

关于人民币汇率的实证研究

刘向华

亚洲金融危机爆发以来,国内外对于人民币是否应该贬值争论很大。许多学者认为人民币对美元汇率同遭受金融危机的亚洲各国一样,存在严重的高估,对我国的出口竞争力是一种极大的损害。尽管中国政府多次重申维护人民币汇率稳定的信心和决心,但都被一些人看成是出于政治上的考虑,是对经济利益的牺牲。尤其在我国出口连续下滑,多年来首次出现负增长后,要求人民币贬值的呼声愈发强烈。笔者认为,人民币币值是否高估及人民币是否应该贬值的问题都不能简单的下结论,需要做出全面的评估。本文将结合实证研究加以阐述。

一、对人民币实际汇率和名义汇率的实证研究

1994年1月1日开始实施的人民币汇率制度改革,官方牌价汇率与外汇调剂汇率双重汇率并轨,改革的目标是建立“单一的,有管理的浮动汇率机制”,也就是让外汇市场(上海外汇交易中心)来决定汇率,而央行有责任以入市交易的形式来干预汇市,使汇率向其所期望的方向浮动。作为MF认可为具有较高弹性的汇率制度,管理浮动的汇率安排一方面能实现价格的市场决定机制,另一方面又避免汇率无序波动可能造成的危害,这一汇率制度选择与我国目前所处的经济发展阶段是相符的。但由于我国尚未开放资本项目,加之外汇市场存在极大的垄断性,管理浮动的汇率制度在实施中表现出有“管理”无“浮动”的特征,即市场上的汇率的形成在相当程度上局限于外汇管理部门的政策意图,形式上表现为人民币钉住美元的汇率政策取向(1995年以后人民币对美元的牌价汇率基本稳定在8.3左右)。相应地,我国的经济形势几年来波动很大,人民币的对内价值也不断随之变动,这与人民币对外价值(汇率)稳定不变形成强烈的反差。在这种情况下,人民币对美元汇率必然地出现了高估或低估。

当一种货币钉住另一种货币时,理论上要求两国货币政策的统一。就拿阿根廷的情况来说,阿根廷比索在长期与美元挂钩后,甚至设想干脆取消本国货币,在阿根廷直接流通美元,以达到彻底与美元协调的目的。但中国不愿意也不可能实行与美国同步的货币政策,两国各自的通胀率始终呈现出此消彼涨的态势,差别迥异。因此,从购买力平价(PPP)理论来看,人民币对美元的牌价汇率绝对脱离了两者的真实比价。一般地,我们将人民币对美元的牌价汇率称为名义汇率,而由购买力平价决定,理论上反映两国货币价值量对比的汇率则被称做实际汇率,以PPP理论的定义,若人民币对美元的名义汇率高于实际汇率,我们就说人民币对美元高估了,反之,就是低估。因此我们所讨论的人民币高估或低估问题就归结为实际汇率与名义汇率的大小比较。众多贬值论的支持者仅仅从我国当前出口形势严峻的现象出发,简单地认为人民币对美元汇率肯定是高估的,从而进一步以此为论据批评我国稳定人民币汇率的政策。这种观点首先缺乏有力的理论依据。我们凭借PPP理论分析后认为,当前人民币对美元汇率并不存在明显的高估,把人民币对美元汇率高估做为支持人民币贬值的论据是行不通的。

1. 理论说明

购买力平价有两种形式:一是绝对购买力平价 $E = P/P^f$,即绝对购买力平价汇率直接是两国一般价格水平的比率;其二是相对购买力平价 $E_t = E_{t-1} \cdot I_t/I_t^f$ (I_t 、 I_t^f 分别是两国计算期的物价指数),也就是说本期汇率相对上期汇率的走势取决于两国货币购买力的变动情况。两种购买力平价理论有不同的适用范围,前者用于解释某一时点上汇率的决定,后者更适用于对汇率进行动态分析,而且比较前者在更一般的范围内能更好地成立。我们是分析变动中的人民币对美元实际汇率与名义汇率的偏离情况,所以总体上选择相对购买力平价理论模型;同时,基期汇率的确定又离不开绝对购买力平价理论,总之在实际汇率

的计算中两者必须有机地加以结合。

用相对购买力平价理论进行动态分析时的重点和难点就是基期汇率的选择。从相对购买力平价理论的公式可以看出,两国物价水平之比通过通货膨胀率数值很好地得以确定,因此基期汇率的选择影响到每一个计算期内购买力平价的大小。虽然无论基期汇率的大小是多少都不影响实际汇率曲线的形状,但不同的基期汇率数值所得到的汇率曲线的起点不同,对人民币高估还是低估的判断可谓意义重大。首先对于基期汇率的类型,往往有不同的选择,有的出于数据容易获取的考虑直接采用名义汇率值;有的则倾向于理论所规定的绝对购买力平价,但计算出的绝对购买力平价和名义汇率值又差别很大。比较上述方案,首先,名义汇率数据虽然容易获得但在理论上略显粗糙,而且考虑到我们的目的是分析名义汇率对实际汇率的偏离,那么假设初期的实际汇率等于名义汇率应该说不合理的;其次,绝对购买力平价所包含的所有商品应该准确地划分

为两类:对于其中一部分可贸易商品而言,购买力平价是适用的,而另一部分非贸易商品(服务业等)主要与国内生产相联系,并不影响实际汇率,因此把经过了对绝对购买力平价进行非贸易因素剔除后的可贸易品平价作为基期汇率最为合理。

基期的可贸易品平价要通过绝对购买力平价模型获得,计算比较困难。北京大学中国经济研究中心的易纲教授在1997年就曾对人民币的绝对购买力平价和可贸易品平价进行过估算,他以从总共22类98章中美贸易商品中选出的56种商品为统计对象,对其价格作加权平均,结果估算出人民币对美元的可贸易商品平价1993年底为1.7,1994年底为1.7.3,1995年底为1.7.5。下面我们将分别以三个数据作为基期汇率计算90年代的人民币对美元的实际汇率走势,最后综合加以评述。

2. 数值计算及图表

表 1

人民币对美元汇率的高估/低估

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
中国物价指数	102.1	102.9	105.4	113.2	121.7	114.8	106.1	100.8	97.4
美国物价指数	105.4	104.2	103.0	103.0	102.6	102.8	102.9	102.4	101.6
名义汇率	4.78	5.32	5.51	5.76	8.62	8.35	8.31	8.28	8.28
实际汇率 1(1.7)	6.30	6.22	6.37	7.00	8.30	9.27	9.56	9.41	9.02
高估幅度 1(%)	31.8	16.9	15.6	21.5	- 3.7	11.0	15.0	13.6	8.9
实际汇率 2(1.7.3)	5.54	5.47	5.60	6.15	7.30	8.15	8.40	8.27	7.92
高估幅度 2(%)	15.9	2.8	1.6	6.8	- 15.3	- 2.4	1.1	- 0.1	- 4.3
实际汇率 3(1.7.5)	5.09	5.03	5.15	5.66	6.72	7.50	7.73	7.61	7.30
高估幅度 3(%)	6.5	- 5.5	- 6.5	- 1.7	- 22.0	- 10.2	- 7.0	- 8.1	- 11.8

注:各年物价指数均以上年=100

资料来源:中国物价指数取自《中国统计年鉴》,1998年版;1998年数字取自《中华人民共和国1998年国民经济和社会发展统计公报》;美国数据取自MF:《世界经济展望——中期报告》,1997年

3. 结论分析和相关说明

(1)为尽量减少因基期汇率选择的不准确而可能产生的误差,我们不单从任何一个基期可贸易商品平价的角度出发来做结论,而是综合三个计算结果进行分析。可以看出,以三个不同的基期可贸易商品平价为基期汇率所得出的结果是有出入的。按1993年底可贸易商品平价1.7为基期汇率(见图1)所计算出的人民币对美元实际汇率除1994年外一直高于名义汇率,反映出人民币对美元汇率存在高估,但1997、1998两年的高估幅度也不过在10%左右,不是有些人所描绘的30%-50%的“严重高估”;而且进入1999年人民币对美元实际汇率基本上向名义汇率靠拢,高估之势逐步消失。按1994年底可贸易商品平价1.7.3为基期汇率(见图2)所计算出的人民币对美元实际汇率,只是1994年以前存在明显的高估,1994年以后的人民币对美元实际汇率与名义汇率始终处于“胶着状态”;即使偶有高估,幅度也极低,若以此为根据可以认为新汇制改革后几年间的人民币对美元名义汇率与实际汇率较为吻合,只是近一两年愈发呈现低估之势,更加证明人民币对美元汇率没有贬值的必要。而按1995年底可贸易商品平价1.7.5为基期汇率(见图3)所计算出的人民币对美元实际汇率则一直大大低于名义汇率,也就是说不要谈什么高估,人民币对美元汇率应该

是严重低估,人民币还有升值的必要,而非贬值。三个数据得出三种不同的结论,我们不能简单地认为哪一个结论是对的,哪一个结论是错的。但我们看到三种不同的结论都认为人民币对美元实际汇率变动的总体趋势已不存在严重高估。总起来说,人民币对美元汇率严重高估的看法肯定是错误的。

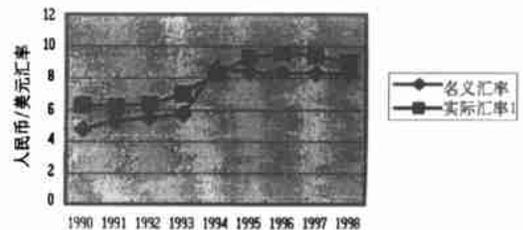


图 1 以 1993 年 1.7 为基期汇率的实际汇率 1

(2)从三条曲线的不同走势中我们都可以清晰发现一个相同的现象:自东南亚金融危机爆发的1997年以来,相对于平坦的名义汇率曲线,人民币对美元实际汇率曲线不但没有在此期间上冲,反而呈现出下行的走势。换句话说,即使人民币对美元汇率确实是高估,高估也不应归罪于金融危机,相反金融危机后的人民币对美元汇率更是显示出低估之势。可见,认为金融危机

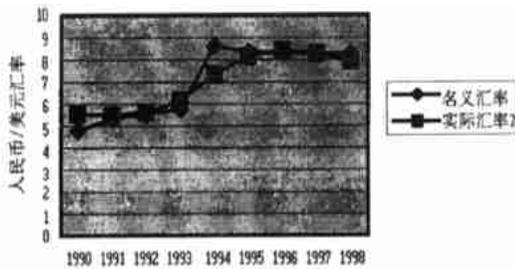


图2 以1994年1月7.3为基期汇率的实际汇率2

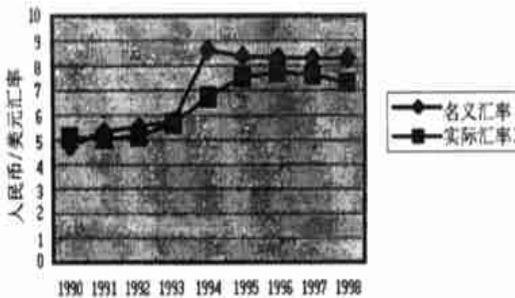


图3 以1995年1月7.5为基期汇率的实际汇率3

使人民币对美元汇率蒙受巨大压力的观点显然是一种误区。人民币对美元实际汇率的变动与亚洲各国货币的贬值没有必然的联系,而是主要取决于中美两国间货币供应状况的对比。众所周知,中国经济的“软着陆”成功抑制了1993-1995年间的高通胀,加之1998年中国经济因先后遭受金融危机和严重洪灾双重冲击而出现通货紧缩,这些因素决定了中国的通货膨胀率持续下滑,甚至在1998年跌为负数。而同期美国的通货膨胀率在低水平上始终保持得较为平稳,并且1997年后开始高于中国。所以近几年来人民币对美元汇率屡有升值的“冲动”,使得1997年起中央银行都不得不平均每天净购入近2亿美元来平抑人民币的升值压力。

(3) 由于以3个数据作为基期汇率计算90年代的人民币对美元的实际汇率走势得出的结论不同,而3个数据又分别有其客观的依据,我们就必须在主观上做出评判。首先让我们来回忆一下1994年新汇制改革前后人民币对美元汇率的变动情况。改革之前,人民币官方汇率与外汇调剂汇率并存,另外还有黑市汇率。改革前夕的人民币对美元官方汇率为5.7元,同期外汇调剂汇率为9元左右。1994年新汇制改革主要参照外汇调剂汇率,认为其反映了真实的市场供求,因此汇率一并轨,人民币对美元的牌价汇率迅速从5.7贬值为8.8元。关于这一次汇制改革,理论界在有一点认识上达成了较广泛的共识,即普遍认为这一次人民币贬值过度,造成人民币币值的低估。也就是说,尽管改革前的官方汇率确实存在高估,但当时的市场调节价也并不能准确地反映出人民币的真实价值。产生这一问题的原因一方面是因为汇率并轨忽略了外汇额度的财政补贴性质,

另一方面则是当时的外汇调剂市场上存在过度投机,扭曲了市场供求,人为地贬低了人民币的价值。事实上,人民币的低估在其后几年得到了很好的印证:一是这次贬值带来的我国出口超常规发展,就连美国方面也指责中国有意将人民币过度贬值直接导致中美贸易逆差严重的问题;二是1994年令人瞩目的21.7%的高通胀率,应该说也与人民币过度贬值有很大关系。根据以上分析,当年的人民币对美元汇率既应该高于5.7元,同时也不应跌破8.8元,7元多是比较合理的价格。我们回过头来,可以发现1994年底可贸易品平价1:7.3最切合实际,误差较小;按1995年底可贸易品平价1:7.5为基期汇率所计算出的人民币对美元实际汇率甚至在94年以前都是低估,不符合当时的实际情况;而1993-1994年间人民币汇率的非正常波动使得以1993年底可贸易品平价1:7为依据来计算以后的人民币实际汇率的做法相对而言不太可取。因此笔者认为:人民币对美元汇率只是在1994年新汇制改革前存在明显的高估,汇制改革后最初几年人民币对美元名义汇率近似于实际汇率,而从金融危机爆发的1997年开始汇率在一定程度上略有低估,预计在2000年及以后几年人民币对美元汇率的低估程度会进一步扩大。

二、人民币贬值必要性的理论分析

尽管经实证研究后我们认为目前人民币对美元汇率并不存在明显的高估,但这并不意味着人民币不存在任何贬值的压力。自1997年亚洲金融危机爆发以来,金融风暴所到之处各国货币纷纷大幅贬值,如泰铢曾贬值46%,马来西来林吉特贬值35%,印尼盾贬值137%,菲律宾比索贬值30%,韩元贬值100%,此外日元也大幅下挫,最低时跌幅超过50%。如此大范围大幅度的货币贬值,使我们仅从主观上就能确定人民币对这些亚洲国家的货币肯定存在过高估,而且如果从汇率指数的角度考察人民币币值是否高估,其结论也是相同的。因此,准确地说,正是这些高估才是我国出口大幅下滑的罪魁祸首。仅从这一点看来,人民币贬值似乎又势在必行。但我国政府却一直坚持稳定人民币汇率的政策,难道果真是屈从于政治上的需要吗?可以明确指出的是,人民币不贬值固然有其政治上的考虑,但更重要的是,从严谨的经济角度看,这一举措也是合情合理的:

第一,不管贬值论的支持者如何鼓吹人民币贬值的必要性,只要我们冷静地思考,便会发现人民币贬值有可能给中国经济带来的好处至多也只有一个:促进出口。姑且先抛开这一条是否成立不论,我们注意到人民币贬值所带来的其它恶果远远抵消了可能获取的一点点实惠。恶果之一,仅从外贸出口这一层面来看,人民币贬值不仅让出口的商品更便宜,同时也使得进口的商品更昂贵。就我国的外贸出口产业而言,来料加工的加工型工业所占比重很大,因为生产用原材料主要从国外进

口,人民币贬值会造成进口原材料价格上涨,大大增加外贸出口企业的成本;恶果之二,货币的对外贬值和对内贬值往往是同步的,现在将人民币贬值势必拉动国内通货膨胀率反弹,这一做法无疑是与我国当前的经济发展目标背道而驰;恶果之三,人民币贬值会加重我国的债务负担。在前几年的经济高涨期盲目扩张的不少企业积累了大量外债,随着目前国民经济景气度的显著下降,这些企业的债务偿付本就难以以为继,若在此时再将人民币贬值,无异于雪上加霜;恶果之四,也不利于我国的招商引资。中国之所以没有在亚洲金融危机的冲击下像其他亚洲国家那样承受外商纷纷撤资之苦,凭的就是稳定的中国经济以及稳定的人民币汇率。外商们寻求的是投资的低风险,而人民币贬值只会导致国家信誉度的丧失和对外资吸引力的下降。考虑到目前外资输入对中国经济增长的重要性,我们就更需要将稳定放在首位,而不能只顾及眼前的蝇头小利。

第二,几乎所有的贬值论支持者都持有这样一个观点:人民币贬值肯定能增强我国出口产品的竞争力,改善恶化的贸易收支状况。他们引述的是一条最粗浅的经济学原理,即货币贬值会使出口的商品更便宜,商品越便宜就会有更多的人购买,出口的商品也就越多。道理很简单,但用来推证人民币应该贬值至少是有欠周全的。我们知道,贸易收支改善需要的是出口收入的增加而非简单的出口数量的增长。收益等于数量乘上价格,数量虽然增加了但价格却下降,那么收益究竟是增加还是减少?回答这个问题必须用到国际收支理论中的弹性说。弹性分析说中的马歇尔—勒纳条件指出,以汇率贬值来改善贸易收支应具备的必要条件是 $E_x + E_m < -1$,也就是说进出口商品要具备相当的需求价格弹性。

从我国外贸的实际情况看,一方面进口深受国家政策导向影响,进口商品的需求弹性明显不足(MF1994年的统计结果认为我国的 $E_m = -0.3$);对于出口而言,初级产品或技术含量较低的出口商品需求价格弹性偏小,而高附加值和高技术出口商品已不局限于低层次的价格竞争,这些商品出口竞争力的增强还要靠质量、档次、技术、服务上的优势,贬值的刺激作用有限。当然,我们并非要绝对否认贬值对促进出口的作用,但结合到目前的具体情况,贬值便要慎重考虑。在我国进出口商品的需求价格弹性究竟是多少的问题上理论界历来存在分歧,但在我国进出口商品结构不断优化的背景下,应该说进出口商品的需求价格弹性是呈上升趋势的。厉以宁教授在主要以70年代的数据为基础做回归分析后认为我国进出口商品的需求价格弹性偏低,人民币贬值会恶化贸易收支,陈彪如教授对1980-1989年的数据进行了回归分析后得出我国进出口商品的需求价格弹性之和接近于-1,处在临界位置,因此人民币贬值对贸易收支几乎无影响;而另一些学者在分析了90年代的数据后认为我国进出口商品的需求价格弹性已满足马歇尔—勒纳条件(有的计算出需求价格弹性之和约为-1.3),人民币贬值对促进出口确有效果。我们注意到即使认定第三种观点是正确

的,我们又该将人民币贬值多少呢?回顾人民币在过去1981-1994年中的5次较大幅度的贬值情况(见表2)可以发现,人民币大幅贬值到一定程度确能改善贸易收支,可是一旦贬值幅度偏小(如1990年贬值10.59%),贬值效应就为负,反而会恶化贸易收支。在东南亚各国货币贬值幅度太大的环境下,只对人民币小幅贬值肯定难以解决问题,可是对人民币大幅贬值势必又会引发亚洲新一轮的竞争性贬值,也不可取。总之,在目前条件下,人民币汇率大贬不如小贬,小贬则不如不贬,人民币汇率应该保持稳定。

表2 1981-1994年的人民币贬值情况

	贬值幅度 (%)	贸易收支增量 (亿美元)
1981年1月	82.97	+ 62.3
1986年7月	15.63	+ 39.4
1989年12月	26.87	+ 153.5
1990年11月	10.59	- 6.9
1994年1月	50.00	+ 176.1

资料来源:戴祖祥,《我国贸易收支的弹性分析:1981-1995》,载《经济研究》,1997(7)。

第三,只要我们注意一下1998年以来的亚洲各国货币汇率的走势便能发现,贬值的货币已纷纷反弹。以日元为例,1998年6月,日元对美元汇率曾一度跌至历史最低点,可是进入10月份,美国长期资本管理公司的倒闭引发华尔街的金融恐慌,同时日本又适时推出了金融稳定的一揽子法案,使人们看到了亚洲经济复苏的希望,在这些利好的大力拉动下,日元对美元汇率迅速飙升到1美元兑换116.58日元的高水平上。鉴于日本经济在亚洲的重要地位,亚洲各国货币汇率在日元对美元汇率拉动下纷纷止跌上扬。我们在前面也曾提到,人民币对这些亚洲国家的货币的高估完全是这些货币在亚洲金融危机中过度贬值所造成的,随着这些货币逐渐回复到原来的水平,人民币对这些货币实际汇率的高估自然消失了。因此,此时的人民币汇率已没有贬值的必要。

此外,因为人民币汇率与外汇的供求关系密切,我们还应该分析我国的外汇供求状况。外汇的供给来自于国际收支的盈余,自1990年尤其是1994年来,我国的进出口贸易一直是顺差,同时加上外资的大量涌入,使得近几年中国实现了前所未有的经常项目和资本项目下的“双顺差”,并必然地导致了外汇储备的急剧增长(见表3)。即使在出口下滑的1998年度经常项目仍保持顺差,加上资本项目顺差,1998年外汇储备更是高达1450亿美元,充足的外汇储备让外汇市场始终处于供大于求的状况。许多文章都将充足的外汇储备做为人民币汇率不应该贬值的论据,我们在这里换一个角度来看待外汇储备的问题,用来衡量一国适度外汇储备量的指标有很多,其中较常用的是特里芬比例分析法,即计算外汇储备可支持进口月数,一般以3个月为最低限。对于我国的外汇储备量(见表3),这一指标不仅满足,而且大大超出标准,如1997年的外汇储备量竟足够支持一年的进口所需。可见,在适度外汇储备量的问题上,外汇管理当局有过度回避风险的倾向。外汇资源对于中国这样的发展中国家是极其宝贵的,在使用上必须注重效率。将大量外汇资源

用于无收益的储备屯积,而不适用于急需资金的国内生产,或有息的外债偿付,只会大大增加持有外汇储备的机会成本,降低资源的使用效率。目前的外汇储备已足够满足需要,我们没有必要仍然为增加外汇收入而不计成本的牺牲国内生产,因此,以人民币贬值促进出口也没有必要。

表 3 我国的外汇储备状况

	经常项目 顺差 (亿美元)	资本项目 顺差 (亿美元)	外汇储备 (亿美元)	外汇储备可 支持进口 月数
1994 年	76.57	326.44	516.20	5.4
1995 年	16.18	386.74	735.97	6.7
1996 年	72.43	399.67	1 050.29	9.1
1997 年	297.17	229.59	1 398.90	11.8

资料来源:《中国统计年鉴》,1997,1998年;《中国对外经济统计年鉴》,1998年。

三、人民币汇率政策评价与建议

在上文中,我们从不同的角度进行了分析,论证了我国在亚洲金融危机的冲击下仍然保持人民币稳定这一政策的合理性。当然这些结论都是在我国的特有经济背景下做出的,并不意味着笔者支持一直以来的这种实际上钉住美元的汇率。毕竟从 PPP 理论出发,人民币币值的高估(或低估)会直接影响我国的出口,而在钉住汇率制下人民币的高估或低估得不到有效地解决。

在改革开放后的很长一段时间内,处于快速发展中的中国像其它许多发展中国家一样将急迫的外汇需求摆在经济目标的首位,国内的经济在在很大程度上不得不让位于出口创汇,有时更是得牺牲国内利益。因此,人民币汇率制度或政策的制定也要为这一目标服务。应该说,在“以出口为生命线”的发展阶段,采用固定汇率,是有利于稳定外贸成本,让国家替出口企业承担汇率风险,从而达到不惜动员国家力量,全力支持出口创汇的目的。何况,我国的金融市场建设相对滞后,出口企业又普遍缺乏抵御汇率风险的能力,若过早允许汇率浮动,在我国的现实情况下,不仅不能有效调节外汇市场供求,相反只能造成过度外汇投机,扰乱市场,使正常的外贸出口得不到保证。这对于非常需要大量出口创汇来拉动的中国经济而言,无疑是极具破坏性的。

随着中国经济进一步的市场化和国际化,人民币汇率的形成机制也终于脱离了计划经济的束缚。1994年的汇制改革也实现了人民币汇率向市场决定机制的转变。这本来是顺应市场经济发展潮流的大好举措,但考虑到国情,在目前的外汇市场上货币当局处于绝对的垄断地位,外汇市场供求实质上由国家操控。如果在汇率政策上实际采取钉住美元的做法,那么所谓人民币汇率由市场决定的机制就只不过是一种空谈,人民币汇率制度改革就变成仅仅是做了一次大的人民币贬值,而没有达到制度创新以适应对外开放和建设市场经济的需要的目的。

我们在前文中也探讨过,钉住美元的同时却不与美元货币政策同步,只会导致人民币名义汇率长期脱离实际,不仅影响

出口产品价格对比,更加会使对外政策与对内政策形成矛盾。因此,为加强我国汇率形成机制的弹性,人民币汇率政策应舍弃钉住美元的固定汇率制的做法,真正实行有管理的浮动汇率制。也就是允许人民币汇率随外汇供求状况而浮动,但同时也要加强国家对汇率的目标管理,防止汇价大幅波动。在目标管理上宜以实际汇率指标为管理的中间目标,而不是根据名义汇率来进行调整。要衡量人民币在世界范围内的价值变动,就必须计算人民币汇率指数,将人民币对各国货币的汇率加权平均。但所平均的汇率是计算出的人民币对各国货币的实际汇率,而非名义汇率,因为这样才能反映出人民币的真实价值。俞乔教授曾选取我国的 22 个主要贸易伙伴或竞争伙伴为对象,进行了人民币对各国货币实际汇率的贸易加权,得出了 1991 年 1 月至 1998 年 4 月的人民币贸易加权实际汇率指数,并描绘了这一指数的可操作性。当然,我们对人民币汇率进行目标管理的最终目的应立足于:有利于进出口,有利于引进外资,保持国际收支稳定的同时与整个国民经济发展相协调。

注释:

[美]迈克尔·梅尔文:《国际货币与金融》,中文版,176页,上海,上海三联出版社,上海人民出版社,1994。这里的货币高估或低估都应该是对 PPP 的偏离,而非对市场均衡汇率的偏离。自由市场上纯粹由供求因素决定的均衡汇率,也许是相当合理的,但大多数时候并不等同于 PPP,只是在长期趋势上贴近于 PPP。在这样的自由市场上,尽管政府在某个时刻认为没有必要干预汇市也并不意味着该货币不存在高估或低估。

[英]劳伦斯·S·科普兰:《汇率与国际金融》,中文版,73页,北京,中国金融出版社,1992。

易纲,范敏:《人民币汇率的决定因素及走势分析》,载《经济研究》,1997(10),27页。

参见陈学彬:《近期人民币实际汇率变动态势分析》,载《经济研究》,1999(1),23页。该文在没做解释的前提下从易纲文(注释)所估算的3年可贸易品平价中仅选用了1995年的数据,并据此推断出人民币对平均汇率自1991年起一直低估的结论。笔者认为这一做法欠妥,笔者在综合分析了基于全部3个数据而计算出的不同结果后,认为恰恰是以1995年1月7.5为基期汇率计算出的结果最不符合实际。在3个数据中,笔者更倾向于选用1994年底可贸易品平价17.3为基期汇率进行计算所得出的结论。

MF:《中国经济改革的新阶段》,中文版,61~65页,北京,中国金融出版社,1994。

厉以宁:《中国对外经济与国际收支研究》,北京,国际文化出版公司,1991。

陈彪如:《人民币汇率研究》,上海,华东师范大学出版社,1992。

戴祖祥:《我国贸易收支的弹性分析:1981-1995》,载《经济研究》,1997(7),61页。

俞乔:《亚洲金融危机与我国汇率政策》,载《经济研究》,1998(10),48页。

(作者单位:武汉大学金融学系 武汉 430072)

(责任编辑:曾国安)