

焦点对话

人民币单向升值：中长期风险不容忽视

◎主持人：邹民生 乐嘉春

■嘉宾



谭雅玲：现为中国银行全球金融市场部高级分析师、研究员、中国国际经济关系学会常务理事。长期从事国际金融与国际金融市场研究。

人民币汇率改革两年走了一条怎样的路

主持人：到今年7月21日，人民币汇率改革正好满两年。人民币对美元走势之陡峭，已成为中国内地楼市、股市和重要生产资料价格攀升的重要理由。那么，这两年汇率改革有哪些特点，其意义又如何呢？

谭雅玲：我想先谈一点总印象。自2005年7月21日我国人民币汇率改革之后，人民币呈单边上升趋势，市场心理承受空间扩大，在升势不断加大的过程中，人民币总体表现稳健，市场预期还是比较可期的。但有时在外部巨大压力下，汇价也有恐慌迷失现象，有不理性表现，有时超出自身实力形成外部扭曲运行态势，从而诱使我国的经济金融结构问题变得愈加突出，处置难度加大。

具体从这两年间人民币汇率运行情况来看，人民币升值趋势是在逐渐强化，其单边上行态势十分突出。根据国际清算银行公布的数据测算，人民币汇率改革之后，其实有效汇率升值4.41%，其中今年上半年人民币实际有效汇率升值0.72%。

据国际清算银行公布的最新数据，2007年6月人民币名义有效汇率指数和实际有效汇率指数分别为99.52和94.87，其中6月份人民币名义有效汇率指数创汇改后新高。与2005年7月人民币汇改时相比，名义有效汇率与实际有效汇率已分别升值4.2%和4.41%。这是自2002年以来，我国人民币有效汇率出现的最长时间、最大幅度的升值。

从机制运行看，汇改之后的人民币汇率走势大致经历了六个阶段，而从人民币政策与策略看，在人民币汇率改革基本原则不变的前提下，大致又经历了两个不同时期，一个是人民币小幅升值时期，另一个是人民币升值速度加快时期。

首先，2005—2006年属于人民币小幅升值时期。2005年7月21日人民币汇率改革之后，人民币价格调整呈微幅状态，价格水平虽然处于单边之中，但相对于当前的价格上涨状况，其压力微弱，主要是舆论压力大于价格实际状况与表现。这期间，人民币汇率上升的压力主要来自经济的增长，金融改革的推进。同时，非常值得关注的是，外部环境是美元处于上升趋势。

其次，2006—2007年属于人民币升值速度加快时期。2006年，在人民币破8之后，人民币升值速度开始加快。特别是进入2007年，由于美元汇率升值与贬值的不确定性，其升值态势转为对不同货币的升值与贬值不一，而人民币处于中间、敏感水平，成为国内外众多投资、投机者的聚焦点。为此，中国中央银行宣布，从2007年5月21日起，人民币兑美元交易价的浮动幅度从千分之三扩大至千分之五。人民币汇价在急速上升中进行了政策调整。到7月12日，人民币已在年内连续49次刷新了纪录。

人民币汇率改革两年来价格波动与政策变化表明，人民币升值的压力

们与发达国家的差别是质量型经济和数量型经济的差别。如果我们的经济质量没有较快的提高，那么人民币汇率中长期走势的风险是很有可能凸现的。

因为，西方发达国家的经济发展模式与我国的发展模式不同，即需求型经济与供给型经济的差别使我们从表面上看是机遇，实际上是巨大挑战。在经济增长过程中，人民币升值带来的很可能是我国大量劳动密集型制造业在利润方面收益为零或非常微薄，或等于完全为外方无偿打工，而外国投资者将获得超额利润，以及对我国经济的影响力和主导性。发达国家很可能仅以货币升值的软策略就会伤害我国的经济。因此，从中长期看，人民币升值的风险不能低估。我们需要尽早从国家经济金融安全出发，做好应对准备和战略规划。如果金融自由化过早、过急，我们的经济基础又不牢固，那么未来的风险是很难避免的。

第二，经济金融结构调整与人民币单向升值的风险。

在人民币升值趋势以及投机因素的主导下，人民币升值的单向性十分突出。很多人认为人民币升值符合我国国情和货币国际化的趋势，并且把所有问题都集中在货币价格上，而忽视了经济金融结构的调整或经济金融发展模式的变化这些更本质、更值得关注的问题。

应该看到，当前我国宏观经济仍处在调整与不确定中，目前的经济高涨状况是否完全符合我国国情，很值得

得反思。我国的经济金融态势与国际趋势是否适应也值得思考。而金融改革效率与进一步开放的风险又是一个非常值得关注的大话题。面对发达国家甚至有筹划的竞争布局，我们不能掉以轻心。

当前，在化解人民币单向升值风险的过程中，我们对于人民币价格均衡基点的确认已显得十分重要和紧迫。因为在谈论或界定人民币升值时，我们缺少相应的探讨基础，即人民币合理区间在哪里，价值水平基点在哪里。这些问题如果不清楚，我们将很难拿出有效的应对危机、化解风险的办法来。

第三，经济高位增长的难以持续性隐含的人民币汇率中长期走势风险。

目前国内对外对于人民币升值预期主要停留在中国经济的持续高涨上。特别是2003年以来，整体经济态势是逐渐走高，增长水平已由一位数上升到两位数。中国在世界经济水平的排序从第五位上升到第四位，而最新数据显示将会再度上升到第三位，超出德国，列在美国和日本之后。同时，我国外汇储备已是世界第一，超过日本达到1.3万亿美元；外贸顺差也在不断增加。这些都是人民币升值加快的主要因素。在这种情况下，国际社会以及我国自己对于国际化和我国责任义务的要求也在加码，似乎我国成为国际社会关注的焦点。

然而，现实情况是，我国宏观经济明显出现过快偏紧的局面。自人民币升值以来，我国经济金融结构压力与

矛盾不是减轻，而是上升，其中虽然有着较为复杂的国际环境与国内因素，但货币单向升值积累的问题在扩大这是一个事实。

面对国内外经济差别，尤其是国际金融市场流动性过剩和投机势力推波助澜，全球金融市场价格已变得越来越难以预测，而我国人民币也不是局外货币。从2005年7月21日我国实施人民币汇率改革以来，人民币汇率从稳健小幅升值，逐渐走向2006年年中以来的相对快速升值，2006年10月份之后更是呈加速上升趋势。

虽然从我国汇率机制改革变化以及价格组合角度看，我国汇率机制已经从单一盯住美元转变为参考一篮子货币，但市场惯性以及交易或结算方式依然停留在美元主导上，这其中一方面需要在过程和流程上消化美元主导的局面，另一方面在市场操作和关注点上也需要扭转对单一美元的聚焦。在此过程中，人民币升值加重和加剧的内部结构矛盾与效率问题，很有可能成为诱发未来汇率风险的因素。

这里，特别想说的一点是，目前各方都很关注的我国经济面临的内部与外部结构失衡，正是这一系列矛盾的反映。而美元的贬值态势，又使我们的国际金融战略面临这样一种尴尬，即人民币升值压力的加大，对我国经济的负面影响是显而易见的；相反，中国经济已从美元贬值中获得了相当充分的调整收益。在这样一种博弈格局中，对人民币升值的表面化支持显然是不可持续的。

■看点

●自2005年7月21日我国人民币汇率改革之后，人民币呈单边上升趋势，市场心理承受空间扩大，在升势不断加大的过程中，人民币总体表现稳健，市场预期还是比较可期的。但有时在外部巨大压力下，汇价也有恐慌迷失现象，有不理性表现，有时超出自身实力形成外部扭曲运行态势，从而诱使我国的经济金融结构问题变得愈加突出，处置难度加大。

●汇改之后的人民币汇率走势大致经历了六个阶段，而从人民币政策与策略看，在人民币汇率改革基本原则不变的前提下，大致又经历了两个不同时期。其中，2005—2006年属于人民币小幅升值时期，2006—2007年属于人民币升值速度加快时期。人民币汇率改革两年来的价格波动与政策变化表明，人民币升值的压力在逐渐加大，升值速度也在逐渐加快，但这种趋势并非我货币政策的需要，反而有脱离我国国情的苗头。

●从当前国内外经济金融形势以及我国的金融安全看，对于我国未来的汇率风险应予以高度关注。对此，我们更应该从风险规避的角度认真看待人民币的升值问题。第一，由经济质量差异引发的人民币汇率中长期走势风险；第二，经济金融结构调整与人民币单向升值的风险；第三，经济高位增长的难以持续性隐含的人民币汇率中长期走势风险。

●面对未来，我们需要反思和总结人民币汇率改革的一些步骤、方法与效果，并进一步采取相应的政策措施，以保障我国经济的可持续发展及金融安全。为此，笔者提出三点政策性的对策建议：第一，利用多种政策组合手段来调节金融；第二，需要理性面对外部压力；第三，需要有短期、中期和长期应对人民币升值策略。

人民币汇率走向未来面临三大风险

主持人：看得出来，对于人民币升值速度的加快与被动性增大，你是有看法的。能不能谈谈你的忧虑，对人民币汇率走向你有哪些担心呢？

谭雅玲：好的。我还是先谈谈我的一些基本看法。当前我国人民币汇率改革中存在一些非常模糊的见解，其中最为重要的是将人民币汇率机制改革等同于人民币升值，而人民币汇率变化并非就是单边升值，人民币汇率机制变化也不能等同于对市场改革的配套措施。

从当前国内外经济金融形势以及我国的金融安全看，我觉得对于我国未来的汇率风险应予以高度关注。人民币汇率未来走向是否有利于我国经济发展和金融安全，价格单边运行是否能持续，这都是关系国计民生的大事情。尤其是现在国际上有一种预期，将人民币汇率趋势定位为短期升值、中长期贬值。对此，我们更应该从风险规避的角度认真看待人民币的升值问题。

这里，我想着重谈三点风险。

第一，由经济质量差异引发的人民币汇率中长期走势风险。

综合观察我国与主要汇率关联国，也就是西方发达国家的经济差别，西方国家的高科技、高效率、高产业、高消费，以及其创新速度与增长质量，决非是我们在短期内能够超越的。而对于我国目前的状况，我们正处在市场经济的初级阶段，其低收益、低效率、低消费和低起点，使得我们只能用简单积累和扩大规模来赢得增长。我

国人民币汇率改革已满两年。从机制运行看，人民币汇率在2005年7月21日汇率改革之时上升2.1%，一年之后上升1.4%，两年之后上升7.2%。人民币汇率改革在基本原则不变的前提下，即根据人民币汇率改革的可控情况，大致又经历了两个不同的政策与策略时期，一个是人民币小幅升值时期，另一个是人民币升值速度加快时期。汇改之后的人民币汇率走势大致经历了六个阶段：

第一阶段：2005年7月21日至2005年9月：人民币汇率基本稳定在8.09—8.11水平。

第二阶段：2005年9月至2005年年底：人民币汇率基本维持8.04—8.09水平。

第三阶段：2006年1月至4月：人民币汇率维持8.01—8.07水平。

第四阶段：2006年5月至2006年7月：人民币汇率在7.98—8.07水平，期间多次破8。

第五阶段：2006年7月至2006年底：人民币汇率水平上升到7.8。

第六阶段：2007年1月至今：人民币汇率连续52次刷新纪录，汇率水平达到7.56元新水平。

人民币汇改以来：人民币汇率中间价对美元走势图



资料来源：中国人民银行网站 张大伟 制图

人民币汇率趋势应满足经济金融安全要求

◎谭雅玲

我们必须认识到，采用多种政策的组合手段来调节金融是十分重要的。因为，目前的市场价格以及金融机构的运作方向都聚焦在宏观经济政策的调整预期上，尤其是强化了利率作用的预期上。

所以，金融市场非常关注宏观调控的政策手段选择问题。在目前我国经济与金融环境相当复杂的情况下，宏观调控政策的调整重点在于如何把握住其灵活性，尤其是政策的组合性，来综合应对和解决经济问题。

值得注意的是，我们不能也无法单纯地依靠人民币汇率的大幅升值，而是需要配合使用其他宏观调控的组合政策手段，来解决目前我国经济中所面临的一系列问题如贸易顺差过大等。因此，我们应当通过政策组合的调控效应来改变人民币汇率的市场敏感度，并引导市场改变简单、单边的

预期，使汇率政策能更好地发挥其调节经济的杠杆作用。

这样，才能避免人民币汇率的“大起大落”，才能使我国的人民币汇率改革保持主动性、可控性和渐进性原则，最终使人民币汇率保持在合理、均衡水平上的基本稳定。

第二，需要理性面对外部压力。人民币汇率是升值还是贬值，其实都不能解决我国贸易乃至其他经济问题。从目前来看，人民币升值虽没有影响到我国的经济增长，但我国经济与金融结构中的一些压力与矛盾变得日益突出，如外汇储备持续增长、贸易顺差过大、人民币升值的单边投机加重等。这表明，人民币持续小幅升值带给我们的似乎是代价和风险。

由于目前我国的市场经济仍欠成熟，特别是金融发展仍显滞后，如果一次性的大幅度升值，将导致

我国面临更大的经济风险乃至经济危机。在目前人民币小幅度升值仍不能解决问题的前提下，我们应当做的事情是增强我国的综合国力、竞争力及国际话语权，不断增强人民币汇率的市场弹性，改变人民币汇率的单边升值预期及其升值惯性，以实现人民币汇率改革的新突破，并以此来积极应对来自美国及IMF等外部压力。

第三，短期、中期和长期应对人民币升值策略。展望未来，人民币汇率的市场弹性将有望继续增强，也将进一步发挥汇率对促进我国国际收支平衡的独特作用。

从短期来看，谨慎的选择可能是我们应当适时增加人民币的市场弹性，这不仅要掌握好人民币汇率调节的市场时机，而且还要为人民币最终走向自由化或浮动化做好事先准备。

从中期来看，目前人民币汇率的形成机制已趋健全和完善，接下来的事情是如何促进人民币市场的进一步开放与健全人民币汇率改革的制度建设，最终通过推动人民币汇改来促进我国国际收支平衡。

从长期来看，人民币最终会是实现自由兑换的一种国际化货币，并且还会采取自由浮动的汇率机制。因此，我们不仅要建立起与国际金融市场中一些价格指标相融合与协调的相关人民币汇率指标，而且还要使适当的人民币汇率水平能满足于国内的经济和金融需求，以此来维持我国的国际收支均衡与稳定。

从这个角度来看，逐步、稳定、灵活、均衡和合理的人民币汇率改革，不仅有助于促进我国的国际收支平衡，而且还将进一步促进我国经济和金融的稳定与发展。

——亚夫