

中国汇率水平：钉住美国通胀率？

□麦金农



■人物志
罗纳德·麦金农 (Ronald I. McKinnon): 斯坦福大学经济学教授, 当代金融发展和金融压抑理论的奠基人, 享誉全球的经济学家。

从1994年至2005年7月21日, 中国央行把人民币钉住美元, 通过稳定人民币从而也稳定了中国的价格水平。这一政策是非常成功的。在这一时期, 中国消费者价格的通胀率水平从25%以上水平降低到了1%至2%左右水平, 经通胀调整后的GDP年增长率也达到了9%至10%的健康水平。

然而, 当今的美元锚已经不像以往那样稳固了, 美国的通胀率正盘旋上升。今年7月份, 美国消费者价格同比上升至4.1%水平, 生产者价格同比上升至4.2%水平。中国的美元锚显然正在失去平衡。更为糟糕的是, 在今年8月份的联储会议上, 美联储在抑制通胀问题上显得优柔寡断, 并将银行间联邦基金利率维持在5.25%水平上, 这一利率水平仍将刺激美国的通胀率上升。

那么, 中国又做了些什么呢? 自从2005年7月21日开始, 中国央行放弃了将人民币钉住美元, 并允许人民币一次性升值2.1%, 中国的政策制定者已允许人民币以爬行的方式缓慢升值。截至2006年7月21日, 人

民币的升值幅度合计达到了3.3%, 人民币似乎还将以这样的年升值幅度继续升值。

中国放弃人民币钉住美元的最初目的, 很可能是为了消除(或缓解)被误导的美国政治压力, 即要求人民币对美元升值。主张人民币对美元升值的一个假定前提是人民币升值可以减少中国大规模和持续增长的贸易顺差, 但这种被广泛接受的观点却是错误的。中美之间的贸易不平衡是由中国的高储蓄率与美国的低储蓄率所引起的, 而通过变动人民币对美元汇率是否能改变中国的储蓄率高于美国的现状呢? 这也是难以预期的。

然而, 可以预见的是, 持续的汇率变化将影响到中国的通胀率水平。尽管将放弃人民币钉住美元作为减少中国贸易顺差的动机是错误的, 但持续、小幅的人民币升值仍会产生一种正面的效应: 将有助于中国隔绝来自于美国的通胀率惊人上涨的不利影响。为了维持中国国内价格稳定, 保持小幅和可控的人民币升值步伐, 是否应当成为目前中国货币政策的一项指导方针?

让我们来思考一下下述现象: 今年7月份, 中国消费者价格指数同比上升了1%, 同期美国消费者价格指数同比上升了4.1%。由下图显示, 中美消费者价格水平之间相差3.1个百分点, 这与人民币在过去一年内升值3.3%的幅度是相一致的。中美消费者价格水平之差如此接近于人民币的升值幅度, 虽有统计上的几巧合, 但这种情况以后大概不会再发生了。不过, 分析这两者之间的相关关系也是有意义的。除了被用在中美之间贸易外, 美元在亚洲和世界范围内商品和服务贸易中还普遍地用作定价的一种国际性货币。当中国这样一个高度开放的经济体调整其国内货币政策时, 这显示出一个很好的信号, 人民币对美元的升值趋势将会放缓, 由此可以预期中国的价格通胀水平也将相应地低于美国的价格通胀水平。

上述论证为中国提供了一个新的货币政策规则: 选择中国的CPI作为年通胀率的一种目标率, 比如说CPI可以为1%(也可以高于2%水平)。然后, 再观察美国的年通胀率(比如

说是4.1%)比上述的中国国内目标率高出多少。目前中美之间的通胀率水平相差3.1%, 那么这一差额就可以作为规划中的人民币中心汇率对美元爬行的年升值幅度。由前面的案例获知, 中国央行是严格管制人民币对美元升值的爬行速度, 人民币中心汇率的每日波动幅度(围绕0.3%上下)的狭小波动区间)很小, 而人民币汇率波动的具体节奏又是随机行走的, 结果是那些投机者无法从中获取免费的午餐。最后, 如果美联储主席伯南克真能成功地降低美国的通胀率水平, 那么人民币对美元汇率的向上爬行速度将相应放缓, 当美国的通胀率稳定在中国的国内目标率水平时, 人民币的升值将会完全中止。

尽管包括汇率规则的新货币政策规则是非常简单明了的, 但它对人民币利率波动也会产生显著的影响。尽管人民币利率并没有正式挂于人民币汇率, 但人民币利率却是由人民币汇率的预期波动路径内在决定的。下图显示了中美一年期利率及收益率的波动路径。在今年5月份, 伦敦市场上报价的美元债券收益率为5.7%, 中国央行发行的一年期债券收益率仅为2.6%, 两者之间的收益率之差恰好为3.1%。然后, 这一图表又添加自了2005年7月21日人民币升值的波动路径。值得注意的是, 截至2006年7月, 这两条曲线已相互交织在一起。在过去的一年里, 人民币升值了3.28%, 大致等于中美一年期债券收益率之差。投资于人民币资产的投资者之所以愿意接受较低的回, 是因为他们预期人民币的升值幅度至少会超过3%。如果投资者设想人民币还将以3%的幅度继续升值, 按照新的货币政策规则, 中国的国内价格通胀率应低于美国的价格通胀率水平, 人民币与美元之间的3%利差或将继续维持。

保持温和的人民币升值幅度及维持人民币升值幅度与中美两国之间的通胀率之差是非常重要的。假定人民币的升值幅度加速上升到了6%水平, 而美国的通胀率仍维持在4.1%水平和美元利率也维持在5.7%水平, 那么金融市场将会迅速做出调整, 并将驱使人民币资产的利率降至零利率水

平, 人民币利率必定会陷入尴尬的零利率陷阱之中。由于商品市场中商品价格的调整速度相对较慢, 中国的通胀率将开始下降至1%水平之下, 甚至可能会低于零水平, 以至于会造成全面的通缩。

或者, 假定美国的通胀率降到了2%水平, 美元利率也跌到了3%水平。如果中国央行依然保持目前的政策, 即人民币向上爬行的年升值幅度略超过3%, 那么中国的利率水平将再度被迫趋近于零利率水平, 并伴随着总体价格水平面临全面通缩的威胁。相反, 将人民币年升值幅度降低到1%水平甚至更低的水平, 将是中国央行的一个正确选择。

如果让人民币汇率自由浮动, 将导致人民币在开始阶段会大幅升值, 这将是一个严重的政策失误。中国的贸易顺差依然不会减少, 私人部门持

有美元权益的持续积累还将对人民币构成持续升值的压力, 直到在中国央行再次被迫进行干预, 把人民币汇率稳定在一个更高的升值水平上。到那时候, 对人民币不断升值及中国会陷于通缩的预期将使中国必然会发生日本在1980年代至1990年代曾经历的情形: 日元升值导致日本陷入了通缩的经济衰退, 并伴随着零利率陷阱, 日本也步入了1990年代的“衰退的十年”。

中国央行的基本思路: 应当仔细观察美国的通胀和利率水平, 据此制定基于人民币汇率基础之上的货币政策策略, 并且还应当严格控制人民币对美元汇率的任何变化, 人民币对美元汇率的升值过程也应当是渐进的, 就如同去年以来人民币升值的情形那样。

(翻译:乐嘉春)

■看点

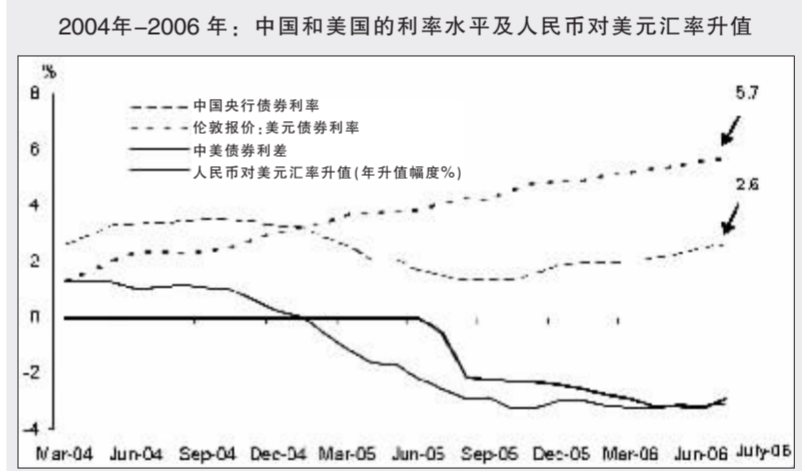
●当今的美元锚已经不像以往那样稳固了, 美国通胀率正盘旋上升, 今年7月份, 美国消费者价格同比上升至4.1%水平, 生产者价格也同比上升至4.2%水平。中国的美元锚显然正在失去平衡。

●选择中国的CPI作为年通胀率的一种目标率, 比如说CPI可以为1%(也可以高于2%水平)。然后, 再观察美国的年通胀率(比如说4.1%)比上述的中国国内目标率高出多少。中美之间的通胀率相差3.1%, 那么这一差额就可以作为规划中的人民币中心汇率对美元爬行的年升值率。

●尽管包括汇率规则的新货币政策规则是非常简单明了的, 但它对人民币利率波动也会产生显著的影响。尽管人民币利率并没有正式挂于人民币汇率, 但人民币利率却是由人民币汇率的预期波动路径内在决定的。

●中国央行的基本方法: 应当是仔细观察美国的通胀和利率水平, 并据此制定基于人民币汇率基础之上的货币政策策略, 还应当严格控制人民币对美元汇率的任何变化, 人民币对美元汇率的升值过程也应当是渐进的, 就如同去年以来人民币升值的那样。

●人民币升值问题已经到了需要作出选择的时候了。我们的思路是要坚定地避免升值, 既不能搞慢升值, 更不能搞急升值, 升值不能解决我们当前面临的通胀过热及结构失衡问题, 更重要的是大幅升值的机会还没有到来。在工业化未基本完成特别是资本技术密集型产业的国际竞争力还未完成时, 采取逐步升值或快速升值的政策将增加宏观经济环境的不确定性, 且阻碍产业竞争力的形成。



人民币升值缺乏长期经济竞争力基础

□王小广



■人物志
王小广, 经济学博士, 现为国家发改委经济研究所经济形势研究室主任, 研究员。专业研究领域为宏观经济形势分析和经济发展战略研究。

当前中国经济已经呈现新一轮的过热趋势, 其中主要问题是投资持续过热, 解决投资过热问题在短期宏观经济政策上被认为是非货币政策莫属, 这里最具争论的问题是升息好, 还是升值好, 或者是两个同时升, 我所接触到的大多数经济学家都认为升值最好, 好像升值是解决投资过热及其结构失衡一把最恰当的钥匙。对这样的一种较普遍的论点, 我不敢苟同。

这里, 我想就有关升值论的观点作一些解析, 并提出自己的观点。综合起来, 目前大致有四个“升值论”的观点: “低估论”、“避险论”、货币问题根源论和“显示论”。

先说说“低估论”。人民币汇率是不是被严重低估了, 低估了多少, 没有人能说得清, 但有三点是很清楚的。一是在一个国家从落后或相对落后向发达的发展过程中, 汇率低估是一个普遍现象, 且没有产生过什么大的负面影响, 或至少可以说, 汇率低估没有什么明显的坏处。汇率低估的好处至少有两点: 首先是可以促进出口, 对培育一国企业的竞争力有促进作用; 其次是汇率低估且稳定(固定汇率制)是发展中国家(弱国)和小国经济发展的外部稳定器。低估且稳定的汇率安排是国内弱势企业平衡强势外资的一种有效机制。

二是汇率大幅波动是一种巨大的资产转移(流动)“扰动”, 发展中国家一般难以承受这一“扰动”所形成的风险。亚洲金融危机就是这样一次大的“扰动”。

三是没有证据表明汇率低估是造成国内价格严重扭曲的主要原因。中国产品出口价格偏低甚至过低, 主要不是因为汇率低估。当前内外经济的失衡问题反映为经济对出口及外资依赖过强。造成近几年我国出口超常高速增长的原因包括三个方面, 一是汇率存在一定程度的低估, 二是长期采取高的出口退税政策, 三是地方政府对引进外资采取了过度的刺激政策。汇率低估仅是原因之一, 要想改变对出口增长的过强依赖没有必要一定要调整汇率, 相反, 调整另外两个政策效果会更好, 而且对国内企业和内陆地区来讲也更为公平。

“避险论”的基础是经济起飞国家汇率大幅升值是一种必然规律, 而一次性升值具有巨大的破坏性, 所以主张先升值和慢升值, 以避免落入“日元升值”的不好路径”。

我对这种观点也有三个疑问: 一是在政策选择中是不是你可以只选择好的, 又能把所有负面的东西完全避开。我认为不行。

二是“慢升值”真的能行得通, 且不会造成更大的问题吗? 根据我的观

察, “慢升值”特别是有规律的(计划好的)慢升值实际是培育了一种固定的预期, 甚至是不不断强化的预期, 结果将会更糟糕。这使国内资本和海外资本投机被强化。我认为, 近几年顺差的扩大与人民币升值预期强化有很大的关系, 而这种预期主要源于我们对升值的“暧昧”态度。我基本认为, 人民币升值只能是一次性或集中性(集中于某一阶段), 发生的时间将是比较长且有很大的不确定性。当然, 人民币最后将大幅升值是个好事, 至于它可能带来的风险也要坦然地去承受, 但要尽可能地化解。

三是经济起飞国家币值必然大幅升值是有条件的, 即升值是阶段性的, 升值与经济发展阶段有因果关系, 而且升值不一定是一个连续不断的过程。至于升值与经济发展阶段的关系, 升值是果, 而发展阶段是因。

我们观察到这样的一个个有趣现象: 一个国家工业化及工业的国际竞争力基本形成是升值的“临界点”, 只要经济竞争力真正建立起来了, 升值才是一种必然过程。相反, 如果一个国家发展没有达到一个很高的阶段(中等发达或发达阶段), 汇率大幅升值最后也会大幅贬值。日元、韩元升值都发生在工业化完成之后, 所以尽管大幅升值后造成了很大的经济波动, 但基本都不伤元气。相反, 汇率市场化及汇率大幅升值远在工业化完成之前, 会面临很大的金融风险冲击。升值的顺序不同, 结果也明显不同。用贸易顺差扩大来判定一国货币是否升值是不充分的。因此, 这不过是一种外在的优势。

另外, 还有一个顺序问题, 即金融发展的顺序问题, 国内金融改革和发展在先, 而作为国际金融工具的汇率改革和发展应在后, 或者至少是利率

市场化在先, 汇率市场化在后。就目前来讲, 我国经济发展阶段和金融发展阶段两方面都不具备汇率大幅升值的条件, 最根本的是人民币升值缺乏长期竞争力的基础, 汇率升值(无论是缓慢性的大幅升值还是快升值)都将影响到工业竞争力的形成。

因此, 认为外汇储备增长太快是导致当前流动性过剩的主要原因, 外贸顺差太多又主要地影响了外汇储备增长太快, 这是由于汇率长期过低所致。这样的“显示”论不仅没有道理, 而且是一种很奢侈的想法。相反, 尽可能在较长的时间内保持汇率稳定将是一种最佳选择。

货币问题根源论有一定道理, 但并不全面。毫无疑问, 近几年货币供应量大幅增长与外汇储备增长过快有相当大的关系。2003年新增外汇储备对全部运用资金的贡献率为28.4%, 2004年2005年分别上升到48.5%和46.4%, 不过今年前5个月有所下降, 为27.7%。这说明, 外汇储备增加对货币供应量增长的作用在减弱, 这也说明通过升值来减少货币流动性的必要性在降低。

不过, 近几年来外汇储备的增加与人民币汇率低估的关系不大, 但与人民币升值预期不断趋强关系很大。我国每年新增的外汇储备主要有三部分构成: 一是贸易顺差, 二是外商直接投资(FDI)规模, 三是海外游资及其他资金流入。2002年以前, 外贸顺差与FDI合计占新增外汇储备的比重一般都超过100%。2003年以后发生了很大变化, 这一比重降至40%至70%。其中, 贸易顺差所占外汇储备增加的比重, 在2003年至2004年平均为17.8%, 不过2005年则再次上升到40%以上。这说明, 外贸顺差增加不是外汇储备增加的决定性因素, FDI更稳定,

新增外汇储备中增长最快的是海外游资及其他资金流入。该项资金占外汇储备新增量的比重, 2004年猛增到55.1%, 2005年下降到了22.3%。今年上半年新增外汇储备1222亿美元, 其中外贸顺差和FDI占了26.5%比重。我们认为, 升值预期及国内房地产投机导致了海外游资的大量流入, 因此现在到了应尽快减弱人民币逐步升值预期的时候了。所谓升值能根本解决流动性过剩问题是夸大其词的, 实际上反而会促进海外资本的投机倾向。

人民币升值问题已经到了需要作出选择的时候了。我们的思路是要坚定地避免升值, 既不能搞慢升值, 更不能搞急升值, 升值不能解决我们当前面临的通胀过热及结构失衡问题, 更重要的是大幅升值的机会还没有到来。在工业化未基本完成特别是资本技术密集型产业的国际竞争力还未完成时, 采取逐步升值或快速升值的政策将增加宏观经济环境的不确定性, 且阻碍产业竞争力的形成。

但要缓解外部人民币升值压力, 对外要传递这样两个坚定的信息: 一是人民币在现阶段缺乏大幅升值的基础, 保持较长时间人民币汇率稳定是中国长期稳定增长的前提之一; 二是我们可考虑承诺增加汇率调整的灵活性, 但必须保持在可控、有限的范围内, 如规定5年内人民币汇率浮动的幅度不超过10%, 而且不会只朝着一个方向浮动, 可升可贬, 应根据经济增长波动和国际形势而定。

对内来讲, 也要尽快减弱升值预期, 而且可选的替代升值来解决投资过热及结构失衡的办法有很多, 如逐步小幅升息、合理调整外贸外资政策、加快收入分配领域的改革、深化国有企业改革及打破行政垄断、积极推进税收体制改革等。

■余论

麦金农教授是一位享誉国际的经济学大师, 在本报曾发表过5篇文章, 都产生了很大的影响。本期发表的麦金农教授此文提出了一种新的见解: 即中国要钉住美国的通胀率, 中美两国之间的通胀率之差, 可以作为规划中的人民币中心汇率对美元爬行的年升值率。他认为人民币对美元的升值过程应当是严格可控且渐进性的, 将人民币年升值幅度降低到1%水平甚至更低的水平, 将是中国央行的一个正确选择, 决不能让人民币完全自由浮动。

而王小广博士的文章似乎与麦金农的观点有“异曲同工”之妙, 但他更为坚定地主张在目前阶段上要避免人民币升值(既不赞成慢升值, 也不赞成急升值), 因为人民币升值并不能解决当前中国的一些宏观经济问题。

——亚夫