

避免人民币过度升值：应以稳定汇率为重

□麦金农

从1994年到2005年7月21日,中国把其汇率固定在1美元兑换8.28元人民币的水平,2005年7月21日以来也只是允许人民币小幅升值。相对于大部分国家而言,中国的劳动生产率增长相当迅速,贸易盈余一直在增长,并持续积累了大量美元外汇储备。这引发了美国的“挤压中国”,并强烈要求中国的人民币进一步升值。尽管人民币升值并不能降低中国的贸易盈余,但人民币升值的威胁将降低中国的名义利率和工资增长——正如1978年早期至1995年的“挤压日本”时日元升值的情况那样。20世纪90年代“失去的十年”中,日本相应地出现了通货紧缩与零利率的流动性陷阱,而这同样可能在新千年的中国再次重演。

从“挤压日本”到“挤压中国”

20世纪80年代初以来,美国的结构性财政赤字和极低的个人储蓄率导致“全球失衡”不断恶化,也就是说持续增加的美国经常账户赤字通过向其他地区大量借入美元而得以弥补,美国的赤字在2006年将达到GDP的7%。相应地,为其提供融资便利的大部分是东亚的高储蓄国家,主要是日本,现在则是中国。这些国家与美国存在大量的贸易盈余,而且盈余主要来源于制造业。然而,2003年以来,产油国的盈余也开始突出。

东亚国家制造业的贸易盈余,加上这些国家货币盯住美元的汇率保持稳定,导致积累了大量的外汇储备(主要是美元储备)。但这引发了来自美国和欧洲持续高涨的贸易保护主义压力,并要求它们的汇率升值。特别是中国,相对于其巨大的国内投资而言,其储蓄率仍然相当高,中国在2005年至2006年承受的外部要求人民币升值的压力尤其突出,因为普遍相信,人民币升值将可以削减中国高额的贸易盈余(储蓄)。

当前美中之间贸易摩擦很容易让人联想起20世纪70年代起持续至1995年间的美日贸易摩擦。日本制造业产品大量涌入美国市场引发了广为人知的“挤压日本”这一政治现象。当时,对于美国进行贸易制裁的威胁和要求日元升值的压力,日本政府对于出口美国的个别商品采取的是“自动出口限制”,并允许日元升值。日元兑美元汇率从1971年8月的360日元兑1美元一路上升至1995年4月的80日元。麦金农与大野健一曾论述,一度高估的日元使日本经济陷入通货紧缩的衰退及零利率的流动性陷阱之中,但并没有降低日本经常账户盈余占GDP的比率。不过,要求日元升值并不是暂时的,而且经常导致针对特定产业的辩论,其结果是诱发了“日元过度升值综合症”。

新千年里,历史再次重演。现在,“挤压中国”取代了“挤压日本”。中国与美国的双边贸易盈余已从20世纪80年代微不足道的水平增长到2000年与日本水平持平,到2005年已是日本的两倍多,现在则已超过美国GDP的1.5%。

与当年日本出口到美国的产品主要集中在几个特定的发达制造业不同,中国的出口商品更多来自于轻工业和中等技术水平的产业,且呈“全面开花”之势。中国主要还是最终消费品的出口国。由于资本品、零部件,以及包括主要矿产和石油产品在内的各种工业原料都大量依赖进口,大多数的中国个人用品的附加值并不高。中国只是全球范围内商品涌入到储蓄缺乏的美国的一个方面。日本、德国,以及一些小型的东亚国家目前对华都存在双边贸易盈余。不过圣诞节时,当美国家庭打开他们的礼品包时,他们惊讶地发现其中大部分商品都贴有“中国制造”的标签!对消费者而言当然是好事,但生产商却指责,来自中国商品的竞争迫使其压缩美国制造业的雇员。其结果是引发了“挤压中国”,且要求人民币升值,以全面降低中国产业的国际竞争力,而不是像以前对日本那样,对特定产业采取贸易保护措施。

除不断呼吁外,美国官方采取了两项具体措施给中国施加压力。首先是2005年3月提交给国会一份议案,这份提案要求对所有来自中国的进口商品征收27.5%的关税,除非人民币出现大幅升值,但它至今仍未通过。这份提案如果获准通过,它将具有1971年8月的“尼克松冲击”同样

的影响。当时,他对所有进口制造品征收关税,直到1971年12月所有工业国家同意将其货币升值才取消——当时的名单中有日本,但没有中国。

其次,根据《公共法》(Public Law) 100-418 款的3004项(301法案),财政部长每年5月都要评价像中国这样在全球贸易中存在经常账户盈余,或者与美国存在双边贸易盈余的国家是否操纵汇率以阻止国际收支平衡进行有效调整,或者在国际贸易中获取了不公正利益,假如存在此类情况,将对这些国家实行相应的制裁。2006年5月,在产业部门和劳工集团制裁中国的强力游说下,财政部长勉强决定官方不把中国列入汇率操纵国。然而,他警告说,假如人民币不升值的话,该项决定未来可能改变。其警告是基于一个错误的假定:即人民币升值将降低中国的贸易盈余。

因此,我们面临的现实是,尽管人民币升值幅度不大,但人们强烈预期,人民币兑美元未来还将大幅升值。

贸易失衡的政治经济学

当前的“挤压中国”和早些时候的“挤压日本”一样,既是一种“政治”现象,也是一种“经济”现象。从政治层面来说,意味着美国制造领域的失业引发贸易协会和全国产业联合会的愤怒。毫不奇怪的是,制造业占很大比例的一些州国会议员大声吵着要对此采取一些措施。谴责外国扭曲汇率远比解决过低的居民储蓄和美国庞大的结构性财政赤字要容易得多。

糟糕的经济理论至少也应受到质疑。大部分主流经济学家认为,政府能够控制实际汇率(经通货膨胀调整后),因此也能控制实际的贸易平衡。但事实上政府顶多只能控制名义汇率。因为,任何名义汇率的变动,政府都能通过改变国内的货币政策加以维持。因此,宏观经济对于汇率持续变动的反应尤为巨大,但它在弹性模型中没有得到充分反映。

正如大部分东亚经济体一样,对于国际债权人而言,如果其货币相对于世界主要货币的汇率一次性大幅升值,其收入和支出将受到极大影响,因而货币升值对实际贸易盈余的效果还是难以判断。为了便于理解,我们集中讨论一个有贸易盈余的债权国,当其国内价格保持某种“粘性”的时候,它是在短期和中期中对货币升值进行反应的。由于货币升值国家的出口品价格高于国际市场,其出口量因而减少。然而,用国内货币估值的进口商品似乎更为便宜,进口量可能因此而增加。从直观上看,正如弹性理论所阐述的那样,贸易盈余下降这一判断是“似是而非”的。货币升值对一国收入和支出至少产生三种纠正效应,往往抵消了这种相对的价格变化。

首先,出口本身的下降和生产进口替代产品的工业产出下降将降低国民收入,将削减在此基础上的支出水平,其中包括对进口品的支出。

其次,假定国家A的货币突然被迫升值,对外国企业而言,它们不得不将其有限的资本用于购买A国现在更贵的货币,国内外企业都将预期项目收益率水平下降,结果是流入的外国直接投资和国内投资都将因升值而缩减,并将进一步导致进口品在国内的国内支出大幅减少。

再次,对于对外拥有巨额美元债权的债权国来说,汇率升值引起的通货紧缩因美元资产相对于国内资产的缩水而加剧:财富负效应将减少国内消费和投资。相对于官方外汇储备而言,私人部门持有美元资产的财富负效应更大。因此,可以预期,相对于中国主要由官方以外汇储备的形式持有国外的流动性债权,日本大部分美元资产由保险公司和银行持有,日本的财富负效应更突出。

就短期和中期而言,国内支出的缩减抵消了升值产生的相对价格变化,从而使升值后的净贸易盈余效应变得模糊。弹性理论的支持者集中讨论汇率变化后的相对价格效应,或忽视了收入效应(吸收效应),或以为它们很小且可以控制。

上述分析集中讨论了国内价格开始变化前,名义汇率在短期内一次性突然升值后所产生的诸多影响。因而,任何名义汇率升值也就是实际汇

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。

率的升值。但是,更为重要的是否能维持这种实际升值。在金融开放的经济体内,一国的名义汇率与国内货币政策是相互决定的。若一次性的名义汇率调整得以维持,那它必须反映未来相对的货币政策预期:汇率升值国家中货币供应相对紧缩(通货紧缩),或者是汇率贬值国家中货币相对宽松(通货膨胀)。

具有讽刺意义的是,由于日本的价格水平相对于美国而言下降了,到2000年,日本的实际汇率还一度贬值到1980年左右的水平。以购买力平价标准来衡量,日本的实际汇率并不能维持其升值的水平——尽管名义汇率出现了大幅升值。日本的经常账户盈余却没有出现过任何可维持的下降。

假如我们抛开业已熟知的实际汇率可作为国际收支中平衡经常账户的有效工具这一理论,又如何能将“最优”汇率政策加以理论化呢?其中备选的答案是:为明确一国的价格水平目标,控制名义汇率就成为货币政策中必不可少的组成部分。

对中国而言,保持人民币适度升值,维持中美两国间的通胀差是尤为重要的。中国中央银行的底线是必须密切关注美国的通货膨胀率和利率,以建立其以汇率为基础的货币战略。任何货币兑美元的汇率变动都应被严格控制,并保持渐进的过程——正如过去一年人民币升值所表现的那样。

负风险溢价和零利率流动性陷阱

现在,我们是否可以提出一个简单的资产组合公式,以反映中国或日本的外汇风险是如何将由市场决定的利率保持在美国的相似利率水平之下?

让我们先来分析一下中国的情况。人民币高估的预期压低了人民币资产的名义利率,而且这一效应还会随着中国金融体系的自由化得到强化。为了阐明这一点,我们做一些与当前中国情况相反的假定,即中国金融体系已完全自由化:国内对银行存款和贷款的利率限制也已全部消除,国内债券市场发达,债券市场所有未到期债券都可以通过市场来决定其利率水平。我们还进一步假定,国际资本流动的汇兑限制也已被取消,以美元为主的外汇市场和以人民币为主的国内资本市场之间的套利机制完全没有限制。那么,我们用下列公式来表达所有未到期债券的利率:

$$i = i^* + E(\dot{\epsilon}) + \phi \quad (1)$$

此处, i 表示中国的实际利率(由内生因素决定), i^* 表示美国的名义利率(由外部给定), E 表示预期因素。 $\dot{\epsilon}$ 相应地表示人民币对美元的名义汇率变化程度。那么,如果预期人民币将升值,则 $E(\dot{\epsilon}) < 0$,这与开放条件下的利率平价公式相似。但是,还应包括预期人民币平均升值幅度在内的因素。中国利率风险溢价由 ϕ 表示。

只要中国私人部门持有净额的美元资产,人民币兑美元的汇率在它的预期均值附近波动,那么风险溢价为负(即 $\phi < 0$)。对习惯持有人民币资产的中国财富持有者来说,这就意味着,即使没有人民币单向升值的预期,持有美元资产的风险也大于持有人民币资产的风险。随着汇率波动幅度的扩大与私人部门持有人民币资产的增加, ϕ 的负值也会更大。

事实上,美元债券与人民币债券的利率差实际上能用嵌入开放条件下利率平价条件的 $E(\dot{\epsilon})$ 来解释。假如你认为3.3%的实际升值水平反映了所预期的人民币升值水平。那么,如何解释中国的实际情况中缺少负风险溢价(即公式(1)中)呢?负风险溢价是与债权人经济体内私人部门所持有的美元债券和汇率波动趋势及预

期升值幅度呈正相关。由于中国私人部门持有的美元债券比率相当低,并且人民币兑美元汇率的波动幅度也低。因此,中国金融市场中缺少负风险溢价这一重要指标,这与日本存在的情况完全不同。

了解日本在预期日元升值和日元兑美元汇率的随机波动幅度时处理货币风险的的经验是大有裨益的。2006年中期,日本附有回购协议的债券市场利率(Gensaki rate)比美国联邦利率整整低5个百分点。为何压倒性的国际金融套利活动没有填补其中的利差呢?

我们可以从稍长的历史角度来分析日元资产和美元资产的利差。日元兑美元汇率从1971年8月(尼克松冲击)的360日元兑1美元升值到1995年4月,最高峰曾达到80日元兑1美元,此时“挤压日本”停止。1971年后,对日元过度升值的预期延缓了一些实际情况的发生。1978年,预期日元过度升值的意见已占主流,日本的长期利率下降到美国的利率之下,并自此延续至今。

那么,为什么日本的利率还远远低于美国的利率呢?在1995年4月“挤压日本”前,我们能够合理地预期日元将继续升值,因此 $E(\dot{\epsilon})$ 在此期间占支配地位(正如如今的中国)。但由于改变已确定的预期经常出现滞后,日元长期升值的预期才开始逐渐消退,尽管 $E(\dot{\epsilon})$ 仍占有重要地位,但已经开始慢慢失去了其支配地位。然而,由于新千年中日本与美国的利差仍然如此之大,还要分析负风险溢价及美国的利率变化态势。

由于日本的经常账户长期以来保持盈余,相对于20世纪80年代来说,日本经济中累积的流动性美元债权相对于GDP越来越大,并且它们仍在继续增长。由于日元兑美元汇率波动较大,私人部门融资取得对应的美元债权收益常常是不确定的,这一风险抵消了相对于持有日元资产的美元资产所获得的高收益,新增的

美元债权主要由私人部门持有,可能会扩大日本与美国间的利差,以反映不断增长的负风险溢价。

当2001年高技术泡沫破灭后,美国的短期利率急剧下降,但在2005年至2006年间美国的利率大幅上升,因而扩大了持有短期日元资产的利差。私人部门又重新持有日本经常账户盈余形成的大部分美元资产。但这只是短暂的平静。当美国的利率停止上涨,以及日本私人部门的资产组合持续增加美元资产时,再次满足了风险溢价为负的条件(日本的利率仍然不够低),任何纯粹关于货币升值的谣言将促使私人部门向官方外汇储备抛售美元。这一流入官方储备的插曲之后是一段时期的平静,也是日本的一段早期经历。

但是,我们在分析利率运行机制和利率的负风险溢价时,不应忽视汇率不稳定给日本经济造成的高昂代价。持续到20世纪90年中期的日元过度升值将日本经济推向了通货紧缩的困境。由于持续不断的汇率波动,随后引发了低利率的流动性陷阱,阻碍了日本银行启动通货膨胀机制,促使经济摆脱困境的努力。

的确,到2006年,日本的价格水平已经停止下降,经济也出现了温和的增长——但主要是受益于出口增长的支持,特别是对中国的出口。日本的国内总需求增长仍然比较温和,经济仍然脆弱。

简短的结论

长期而言,中国和日本的首选应该是维持其货币兑美元汇率的稳定,以阻止过度的低利率和通货紧缩陷阱。对中国而言,为避免人民币出现过度升值的预期,并超越期望的利差,必须保持汇率稳定。由于美国的通货膨胀已经温和,人民币的升值也应减缓,或者完全停止。

如果中日成功地维持与美元的汇率稳定,其他所有的亚洲小国将可能效仿其做法。由于东亚内部贸易的增长相当迅速,东亚现在开始接近“最优货币区”的条件(McKinnon 2005),稳定的东亚内部汇率将为东亚金融市场的进一步一体化带来巨大的共同利益。当然,这并不能消除东亚与美国之间的储蓄(贸易)失衡,这需要采取汇率政策以外的其他措施加以解决。

(由于篇幅限制,本文删节了“中国将汇率作为货币政策工具”和“新的货币原则”两节,这两部分内容曾在本报发表过。其他两个部分也略有删节)(翻译:曹红辉,王琛)

看点

●20世纪80年代初以来,美国的结构性财政赤字和极低的个人储蓄率导致“全球失衡”不断恶化,也就是说持续增加的美国经常账户赤字通过向其他地区大量借入美元而得以弥补。为其提供融资便利的大部分是东亚的高储蓄国家,主要是日本,现在则是中国。这些国家与美国存在大量的贸易盈余,而且盈余主要来源于制造业。

●对中国而言,保持人民币适度升值,维持中美两国间的通胀差是尤为重要的。中国中央银行的底线是必须密切关注美国的通货膨胀率和利率,以建立其以汇率为基础的货币战略。任何货币兑美元的汇率变动都应被严格控制,并保持渐进的过程——正如过去一年人民币升值所表现的那样。

●只要中国私人部门持有净额的美元资产,人民币兑美元的汇率在它的预期均值附近波动,那么风险溢价为负(即 $\phi < 0$)。对习惯持有人民币资产的中国财富持有者来说,这就意味着,即使没有人民币单向升值的预期,持有美元资产的风险也大于持有人民币资产的风险。随着汇率波动幅度的扩大与私人部门持有人民币资产的增加, ϕ 的负值也会更大。

●长期而言,中国和日本的首选应该是维持其货币兑美元汇率的稳定,以阻止过度的低利率和通货紧缩陷阱。对中国而言,为避免人民币出现过度升值的预期,并超越期望的利差,必须保持汇率稳定。由于美国的通货膨胀已经温和,人民币的升值也应减缓,或者完全停止。

编余

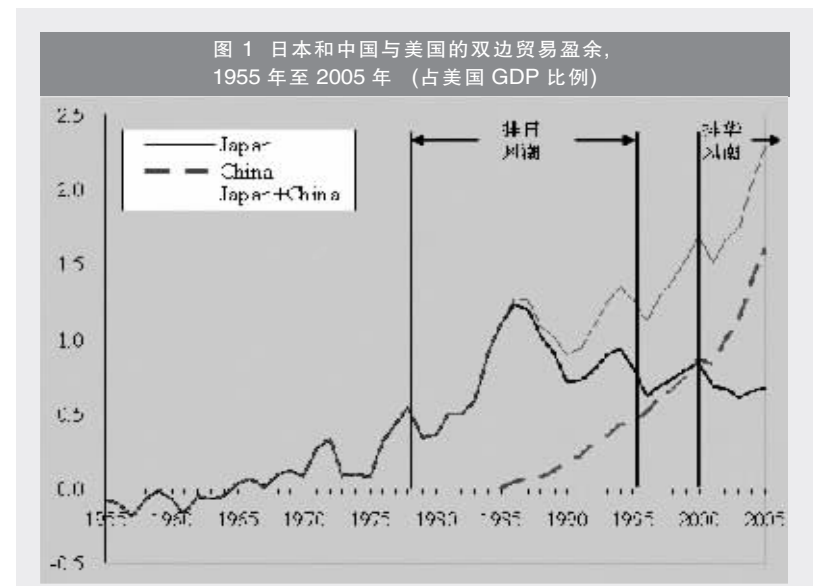
麦金农教授曾在本报发表过六篇有关中国人民币汇率的精彩文章,也在国内业界引起了巨大的反响。此次在本报发表的文章,延续了他一贯的学术主张,即应当保持人民币适度升值,要明确中国的价格水平目标(如CPI),尤其是要维持控制中美两国间的通胀差,并将这一原则作为中国货币当局的一种货币(汇率)原则。

透过日本的案例,麦金农教授还探讨了日本与美元的资产组合中所存在的负风险溢价问题。也就是说,只要本国私人部门持有净额的美元资产,本币兑美元的汇率又在其预期均值的附近波动,就会出现负风险溢价($\phi < 0$)。从这个角度分析,汇率波动幅度的扩大与私人部门持有本币资产的增加,本币与美元之间利差的扩大,反映了不断增长的负风险溢价。

问题是当本币利率与美元利率之间利差缩小时,由于本币兑美元汇率波动较大,这一风险常常抵消了相对于持有本币资产的美元资产可能获得的高收益。当美元利率停止上升时,如果本国私人部门的资产组合仍在持续增加美元资产时,此时就会再次满足风险溢价为负的条件,即本币利率与美元利率相比仍显得不够低。如果当本币升值压力加大时,这些因素就会促使私人部门向官方外汇储备抛售美元。

所以,维持由市场因素决定的本币利率如何低于美元利率,或言本国与美国之间的通胀差,是维持本币稳定的一个基本原则。同样,这为我们分析是持有人民币资产还是持有美元资产哪个风险更大提供了一个很好的观察视角。

——亚夫



资料来源: Kenichi Ohno, 国际货币基金组织



资料来源: Bloomberg