

人民币升值压力下我国货币政策的两难选择

周 觉, 林慕楠

(北京信息科技大学 经济管理学院 北京 100011)

摘要: 文章通过对导致人民币升值的内、外原因进行分析的基础上, 利用斯旺模型和政策组合模型阐释了目前我国货币政策所处的困境。研究表明: 政府利用财政、货币政策作为统一的政策工具进行需求管理时, 在我国失业、通胀与国际收支顺差并存经济条件下, 货币政策难以实现对内与对外的同时均衡。如何充分发挥货币政策的作用, 需要货币政策本身的完善, 也需要货币政策与其他政策的协调。

关键词: 人民币升值; 内外均衡; 货币政策的两难选择

中图分类号: F822.0 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2012)01-0019-05

21 世纪, 我国经济进入高速发展阶段。2010 年我国 GDP 首次超过日本跃居世界第二位。然而金融危机后, 欧洲经济呈现下滑态势, 美元贬值, 中美贸易逆差日益扩大。人民币升值成为了全球关注的焦点之一, 我国货币政策的困境日益凸显。

一、人民币面临进一步升值的压力

1994 年 1 月 1 日, 我国开始实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度。2005 年 7 月 21 日我国再次完善人民币汇率形成机制, 人民币对美元一次性升值 2% 以后, 开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。与此同时, 伴随人民币汇率弹性不断增加也是人民币汇率不断升值的过程。统计数据表明, 2005 年 7 月汇改以来, 人民币对美元双边汇率升值 30.2%, 人民币名义和实际有效汇率分别升值 13.5% 和 23.1%。1994 年汇改至 2011 年 9 月末, 人民币对美元累计升值 36.9%。截至 2011 年 8 月末, 按照国际清算银行口径计算的人民币对主要贸易伙伴的名义和实际有效汇率分别累计升值 33.4% 和 58.5%。在国际清算银行监测的 58 种货币中, 人民币名义和实际有效汇率升值幅度分别排在第 13 位和第 10 位。^[1]

(一) 人民币进一步升值的内部压力

“购买力平价”理论表明: 一国经济持续稳定增长, 将增强其经济实力, 有利于其国际经济中的地位提高, 使其出口能力增强, 吸纳国际资本的容量和潜力加大, 该国国际收支状态良好, 综合国际竞争力提高, 其货币汇率会趋于上浮。1998 年我国 GDP 达 78345.2 亿人民币, 2010 年我国 GDP 为 397983 亿元, 折合美元 60483.7386 亿,^[2] 我国经济呈现持续较快较高增长, 人民币汇率趋上升趋势; 另外, 2010 年中国 GDP 达到 6 万多亿美元是按名义汇率计算的, 但若按购买力平价方法计算, 其结果将比按名义汇率计算的高出 4 倍多。2009 年我国国内生产总值 335353 亿元, 按可比价格计算, 比上年增长 8.7%, 但若按购买力平价折算则远高于此, 因此, 人民币存在被低估现象, 也为其升值带来的进一步压力。

按照“国际收支决定论”可知: 一国的国际收支状况是影响汇率最直接的因素之一。当一国有较大的国

收稿日期: 2011-11-27

基金项目: 北京市教育委员会社科计划面上项目(71E0910930) 资助

作者简介: 周 觉(1971-), 女, 湖南隆回人, 经济学博士, 北京信息科技大学经济管理学院副教授;
林慕楠(1988-), 女, 福建诏安人, 北京信息科技大学经济管理学院学生。

际收支逆差时,外汇的需求大于外汇的供给,本币对外贬值;反之则会造成本币升值。近年来,我国一直保持着双顺差格局的国际收支状况,带来了大量的外汇储备,特别是近五年,我国成为全球最大的资本流入国,每年 FDI 高达 500 亿美元左右。据统计,从 2005 年至 2009 年,我国贸易顺差额分别为:1000 亿美元、1775 亿美元、2622 亿美元、26100 亿美元、25954 亿美元。这种经常项目和资本项目双顺差的状况使得我国近年来的外汇储备节节上升,已经超过了满足正常支付所需的储备水平。从 2005 年至 2009 年我国外汇储备额分别为:8189 亿美元、10663.44 亿美元、15300 亿美元、19500 亿美元、23992 亿美元。2010 年我国外汇储备资产增加 4696 亿美元,外汇储备余额达到 28473 亿美元,截至 2011 年 6 月末我国外汇储备余额已经飙升至 31975 亿美元,同比增长了 30.3%。^[3]根据我国国际收支状况,人民币也会产生升值趋势。

近几年随着我国居民收入的不断提高,消费需求也应随之增加,但实际上最近几年消费率却逐年呈下降的趋势,呈高储蓄率和低消费率的现象。从 2000 年的 46% 下降到 2008 年的 35%、2009 年的 35.6%,9 年下降了 10.4 个百分点。^[4]从外需和内需结构上来看,我国潜在消费能力大,但实际消费率不高,国内消费市场相对狭小,大量投资带来的产能只能靠外部需求来消化,使得我国外贸依存度越来越大。消费率低,收入增加,增大的投资会使贸易顺差增加,从而加大了人民币升值的压力。

(二) 人民币进一步升值的外部原因

“蒙代尔三角”说明资本的自由流动,货币完全独立,汇率稳定三项目标中,一国政府最多只能同时实现两项。美国一直坚持资本的自由流动及货币完全独立,其汇率是浮动汇率,因而在 2008 年金融危机影响下,美元相继贬值。这就变相的使人民币升值。同时,我国资本项目未完全开放,人民币采取相对稳定的汇率,这样,面对全球性的经济衰退美元汇率下降,中国经济发展态势反而日趋上升,人民币日渐坚挺,利率上调,于是,美国以强制的手段逼迫人民币升值。2010 年 3 月,美国一些包括国会议员、经济学家、制造业行会在内的国内势力大造声势,掀起了一股游说风暴,要求美国财政部把中国列为“汇率操纵国”,并“采取措施纠正汇率操纵对美国造成的损失”。2010 年 9 月,美国国内又再掀起了一波要求人民币迅速升值的浪潮。一些众议员炮制“公开贸易与货币改革法案”。据称该法案可以迫使美国商务部针对“那些由于币值持续低估而对美国进口造成损害的国家”征收“反补贴”和“反倾销”“双反关税”。奥巴马政府也改变了对人民币汇率较为谨慎的态度,公开对人民币“升值过慢”表示不满。在 2011 年 5 月 27 日公布的“汇率报告”中,美国虽然表面上没有把中国列为汇率操纵国,但是,美国等西方国家主导的国际货币基金组织在 2011 年 7 月 25 日公布的报告中认为人民币的汇率被低估。2011 年 10 月美国通过了《2011 年货币汇率监督改革法案》,该法案的主要内容是要求美国政府对所谓“汇率被低估”的主要贸易伙伴征收惩罚性关税。各界普遍认为,此举主要针对中国,旨在逼迫人民币加速升值。

国际对人民币升值的预期加大了人民币升值的压力使得国际游资大量流向中国。我国目前仍未实行人民币资本项目完全自由流动,热钱的大量流入意味着经常项目和资本项目之间的流通已经被打开了通道,这助长了外汇市场上的非法交易,扭曲了国际收支平衡,虚增了外汇储备,在保持货币政策独立条件下,国际资本的大量流入进一步加大了人民币升值的压力。

二、人民币升值下货币政策面临的两难选择

货币政策主要通过中央银行调节货币供应量,影响利率及经济中的信贷供应程度来间接影响总需求,以达到总需求与总供给趋于理想均衡的一系列措施。目前,国际经济形势严峻,经济增长缓慢,汇率战争逐渐显现,所以我国货币政策面临着多方挑战。

(一) 货币政策对失业与通胀两难选择的斯旺曲线分析

为了说明一国需要选择什么样的政策以同时实现内部平衡和外部平衡,可利用澳大利亚经济学家 W·E·索尔特和特雷弗·斯旺分别提出来的曲线(见图 1)进行说明。图中 EB 曲线显示了汇率和吸收的各种组合,这些组合表示外部平衡。EB 曲线有一正的斜率,因为 R 越高(由于贬值倾向)越有助于国际贸易顺差(假设满足马歇尔—勒纳条件),必然伴随着国内支出或吸收的增长,这将促使进口充分增长以保持贸易账户的平衡和外部平衡。IB 曲线向右下倾斜,是因为降低 R(由于货币升值)导致贸易逆差,必然伴随着一个

更大的国内消费。

在国际经济学中把影响支出水平的政策称之为支出——改变政策包括财政政策和货币政策;把影响支出构成的政策称为“支出——转换政策”指的是汇率调整(包括倾向贬值或增值)。在斯旺曲线中,米德分析的基本论点是:为了同时实现内部和外部平衡,必须有一项政策影响支出水平,一项政策影响支出构成。在拥有仅能影响吸收(支出)的政策工具的国家,只有在汇率恰好为 R_e 时,才能同时达到内部平衡和外部平衡 E 点。2008 年国际金融危机恶化,许多国家货币对美元大幅贬值,而人民币汇率再度收窄了浮动区间。政府主要通过支出——改变政策来实现内外均衡。斯旺曲线表明:在失业、顺差并存的情况下,政府将货币政策和财政政策作为统一的政策工具进行需求管理时,不会遇到宏观经济政策的两难问题,但是在高失业、高通胀与国际收支顺差并存时,政府的需求管理将面临两难的问题。

目前我国通胀现在已经非常严重。2010 年下半年 CPI 指数呈现出强劲上涨的趋势,每个月份的居民消费价格指数均达到 3% 以上,甚至个别月份消费指数超过 6%。2011 年仍然延续了增长的态势,一季度我国 CPI 同比增长 5%,第二季度达到 6.2%,为缓解通货膨胀,2011 年我国采用了紧缩性的货币政策,提高利率,减少货币供应量。紧缩货币政策也带来了另一后果是,随着利率上升,借贷下降,投资市场降温,货币供应减少进一步加大其升值的压力。

人民币进一步升值提高了我国出口商品的外币价格,直接削弱我国出口的价格竞争优势,影响了出口额也加大了出口行业的失业率。由于我国出口的商品大部分是技术含量较低、附加值较低的劳动密集型产品,随着人民币的升值,削弱了劳动密集型产品的出口优势,导致可以吸纳众多劳动力的加工型出口企业利润下降,这些企业投资转向技术或资本密集型产业后,使素质较低的就业者有失业危机。这正如 2010 年 10 月 6 日温家宝总理在布鲁塞尔出席第六届中欧工商峰会并发表演讲时指出的:中国货物贸易是顺差,服务贸易是逆差;加工贸易是顺差,一般贸易是逆差;对美国、欧盟是顺差,对韩国、日本和东盟是逆差。我们的顺差是贸易结构问题而不是汇率问题,不要压人民币升值。中国许多出口企业利润率只有 2% - 3%,最高也只有 5%。如果按一些人的要求,人民币汇率升值 20% - 40%,中国出口企业将大量倒闭,工人将失业,农民工将返乡,社会很难稳定。

(二) 货币政策对内外均衡两难选择的政策组合分析

蒙代尔和马库斯·弗来明(Marcus Fleming)在对需求政策两难困境进行更深入地研究时发现,货币政策和财政政策对国内平衡和国外平衡有相对不同的影响,其主要差异在于较松的货币政策趋向于降低利率,而较松的财政政策则趋向于提高利率。这种差异意味着政府有两种政策工具可供选择。而且蒙代尔还提出了“一种工具应同目标相配,它才能对目标产生最大的相对影响”的有效市场分割原则,他指出应当根据政策相对来说具有最大影响目标来委派各种政策工具,应使用财政政策实现内部均衡,使用货币政策获得外部均衡的政策组

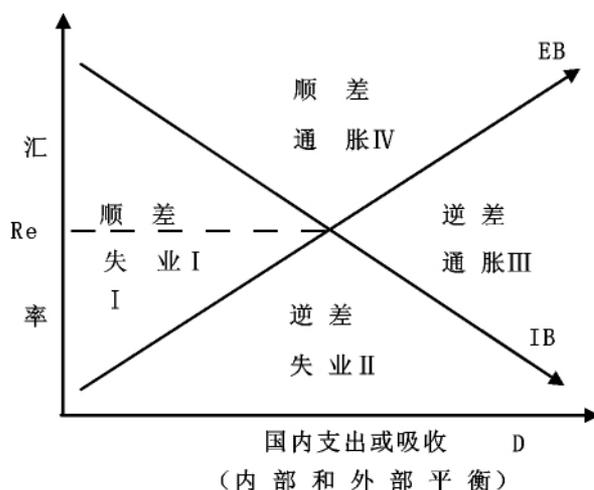


图 1 斯旺曲线

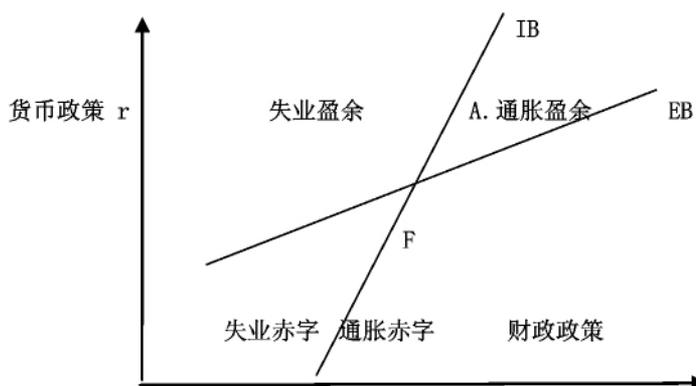


图 2 有效市场细分与政策组合

合理论。如图 2: 图中的横轴和纵轴分别代表政府的财政赤字 ($G-T$) 和该国的利率水平 r , EB 成为一国的外部均衡线, IB 成为一国的内部均衡线, 两条曲线都向右上方倾斜, 但 IB 曲线要更为陡峭一点。在政策组合中, 我国处于 EB 曲线的左边, 在 2008 年金融危机爆发时, 我国的经济状况是失业盈余区域, 为实现均衡采取了扩张性的财政与货币政策。2009 年我国采取了宽松的货币政策, 政府采取一揽子刺激经济的计划, 货币市场的基础货币投放量增加, 利率下降, 伴随而来的是信贷增加, 民间投资热浪上升, 人民币升值压力减弱。在产能过剩的条件下, 由于实体经济发展不能有效吸收过剩的货币, 资产价格日趋泡沫化成为社会关注的焦点。如: 房地产市场的泡沫化, 虽然用行政限购法, 但仍未能很好的抑制其增长, 加权平均土地价格上涨 27.5%。同时实际负利率也带来了价格上涨的压力。在负利率环境下, 百姓手中的储蓄缩水, 所有资金都寻找保值的渠道, 出现大规模的“储蓄搬家”, 这种多少带有盲目性的寻找高收益投资品的过程, 导致了资产价格进一步上扬。美元贬值加剧事态严重性, 我国陷入了以流动性泛滥为基础的通货膨胀漩涡, 目前我国处于处于通胀盈余区域。设 A 点代表我国现状, F 点为内外均衡点, 为了实现均衡, 2010 年底始我们开始实施紧缩性货币政策。从 2010 年 1 月 18 日至 2011 年 7 月 7 日, 央行已经 13 次上调存款准备金率。这在一定程度上使市场货币的流动性减少, 有利于现阶段的资产价格趋于合理化和通货膨胀减弱。但是紧缩性政策使人民币预期升值增大, 增加了短期内热钱涌入, 这使货币政策处于一种相悖的境地: 因为一方面要减少流动性, 抑制通货膨胀; 另一方面因为“热钱”的涌入又要从市场上买进美元, 投放大量的货币。因此, 按照蒙代尔的市场分割理论, 当在失业、顺差并存的情况下, 政府将货币政策和财政政策作为统一的政策工具进行需求管理时, 不会遇到宏观经济政策的两难问题, 但是高通胀与国际收支顺差并存时, 货币政策将面临两难的问题。

三、人民币升值压力下货币政策取向的思考

在全球经济发展失衡与流动性过剩的背景下, 我国通货膨胀与人民币升值并存问题变得复杂而严重, 也使货币政策的调整面临诸多困境。需要货币政策的自我完善, 也需要货币政策与其他政策的协调, 来应对国际不利因素和化解内部问题。

(一) 货币政策由抑制通货膨胀为主向稳健货币政策转变

CPI 的快速增长是 2011 年我国通胀的直接显现, 无论是需求推动还是成本推动, 还是结构失衡导致通货膨胀, 基础货币的超额发行是通货膨胀的直接原因。我国自 2000 年以来, 货币超量发行与 GDP 之间的差距每年都在扩大。我国 M2 与 GDP 之比, 由 1993 年的 0.99 倍上升到 2010 年的 2.6 倍; 截至 2010 年 8 月, 我国 M2 的规模约是十年前的 5.5 倍。中国的广义货币总量今年将达到近 70 万亿元, 而当前的 GDP 总量也只有不到 27 万亿元, 货币超发有 43 万亿元, 要加强通胀预期管理从根本上讲就是必须严格控制货币供应。^[5] 针对过多的货币供应量, 央行采用了上调存款准备金率和上调存贷款基准利率的方法来紧缩银根。提高存款准备金率减少了银行的可贷资金, 在一定程度上减少了投资行为。因此, 结束 2009 年以来极为宽松的货币政策, 将货币政策回归常态是必要的。^[6] 但仅靠单一的提高存款准备金率和存贷款基准利率, 虽然控制通胀及流动性的作用初步显现, 2011 年 10 月我国通货膨胀压力减轻, 但是紧缩性货币政策也影响了企业与经济的发展。我国的利率还没有实现市场化, 货币供给与利率调整之间没有明确的内生关系, 单纯提高利率, 并不能减少货币供给, 只会导致企业减少投资, 尤其是提高存款准备金, 减少了银行的可贷资金, 中小企业更难得到贷款, 而大企业的贷款不会受到多大影响。中小企业是我国就业的主渠道, 减少对中小企业的金融支持, 就业的增长就会减少, 失业率会增加, 收入分配两极分化的情形会更趋恶化。继续提升利率水平还会进一步吸引国际热钱涌入, 在当前的外汇管理体制下, 反而导致国内货币供应上升。因此, 货币政策进一步紧缩的空间有限, 应根据经济形势的变化, 适时适度进行预调微调。把货币信贷和流动性管理的总量调节与强化宏观审慎管理结合起来, 并根据金融机构稳健经营状况和信贷政策执行情况对有关参数进行适度调整。

(二) 保持货币政策的独立性, 增加人民币汇率的弹性

从 2010 年 10 月份开始的加息表明了我国开始实施独立的货币政策, 从而摆脱美联储政策的约束, 在中美之间的汇率较量中增强了主动性, 并削弱了美国试图运用美元贬值向中国施压的意志和能力。中国央行

在执行货币政策过程中更加重视在复杂国际环境中的独立性,着重以国内经济因素作为决策参数。但是货币政策独立性实现的条件之一是人民币汇率弹性。根据汇率决定理论,名义汇率应该体现两国价格水平特别是生产要素价格水平的变化。当一国实际生产要素价格相对他国下降时,该国名义汇率存在升值压力。由于世界各国生产要素相对价格经常变化,因此名义汇率也需要进行灵活调整。在主要资源价格和实际劳动力成本低于大多数国家的格局下,如果人民币汇率缺乏必要的弹性,就可能推升国内价格水平。^[7]传导机制包括直接渠道和间接渠道两方面,直接渠道指进口价格涨幅超过出口价格涨幅的贸易条件渠道,即通常所称的输入型通胀渠道。间接渠道则包括名义汇率弹性不足对出口和国内货币供应的影响,即在名义汇率调节作用不足的制约下,无论是净出口需求的扩张,还是基础货币的被动投放,都可能引起国内通胀条件的变化。

因此要进一步推进人民币汇率机制的改革。有必要在2005年汇改的基础上进一步推进人民币汇率形成机制改革,增强人民币汇率弹性。如何推进人民币汇率形成机制改革,正如中国人民银行2010年6月19日在进一步推进人民币汇率形成机制改革的发言中所指出的“坚持以市场供求为基础,参考一篮子货币进行调节。继续按照已公布的外汇市场汇率浮动区间,对人民币汇率浮动进行动态管理和调节,保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定,尽量避免被逼升值,人民币汇率应该尽快回到危机之前有管理的浮动制度。”增加人民币汇率充分弹性能够通过增加换汇成本的方式阻碍国际热钱的流入,从而有效地降低外汇占款比重,缓解大量“热钱”涌入时,央行投放基础货币的风险。与此同时,加强对国际流入资金的监控,适当放松资本流出管理,逐步实现资本项目下自由兑换。央行近期对人民币汇率形成机制改革进程回顾与展望分析中也指出:我国对资本流出仍保留较为严格的限制,民间对外投资特别是金融投资水平较低,无法对冲经常项目顺差,也造成了国际资本流动对于国际收支调节作用的缺失。因此,增加企业对外投资不仅有助于我国企业规避贸易保护主义,抢占国际市场,也为国内过剩的资金寻找出路,从而缓解国内货币过剩的现状,减少货币政策的压力。

(三) 货币政策与积极的财政政策相结合

在控制通货膨胀,抑制物价过快增长方面,政府可以结合使用财政政策。美国在上世纪70年代治理通胀时就成功地使用了财政政策,其主要内容包括削减个人及公司的所得税、减少政府对经济的干预、鼓励个人储蓄、为企业研发提供多种税收优惠,旨在提高个人和企业的工作生产积极性,促进经济增长。美国通过调动企业与个人的生产积极性,增加产出,减缓货币政策对经济的冲击。近期我国在治理通胀时应采取有效的财政政策,包括降低出口商品的出口退税率,提高能耗大的资源类产品出口关税,从而减少外汇占款拉动的货币供应。同时,可减少企业所得税优惠以防范境外热钱通过高报出口价值混入国内,还可对投机收益课以重税以防范投机。^[8]增加改善民生的财政支出,比如,增加对城镇和农村低收入家庭的补贴,提高城镇最低生活标准;以发放食品券、消费券的形式对低收入家庭进行补贴。对食品类产品的生产及进口实施减税和补贴政策以降低其价格。进一步完善农业补贴和农产品托市收购政策。一方面,要不断丰富农业补贴政策和农产品托市收购政策的内容,另一方面,要将农业补贴政策和农产品托市收购政策整合起来,形成合力,根据农业生产要素价格变化,以满足国家宏观调控需要为基本前提,择机选择农业补贴力度和农产品托市收购价格水平,保障农业生产者合理收益,实现农业健康发展。在实施稳健的货币政策的同时采用积极财政政策缓解供给面的紧张情况,能减轻经济的衰退,有利于通胀的治理。

参考文献:

- [1] 中国人民银行金融研究所. 人民币汇率形成机制改革进程回顾与展望 [N]. 金融时报, 2011-10-11.
- [2] 中华人民共和国国家统计局. 中华人民共和国2010年国民经济和社会发展统计公报 [R]. 2011-02-28.
- [3] 叶维武. 中国外汇储备问题研究 [J]. 时代金融, 2011(15).
- [4] 赵坚毅, 徐丽艳, 戴李元. 中国的消费率持续下降的原因与影响分析 [J]. 经济学家, 2011(9).
- [5] 中国统计年鉴2010 [M]. 北京: 中国统计出版社, 2010.

(上接第23页)

[6]程志强. 对当前宏观经济形势的分析与思考[J]. 中国市场 2011(20).

[7]郭其友, 陈银忠, 易小丽. 汇率变动、流动性过剩与通货膨胀的动态关系[J]. 经济学动态 2011(3).

[8]卞志村. 基于物价控制的财政货币政策体制选择[J]. 中国金融 2011(9).

China's Monetary Policy Dilemma under the Pressure of RMB Appreciation

ZHOU Jue , Linmunan

(Economics and Management School of Beijing Information Science and
Technology University ,Beijing 100011 ,China)

Abstract: Based on the analysis of internal and external factors causing the appreciation of RMB ,this paper states the current dilemma of China's monetary policy by using Swan Model and Policy Model. The result of the research shows that ,when fiscal and monetary policies are set as unified policies by government for demand management and on the economic condition upon unemployment ,inflation and surplus on the balance of payment ,the goal of balance of both internal and external is hard to meet only by monetary policy. Taking full advantage of monetary policy does not only require the improvement of monetary policy itself ,but also the coordination of monetary policy and other policies as well.

Key words: RMB appreciation; internal and external balance; monetary policy dilemma

(责任编辑:张秋虹)