

试论人民币汇率升值压力的动态变化

摘要: 本文把人民币升值压力细化为三种压力, 即, 外汇市场上的市场升值压力, 来自外国政府的外部政治性升值压力和国内政策性升值压力。在进行以上分类的基础上, 本文将探讨这三种升值压力的区别和内在联系, 以及这三种压力的动态变化和对我国汇率政策的影响。

关键词: 人民币汇率、升值压力、汇率制度

作者简介: 周宇, 上海社会科学院世界经济研究所副研究员 (上海 200020)

进入 2004 年以后, 有关人民币汇率问题的争论已经渐渐平息下来, 人民币汇率的升值预期也明显减弱, 这是因为人民币汇率的升值压力已经在一定程度上得到缓解。今后, 有关人民币汇率问题的争论是否会死灰复燃, 人民币汇率的升值预期是否会重新上升以及人民币汇率是否会出现升值趋势, 在很大程度上取决于人民币汇率升值压力的动态变化。基于以上认识, 本文将从人民币升值压力的生成机制这一角度, 探讨与人民币汇率相关的一些问题。

一, 人民币升值压力的内涵

2003 年, 人民币汇率所面临的升值压力主要指来自外部的政治性升值压力, 值得强调的是: 外部政治性升值压力只是人民币汇率面临的一种压力, 实际上, 人民币汇率的升值压力可以分为三种压力, 下面本文将首先分析这三种升值压力的内容和三者之间的相互关系。

人民币的三种升值压力包括: 第一、外汇市场上的市场升值压力。这一压力指外汇供给大于需求, 外汇市场上形成人民币升值压力。在政府维护钉住汇率制的情况下, 市场压力本身不会引起汇率的升值, 只有在这一压力引发后两种升值压力, 即外部政治性升值压力和国内政策性升值压力的时候, 才会间接影响到汇率的变化。第二种压力是来自外国政府要求人民币升值的压力, 本文将这一压力定义为外部政治性升值压力。在存在以上第一种升值压力的情况下, 如果政府要保持人民币汇率稳定, 就必须干预外汇市场。针对政府的干预, 外国政府有可能施加人民币升值压力。第三种压力为内部政策性升值压力。在出现以上第一种压力的情况下, 政府为了维护汇率稳定不得不进行外汇市场干预, 这种干预会助长通货膨胀风险, 因此, 在存在通货膨胀压力的前提下, 反通货膨胀政策会成为推动本币升值的压力。

就以上三种压力的关系而言, 市场升值压力的出现一般早于外部政治性升值压力和内部政策性升值压力, 而且, 市场升值压力在一定程度上决定和制约着后两种升值压力的存在和变化。在完全的自由浮动汇率制度下, 市场升值压力会直接引起本币汇率的升值, 但一般不会导致外部政治性升值压力和国内政策性升值压力的产生。而在钉住美元汇率制度下, 市场升值压力的影响正好相反, 即该升值压力不会直接引起本币汇率的升值, 但有可能通过外部政治性升值压力和内部政策性升值压力, 间接引起本币汇率的升值。

首先，从市场升值压力和外部政治性升值压力的关系来看，一般而言，只有在存在市场升值压力的情况下，政府干预市场的行为才会引发来自外部的政治性升值压力，这是因为如果不存在明显的市场升值压力，外国政府很难找到要求升值的理由。由于受这一因果关系的影响，就时间顺序的排列而言，市场升值压力的出现一般要早于外部政治性升值压力。不过尽管市场升值压力是诱发外部政治性升值压力的主要因素，但这并不意味着前一种压力必然会引发后一种压力。

另外，值得强调的是：虽然市场升值压力具有诱发外部政治性升值压力的作用，但外部政治性升值压力并非完全被动地受制于市场升值压力，外部政治性升值压力的出现会提高人民币汇率的升值预期，而升值预期的上升会增加市场对人民币和人民币资产的需求，这意味着外部政治性升值压力具有助长市场升值压力的作用。

其次，就市场升值压力与政策性升值压力的关系而言，因为只有在存在市场升值压力的情况下，政府的外汇市场干预才会助长通货膨胀风险，而且也只有在这种情况下，政府才有可能把本币升值作为反通货膨胀的政策手段，因此，市场升值压力是导致国内政策性升值压力出现的主要因素。尽管这两种压力存在以上联系，但市场升值压力的出现未必一定会伴随政策性升值压力。如前所述，在完全的自由浮动汇率制度下，政府不干预外汇市场，市场升值压力只影响汇率变动，不影响货币发行，因而不会直接引起通货膨胀风险。即使在固定汇率制度下，只有在以下两种情况同时出现的前提下，市场升值压力才有可能转化为政策性升值压力，这两个前提是：第一，国内存在明显的通货膨胀倾向，第二，资本项目已处于开放状态。

2003年在有关人民币汇率问题的争论中，国内政策性升值压力也是人们关心的重要问题之一。如格林斯潘曾指出，中国政府很难长久维持钉住美元的汇率制度，其理由是政府对外汇市场的干预会助长通货膨胀，而反通货膨胀的政策压力将迫使中国政府放弃钉住美元的汇率制度。格林斯潘的结论主要立足于人民币可能面临的政策性升值压力。但从我国的实际情况来看，政策性升值压力并没有强大到足以迫使人民币汇率升值的程度。这是因为我国还没有完全开放资本项目，政府对资本项目的管理在一定程度上阻止了市场升值压力向政策性升值压力的转化。

资本项目管理通过什么途径发挥以上作用呢？简而言之，资本项目管理为政府实施反通货膨胀的金融政策提供了有利条件，在这一背景下，政府没有必要把本币升值作为反通货膨胀的政策手段。以下是资本项目管理发挥作用的具体途径：

在出现市场升值压力的情况下，为了缓解市场升值压力，政府会通过买入外汇和卖出本国货币的形式干预外汇市场，政府的这种干预会导致货币发行的增加和通货膨胀风险的上升，为此政府会通过“冲销政策”吸收过多的货币发行，以此保持物价水平的稳定。但是在资本项目开放的前提下，政府的“冲销政策”很难发挥作用。这是因为，“冲销政策”会导致国内利率水平的上升，而后者会引起短期资本流入的增加和从新引发新一轮的升值压力。在以上情况下，为了阻止通货膨胀，政府将不得不采取容忍本币升值的政策。正是基于以上考虑，格林斯潘提出了中国将不得不放弃钉住美元汇率制的推测。从长期的视点来看，这一推测有一定的合理性，但就短期而言，因为我国还没有开放资本项目，因而紧缩性金融政策和国内利率的上升很难引起大规模短期投机资本的流入。由于以上理由，在我国现有的条件下，政府可以借助紧缩性金融政策控制通货膨胀，因此，市场升值压力很难转化为政策性升值压力。

二、人民币升值压力的形成过程

在以上部分，本文具体分析了人民币汇率可能面临的三种升值压力。那么近年来，人民币汇率在什么阶段，面临过什么性质的压力呢？学术界普遍认为，人民币升值压力主要出现在2002年年

底，并于 2003 年年中达到高潮。这一见解主要着眼于人民币外部政治性升值压力，如果从三种压力整体的视点来看，市场升值压力的出现要早于外部政治性升值压力。

1 市场升值压力的出现

20 世纪 90 年中期以后，在经常收支和资本收支双顺差的影响下，我国的外汇储备一直处于增长趋势。从理论上讲，这意味着在外汇市场上，外汇供给大于需要，人民币汇率已面临潜在的市场升值压力。但考虑到我国一直实施严格的外汇管理制度，在这一制度下，政府对外汇供给和外汇需求的限制具有不对称的性质，即，与外汇供给相比，企业和个人的外汇需求受到严格的控制，在这一特殊背景下，很难确定，90 年代后期，人民币汇率是否面临过真正意义上的市场升值压力。1994 年以后，随着人民币汇率浮动范围的扩大，人民币名义汇率曾出现过一时性的升值趋势，这一时期的人民币汇率升值反映了市场升值压力的出现，但是，1997 年以后，在亚洲金融危机的影响下，人民币汇率反而开始面临巨大的市场贬值压力。

此后，人民币汇率再次面临市场升值压力大约是在 2001 年的下半年。这一时期，人民币黑市价格开始接近官方外汇市场上的人民币外汇牌价，香港人民币 NDF 汇价（无本金交割远期外汇）也开始出现升值趋势。这些变化在市场上引起了人民币有可能升值的预期。出现这一变化的原因可以概括为以下几点，第一，我国的外汇储备明显增多。2001 年，我国外汇储备增加 466 亿美元，外汇储备余额突破 2000 亿美元的大关。第二，人民币在国际社会的信任度明显提高。20 世纪 90 年代后期，在经历了亚洲金融危机的冲击后，发展中国家的货币基本上都出现了贬值趋势，与这些货币相比，人民币汇率保持了相对的稳定性。而且，随着人民币国际地位的提高，一些周边国家和地区开始接受人民币的使用和流通。第三，与其他国家相比，我国经济实力的增强受到国际社会的普遍关注。2000 年以后，随着泡沫经济的破灭，世界经济开始出现衰退趋势，与其他国家相比，中国经济保持了强劲的增长势头，中国经济实力的增强也是助长人民币市场升值压力形成的重要原因之一。

2001 年下半年以后，受以上因素的影响，居民和非居民想持有人民币和人民币资产的愿望明显提高，外汇市场对人民币的需求明显增加，这一变化引起了人民币的市场升值压力。进入 2002 年后，由于诱发人民币升值压力的因素得到进一步强化，因而人民币的市场升值压力继续处于上升趋势。2002 年我国的经常收支顺差由 2001 年的 174 亿美元激增到 354 亿美元，增长幅度为 100%，资本收支维持了 323 亿美元的顺差。在双顺差的影响下，外汇储备由 2001 年的 2122 亿美元增加 2002 年的 2864 亿美元，净增额 742 亿美元。外汇储备的迅速增长成为进一步助长人民币市场升值压力的主要因素。

值得注意的是，从 2001 年下半年到 2002 年年底为止，尽管外汇市场上出现了明显的人民币升值压力，但这一时期，来自外部的政治性升值压力并不明显。2001 年下半年，一部分日本舆论曾炒作过人民币汇率升值问题，然而，进入 2002 年后，随着日元对美元汇率的贬值，日本舆论对人民币汇率问题的关心有所减退。人民币市场升值压力向外部政治性升值压力的转化主要出现在 2003 年，而由美国政府主导的施压则出现于 2003 年年中。

2、外部政治性升值压力的形成

通过以上分析，我们可以看到，就人民币所面临的升值压力而言，外部政治性压力的出现要滞后于市场压力的出现，较为明显的市场升值压力出现在 2001 年下半年以后，而较为明显的外部政

治性升值压力出现在 2003 年。

那么进入 2003 年后，是什么因素使市场升值压力升格为了外部政治性升值压力呢？这些因素可以概括为以下几点：第一，世界性通货紧缩倾向的加重。在此背景下，日本和美国等一些发达国家的政治家企图把通货紧缩归罪于中国的汇率政策。第二，美国对华贸易赤字的扩大和失业率的上升以及美国总统大选活动的临近。第三，由美元贬值引起的人民币实际有效汇率的贬值。第四，2002 年年底，我国经常收支和资本收支双顺差以及外汇储备的迅速增长开始引起国际社会的关注。

在以上大背景下，从 2002 年年底开始，人民币市场升值压力引起了明显的外部政治性升值压力。外部政治性升值压力的发展可以分为两个阶段：

第一阶段从 2002 年年底开始到 2003 年年中为止，这一时期，日本政府充当了人民币升值论的主角。2002 年 12 月 4 日，日本副财长黑田东彦在英国报纸《金融时报》上发表文章，指责中国正在输出通货紧缩，以此为依据提出了人民币升值的要求。另外，从同一时期开始，日本财务大臣盐川正十郎在各种国际会议上，反复呼吁发达国家政府对人民币汇率实施升值压力。

第二阶段从 2003 年年中开始到年底为止，进入这一时期，美国政府开始成为施加人民币升值压力的总指挥。2003 年 6 月 16 日，美国财政部部长约翰·斯诺提出了要求中国政府扩大汇率制度的弹性的主张，这是美国政府高官首次公开表示对人民币汇率问题的态度。此后，美国总统布什和美联储主席格林斯潘等美国其他政府官员也在不同场合发表过类似的见解。9 月初，约翰·斯诺的亚洲之行和访华是美国政府施加人民币升值压力的高峰期，此后，人民币汇率所面临的外部政治性升值压力开始出现缓解趋势。

2003 年 11 月以后，尽管人民币汇率仍然面临巨大的市场升值压力，但外部政治性升值压力却明显消退，有关人民币汇率问题的争论嘎然而止。这一变化的出现与以下因素有着密切联系。

第一，个别发达国家政府逼迫人民币汇率升值的要求未能得到国际社会的广泛认可和支持。首先，就国际学术界而言，许多著名学者纷纷反对人民币汇率升值。其次，从各国政府的态度来看，发展中国家，尤其是东亚国家普遍反对对人民币汇率施加升值压力。最后需要强调的是，2003 年下半年，一些发达国家政府的态度也发生了明显变化。其中，日本政府的态度变化非常明显。2003 年下半年，日本国内反对人民币汇率升值的舆论有所抬头，受这一舆论的影响，9 月以后，日本政府很少再提出人民币汇率升值的要求。

第二，2003 年下半年以后，世界经济状况开始有所好转，世界性通货紧缩趋势的消退在一定程度上缓解了人民币汇率的外部政治性升值压力。“中国通货紧缩输出论”是外国政府施加人民币升值压力的重要理由之一，而通货紧缩状况的好转无疑削弱了外国政府要求人民币升值的借口。另外，2003 年下半年，来自中国的进口成为支撑日本经济恢复的主要因素，这也是日本政府放弃施压政策的重要背景之一。

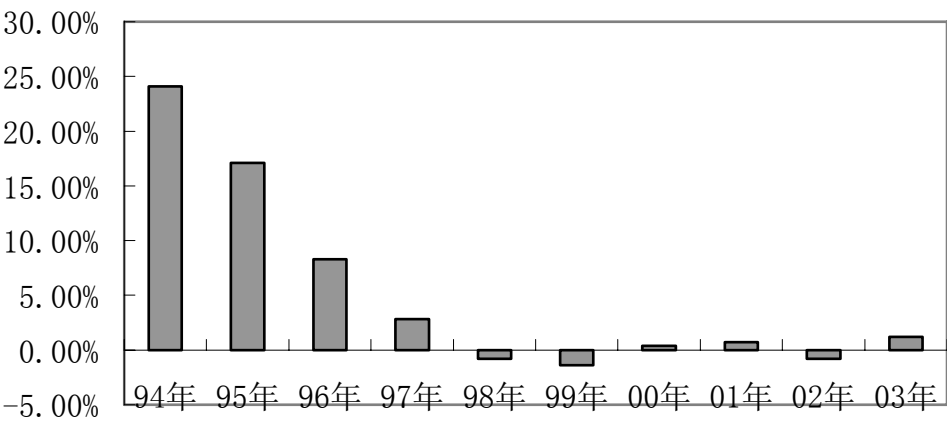
第三，美国政府解决贸易不平衡的策略发生了变化。在汇率施压政策受挫以后，美国政府开始放弃以汇率施压为主的策略，试图通过双边贸易交涉解决中美贸易不平衡问题。预示这一政策变化的转折点是 10 月底美国商务部长埃文斯的访华，在埃文斯访华以前，美国政府一直强调中国应该建立“公正的汇率制度”，在埃文斯访华后，美国政府开始强调“公正的中美贸易关系”。与以上变化相对应，2003 年 11 月后，为了推进双边贸易交涉，美国政府开始对华实施一系列的贸易报复措施。

3、微弱的国内政策性升值压力

如上文所述，市场升值压力有可能引起外部政治性升值压力和内部政策性升值压力，但就我国

的情况来看，2003 年，人民币汇率所面临的压力主要是市场升值压力和外部政治性升值压力，人民币汇率稳定并没有遇到来自国内政策性升值压力的挑战。

图表1 消费价格指数的变动



资料来源：国家统计局资料

在人民币汇率面临巨大市场升值压力的情况下，之所以没有出现政策性升值压力，是因为国内通货紧缩倾向抑止了政策性升值压力。在存在通货紧缩的情况下，为缓解市场升值压力而进行的政府干预不仅不会引发通货膨胀，反而有助于改善通货紧缩的状况。从图表 1 中可以看到，2003 年，在全年信贷和货币供应增长率超过 20% 的大背景下，我国的消费价格指数仅仅上涨了 1.2%。较低的通货膨胀率意味着人民币不存在明显的政策性升值压力。进入 2004 年以后，我国的通货膨胀率有所上升，第一季度的消费价格总水平同比上涨了 2.8%。就通货膨胀的总体状况而言，2004 年第一季度，物价上升较快的商品主要是钢铁、水泥等原材料和一部分农产品，这说明当前的通货膨胀风险并非来源于货币性质的冲击，而是来源于经济结构的失衡。在这种状况下，人民币汇率升值无助于克服通货膨胀风险，因此人民币汇率不存在明显的政策性升值压力。

三、人民币升值压力的近期展望

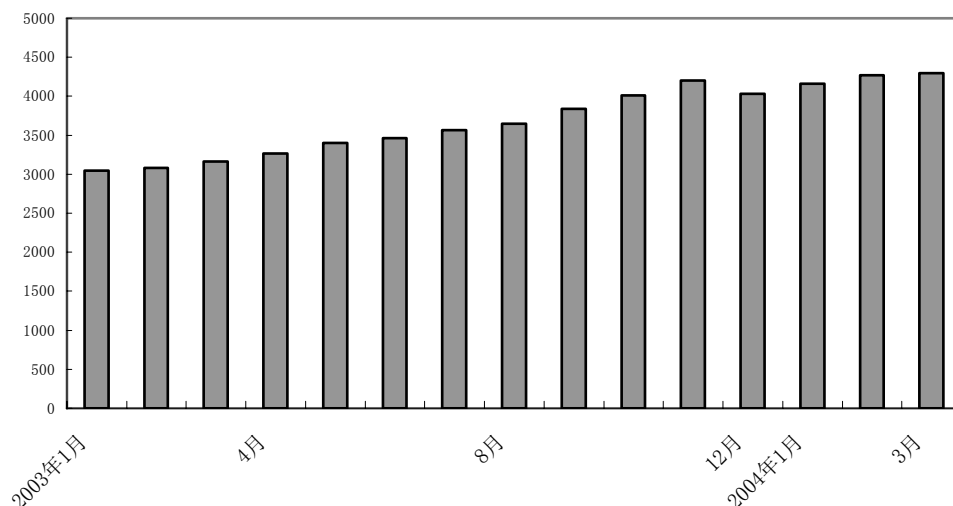
进入 2004 年以后，人民币汇率升值压力是否已经消失是舆论界和学术界普遍关注的重要问题之一。对这一问题的回答取决于我们对人民币汇率升值压力的定义。具体而言，如果仅仅把人民币升值压力定义为来自外部的政治性压力，那么人民币升值压力基本上已经消退，但是，如果从市场升值压力的角度来看，人民币汇率仍然面临着一定程度的升值压力。由此可见衡量的标准不同，对应的结论也会有所差异。下面我们按照升值压力的不同种类，对人民币汇率升值压力的动态变化进行简单的评估和展望。

1、趋于缓解的市场升值压力

进入 2004 年以后，人民币汇率仍然面临明显的市场升值压力，该压力具体表现在两个方面：一是外汇市场上仍然存在人民币的升值预期，一些持有外汇的境内居民和境外非居民正在通过各种渠道增加对人民币和人民币资产的投资；二是外汇储备仍然处于增长趋势，图表 2 反映了我国外汇

储备的变动情况。我国外汇储备余额，2003 年年底为 4032 亿美元，2004 年 3 月已增加到 4298 亿美元，外汇储备的增加表明外汇市场的外汇供给仍然大于外汇需求。然而，值得强调的是，尽管人民币汇率仍然面临明显的市场升值压力，但是与 2003 年相比，市场升值压力的程度已有所缓解，这一变化主要受到以下几方面因素的影响。

图表2 外汇储备的变动（亿美元）



资料来源：国家外汇管理局

图表 3 全国进出口情况

金额单位：亿美元

项目	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月
进出口总值	714.50	761.90	922.36	965.00	876.30
出口总值	357.20	341.60	458.48	471.20	448.70
进口总值	357.40	420.30	463.88	493.80	427.70
进出口差额	-0.20	-78.70	-5.40	-22.60	21.00
进出口差额累计	-0.20	-79.00	-84.40	-107.60	-86.60

资料来源：中华人民共和国海关统计。

第一，贸易收支逆差的出现。图表 3 显示，2004 年 1-4 月份，我国贸易收支出现连续 4 个月的逆差，逆差余额合计 107.60 亿美元，5 月份贸易收支出现 21 亿美元的顺差。1-5 月的贸易收支余额为 86 亿美元的逆差。贸易收支出现逆差与政府抑止贸易收支顺差规模和缓解人民币升值压力的各项政策有着密切联系，这些政策包括出口退税政策的调整和大型采购等内容，但一些非意图性的因素也影响到贸易收支逆差，这些因素包括投资需求的过度增长，国内通货膨胀率的上升，美元汇率的回调和原油价格的上升。

在发展中国家，由于资本移动受到一定程度的限制，因此贸易收支状况是决定汇率市场压力的主要因素。贸易收支逆差倾向于引起市场贬值压力，贸易收支顺差容易引起市场升值压力，因此我

国贸易收支出现逆差在一定程度上起到了缓解升值压力的作用。今后，贸易收支的动态变化是影响人民币市场升值压力的主要因素

第二，国内通货膨胀率的上升。从中长期来看，货币对内贬值引起对外贬值，国内通货膨胀率的上升是导致本币汇率贬值的诱因。图表 1 显示，2003 年以后，我国的消费价格指数开始出现上升趋势，该年度的消费价格水平上升了 1.8%，2004 年第一季度同比上升了 2.8%，物价的这一变化也在一定程度上，起到了缓解市场升值压力的作用。

通货膨胀率的变动一般通过两个渠道对汇率的市场升值压力产生影响作用，一是对市场预期的影响。通货膨胀率的上升引起货币贬值的预期，这一预期会减少市场对人民币的需求。二是对实际有效汇率和贸易收支的影响。在其他条件相同的情况下，一国的对外竞争力取决于实际有效汇率的水平，而通货膨胀率的上升与本币升值对实际有效汇率的影响是基本相同的，在这一点上二者有相互替代的作用。因此通货膨胀率的上升可以缓解本币的市场升值压力，反之，本币汇率的升值也可以缓解通货膨胀的压力。考虑到二者的这一关系，今后我国物价水平的变化也是影响人民币市场升值压力的重要因素之一。

第三，外部政治性升值压力的平息。尽管外部政治性升值压力受到市场升值压力的制约，但前者也会通过提高人民币汇率的升值预期，助长市场升值压力。因此，外部政治性升值压力的平息也起到了缓解市场升值压力的作用。

2、逐渐平息的外部政治性升值压力

如前文所述，人民币的外部政治性升值压力在 2003 年 11 月以后，已经平息下来。2004 年上半年，几乎很少再听到来自外国政府的人民币汇率升值要求。2 月初，7 国财长会议曾呼吁汇率制度缺乏弹性的国家扩大汇率制度弹性。同一时期，《财经时报》的一篇预测人民币将会升值的报道曾引起舆论界的关注，但此后，有关人民币升值问题的争论又很快平息了下来。进入 2004 年后，以下一些新的因素也对平息外部政治性升值压力起到了积极作用。

第一，贸易收支逆差的出现和由此引起的市场升值压力的缓解。外国政府对人民币汇率升值施压的一个重要依据是人民币汇率的低估，而人民币汇率低估的判断又建立在贸易收支顺差这一事实上。正因为如此，当我国贸易收支出现逆差后，外国政府也就失去了要求人民币汇率升值的依据。由此可见，贸易收支状况不仅是决定市场升值压力的重要因素，而且也是影响外部政治性升值压力变化的重要因素之一。

第二，美元对欧元和日元汇率的回调和升值。人民币汇率制度实际上属于钉住美元的汇率制度，美元的大幅度贬值会引起人民币实际有效汇率的贬值，而人民币实际有效汇率的贬值会助长外部政治性升值压力。2003 年，在美国政府的诱导下，美元对欧元和日元汇率出现大幅度贬值，这一变动引起了人民币实际有效汇率的贬值，这是日本政府要求人民币汇率升值的重要原因之一。进入 2004 年后，美元对欧元和日元汇率的回调，使人民币实际有效汇率出现升值趋势，这一变化缓解了人民币的外部政治性升值压力。

第三，美国经济的恢复和贸易收支的改善。上文曾提到就业状况的恶化和对华贸易收支逆差的扩大是美国政府施加人民币升值压力的主要原因。进入 2004 年以后，美国经济的恢复为改善就业状况提供了有利条件，另外，在美元汇率贬值的影响下，2003 年第三季度以后，美国的贸易收支状况开始出现好转，这一变化也对政治性升值压力的平息起到了推动作用。

3、未来的挑战：政策性升值压力

本文的一个基本结论是：至今为止，人民币汇率所面临的压力主要是市场升值压力和外部政治性升值压力，而国内政策性升值压力不是威胁人民币汇率稳定的主要因素。这一结论建立在这样一个理论框架之上，即高通货膨胀风险和资本自由移动是产生国内政策性升值压力的两个重要前提条件。当前，我国既不存在高通货膨胀风险，而且也不具备资本自由流动的环境，因此，人民币汇率不大可能面临强劲的国内政策性升值压力。

不过，今后随着我国资本项目开放程度的提高，国内政策性升值压力将会成为影响我国汇率政策的重要因素之一。而且这一压力会成为推动我国扩大汇率制度弹性的主要因素。

Change of Appreciation Pressure on RMB Exchange Rate

2004 年 6 月 16 日