

# Finance

## 人民币外升内贬 如何看待升值货币的负利率



何帆



陶冬



张立群



左小蕾

### ■金融圆桌

2008年4月10日,央行公布外汇市场人民币汇率中间价历史性地突破了7元关口,以6.9920创下汇改以来的新高纪录。

仅一周之后,国家统计局公布的数据显示,一季度消费价格水平同比增速达8%,远高于“两会”期间政府工作报告给定的全年CPI增速4.8%的控制目标。

人民币“对外升值”和“对内贬值”现象仍在继续。而且,对外升值加速的预期仍然炙热,对通胀压力的担忧同样丝毫不减,升值能否抑制通胀也继续成为市场争论的热点。

“两会”期间,央行行长周小川明确地就这一问题做出了回应,他表示,人民币适当升值或者稍微快一点,有助于抑制中国货币的通货膨胀。但抑制通货膨胀不会成为汇率机制改革或者市场汇率浮动变化的主要原因。

一个月之后的4月12日,周小川在出席国际货币基金组织会议时再次表示,汇率对调整失衡的作用有限,过分夸大其作用既不现实,也会误导调整的进程。

如何理性看待人民币“外升内贬”的问题?在中国,升值对通胀真有缓解作用吗?人民币汇率升值未来将走向何方?本期圆桌,我们请到四位经济学家进行讨论。

话题主持 本报记者 秦媛娜

### 一个硬币的两面

从去年下半年以来人民币升值的速度在加快,这是有目共睹的,但是同时伴生的,是国内通胀压力不断增加,人民币在对内贬值,怎样看人民币“外升内贬”的问题?

陶冬:这是一个硬币的两面,过去十年,中国生产力的提高,经济发展的速度远远快过世界其他国家,汇率作为两个经济体之间货币的相对价格,从经济学理论角度解释,人民币升值是势在必行的事情。

但是人民币实际升值幅度并没有想象的那么快,它兑一篮子货币的实际汇率升值远不及美元的升值速度,在这种情况下,当名义汇率的升值速度跟不上经济体的发展,实际汇率就开始起作用,就产生了通货膨胀,这在经济学中是一个定式。

中国人把名义汇率看得太重,认为名义汇率过快升值会导致出口下滑及其他负面影响,试图阻止一个在经济学中必然出现的现象,结果就是名义汇率升值受阻,实际汇率、市场因素开始发挥作用,中国内部通货膨胀开始升温,实际上最终的结果和名义汇率上升的结果是类似的,都导致出口竞争力的降低。但是值得注意的是,汇率的升值在大多数情况下好

过通货膨胀,因为通货膨胀对于国内经济和社会的冲击是大过汇率升值对本国经济可能带来的冲击的。

左小蕾:不要去刻意寻找这种现象产生的原因和解决办法,随着人民币汇率弹性的增强,问题会逐步解决的。应该把他们分成两个问题去看,对于内部的通胀,针对不同的形成原因去寻找解决办法,而人民币对外的升值,对于缓解通胀无效,但对汇率体制的进一步灵活性改革是有用的。

何帆:“对外升值”和“对内贬值”实际上是两个问题,不存在是否一致的问题,通胀是货币现象,所以要从货币角度分析。而在大家都对人民币有快速升值的单边预期时,如果不调名义汇率,通货膨胀就会产生,从而令你的实际汇率调整,这就必须要权衡,你是容忍更快的人民币升值还是容忍更高的通货膨胀。我认为,通货膨胀的成本会更大一些。

### 治理通胀需要鸡尾酒疗法

央行在去年第三季度的货币政策执行报告中首次提及配合使用利率汇率工具来抑制通胀预期,从而引发了市场对于升值是否对通胀起到减压作用的讨论。“对外升值”是否的确能够起到解决“对内贬值”问题的作用?

陶冬:中国的通胀是由多个不同因素带来的综合症状,治理通胀也需鸡尾酒疗法,对于不同原因采取不同疗法。但必须要指出的是,人民币升值可能在两方面是对抑制通胀有效的。

第一是汇率升值可以减轻进口通胀的压力,大量原材料价格、能源价格上涨可以通过汇率变化消化掉一部分。当然这可能只是通胀的一部分,甚至不是主要部分,但这可以卸掉一部分冲击力,这也就是周小川行长所讲的汇率升值对抑制通胀可以有一定作用,但这并不是万能药,不能治通货膨胀当中所有的病。

另外一方面,升值可能帮助减轻国内流动性问题。如果人民币出现一次比较大的增长,有可能把市场对汇率的单方向的单边倒式的升值预期改为双向的。如果汇率不再由政府一肩扛,对于控制中国基础货币是有好处的。

但这是一把双刃剑,如果做好,抑制了预期,可能会出现双向性的波动,但如果升一点,又没有办法说服市场汇率已经到了一定均衡水平,反而有可能会进一步刺激预期,情况会更加恶化。所以这取决于以什么样的速度升值到什么样的位置。但不可否认的一点是,目前这种慢吞吞的升值速度,肯定是弊大于利。

何帆:由于很多进口产品的成本在提高,因此人民币升值对缓解输入型通胀是有用的,但是作用有限,因为中国通胀现象的产生更多的还是来自于国内因素。但是有一个好处是,人民币升值可以使得货币政策灵活性更强,因为帮助减轻资金流入、外汇占款增加的压力,从而减轻央行的货币冲销压力。

张立群:首先要明确,国内价格问题主要是由部分产品供给不足造成的,和需求没有太直接的关系,而且需求和货币、流动性过剩也没有直接关系。没有证据证明投资的增长和流动性过剩是同步的,因此在流动性过剩的背景下对投资的控制应该采取了一些非货币性的手段。当前我国经济运行中,从货币到需求到价格在没有很密切的联系,谈到汇率、谈到流动性,和价格难以产生太大关系。

现在人民币升值主要不是在短期内缓解通胀压力,而是为了解决国际收支内部的不平衡问题,比如持续增长的贸易顺差、增长较快的国外直接投资,这个手段很难和短期内国内经济运行以及稳定价格相挂钩。

左小蕾:我不认为升值能解决通胀问题。要想通过升值解决通胀问题,必须要满足几个前提。第一,进口产品结构跟通胀价格涨幅比较大的产品有较强替代性;第二,升值所带来的进口产品降价幅度要大于国内同类产品,才更有替代性。

要解决通胀问题,首先要知道中国目前的通胀如何形成。严格的说,去年通胀主要是由总需求大于总供给拉动的,主导原因是投资过热、贸易顺差较大、流动性过剩,因此需要收紧银根,控制投资和调整顺差。但是今年不一样的,输入型通胀的特征比较明显,治理的办法有两个,一是在不降低现在消费水平的基础上,号召将消费中浪费的部分降下来,降低成本;二是通过提高例如石油等产品价格来抑制边际需求,因为低价格事实上是鼓励消费的。

### 汇率升值也是货币紧缩政策

本国币值“外升内贬”的现象包括巴西等在内的其他国家也发生过,例如新加坡在本月就宣布提高新加坡元的汇率波动区间中点,通过调整汇率替代加息进行货币紧缩,类似的做法对中国是否有借鉴意义?

陶冬:很多新兴国家都不约而同得出现了经济过热的问题,事实上汇率升值本身也是一种货币紧缩政策,这个意义上讲,各国家选择汇率调整,就可以比较主动用货币政策杠杆,少利用利率政策而影响整个经济环境。

每一个国家都有不同点,每一个病人的症状和病因都不可能完全相同,但在医治的方法上很多方面是有共同性的,要么通过汇率政策,要么通过货币政策来调整经济结构,使得内部经济适应外部经济变化。

张立群:这要根据实际情况来分析,简单的借鉴并没有意义。

人民币汇率调整对解决贸易顺差过大的问题是有效的,但是非常直接或见效非常快的措施。今年前几个月贸易顺差的减少不光是汇率升值所导致的,美国经济的变化、劳动合同法出台、资源环境方面成本的增加、出口控制措施的作用等等,也都有关系。汇率政策的基本目标是使得贸易顺差降下来,从而把流动性过剩的问题稳住。

### 要“弹簧”还是要“杠杆”

如果抛开抑制通胀这一层的考虑,在已经呈现了快速升值的迹象之后,人民币汇率未来的走势预计将如何?汇率形成机制的改革又会有什么变化?

何帆:我认为政府对汇率的管制应该放开,允许人民币自由浮动。现在市场都预期人民币今年会升值10%,大家实际上都已经知道谜底了,那么与其在12月31日公布谜底,现在公布谜底也是一样的。如果浮动的话,人民币兑美元可能会升值15%左右,盯住一篮子货币汇率的有效汇率也就升值5%左右,但是那么后半年升值压力就没有那么大了,也可以有效打消市场的单边升值预期。

事实上有很多国家都有过放松汇率,甚至一下子让货币自由浮动的做法,但都没有出现很严重的后果。汇率实际上是一个缓冲,缓冲外部冲击对本国经济的影响,有了浮动汇率,就好比在中国经济和外部有一个弹簧,否则就用一个杠杆直接联动,外部冲击影响到中国经济影响更大。现在外部冲击比较大,我们更要有意识地制造出这样一个缓冲。我认为,现在是放松汇率,让它自由浮动一个最好的时机。

陶冬:人民币汇率大幅升值涉及到方方面面的问题,而且涉及到经济以外的问题,所以人民币实际升值的幅度并没有想象的那么快。我个人一直认为人民币兑美元汇率如果完全放开,完全由市场决定,不加干预,那么应该在4到5之间。人民币升值确实是在加速,但是离公正值还有相当的距离,至于这个公正值是多少,是4.5还是6,可以争论。

如果有什么是会对人民币升值压力有缓解作用的,那么可能是美元汇率。如果美元止跌回升,人民币升值的压力就会有所减轻。对于美元未来走势的判断,我们认为在今年下半年或明年上半年会由弱转强。

左小蕾:我认为人民币近期加快升值更多是在为更进一步的汇率改革、获得更大的汇率弹性空间做准备,并不是为了解决通胀问题。美国次贷危机爆发期间,人民币汇率升值的外部压力减轻了很多,正是我们主动调整汇率机制的时机,因为在压力下进行改革是很危险的。现在主动调整,可以避免到了下一轮全球流动性过剩的时候人民币再次承受压力,那时候我们的汇率浮动空间、弹性就会很大。

我建议监管部门去做一些研究,选定一个标准,例如贸易顺差的规模,寻找到合理位置,在找到与这个规模对应的相对均衡的汇率水平,这应该是汇改的最终目标,虽然这个目标不是很容易就可以界定的。

张立群:我国人民币汇率升值一直按照主动性、可控性、渐进性的原则进行,不是一个很快的过程,这为对外经济增长方式的转变提供了一定的缓冲空间,因此可能使我们比历史上日本做得好一些。总的来说,针对国际收支存在的问题,以及全面对外开放的背景,人民币汇率的调整是必然的,但要兼顾好各个方面的关系。

### 汇率政策货币政策有必然内在关联度

但人民币的快速升值也让市场产生了一些担忧,比如出口型企业不堪升值压力出现经营问题,再比如快速的升值吸引了更多热钱流入,进一步加剧流动性过剩,这些矛盾怎样解决?

何帆:这种担忧必然会有,但是值得指出的是,不能靠汇率政策或货币政策来救助出口部门,而要用财政政策和产业政策。比如对转型企业给予政策优惠、为工人提供再就业培训,现在中国财政状况这么好,但同时产业结构又很畸形,应该靠这些来帮助出口企业度过阵痛期。

至于热钱,那只能靠升值到位才能解决热钱流入的问题,由市场决定汇率水平要好于一次性升值,因为官方决定的一次性升值说不好就升过了头或升得不够,如果让市场去决定,永远有空方和多方,只要力量比较均衡,就永远有愿意流入和流出的资金。

陶冬:如果人民币不升值的话会有更多资金流入,今后就更难办。几年前大家认为一动汇率,出口竞争力就没有了,所以不愿意动汇率。但整个经济是一个整体,汇率政策、货币政策有必然内在关联度,通胀、升值、工资上涨也有这种关联性。很多问题动一边,另外一边也会动。经济的关联性不会因为你主观不想这么做就不存在。所有人都认为汇率的公正值远远不止现在的数字,汇率被人低估的最终的结果就是汇率波动,但是通过其他形式,通过通胀的形式表现出来了,出口还是减少了。

### ■记者观察

#### 如何改变人民币单边升值预期更值得思考

◎本报记者 秦媛娜

在汇改之后的最初两年里,和人民币汇率话题联系最紧密的,非失衡的国际收支莫属。一方面,为了缓解由于骤增的外汇占款所带来的流动性压力,人民币汇率结束了持续10多年的单一的、有管理的浮动汇率制度,在一次性升值之后开始了缓慢的爬升过程;另一方面,对于人民币升值将给外贸企业带来冲击的担忧却始终存在,在很大程度上,这种担忧铸造了一个无形挡板,将人民币的年度升值幅度“卡”在3%、5%。

但经济环境的复杂性和变化速度总是超过我们的想象。从2007年下半年开始,随着CPI月度增速一路攀升,从4%到6%、到8%,不断加速升值的人民币汇率又有了新的伴生活题——通货膨胀。

在经济理论上,有一组简单的定义可以解释汇率和物价之间的关系,即名义汇率、名义有效汇率和实际有效汇率。这其中,名义汇率是指直接公布、使用的表示两国货币之间比价关系的汇率,例如我们常常挂在嘴边的美元兑人民币汇率中间价。

名义有效汇率是指一国货币与所有贸易伙伴国货币双边名义汇率的加权平均数,在名义有效汇率的基础上,再剔除通货膨胀对各国货币购买力的影响,就可以得到实际有效汇率。根据特定的计算公式,名义汇率或者通货膨胀的上升都会令本国货币的实际有效汇率升值。

这就解释了本期圆桌中两位嘉宾陶冬和何帆所言,当名义汇率的升值速度跟不上经济的发展,通货膨胀就开始升温,最终同样促成了实际汇率的升值。也正如余永定先生在去年接受本报采访时所说,“令人吃惊的不是中国出现了通货膨胀,而是中国直到现在才出现了通货膨胀”。

也许并不是所有的人都支持通过汇率快速升值来抑制通胀的看法,比如左小蕾,她不认为升值能解决通胀问题,而人民币汇率从下半年以来的快速升值更主要是为了扩大波幅、提高弹性。

但话说回来,尽管在升值与通胀之间关系的问题上持不同观点,在应当让人民币浮动空间更大、弹性更足这件事情上,大家却似乎形成了比较一致的看法。

汇改以来,新的汇率形成机制已经为人民币汇率波动创造了条件,央行也一度将汇率的日内波幅区间放大,但是市场上几乎仍然是一边倒地预期人民币将继续快速升值。撇开这种单边预期对热钱流动、对贸易的影响,单是在银行间即期外汇市场上,交易员的外汇操作施展空间就因为这种单边的预期而受到了巨大挤压。

既然政府官员也曾多次在公开场合表示,人民币汇率最终将走向可自由兑换,汇率水平完全由市场决定,那么,如何让人民币汇率拥有更大的波动弹性,打消掉市场的单边升值预期,也许才是一个更值得思考和讨论的话题。