纪的快速增长，吸引了巨额的投资，追求长期利益的 FDI 较少受到汇率波动的影响，反过来也不会对市场心理产生短期的干扰；第二，国际收支均

衡并不是金砖四国汇率政策的主要目标。在有管理的汇率制度下，汇率波动有一个内定的目标，俄罗斯和巴西都将汇率政策目标锁定于本国的通货膨胀率，根据通货膨胀率的变化来干预汇率⁷。中国和印度因为就业压力大，汇率政策更多地为实现就业目标服务。例如，金融危机发生后，中国和印度的金融开放程度相对较低，本国金融机构在国外设立分支机构较少，受到的直接影响较小，金融危机的不利影响主要表现在贸易和市场信心方面，为了便于出口企业确定成本收益，避免汇率风险对企业开展正常贸易获得的干扰，中国将人民币盯住美元，而印度则将卢比贬值了 10%，以便阻止外汇储备的下滑⁸；第三，流动性过剩以及热钱冲击。自 2001 年以来，主要发达国家普遍流动性过剩，带来金砖四国资产价格的大幅上扬，热钱蜂拥而至，拥有丰富的石油、铁矿石、宝石的俄罗斯、印度、巴西成为国际投机者攻击的主要对象，受到热钱攻击的还有中国的房地产。金砖四国都意识到热钱的危害，加强了对本币升值预期的管理，切断汇率与短期资本流动之间的联系。

四、人民币汇率未来变化的几点思考

尽管人民币汇率与国际收支之间没有相关性，但是，巨额的国际收支顺差也产生了不容忽视的负面效应，它加剧了中国经济结构的脆弱性，这次国际金融危机表明，过度依赖出口、粗放型经济增长模式是不能持续的，此外，它还容易激化贸易逆差国的保护主义情绪，制造人为的贸易摩擦。在制定人民币汇率政策时，坚持国内外和谐发展为指导思想，既要照顾中国的国情，又要充分尊重贸易伙伴国的核心利益。

第一，人民币汇率要服务于实现充分就业的经济社会发展目标。温家宝总理讲“一个有劳动力的人没有适合的就业岗位，就没有尊严”。中国每年有 800 多万新增就业人口，其中相当部分是初始化进程中从农村转移出来的文化低、没有特殊技能的劳动力，只能从事低附加值的、劳动密集型工作，中国在劳动密集型产品生产上具有比较优势。将汇率确定在出口企业能够获得适当利润、以便维持就业岗位的水平上，是人民币汇率形成和变动的首要标准。商务部最近对出口企业进行了人民币升值的压力测试，结果表明，只要人民币升值 3%，我国 2/3 以上的出口企业就会亏损，工人就会面临失业的威胁。事实上，2010 年 3 月份我国首次出现 16 年来的贸易逆差，从“以人为本”这一科学发展的核心内涵看，人民币并没有什么升值空间。

第二，人民币汇率要有利于促进中国经济增长模式的转型。国际金融危机发生后，中国经济受到出口下降的沉重打击，出现了二十年来的最大下滑。中国开始改变经济发展模式，改革收入分配制度，完善社会保障制度，努力将消费作为未来经济增长的主要引擎。由于产业结构调整 and 一种新的发展模式的形成需要 10-20 年的时间，在这一段调整的过程中，中国还需要继续扩大开放，充分发挥中国的廉价劳动力优势，通过人民币汇率来稳定出口，稳定就业。人民币汇率政策的对象应该是由一篮子货币构成的多边贸易加权的有效汇率，在保持人民币有效汇率基本稳定的情况下，人民币对美元、欧元或日元等双边汇

⁷ Konnon Yugo, The Financial Crisis and the Policy Responses in Russia, 2010 Northeast Asia International Conference for Development in Niigata

⁸ B.M.Misra, Global Financial Crisis and Monetary Policy Response Experience of India, ESCAP, July 2009

率，完全可以按照我国经济结构、贸易结构的调整进度的需要上下波动。人民币汇率的调整必须与我国经济发展模式转换的节奏协调一致，根据消费、投资、出口协调发展的要求进行积极、主动、灵活的调整。

第三，人民币汇率要做到市场机制与政府调控之间的和谐。如果说以前我国的经济的发展依赖出口，人民币汇率政策更多地向出口倾斜，那么要保持出口和进口利益的均等，汇率应该转变为中性，即人民币应该适当升值。特别是在拉动内需的过程中，人民币升值带来的低廉进口品，有利于扩大消费，提高消费者的实际收入水平，对改善民生也有积极作用，出口品附加值上升、贸易结构优化是人民币升值的前提条件。中国政府对经济进行干预时应该充分尊重市场经济的运行规律。在外汇供过于求的情况下，长期依靠政府干预来维持人民币汇率，表明市场机制与政府调控之间并不和谐。在弥补市场缺陷的前提下，逐渐减少出口、增加进口、扩大对外投资，实现国际收支平衡，更多地发挥市场机制在人民币汇率形成中的作用，是协调发展的必由之路。

第四，人民币汇率要有利于与贸易伙伴和平共处、互利共赢。在过去“中国制造”的发展模式下，出口的快速增长是以消耗资源、牺牲环境为代价的。走节约型、环境友好型发展道路，必须借助经济手段和市场的力量。汇率作为价格杠杆，提高人民币币值，加大出口成本，一定程度上可以遏制“三高一资”出口企业的发展，加速中国转变经济发展模式。此外，中国作为世界最大的出口国和第二大进口国，与美国、欧盟、日本、韩国、东盟等主要贸易伙伴国之间的经济利益紧密相连。由于世界经济发展不平衡，加上各国的政治制度、经济周期、文化之间存在差异，不同时期有不同的核心利益诉求，容易产生贸易摩擦和其他利益冲突，对此中国要高度重视。面对中国与美国、中国与欧盟的贸易顺差，如果不能用人民币升值来解决，也要相互磋商，寻求切实解决国际收支失衡的路径，例如，通过双边的战略对话机制，要求美国和欧盟取消对中国的技术产品出口限制，以便增加中国的进口。