

评人民币汇率调整的理论依据

——兼评实际汇率分析法

陈建梁

(中山大学管理学院 510275)

1997年东南亚爆发金融危机以来,不少文章探讨人民币是否应当贬值。一些文章不约而同地用实际汇率的高估或低估作为人民币汇率应不应当贬值的理论和实证依据,如《经济研究》1999年第1期陈学彬文章,1997年第10期俞乔文章(以下简称陈文、俞文)。仔细阅读这些文章,觉得许多基本概念和理论都给搞错和歪曲了。本文拟从下面几方面给予澄清:(一)名义汇率和实际汇率的含义及相互关系。(二)是否存在实际汇率高估或低估、实际汇率分析的作用。(三)人民币汇率调整的主要依据。

一、购买力平价理论用于解释名义汇率而非实际汇率

陈文称:“确定实际汇率水平的主要方法有2种:一是计算绝对的购买力平价,二是计算相对购买力平价”。这里有个根本性错误。所谓绝对购买力平价与相对购买力平价,从最早提出,直至今天的权威文献,都是用于解释名义汇率的。正因为名义汇率常常背离这两个平价,才提出实际汇率(real exchange rate,也译作真实汇率,实质汇率)的概念。而符合购买力平价是以实际汇率不经常变动为前提的。名义汇率代表两种有关货币的相对价格。实际汇率代表有关两国的商品和劳务的相对价格。或者说,名义汇率代表货币兑换的名义购买力,实际汇率反映两种货币按名义汇率兑换后的实际购买力。二者含义有根本区别。这是该文第一个重大错误。

陈文接着提出计算实际汇率的两种公式:

$$\text{其一, } r_t^a = \frac{P^*(\text{本国一般价格水平})}{P_t(\text{对比国一般价格水平})}$$

$$\text{其二, } r_t = r_{t-1} \cdot \frac{I_t^*(\text{本国一般价格指数})}{I_t(\text{对比国一般价格指数})}$$

当 $t=1$ 时, $r_{t-1} = e_0$ (直接标价法的基期名义汇率)

r_t^a, r_t 在该文被称为确定实际汇率的绝对购买力平价和相对购买力平价。(公式中英文符号的中文含义是根据该文的注释加上的)。

这里又有一个重大混乱。懂得国际金融理论的人都应当知道,确定名义汇率有绝对购买力平价和相对购买力平价两种方法。前一种方法的表达式是 $S_t = P_t / P_t^*$, S_t 表示在 t 时某货币直接标价的名义汇率, P_t 和 P_t^* 分别是本国和外国一般价格水平。

$$\text{第2种方法的表达式是 } S_{t+T} = S_t \cdot \frac{P_{(t+T)} / P_t}{P_{(t+T)}^* / P_t^*}$$

S_t 是基期 t 时某货币直接标价的名义汇率,

$P_{(t+T)} / P_t$ 和 $P_{(t+T)}^* / P_t^*$ 分别是本国和外国从基期 t 到当期 T 时一般物价指数。

对比一下,陈文的确定实际汇率的两种公式同国际上通行的计算名义汇率的两种计算方法是一样的。虽然他在下文解释道:“计算相对购买力平价时,除基期汇率可选择本期名义汇率或调整

汇率外,其余年份的汇率 r_{t-1} 应为上年实际汇率而非上年或本年名义汇率 e ……这是正确计算相对购买力平价的关键”。这句话是错上加错。因为第一年的 $r_{t-1} = e_0$,按照该文的公式,以后各年份计算出的 r_t 都是符合购买力平价的名义汇率,而非实际汇率。

那么,怎样正确计算实际汇率?国际上流行的金融著作都有介绍,有不同的表达式,但含义一致。这里介绍直接标价表达式,有两种:价格水平表示法和价格指数表示法。

第一种:价格水平表示法: $R_t = S_t \cdot P_t^* / P_t$

S_t 是基期 t 时直接标价的名义汇率, P_t^* 和 P_t 分别是外国和本国的一般价格水平。 R_t 是直接标价 t 时的实际汇率。

如果绝对购买力平价成立,即 $S_t = P_t / P_t^*$,那么 $R_t = 1$,即实际汇率不变。也就是说,只有当绝对购买力平价不成立时,名义汇率才同实际汇率有偏离,才出现 $R_t > S_t$ 或 $R_t < S_t$,研究实际汇率才有意义。由于两国一般价格水平的取值很困难,又不准确,故此方法实际运用较少。用绝对购买力平价计算名义汇率,要以一价定律成立为前提,而现实中一价定律并不成立,故各国很少运用。

第二种方法:价格指数法,其公式是: $R_{(t+T)} = \frac{S_{(t+T)}}{S_t} \cdot \frac{P_{(t+T)}^* / P_t^*}{P_{(t+T)} / P_t}$

式中第一项是当期与基期的汇率指数,第二项是外国和本国的物价指数之比。如果相对购买力平价成立,即 $S_{(t+T)} = S_t \cdot \frac{P_{(t+T)} / P_t}{P_{(t+T)}^* / P_t^*}$,

那么 $R_{(t+T)} = 1$,即实际汇率不变,也就是说,只有相对购买力平价不成立时,实际汇率才偏离名义汇率,出现 $R_{(t+T)} > 1$ 或小于 1。

以人民币对美元的汇率为例,说明购买力平价与实际汇率的区别。假如从 1994 年底到 1995 年底,人民币名义汇率从 8.62 元人民币/1 美元上升到 8.35 元人民币/1 美元,1994 年底到 1995 年底中国通胀率 14.80%,美国通胀率 2.80%。那么,按照相对购买力平价,人民币汇率应调整为:

$$S_{(t+T)} = 8.62 \times \frac{114.80}{102.80} = 9.626 \text{ (人民币/1 美元)}。$$

$$\text{同期实际汇率为: } R_{t+T} = \frac{8.35}{8.62} \times \frac{102.80}{114.80} = 0.8674$$

按照购买力平价,美元对人民币应升值(即人民币应下跌): $\frac{9.626 - 8.62}{8.62} = 11.67\%$ 。

现实中美元对人民币名义汇率却下跌(即人民币升值): $\frac{8.35 - 8.62}{8.62} = -3.13\%$ 。

美元对人民币实际汇率下跌(即人民币实际汇率上升): $1 - 0.8674 = 0.1326$ 或 13.26%。

细心对比一下,陈文关于计算实际汇率的两种方法,同国际通行的方法完全相违背,只是把名义汇率的两种平价混同于实际汇率,该文在 26 页头一行中,说俞文关于实际汇率的公式,颠倒了分子分母,“是个笔误”。这是不对的。俞文使用 $q = eP^* / P$ 的公式才是对的。只不过俞文的用词容易造成误解。因为按此公式, q 值增大,是指美元对人民币实际汇率上升,即人民币对美元的实际汇率下降,而俞文所称的人民币实际汇率升值(该文称“高估”)应是 q 值变小。

二、评人民币实际汇率的“高估”“低估”

近几年来,有些文章专门论述人民币实际汇率高估或低估,作为人民币应当贬值或不应当贬值的理论依据。笔者仔细研究,发觉这种论证实在似是而非,误导读者,很有必要加以澄清。

货币汇率的高估或低估,本来一直是针对名义汇率的。现在,实际汇率也被冠上“高估”或“低估”。笔者查阅了一些国际金融著作,都未找到这种“称呼”。实际汇率一贯只有上升或下跌的“称呼”。这是正确的提法。至于用人民币实际汇率高估或低估来论证有无贬值必要,更站不住脚。

陈文(22页)给实际汇率高估下的定义是这样的:“所谓某种货币实际汇率的高估,以间接标价法表示,是指其名义汇率高于其实际汇率。如以直接标价法,则为实际汇率高于名义汇率。如目前人民币对美元名义汇率8.28元,则当其实际汇率高于8.28元时存在实际汇率高估,低于8.28元时存在实际汇率低估。”这段话对该文是指导性的。但正是这段话有3个问题:一是计算人民币实际汇率的方法是错的;二是概念和逻辑混乱;三是自造出衡量实际汇率高估低估的标准,误导读者。

第一个问题上文已论述过,不再重复。该文(24页)计算了1994年以来人民币“实际汇率”大约在7元左右,都小于8.28,该文结论是“人民币对美元实际汇率不是高估,而是低估”(第22页)。很明显,这里说的“低估”是指美元兑换人民币的“实际汇率”只有7元左右,太低了。要矫正这个低估,1美元兑换人民币的“实际汇率”应上升到8.28。然而,这个“低估”正是人民币对美元“实际汇率”的“高估”,也就是人民币兑换美元的“实际汇率”应当下跌,从1/7调整到1/8.28才对。陈文是针对俞文的,批评后者搞错了。但俞文正是论证1994—1998年之间人民币对美元、日元、马克、英镑、港币的实际汇率都升值,被“高估”了。二人结论一样。此所谓概念逻辑混乱。

第三个问题涉及汇率“高估”(overvaluation)、“低估”(undervaluation)的含义和应用。总的来说,衡量汇率的高估(不等于升值 appreciation)和低估(不等于贬值 devaluation),应以均衡汇率为尺度。均衡汇率有多种理解。有以购买力平价说为基础的均衡汇率;有以国际收支(外汇收支)平衡为基础的均衡汇率;有以利率平价为基础的均衡汇率;货币学派提出以货币供求均衡为基础的均衡汇率,等等。较易取得数据作定量分析的是购买力平价代表的均衡汇率。用直接标价法,如果名义汇率(S)大于均衡汇率(E),表明在名义汇率中外币高估或本币低估。反之,如 $S < E$,表明本币高估或外币低估。前一种情况要求本币对外币升值,后一种情况要求本币对外币贬值。

根据实际汇率的定义,以直接标价法,如果外国物价水平的上升快于本国,而名义汇率S不变,便产生实际汇率 $R > S$ 值,说明名义汇率偏离了购买力平价。这时,理论上,名义汇率的本币相对于外币低估(或称外币高估),也就是要求本币对外币升值(即S值变小),才达到均衡。举例而言,假如从1996年底到1997年底,人民币对美元之名义汇率从8.31调到8.29。这期间中国通胀率是1.5%,美国通胀率为2.4%。按照购买力平价,名义汇率应调整到 $8.24 (= 8.31 \times \frac{101.5}{102.4})$ 。而现实中的汇率是8.29。按照购买力平价的尺度,美元稍为高估(即人民币稍为低估),人民币对美元的名义汇率调整到8.24,实际汇率就保持不变。陈文把这种情况称作“实际汇率高估”,不仅颠倒了因果,就是这个名词也是自造的,把原本清楚的理论搞乱了。

名义汇率是现实中(交易中使用的)的汇率,一个时点只有一个。官定汇率会造成高估或低估,市场定价也会造成高估或低估。实际汇率则是抽象的汇率,人为计算出来的用于研究分析的工具或数据,反映实际购买力水平或变化,其数值有上升或下跌,但不是高估与低估的含义。

那么,实际汇率这个概念有什么用处?它是用于衡量货币实际购买力的,是出口竞争力指数之一。按照直接标价法,当实际汇率(价格指数表示法) $R > 1$,表明本国货币对外国商品的购买力下降,或外币对本国商品的购买力上升,这将改善本国出口竞争力。当 $R < 1$,表明外币对本国商品的实际购买力下降,或本币对外国商品的购买力上升,有利于本国进口而不利于出口。(注意,如果用间接标价法, $R > 1$ 和 $R < 1$ 的含义同上述相反)。

如果本币对外币的实际汇率升值,要么是由于本币对外币的名义汇率的升值引起的,要么是本国物价上升快于外国引起的。无论哪个原因,都削弱外币对本国产品的实际购买力,不利于本国出口竞争力,或者说加强了本币对外国商品的实际购买力,有利于本国进口,从而总体上对国际收支有逆影响。这对于国际收支逆差的国家尤其不利,对于外汇短缺的发展中国家也不利。因此,当本币对外币的实际汇率上升太多(不等于“高估”),对出口和国际收支不利时,就需要调整名义汇率,

或调整货币、利率、财政等政策,抵消其不利影响。这就是所谓实际汇率管理的作用和意义。

但是,不要过高估计实际汇率分析法的作用。一者,实际汇率是人为计算出来的,有人用消费物价指数,有人用批发品物价指数,有人用可贸易品物价指数,计算出几套实际汇率的数字,差异甚大,令人无所适从。更有甚者,有人以高通胀年为基期,有人以低通胀年为基数,有以名义汇率大调整前(如人民币 1994 年前的汇率)为基期,有以本币贬值后的年份为基期,不同基期计算出的实际汇率的“高估”或“低估”,只会造成混乱,而丧失其实际应用价值。

进一步说,本币对外币实际汇率上升,会发生在本国国际收支顺差期,也可能出现在逆差期;会发生在本国高增长期,也可能出现在经济低迷期。因此,不能简单地运用本币对外币实际汇率升值的数字来评判本币汇率合理或不合理。

最后,分析一国出口竞争力,有许多指标。实际汇率只是其中一个参考指标,而且还要仔细分辨计算这个数据所使用的物价指数、汇率基期、物价基期等是否合理,否则会被它误导。

三、现阶段人民币汇率调整的主要依据

那么,现实情况下,人民币汇率调整的理论依据是什么?可以肯定,发达国家市场经济条件下的汇率理论,多数对人民币用不上。由于中国与美国的经济发 展程度、经济结构和消费结构差异甚大,无法找到适合两国篮子的商品,从而按一价定律计算出平价,加上两国的税收、价格、福利、补贴政策差异很大,因此,计算人民币对美元的绝对购买力平价,会有许多数值,从 1 美元等于 0.5 元人民币到 5 元,难以令人信服,不能作为衡量人民币汇率的依据。中国与美国的物价指数可比性不强,各有大量“非贸易品”对汇率无直接影响。因此,相对购买力平价也不能作为汇率中、短期调整的依据。

在目前情况下,中国的利率调节距市场利率还有相当长的距离,外汇管制和人民币非全面自由兑换,也是长期的。这种情况下,人民币汇率也不可能按照利率平价理论调整。

其实,中国老一辈的外汇工作者早已找到了适合中国现状的调整人民币汇率的方法。那就是以全国进出口商品的平均换汇成本作为人民币对美元基本汇率的调整依据(以出口换汇成本为主)。我国对外收支主要使用美元,人民币对美元汇率直接影响进出口和其它经常项目的成本和收益。因而我国以进出口贸易为主的外汇收支平衡,成为影响人民币汇率调整的最重要因素。而我国的美元外汇,是服务于对全世界的商品和劳务的贸易,而不仅是用于中美两国贸易。因而,中美两国物价水平对比,中美两国利率水平对比,实际上不是影响人民币汇率的主要因素。

我国外汇工作者调整人民币汇率的方法,是有充分理论依据的。其一是国际收支均衡论,或外汇流量平衡论。我国国际收支项目中,资本项目的比重在增大,但很长期间内,仍是以经常项目为主,后者又以进出口贸易收支为主。我国外汇收支中,肯定是以出口外汇收入为主导的。因此,以出口换汇成本为人民币对美元汇率的主要依据,是合理的。换汇成本概念不仅包含了贸易收支平衡,还包含了可贸易商品的价格对比。可贸易品的国际价格对比,直接影响换汇成本。

我国 1994 年初实行外汇体制改革,其中一条是汇率并轨,名义汇率从 1993 年的 5.76 调整到接近 8.7,外界舆论认为人民币对美元大贬值近 50%,实际上,到 1993 年底,企业的外汇供求,相当一部分是经过外汇调剂市场的,那时的外汇调剂价已接近 8.7。因此,汇率并轨是自然过渡,实际的外汇交易价并无大贬值。而外汇调剂价基本上反映我国外汇市场的供求均衡价和平均换汇成本。当然,笔者也不认为目前的方法是十全十美的。国外学者惯于用有关国消费品价格指数和批发品价格指数分析汇率的高估、低估,其实际意义很有限,不能作为人民币汇率调整的依据。篇幅有限,不再展开。

(责任编辑:王利娜)(校对:水)