

“人民币单边升值综合症”的症状、 原因及对策分析

张水辉

(上海对外贸易学院法学院, 上海 201620)

摘要:本文在介绍“人民币单边升值综合症”(2005年以来人民币单边升值现象)的症状的基础上,深入分析了其产生的各种原因,并针对这些原因,从货币政策、汇率管理、资本项目管制、外汇储备管理以及房地产市场宏观调控等方面提出了具体的可行性对策和建议。

关键词:人民币升值;货币政策;汇率;不动产市场

中图分类号:F822.1 **文献标识码:**A **文章编号:**1006-1894(2012)02-0075-06

自2005年7月21日人民币汇率制度实施“以市场供求为基础、参考一揽子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”以来,人民币兑美元汇率的弹性明显增强,无论是单日波动幅度还是累计波动幅度均较前有显著增加,但这种波动的特征主要是单边波动(即人民币单边升值)较为显著。到2011年底,人民币对美元的比价相对汇率改革前已经上升了30%左右。

期间,受2009年欧洲债务危机影响,美元地位相对有所增强,人民币对美元的单边升值趋势曾有所波动,但没有明显改变。2011年以来,随着海外短期资本流动加剧,美元流动性在国际金融市场上一度出现短缺,加上外界盛行看空中国经济,导致境外市场对于人民币产生一定的贬值预期,人民币升值压力似乎有所减轻。但随着欧

债危机相对缓和以及美元相应走软,国际资本的短期流动趋于平缓,加之近两年我国进出口贸易依旧强劲,境内外市场都产生对人民币持续升值的强烈预期,在加大人民币升值压力的同时,还引发了对经济的其他负面影响,如通货膨胀压力加剧、资产市场泡沫仍然存在和外汇储备持续增长带来的保值增值问题等。

借鉴20世纪80年代中后期的日元升值综合症问题(日元大幅升值引起系列问题导致日本经济元气大伤,此后很长的一段时间内都难以恢复,即“经济停滞”),本文将由人民币升值引发的上述问题统称为“人民币升值综合症”。考虑到人民币在较长的一段时期内,还是会继续选择相对锁定美元浮动,因此如何应对这一症状,是目前急需解决的问题。

一、“人民币升值综合症”的症状或不利影响

“人民币升值综合症”的主要症状或不利影响,表现为以下方面:

收稿日期:2012-02-17。

作者简介:张水辉,男,博士,上海对外贸易学院法学院副教授,研究方向:社会政策、政府治理。

(一) 资产市场(在我国主要表现为房地产市场)的价格虚高与泡沫

一般而言,一国的资产市场往往与银行体系紧密相连,两者休戚相关。资产市场的价格飙升往往离不开银行体系的资金注入,当资产市场的价格泡沫破灭时,银行注入的资金将有很大一部分成为坏账,这就直接影响银行体系的稳定,进而引发金融危机乃至经济危机。2005年以后,我国房地产市场和股票市场价格急剧上升,明显存在虚高。2008年,受金融危机和其他因素影响,股票市场价格明显回落,更多股市闲钱涌入房地产市场,导致房地产市场逆势而上。2003年以

来,房地产市场价格飙升的主要原因就是货币过快增长和国外热钱流入,而这两点又与人民币的单边升值有密切关系。

21世纪以来,我国商业银行的房地产贷款(包括开发贷款与购房贷款)占全部贷款的比例不断提高(见表1),一旦房地产价格出现较大回调,势必导致抵押品价值下降和不良贷款比例的上升,严重时甚至引起系统性的金融危机。虽然我国政府目前在调控房地产市场,房地产贷款余额占金融机构贷款余额的比例持续走高。目前整个房地产市场陷入僵局,走势尚不明朗。

表1 房地产贷款(含开发贷款和购房贷款)增长情况

年份	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
房地产贷款余额 (万亿元)	0.67	0.98	1.28	1.85	2.38	2.77	3.68	4.80	5.28	7.33	9.35
年增长率(%)	53.8	47.2	30.6	44.7	28.7	16.1	32.9	30.6	10.4	38.1	27.5
占金融机构贷款余额 的比例(%)	6.7	8.7	10.6	12.6	12.6	13.6	15.5	17.3	17.4	18.3	19.6

资料来源:中国人民银行2000~2010年各期货币政策执行报告。

(二) 外汇储备过度增长和相对缩水

从2002年起,我国外汇储备开始高速增长,2006年外汇储备位居世界第一,并突破1万亿美元。2002年~2004年,甚至出现罕见的国际收支“三顺差”(即经常性项目顺差、资本项目顺差

和错误及遗漏项目顺差),其中,错误及遗漏项目顺差表明大量热钱涌入我国境内,热钱大量涌入的主要原因就是人民币升值预期。2009年欧债危机爆发,加上我国开始严控房地产市场,涌入我国境内的热钱明显减少,外汇储备增长额略有收窄,但2011年仍高达31811亿美元。

表2 我国外汇储备变动额变动情况统计表(单位:亿美元)

年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
外汇储备变动额	755	1170	2064	2070	2470	4619	4178	4531	4482	3338
经常项目	354	459	687	1608	2499	3075	3489	2611	3054	534
资本项目	323	527	1107	630	100	31	31	40	46	13
错误及遗漏项目	78	184	270	-168	-129	116	209	-435	-597	-279

数据来源:国家外汇管理局网站,其中负数表示该项为逆差;其中2011年数据为前三季度数据。

外汇储备的迅猛增长引起人们对外汇储备规模适度性及其风险管理问题的思考,李扬(2007)^①、冯用富(2006)^②等人的研究分析表明,我国外汇储备水平已经超过适度规模的目

标范围,造成某种程度的浪费,加大了管理难度和风险,实际形成社会福利的净损失。并且,由于美元的相对贬值和人民币的持续升值,我国以美元为主的外汇储备实际上在不断缩水,而

美元债券的持有更是损失不小。但由于人民币汇率基本锁定美元,欧元又相对疲软,目前也没有良策来解决这一问题。

(三) 通货膨胀压力和破坏力增大

人民币升值预期在吸引投机性资本进入境内的同时,也迫使央行通过外汇占款渠道投放大量基础货币。数据显示,2010年因外汇占款引致的基础货币投放就超过3万亿元。央行对外汇占款源头的控制力又相对较弱,外汇占款就成为扰乱基础货币供应趋势的主要因素,这在一定程度上导致我国通货膨胀的压力逐渐增大。截至2011年1月末,中国外汇占款余额达到23万亿元,高额外汇占款问题已成为我国流动性过剩的主要原因,也是导致物价上涨的重要因素之一(王勇,2011)。CPI指数不断走高,居民生活压力不断加大,对物价指数的满意程度不断下跌。央行虽然采取调整法定存款准备金比例、提高利率以及发行央行票据等措施进行冲销,但效果并不明显。

当然也有学者,如中国三星经济研究院宏观组首席研究员刘金贺(2011)认为,人民币升值一定程度上可以平抑通货膨胀,但这必须建立在人民币的国际可通兑性的基础上,而人民币目前还没有达到这一前提条件。^[3]通货膨胀引起的不满所造成的负面影响远远不仅仅限于

经济领域,它将深刻影响人们的日常生活乃至整个社会稳定,对此必须高度重视。在某种程度上可以说,严重的通货膨胀就是严重的社会问题和政治问题。

(四) 央行陷入一定程度的紧缩“两难”

资产市场泡沫化和通货膨胀压力增大要求央行应采取紧缩性货币政策,但目前央行却左右为难。紧缩性货币政策可以挤压资产泡沫和缓解通货膨胀压力,但也会提高本币的收益率,降低套利资金的机会成本,从而吸引更多热钱涌入。这不仅部分抵消了央行紧缩性货币政策的效果,还强化了人民币升值的预期。一旦经济陷入“升值—紧缩”的恶性循环,则导致“人民币升值综合症”的各种症状放大,金融系统风险加剧。

再者,为克服2008年金融危机造成的不良影响,我国出台了大手笔的投资刺激计划,货币政策不但没有收缩,反而进一步宽松,导致通货膨胀压力进一步加大。央行的调整空间进一步受挤压。

至于人民币单边升值对贸易、劳务输出等方面的影响,一直存在很多争议。从近几年的统计数字来看,对出口及劳务输出的负面影响并没有想象中那么大,最主要的负面影响还是表现在市场泡沫和通货膨胀等方面。

二、“人民币单边升值综合症”的原因

“人民币单边升值综合症”的原因很多,有政治原因,也有社会原因和经济原因,本文主要分析其经济原因。人民币单边升值的直接经济原因似乎是境外看好人民币升值预期而导致的热钱涌入,但其根源还是在国内。

(一) 资本项目管制的不对称

我国长期存在对资本流入管制较松而对流出管制较严、对长期资本流入管制较松而对短期资本流入管制较严、在管制方式上多采取完全禁止、事前审批或事后登记的方式,部分项

目辅以少量的数量限制的惯性。具体到资本与金融项目的三大类别,即:(1)直接投资管制最少,无论是海外对我国的直接投资还是我国对海外的直接投资,目前几乎都取消了限制;(2)证券投资管理较严,无论是QFII还是QDII都有一定的规模限制,居民基本不能直接购买外国股票和债券;(3)间接投资则表现为管制变化较频繁。资本项目管制的不对称吸引了大量热钱的涌入,为泡沫经济的滋生提供了土壤。

（二）我国经济持续快速增长，国际收支长期保持大量顺差

“入世”以来，我国对外贸易快速发展，经济增长速度更是为世人瞩目。即使在全球危机的背景下，我国依旧保持了年平均9%以上的增长态势。经济形势的看好和投资环境的改善，使得境外投资不断增长，引起了资本项目的顺差，一定程度上也促使了人民币升值。同时，进出口贸易带来的大量贸易顺差，使得外汇储备大量增加，间接导致外币相对贬值，即人民币不得不相对升值。

（三）国内消费市场增长缓慢，基础货币难以现实支持

居民持币观望心态严重。加之投资渠道有限，在股市萎靡不振，房地产市场调控趋严的情况下，基础货币的发行难以转化为实际消费，这

也助长了人民币升值。

（四）房地产市场宏观调控不力

这为资本市场泡沫经济的滋生起了推波助澜的作用。诱发房地产市场泡沫的原因很多，但由于政府掌握土地资源，加上金融杠杆在其中的至关重要性，政府完全有能力进行有效调控。由于各种原因，房地产市场宏观调控效果并不明显，海外热钱对此还虎视眈眈。

（五）汇率锁定美元的政策因素

从亚洲金融危机开始，人民币就一直锁定美元，随美元一起波动。虽然央行已向市场传达了“人民币对美元双向波动将加强”的信号，但美元独大、欧元走弱的趋势短期难以扭转。在美元主动走低的情况下，在美国以及其他贸易伙伴的长期施压下，人民币单边升值的压力和趋势就难以避免。

三、“人民币升值综合症”的对策

针对“人民币升值综合症”带来的各种问题及其形成的原因，笔者认为，政府应该采取有效、有力措施来应对。具体的建议如下：

（一）解决通货膨胀和物价飙升问题，采取货币适度紧缩政策

从1997年到2002年，我国的广义货币供应量年均增长率一直控制在13%以下，当时不但没有明显的通货膨胀，反而是通缩引起了关注。从2003年到2007年，我国广义货币供应量增长率明显提高，年度增长分别是16%、17%、18%，甚至19%。与此同时，物价水平、通胀率也逐渐上涨。2007年CPI增长幅度就达到4%。2003年也是我国房地产市场价格飙升的转折点。这说明物价和房地产价格与广义货币供应量之间的关系是比较明显的。2007年底，由于通货膨胀明显，为抑制经济过热，我国实施了紧缩货币政策，主要就是紧缩贷款。

2008年金融危机爆发，我国实施了经济扩张政策，主要表现在货币和贷款的大量增长。2009年贷款余额比2008年增加了10万亿，结果2009年，房价又掀起了第二波飙升狂潮，此后CPI增长也逼近5%（非官方估计则远远超过5%）。政府虽然只是想保证GDP增长率为8%，但当2008年和2009年的GDP增长率为9%时，政府又害怕GDP增长率下滑，于是，2010年的GDP增长率突破10%，经济又重新过热，通货膨胀进一步加剧，物价上涨也日益明显。

要解决通货膨胀和物价飙升问题，最合适的举措就是采取货币适度紧缩政策，缩减广义货币供应量，缩减贷款，这样也可以平抑房价和物价。适度货币紧缩政策，可能会在一定程度上延缓经济发展速度，但为避免通货膨胀引起的社会动荡问题，应该有所取舍。物价的稳定不仅仅是经济问题，同时也是社会问题乃至政

治问题,必须全方位对其进行审视,否则容易出现人民币升值没有控制好、物价又脱缰、经济社会发展动荡的局面。

(二) 在外汇储备问题上,着力改变当前的高储备与管理效率低并存的局面

应借鉴新加坡、韩国等国家的成功经验,将外汇储备划分为流动性和投资性两块,流动性一块由央行持有,主要追求稳定的收益和较高的流动性,投资性一块由商业银行等专业的投资机构打理,主要追求较高的收益。此外,应适当发展对外直接投资,特别是对国外能源、原材料等的长线投资,将外汇储备管理与国有企业的跨国经营战略、银行的国际化战略结合起来。这样既可以合理控制外汇储备规模,提高收益率,又可以促进我国国民经济的整体发展。

(三) 针对汇率单边升值引起的热钱涌入问题,采取多种手段综合治理

应在完善外汇市场的基础上拓宽人民币汇率的波动空间,加强人民币汇率双向波动的特点,弱化市场对人民币单边波动的预期。同时,减少对资本流动的限制,最终实现真正的管理浮动和资源自由流动。当然,在必要的时候,政府应果断入市干预,避免汇率过度波动。此外,还应逐渐加大窗口指导和调整再贴现率等政策工具的运用比例,用“组合拳”进行综合治理。

(四) 逐步纠正资本项目在管制上的不对称性

应加强对资本流入的审查,尽量控制热钱的流入规模,逐步放宽对资本流出的限制,促进

资本的有序进出。这既可缓解人民币升值的压力,也可以通过逆向的外汇占款回收基础货币,还可以提高居民的福利水平,可谓“一举多得”。特别值得一提的是,在2006年实施合格境内机构投资者(QDII)制度方面允许符合条件的境内金融机构投资于境外证券市场以来,截至2010年12月,外汇局共批准88家QDII机构的境外投资,额度共计683.61亿美元。考虑到QDII的设计使得央行在回笼基础货币的同时也能抑制外汇储备的增长,因此值得大力推进(龚纪纲,2010)。同时,应鼓励境外机构在我国境内发行以人民币为面值的长期投资类债券,这样可以减少资本流入引起的基础货币增长量和外汇储备结余,从而缓解人民币单边升值压力。

(五) 加大房地产市场调控力度

主要包括:(1)完善经济适用房和廉租房的建设与分配;(2)建立有效的稽核制度,打击市场投机行为;(3)中央政府应加大力度,重新划分各级政府财权,抑制地方政府卖地的冲动;(4)加大对商业银行房地产贷款审核,将贷款年增长率控制在10%左右,既可以减少坏账风险,也可以明显平抑房价;(5)加大房地产市场的透明化进程,减少中间环节,明确房地产各项成本,确实控制房地产价格,挤压其中的泡沫,缓解人民币升值压力,增加民生福祉。

此外,还可以采取大出口、大进口战略,减少出口企业的各项优惠政策,适当缩减贸易顺差;提高社会保障水平,提高最低工资限额,刺激国内消费市场,通过扩大国内消费,削减贸易顺差,以化解人民币单边升值的不利影响。

四、结 语

从当前国内外经济形势看,只要我国经济继续保持长期稳定增长,人民币长期升值的预期和压力一直会存在。但当前要采取适度紧缩货币

政策,加强外汇管理,加强调控房地产市场等措施,避免人民币的长期单边升值以及其带来的危害。同时,要采取加快扩大国内消费市场、调整

产业结构和贸易增长方式等举措,促进人民币与美元(以及其他国际主要货币)的双向(或多向)合理波动,把握好人民币升值的区间、时机和步骤,以保证我国经济长期稳定增长。

注 释:

① 李扬等. 经济全球化背景下的中国外汇储备管理体制. 国际金融研究, 2007, (8)。

② 冯用富等. 中国外汇储备的规模与运用——兼论

汇金公司的利弊. 经济学动态, 2006, (10)。

③ 转引自王春梅. 人民币升值趋势. 财经国家周刊, 2011, (20-21)。

参考文献:

[1] 王勇. 调控需着力解决高额外汇占款问题[N]. 证券时报, 2011-03-07.

[2] 龚纪纲. QDII 制度对我国金融业的影响探析[J]. 特区经济, 2010, (5)。

A Study on the Reasons and Negative Effects of Unilateral Appreciation of RMB and China's Strategies

ZHANG Shui-hui

Abstract: Based on a brief introduction to the serious problems brought by the unilateral appreciation of RMB, this article presents an in-depth analysis of the reasons and causes. It also proposes strategies for China to tackle the issue of unilateral appreciation of RMB, including reform on its monetary policy, exchange rate system, capital item, foreign exchange reserve, stock market and macro-regulation on the real estate market.

Key words: appreciation of RMB; monetary policy; exchange rate; real estate market

(上接第 73 页)

A Research on Manufacturing Production Activity Control and Scheduling

DONG Peng WANG Tie-yan JIANG Jia CHEN Long-hu OU Hai-yan

Abstract: The production activity control (PAC) is the enterprise production plan of the final link of manufacturing operation and management and plays a supporting role in operation efficiency. This article presents an analysis of the characteristics of the operation process, and the source and process of PAC. It concludes PAC in the sectors of manufacturing and scheduling process, evaluation standards and control measures.

Key words: PAC; production scheduling; evaluation index; manufacturing