人民币对美元汇率的成因与趋势

羌建新

（中国社会科学院 研究生院，北京 100102）

[摘要] 名义汇率取决于货币市场和产品市场供求状况等多种因素。从长期来看，人民币对美元实际汇率仍将保持升值趋势，人民币汇率制度弹性进一步增大，因而人民币对美元名义汇率也将长期保持升值趋势，但升值的速度会趋缓甚至稳定下来。

[关键词] 人民币；汇率；实际汇率；购买力平价；巴拉萨-萨缪尔森效应

[中图分类号] F822 [文献标识码] A [文章编号] 1004-3489(2009)04-0071-05

2005年 7月 21日，中国对人民币汇率形成机制进行改革，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以来，人民币汇率弹性不断加大，人民币对美元汇率升值速度加快。以月度平均值衡量，2006年 7月人民币对美元汇率突破 8.0，2007年 11月突破 7.5，2008年 5月突破 7.0。目前，人民币对美元汇率在 6.83上下波动并逐渐稳定下来，升值趋势有所缓和。自 2005年人民币汇率形成机制改革以来，与改革前相比，人民币对美元汇率升值累计已超过 20%以上。那么，人民币对美元汇率不断升值的原因是什么？其未来进一步的发展趋势会是怎样呢？

一、影响货币汇率的主要因素

汇率是不同货币之间的交换比率，而不同的货币又对应着各自复杂的宏观经济体系。因此，作为不同宏观经济体系的纽带，汇率水平的决定十分复杂，既受到货币市场供求状况的影响，同时也受到产品市场供求状况的影响：

一是货币因素对汇率的影响。汇率表示的是不同国家货币的相对价格。根据汇率决定的购买力平价理论，一国货币对外国货币的汇率等于本国价格水平与外国价格水平之比，一国货币对外国货币汇率的贬值率等于本国通货膨胀率与外国通货膨胀率之差。在长期中，价格水平主要取决于货币供求关系，因而影响一国货币供求的各种因素，也是决定汇率水平的重要因素。具体而言，货币供给是由政府控制的政策变量，货币需求主要取决于收入水平、利率等因素，因此，在长期中，价格水平主要取决于货币供应量、收入水平、利率等因素。因而从货币市场的角度来看，决定长期名义汇率的各种因素包括：（1）相对货币供给水平的变动。在长期中，本国货币供给增加将导致本国价格水平同比例上升，从而导致本币贬值。（2）相对利率水平的变动。在长期中，本国利率水平上升，将导致本国实际货币需求下降和本国长期价格水平上升、本币贬值。而本国货币供应量增长率的永久性增加会提高本国的长期通货膨胀率，并且将通过费雪效应提高本币相对于外币的利率，从而降低本国货币需求，进而导致本国价格水平上升和本币贬值。（3）相对收入水平的变动。本国收入水平增长将导致本国实际货币需求上

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

升，在其他条件不变的情况下，本国长期价格水平下降，从而导致本币升值。[1][2](P393－399)

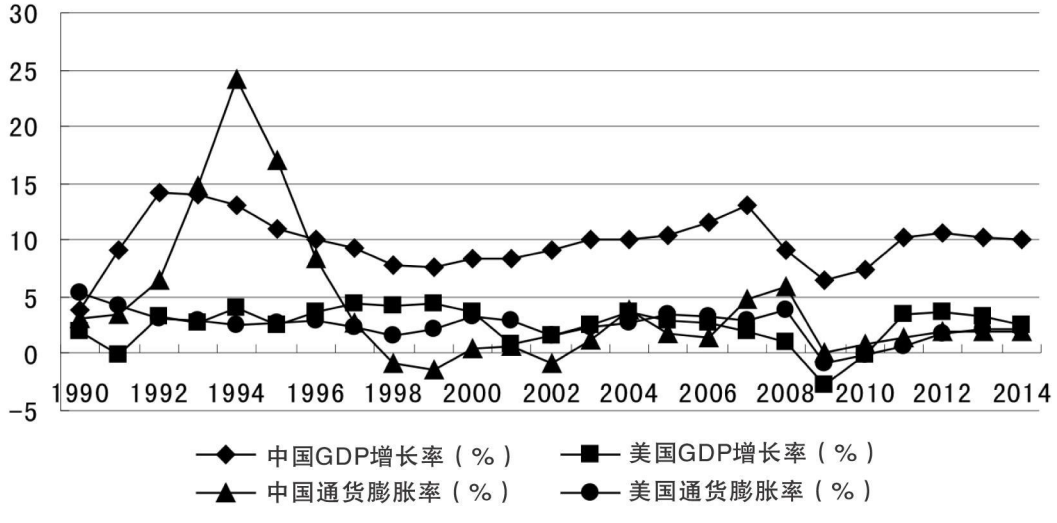
二是货币供求以的外其他因素，特别是产品市场的供求等实际变量对汇率的影响。名义汇率既取决于价格水平，也取决于实际汇率。两国货币之间的实际汇率是一国商品和劳务价格相对于另一国商品和劳务价格的概括性度量，即两国商品和劳务之间的相对价格或交换比率。实际汇率主要取决于产品市场的供求关系。具体而言，从产品市场的角度来看，实际汇率主要取决于：(1)相对产品需求的变动。外国对本国产品需求的增加将会抬高本国产品的相对价格，导致本币对外币长期实际升值，反之，外国对本国产品需求的减少将导致本币对外币长期实际贬值。(2)相对产品供给的变动。如果贸易品与非贸易品部门的生产率增长保持相同，本国产品供给的相对扩大将会压低本国产品的相对价格，导致本币对外币长期实际贬值，而外国产品供给的相对扩大则会使本币对外币长期实际升值。[2](P415－416)但根据巴拉萨－萨缪尔森效应，本国贸易品部门生产率的相对增长决定贸易品部门与非贸易品部门的工资同比例上升，非贸易品部门工资超过本部门生产率的增长幅度将带动一般价格水平较快上升，并实现实际汇率升值。贸易品部门与非贸易品部门的劳动生产率差距越大，非贸易品价格上升越快。一国经济在高速增长过程中，贸易品部门的生产率增长速度通常远高于非贸易品部门，因而一国经济高速增长会内生出本国货币实际汇率升值趋势。[3][4]

总之，尽管汇率是一种名义价格，但是它不仅会对货币性因素做出反应，而且也会对非货币性因素做出反应。货币性冲击通过影响一国货币的购买力而影响其长期名义汇率水平，而产品市场冲击通过影响长期实际汇率也会影响长期名义汇率水平。

二、人民币对美元汇率的成因

改革开放以来，中国经济持续、快速增长，进入20世纪90年代以来，随着中国改革开放进一步深入，经济增长速度进一步提高。特别是进入21世纪，加入世界贸易组织以来，中国经济进一步融入世界经济体系，从而得以进一步分享全球化红利，中国经济保持了更加强劲的增长势头(见图1)。与此同时，有关研究显示，改革开放以来我国制造业劳动生产率的增长率呈现出先低后高的变动趋势，1978－1990年间制造业劳动生产率年均增长率仅1.85%；1990－2005年间制造业劳动生产率年均增长率大幅升高至12.7%，1995－2005年间年均增长率更高达15.8%。另一方面，我国服务业劳动生产率的增长相对稳定，1978－2005年间年均增长4.4%。总

图1　中国和美国的GDP增长率、通货膨胀率



资料来源：根据World Economic Outlook Database(April 2009)数据绘制，2008年以后数据为估计值。

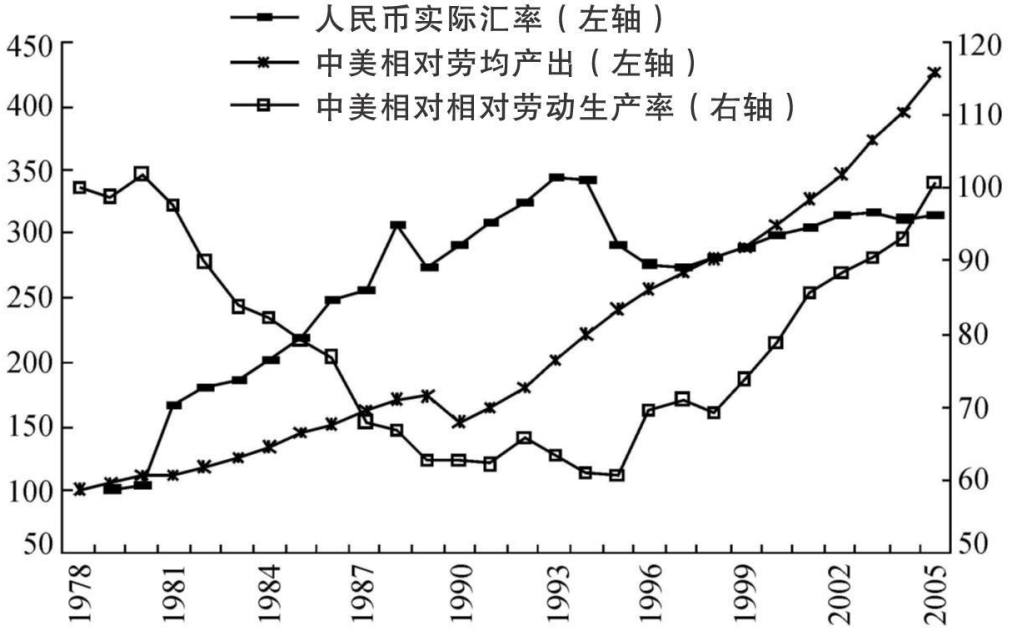
?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

体而言，1978－1990年间我国的制造业/服务业相对劳动生产率有所下降，进入20世纪90年代后止跌回升，特别是最近十年进入快速增长时期，1996－2005年间累计增长1倍多。[5]

20世纪80年代以来，在经历了一系列大刀阔斧的结构调整后，加之信息技术革命的推动作用，美国经济总体上也保持了较快增长（见图1）。与此同时，有关研究也显示，美国制造业劳动生产率呈现出明显上升趋势，1978－2005年美国制造业劳动生产率年均增长4.2%。而1978－2005年美国服务业劳动生产率年均增长率仅有1.0%左右，远低于制造业劳动生产率。因此，美国1978－2005年制造业/服务业相对劳动生产率累计增长了1.34倍，年均增长率为3.2%。[5]

在中、美两国各自制造业/服务业相对劳动生产率变动趋势的作用下，20世纪80年代－90年代前期中国的制造业/服务业相对劳动生产率相对于美国的制造业/服务业相对劳动生产率呈下降趋势，而90年代中后期以后总体保持上升趋势，呈现出先降后升的"V"型变化特征（见图2）。与巴拉萨－萨缪尔森效应相一致，人民币对美元实际汇率呈现出20世纪80年代－90年代前期大幅贬值，90年代中后期以后显著升值和轻微贬值并存、总体保持升值的态势（见图2）。显然，20世纪90年代特别是21世纪以来中国经济迅速增长伴随的制造业劳动生产率的高速增长是人民币对美元实际汇率升值的重要原因。

图2　人民币实际汇率与不同增长指标关系（1978－2005，1978=100）



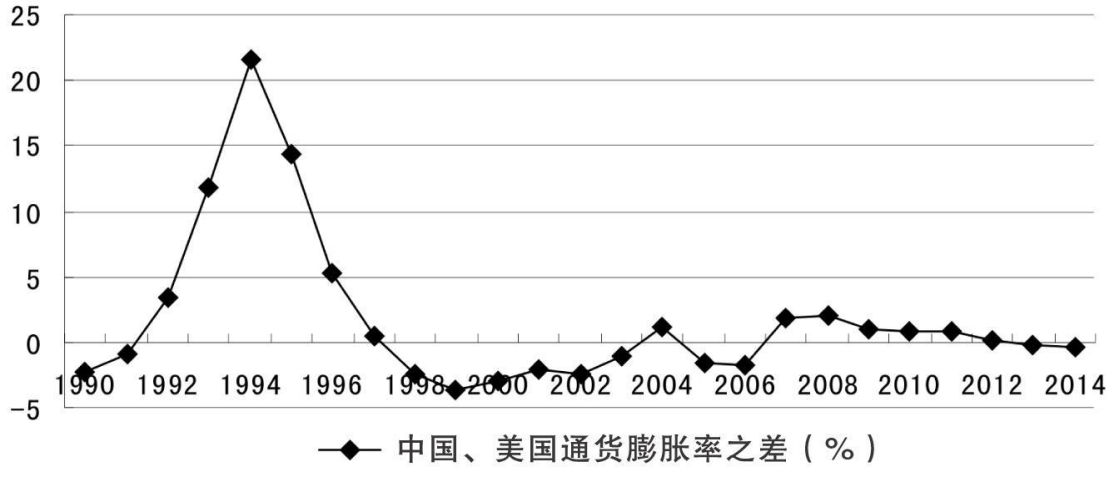
资料来源：卢锋、刘鎏，"我国两部门劳动生产率增长及国际比较（1928－2005）——巴拉萨－萨缪尔森效应与人民币实际汇率关系的重新考察"，经济学（季刊）第6卷第2期，2007年1月。

如前所述，实际汇率主要是由实际因素决定的，产品市场供求关系的变化决定着实际汇率的变化趋势。但是，实际汇率的调整却是通过价格水平的变化或（和）名义汇率的调整而实现的。[7]

反过来，由于名义汇率取决于价格水平和实际汇率，或者取决于货币市场和产品市场的供求关系，因而对于给定的实际汇率变化，名义汇率与价格水平之间存在着替代关系。因此，在分析了人民币对美元实际汇率变化趋势的基础上，结合中、美两国货币市场和通货膨胀的变动趋势，以及具体的汇率制度安排，就可以分析人民币对美元名义汇率的变化趋势。

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

图 3 中国、美国通货膨胀率之差



资料来源：根据 World Economic Outlook Database(April 2009)数据绘制，2008年以后数据为估计值。

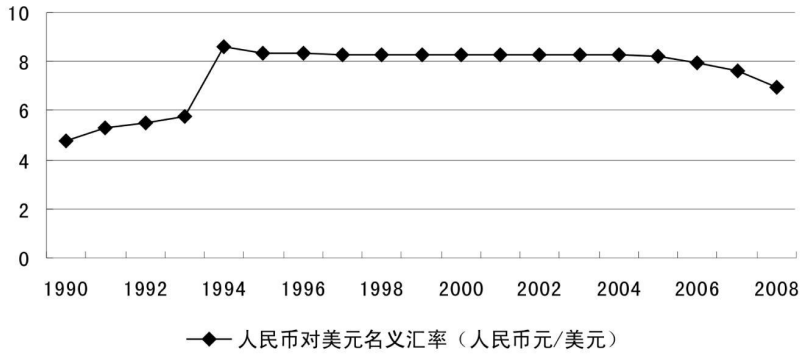
进入 20世纪 90年代，随着中国改革开放步伐进一步加快，中国经济经历了 1992－1994年的高速增长，与此同时，也经历了人民币对美元实际汇率的贬值和历史罕见的高通货膨胀。在经历 1993年 14.7%、1994年 24.1%的高通货膨胀后，中国在实行严厉的紧缩性宏观经济政策的同时，于 1994年对人民币汇率机制进行改革，实行有管理的浮动汇率机制，并实行了人民币对美元的大幅贬值，使人民币对美元名义汇率向实际汇率回归。此后，中国经济增长率出现回调，国内通货膨胀逐年明显降低，中美之间的通货膨胀率之差逐步缩小，与此同时，人民币对美元实际汇率轻微升值，因而，1994－1997年间人民币对美元名义汇率保持了小幅升值。

1997年，受东亚金融危机的影响，中国经济增长率进一步下降，中、美之间的通货膨胀率差距几乎不复存在。在人民币对美元实际汇率轻微贬值的条件下，人民币汇率政策转向钉住美元。此后，在人民币汇率钉住美元的同时，国内出现通货紧缩，中国的通货膨胀率明显低于同期的美国通货膨胀率，中、美之间的通货膨胀率差距由正转负，为遏制国内通货紧缩局面，中国政府实行了扩张性的财政、货币政策。

进入 21世纪以来，随着中国经济逐渐走出通货紧缩阴影，2002年中国经济再次迎来新一轮强劲增长周期，与此同时，人民币对美元实际汇率也再度升值。由于人民币汇率仍然钉住美元，人民币对美元名义汇率保持基本稳定，贸易顺差不断积累，国内通货膨胀压力持续加大，国民经济外部失衡日趋严重。为缓解国内通货膨胀和国民经济外部失衡压力，在实行紧缩性宏观经济政策的同时，从 2005年 7月 21日起，中国再度对人民币汇率机制进行重大调整，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，人民币对美元迅速升值。由于人民币对美元名义汇率升值，以及紧缩性宏观经济政策的实施，2008年国内通货膨胀压力终于解除。在人民币对美元实际汇率轻微升值或保持稳定的情况下，随着国内通货膨胀压力的解除，中美之间的通货膨胀率之差逐步缩小，加之美国次贷危机所掀起的全球金融海啸引起的外部市场环境恶化，人民币对美元名义汇率也趋于稳定。

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

图 4 人民币对美元名义汇率



资料来源：根据《中国统计摘要 2009》数据绘制。

三、人民币对美元汇率的长期趋势

从长期来看，我国正处在工业化、城镇化快速发展的阶段，市场潜力巨大，加速发展的内在动力很强，中国经济仍将保持若干年的高速增长，因此，中国贸易品部门/非贸易品部门相对劳动生产率的增长率仍将快于美国贸易品部门/非贸易品部门相对劳动生产率的增长率，因而从长期来看，人民币对美元实际汇率仍然将保持升值的趋势；与此同时，为保持货币政策的独立性，实现国民经济的内外同时均衡，人民币汇率制度弹性也会进一步增大，因而人民币对美元名义汇率长期仍将保持升值的趋势。

另一方面，在经历了较长时期的高速增长之后，尽管中国的贸易品部门/非贸易品部门相对劳动生产率相对于美国的贸易品部门/非贸易品部门相对劳动生产率仍然会保持增长的趋势，但是增长的速度将不可避免地会趋于放缓，因此，从长期来看，人民币对美元实际汇率升值的速度将会趋缓甚至稳定下来；同时，由于人民币汇率制度弹性的增大，中国货币当局运用独立货币政策维持价格稳定的空间将会加大，中、美两国之间的通货膨胀差距将会缩小且趋于稳定，因而，

。

[ ]

[1] Jacob A. Frenkel. A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence. The Scandinavian Journal of Economics (Vol. 78, No. 2), May 1976.

[2] Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld. International Economics: Theory and Policy (6th edition) [M]. Addison Wesley, 2003.

[3] Bela Balassa. The Purchasing-Power Parity Doctrine: A Reappraisal [J]. The Journal of Political Economy (Vol. 72, No. 6), December 1964.

[4] Paul Samuelson. Theoretical Notes on Trade Problems [J]. The Review of Economics and Statistics (Vol. 46, No. 2), May 1964.

[5] 卢锋，刘鎏. 我国两部门劳动生产率增长及国际比较（1928—2005）——巴拉萨—萨缪尔森效应与人民币实际汇率关系的重新考察 [J]. 经济学（季刊），2007(2).

[6] Kenneth Rogoff. The Purchasing Power Parity Puzzle [J]. Journal of Economic Literature (Vol. 34, No. 2), June 1996.

[7] Federico Ravenna, Fabio M. Natalucci. Monetary Policy Choices in Emerging Market Economies: The Case of High Productivity Growth [J]. Journal of Money, Credit and Banking (Vol. 40, No. 2—3), March—April 2008.

（责任编辑 匡四）

?1994-2017 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net