

人民币价值悖论的国内研究综述

曾红艳, 叶芳

(厦门大学经济学院, 福建 厦门 361005)

【摘要】近年来,人民币价值出现了与“一价定律”或“购买力平价”理论相违背的对内贬值对外升值并存的现象,也即人民币价值悖论。国内学者围绕这一问题进行了大量的研究。文章主要通过区分理论分析和实证分析两个方面,对人民币价值悖论的相关文献进行梳理,其中,理论分析方面主要集中于人民币价值悖论的原因、影响及破解对策上,实证方面则集中于人民币内外价值关系的检验。并对从广义交换汇率的全新视角审视人民币价值悖论问题的(央行双价值)广义交换汇率模型进行述评。

【关键词】人民币;价值悖论;内外价值

【中图分类号】F822 【文献标识码】A 【文章编号】1004-2768(2013)06-0175-05

根据“一价定律”或购买力平价理论,如果不考虑交易成本,同种可贸易商品的价格按汇率折算后,在世界各地的价格都是一致的,货币作为特殊的可贸易商品,其对内对外的价值也将趋于一致。但是,2005年7月汇改以来,人民币对美元汇率累计升值近31%,平均每年升值约5%;同时,从2005年初至2012年初,CPI年度同比涨幅累加值高达22.2%,也即意味着近年来人民币在国内的购买力贬值了22.2%,如果考虑资产领域尤其是房地产价格的快速上涨,人民币对内贬值的幅度将更大。理论界将人民币这种与“一价定律”或购买力平价理论相违背的对外升值对内贬值的现象称为人民币价值悖论。国内学者围绕这一问题进行了大量的研究,主要是理论分析,集中于分析人民币价值悖论的原因、影响、破解之道等三个方面;专门针对人民币价值悖论的实证研究较少,且集中于检验人民币内外价值之间的关系;也有的学者突破现代主流经济学的分析范式,从广义交换汇率的新视角,审视人民币价值悖论问题。

一、人民币价值悖论的理论分析

(一)人民币价值悖论的原因

不同的学者从不同的角度对人民币价值悖论的直接原因和深层次原因进行了分析,其切入点包括我国的发展模式、现行汇率的制度、资本管制制度、国际政治经济因素(如国际政治压力、国际货币体系的缺陷)等方面。分析逻辑上,大部分学者主要在分别考察人民币对外升值和对内贬值的原因后,阐述两者的联动关系。

一些学者以我国的经济增长模式或现行的汇率机制为切入点,分析人民币价值悖论的形成原因。裴平、吴金鹏(2006)最早对人民币对外升值对内贬值的原因进行深入剖析,指出长期以来我国涉外经济政策的严重不对称性以及不适宜的汇率政策是人民币内外价值偏离的深层原因。之后裴平(2011)进一步指出人民币内外价值偏离的深层次原因在于:我国非均衡经济发展战略未能及时调整、涉外经济政策的不对称性(如外资进入的超国民待遇和内资外流的严格审批、企业和居民结汇容易而购汇限制多等)和“防火墙”(如程度不一的外汇交易管制、资本项目管制和对外贸易管制等)的内涵没有与时俱进以及面对发展中国家的“货币原罪”和蒙代尔的“不可能三角”,我国经济政策搭配的效果不理想。曹红辉、刘华钊(2007)指出人民币对外升值和对内贬值产生于中国出口导向型的发展战略、相应的外汇管理体制等共同的经济体制因素。吴少新(2011)认为,我国经济内外失衡的直接原因是投资导向与出口导向型增长模式,且内外失衡具有一个相互传导的机制。国际收支顺差持续增加、外汇储备增长过快,引起我国基础货币的投放过多,同时人民币升值压力增大,引发热钱流入,在此背景下,人民币“对内贬值,对外升值”的现象看似矛盾,实则一致。另外,输入性通货膨胀和房地产泡沫对国内价

【收稿日期】2013-03-14

【作者简介】曾红艳(1979-),女,厦门大学经济学院金融系博士研究生,贵州民族大学商学院副教授,研究方向:国际金融;叶芳(1986-),女,厦门大学经济学院金融系博士研究生,研究方向:国际金融。

格水平的冲击明显,而我国在“三元悖论”下的政策取舍则从政策上解释了人民币价值悖论现象。田潇(2010)认为我国的外汇管制导致基础货币被动放大,而对汇率管制的放松又使汇率波动和波动预期提高,二者共同导致了人民币对内贬值对外升值的货币现象。李正旺(2011)则通过分析外汇占款与货币供应之间的关系,论证人民币价值悖论问题,指出在目前的汇率机制下,外汇占款成为我国基础货币投放的主要渠道,外汇储备增加必然导致货币供应量的增加,通货膨胀压力增大;人民币要升值,但考虑到中国经济的本质和世界经济的承受力,其升值幅度不能过大,与此同时,为了保证一定的经济增速,加息必须适可而止,于是与通胀斗争也将长期化。江春、腾芸(2011)在分别从国际收支顺差和现行汇率制度方面分析了人民币对外升值和对内贬值的原因之后,指出收入分配失衡和企业家精神的压抑是造成双顺差的宏观经济原因和制度上的根源。

于志慧(2008)从国际和国内两个角度分析通货膨胀与人民币升值并存的原因。国际方面,全球国际收支失衡为美国等国家向我国施加政治压力提供了借口,而全球流动性过剩则成为我国输入型通胀的源头;国内方面,储蓄率过高、外贸顺差过大、外汇储备过多、货币投放过多等是导致人民币对外升值和对内通胀的内在原因,同时现行政策的严重倾向性和货币政策的低透明度也是人民币价值悖论形成的重要原因。

向松祚(2010)则从国内外货币政策、美元的国际货币性质、美国的政治压力等方面入手,指出人民币国内通胀与“对外升值”并存的原因在于:一是其他国家尤其是美国也在采取宽松的甚至比中国更宽松的货币政策;二是美元作为国际流通货币大部分流向国际资本市场和货币市场,因此并没有引起美国国内的通胀,而由于海外投资渠道不畅,中国宽松货币政策所释放的人民币主要在国内循环;三是人民币名义汇率单边升值是美国政治压力所致,国际投机热钱的炒作又增强了人民币升值预期,结果是名义汇率的单边升值反而剥夺了真实汇率正常升值的机制。朱晓梅(2011)则认为国际货币体系的缺陷,即美元本位制是价值悖论的深层次原因。

此外,一些学者还通过假说或模型的形式对人民币价值悖论现象做出解释。尹应凯(2008)提出决定通胀与升值关系的“双效应—三阶段曲线”假说来解释“人民币价值之谜”,他认为现实中通胀与升值之间的关系是“替代效应”和“互补效应”两种力量的综合作用的结果,其中“人民币价值之谜”是“互补效应”大于“替代效应”的结果,而这又是由中国与世界经济失衡和人民币升值的单边预期等几种力量共同推动形成的,其中,国内外经济失衡是推动人民币升值的深层原因,人民币单边升值预期连接了国内外经济失衡,并强化了“人民币价值之谜”。梁东黎(2009)使用一般均衡模型对物价与汇率的决定进行分析后,总结了四种导致货币“内贬外升”现象的情况:一是需求冲击下,有效需求增加导致本币贬值,同时物价提高通过使利率提高导致本币升值,且需求冲击对物价的影响大于对汇率的影响;二是货币扩张导致有效需求增加,且有效需求增加导致本币升值的影响处于主导地位,同时货币供给增加对物价的影响大于对汇率的影响;三是财政扩张导致有效需求增加,且有效需求增加导致本币升值的影响处于主导地位;四是需求冲击和供给冲击同时出现,且有效需求增加导致本币贬值的影响处于主导地位,同时需求冲击对物价的影响大于供给冲击对物价的影响。他进一步指出,在我国利率尚未实现完全市场化、实行有管理的浮动汇率制、依然存在预算软约束的情况下,除第三种情况外,其他情况均比较接近我国现实,从而对人民币“内贬外升”的原因作出了解释。

关于人民币对外升值和对内贬值间的联动关系,杨进(2008)认为通货膨胀是在现行汇率制度下我国经济的外部失衡所引发的内部失衡;人民币内外价值偏离虽然具有自我抑制的负反馈机制,但目前这种机制并没有很好地发挥作用。龚谊、陈凯笛(2009)则认为国内经济发展的失衡以及所引起的对外的失衡是人民币外升内贬的根本原因。司小娟、吕佩娟(2008)认为通货膨胀从某种程度上讲,是人民币升值压力(预期)的产物,而人民币升值对通货膨胀有一定的抑制作用。潘英丽(2011)认为人民币对内贬值趋势某种意义上,与其对外升值的不充分有一定联系,两者由热钱流入、外汇占款以及外汇储备贬值三种机制相链接。刘燕(2011)也得到类似的结论,即我国内部经济的通货膨胀压力与人民币汇率的低估不无关系,人民币内外价值背离实质是同一经济行为的表现;一直以来我国过度依赖外需的经济增长模式阻碍了汇率波动与物价波动直接的双向传递效应,从而导致了人民币价值悖论现象;内贬和外升是人民币真实汇率上升的两个途径。而贺根庆、王国瑞(2008)则认为人民币对外升值和对内贬值之间不是直接的因果关系;人民币对外升值是一个长期的趋势,这个过程当中的某段时间人民币对内的升值或贬值,是由当时的国内外因素形成的社会总需求和总供给及货币供给量等关键因素决定的,可升值也可贬值;人民币对外升值和对内贬值就是我国经济发展过程中因为内部和外部失衡所导致的一个阶段性表现。

(二)人民币价值悖论的影响

人民币价值悖论现象如果长期持续,无论从理论还是从实践上看都是不利于国民经济健康发展(裴平等,2006)。裴平等(2006,2011)对人民币内外价值偏离的主要危害进行了较为全面的分析:一是人民币内外价值偏离掩盖或混淆了国内外商品、劳务和资产的真实比价关系,导致交易心理失衡,从而会阻碍国内外市场的有机衔接;二是人民币内外价值偏离的双向压力大小不易测定,使货币政策的目标与力度难以确定,削弱货币政策的有效性;三是内外价值偏离使人民币汇率不能真实反映我国外汇市场的供求关系,并使人民币汇率变化具有潜在的不确定性,容易诱发国际游资的冲击,尤其是在世界主要发达国家实行低利率、一些国家发生危机(如欧洲主权债务危机)、人民币在国际政治压力下存在强烈的升值预期的情况下,中国将成为国际游资冲击的首选目标;四是人民币内外价值偏离使出口企业在成本和收入上受到双向挤压,导致企业盈利空间缩小,经济效益下降。

其他学者主要侧重于分析人民币内外价值偏离对我国货币政策削弱效应。曹红辉、刘华钊(2007)指出人民币升值压力与通货膨胀并存以及资产价格急剧上升的混合局面使我国货币当局实施货币政策面临重大困境,削弱了货币政策的独立性。宏皓(2011)也指出,人民币内外价值走向出现差异给国内汇率政策和货币政策的制定和调整带来了两难的选择。张远飞、严飞(2012)认为人民币内外价值的偏离收窄了货币政策的操作空间,使央行处于艰难的境地,同时造成了资源的错误配置以及使外汇储备资产面临巨大的风险,从而给国民经济健康发展带来巨大的危害。

边智群(2011)则从微观角度分析了人民币“内贬外升”的影响,他指出人民币“内贬外升”带来的宏观经济政策的不确定性,增加了上市公司价值管理战略实施的难度和财务运作难度,影响了公司的价值创造能力,从而给上市公司的价值管理带来新的挑战。

(三)人民币价值悖论的破解之道

人民币价值悖论实际上是我国经济内外失衡的体现,因此大部分学者主要根据解决内外均衡冲突的原理,以政策的协调(如货币政策和汇率政策的协调或货币政策与财政政策的协调)作为切入点,寻找人民币价值悖论的破解之道。吴少新(2011)认为中国应将汇率政策作为货币政策的重要内容,蒙代尔原则可以作为破解悖论的可行之策。杨学东(2011)认为,为解决“米德冲突”就需要为不同的目标制定相互独立且有效的政策工具,即满足“丁伯根法则”,为此必须加强货币政策和财政政策的配合,运用支出调整政策调节内部均衡,同时运用支出转换政策调整总需求的内部结构,使总需求的构成在国内吸收和净出口之间保持恰当的比例。李建华(2011)认为通货膨胀与人民币升值并存,从根本上说是货币政策与汇率政策冲突的表现,也说明了克鲁格曼的“三元悖论”在中国是成立的,通过适时运用有针对性的宏观调控措施,包括强制性的制度安排、政府的过度干预和政策工具的创新等,可以有效协调管理货币政策和汇率的冲突。吴晓芹(2009)指出要实现人民币对外价值的统一,必须进行相应的宏观经济政策调整,并用斯旺模型对当前我国内外均衡目标的实现问题进行了具体分析。

一些学者则强调人民币汇率形成机制、外汇管理体制的改革。田潇(2010)认为解决人民币内外价值背离的根本还在于完善汇率形成的市场机制,李正旺(2011)也认为应继续深化汇率改革,建立人民币汇率目标区,放松对外汇浮动幅度的限制,减少对外汇市场的直接干预,促进人民币汇率机制的科学化、合理化。李昌(2011)指出,面对“人民币价值悖论”我国中央银行的货币政策选择可以从改变强制结售汇制度入手改革为自愿结售汇制度。向松祚(2010)指出稳定名义汇率是消除人民币“对内贬值、对外升值”最重要的手段,同时需要继续强化对热钱流入的监管,适当放宽我国企业和居民海外投资的限制,鼓励其到海外投资。

一些学者则强调经济增长方式的转变。张静雅(2011)指出人民币对内贬值对外升值的环境迫切要求我国转变经济增长模式,鼓励企业“走出去”势必成为优先的政策选择。刘燕(2011)认为,要化解人民币内外价值的偏离,对外要提高出口产品的技术含量,增加出口产品的附加值;对内要提高收入,藏富于民,提升国内消费水平,改变对国际市场的过度依赖局面。

另外,一些学者强调纠正人民币价值悖论的渐进性和阶段性,由此提出相应的短期及中长期策略。裴平等(2006,2011)认为,近期可通过扩大商品和服务进口,变外汇资产储备为战略资源储备,有选择地利用外资等方式,有意识地缩小人民币内外价值偏离的压力;中长期要着眼于从根本上解决人民币内外价值偏离的问题,实施兼顾内外均衡的经济发展战略、完善经济政策体系,深化人民币汇率制度改革,加快人民币自由兑换和国际化的步伐,促使国内外市场有机衔接。潘英丽(2011)认为破解人民币价值悖论的近中期的政策选择应该是:首

先,在国际金融体系未能作出实质性改革前,中国要坚持人民币汇率调整的自主性;其次,推进人民币在亚洲的区域化,包括加快亚洲地区人民币离岸金融市场和和本土在岸金融市场的发展,促进亚洲以人民币计价的国际金融市场的发展等,从而降低亚洲地区国家对美元和美国金融市场的过度依赖,促进全球经济和金融的再平衡;最后,中国政府需要通过制度改革,加快经济和金融的转型。尹应凯(2008)也强调策略的渐进性,指出应对“人民币价值之谜”的策略是逐步消除国内经济失衡、积极应对世界经济失衡、使人民币单边升值预期转变为真正的双向浮动,在这个过程中互补效应将逐渐减小,最终实现“通胀一升值”由第二阶段向第三阶段的转换,也即转向替代效应大于互补效应,综合表现为人民币升值与通胀的此消彼长的阶段。

二、人民币价值悖论的实证研究

人民币内外价值相关的实证研究,大多侧重于检验人民币汇率对价格的传递效应,如人民币汇率对进口价格或对资产价格的传递效应、人民币升值能否抑制通货膨胀等,而专门针对人民币价值悖论的实证分析较少,且相关文献主要集中分析人民币对内价值与对外价值的相互关系。

徐炜、黄炎龙(2007)利用SVAR模型,分析了人民币汇率变化的动态波动效应。结果显示,受到结构性冲击后,汇率的波动与国内物价的波动呈现出反向变化趋势,表明人民币的对外价值与对内价值存在一定偏离;并从我国汇率制度的安排上对这种偏离做出理论解释,其实证结果也表明“购买力平价定律”在我国并不成立。朱建平(2011)利用协整、Granger因果检验、脉冲响应函数以及方差分解方法等计量手段分析了2005年汇改到2010年6月之间人民币的内外价值关系,结果表明人民币对内价值与对外价值之间并不存在着长期的均衡关系,两者间存在偏离,对外价值能引起对内价值的变动,且其对对内价值的影响是长期的,而对内价值则不能引起对外价值变动,且其对对外价值的影响是短期的,对外价值对对内价值波动的贡献度要比对内价值对对外价值波动的贡献度大的多;由此他认为应重视并纠正人民币内外价值偏离问题,重视人民币对外价值对对内价值的影响,同时也要疏通人民币对内价值对对外价值的影响渠道。

以上文献均没有考虑货币时间价值的存在及其对人民币内外价值波动的影响。肖继五、李沂(2009)从人民币内在价值和外在价值的衡量入手,在考虑货币时间价值的基础上,利用VEC模型对人民币内外价值的长期变动趋势进行了实证分析,结果显示在货币时间价值既定时,人民币的内外价值在长期呈现反向变动趋势,并具有长期均衡关系,表明人民币内外价值出现的长期背离趋势是经济中的一种常态,是巴拉萨-萨缪尔森效应在国内经济增长远高于其他国家背景下的具体表现,是人民币实际汇率上升和我国贸易条件改善的具体反映(关志雄,2008)。

三、人民币价值悖论解释的新视角——(央行双价值)广义交换汇率模型

马国书(2009)在其《全球独立货币》一书中对人民币价值悖论问题进行了专门的探讨。他将人民币在同一给定的时间里出现既升值又贬值的现象称为“发展悖论”,并指出“发展悖论”是极其复杂的国际政治与国际经济交融在一起的货币现象,那些从现代主流经济学分析范式出发而形成的看待或治理“发展悖论”的流行观点或主张,如“发展悖论”是由汇率失衡导致的困境、中国经济增长结构应调整为“内需”为主导、人民币应实现完全自由兑换等,需要重新审视和反思。因此,他使用广义经济学的分析范式,借助“广义交换汇率”的新视角,构建广义交换汇率模型及央行双价值广义交换汇率模型,对人民币价值悖论现象进行了解释。

他提出了货币双价值假定,即任何货币都有两种不同的价值表现形式,即在给定期之前独立于货币发行的剩余积累之内在价值和相对于给定期货币总量而发生的货币增量供给之外部价值形式。货币在任何时点上都表现为剩余积累价值为正、负、零和发行增量为正、负、零的两两组合,由此每种货币共有9种不同的组合,从而任意两国货币的汇率就会出现81种可能,即形成央行双价值广义交换汇率模型。而广义交换汇率模型则是两国货币升、贬、原值之间两两组合所形成的9种可能情形。他首先用其建立的广义交换汇率模型,对人民币价值悖论现象进行了简单解释,也即人民币和美元都在贬值,只不过人民币的贬值幅度比美元的贬值幅度明显要小。之后引入央行双价值广义交换汇率模型,在任何货币的“剩余积累价值”和“增量价值”两种独立价值成分之间是可以相对分离的假定下,认为人民币价值悖论可以解释为:一方面,人民币发行或管理所代表的“增减增量价值”,在市场上是朝着“升值”的方向运作和显示的;另一方面,不受人民银行调控的“交换剩余积累价值”由于受“美元国际铸币税”的制约,则朝着贬值的方向在流失。同时他也指出,对人民币内在的“交换剩余积累价值”是如何流失的,以及流失如何对冲中国释放在国内市场上的规模更大的“流动性”等相关问题,该模型无法给出

实证证明。

(央行双价值)广义交换汇率模型以一种不同于传统汇率理论的全新的视角,对人民币价值悖论现象做出了较为合理的解释,且该模型还可以解释人民币内外价值处于其他状态组合的情形,同时也适用于所有国家的货币处于类似状态的情形,因此具有普遍的适用性。但也因为这种普适性,该模型无法根据我国的具体情况对人民币价值悖论进行更为深入的探讨,同时也没能根据结论给出解决人民币价值悖论的对策。此外,由于是作者独创的全新的理论体系,可能还不尽完善,各模型也是建立在较多的假设之上的,从而一定程度上影响了其解释的有效性。

四、结语

人民币价值悖论的形成既有经济体制的原因,也有政治方面的因素,既受国际因素的影响,也是国内经济运行及政策选择的结果。更具体地说,人民币内外价值的偏离是我国经济增长模式、现行的汇率制度、国内经济形势、国际经济政治环境等因素共同作用而产生的货币现象。其与“一价定律”或“购买力平价”理论的违背,恰好验证了这两种传统理论本身存在的缺陷,实际上是对传统理论的挑战。作为我国经济内外失衡的一种表现形式,人民币价值悖论对国民经济的影响不容忽视,寻求破解之道势在必行。如何实现经济的内外均衡,如何调整现有的经济增长模式,如何改革人民币汇率的形成机制,如何推进人民币的国际化及促进国际货币体系的改革,是解决人民币内外价值偏离问题的突破点,也是难点,其中任何一方面的实现都将是一个长期的过程。尽管国内学者从理论和实证的角度对人民币价值悖论现象进行分析和论证,也提出了相应的对策建议,但由于研究的视角和方法不同,其结论不尽一致,甚至相反,且一些假说或模型本身还有待完善,再加上人民币价值悖论问题本身的复杂性,因此对人民币价值悖论问题的研究依然任重道远。

【参考文献】

- [1] 曹红辉,刘华钊.人民币对外升值对内贬值[J].资本市场,2007(11).
- [2] 龚谊,陈凯笛.试析人民币内外价值背离的新货币现象[J].重庆科技学院学报:社会科学版,2009(1).
- [3] 关志雄.通货膨胀与汇率升值并存的分析——人民币对内贬值和对外升值的原因[J].世界经济研究,2008(6).
- [4] 贺根庆,王国瑞.人民币对外升值对内贬值现象的再认识[J].山西财经大学学报,2008(S2).
- [5] 梁东黎.物价和汇率的决定的一般均衡分析——对人民币“内贬外升”现象的解释[J].财贸研究,2009(9).
- [6] 罗望.人民币内外价值偏离及其影响——专访南京大学商学院副院长裴平教授[J].西南金融,2011(12).
- [7] 马国书.全球独立货币[M].北京:中国社会科学出版社,2009.
- [8] 潘英丽.破解人民币的双重悖论[N].英国金融时报,2011-08-24.
- [9] 裴平,吴金鹏.论人民币内外价值偏离[J].经济学家,2006(1).
- [10] 司小娟,吕佩娟.解读当前人民币汇率升值与通货膨胀并存现象[J].消费导刊,2008(8).
- [11] 田潇.资本流动、外汇管制与人民币内外价值背离[J].管理评论,2010(2).
- [12] 吴少新,江春,杨学东,等.人民币价值悖论下的政策选择[M].北京:中国金融出版社,2011.
- [13] 吴晓芹.人民币内外价值分离研究[J].浙江金融,2009(5).
- [14] 向松祚.人民币“对内贬值对外升值”玄机何在?[EB/OL].中国金融网,http://www.zqjrw.com/News,2010-11-11.
- [15] 肖继五,李沂.人民币内外价值波动:一个长期趋势的分析[J].经济经纬,2009(3).
- [16] 徐炜,黄炎龙.人民币内外价值偏离的实证分析[J].财经问题研究,2007(6).
- [17] 杨进.人民币内外价值偏离的实证研究[J].商情(教育经济研究),2008(1).
- [18] 尹应凯.购买力平价、人民币价值之谜与“双效应—三阶段曲线”假说[J].国际金融研究,2008(11).
- [19] 于志慧.通货膨胀与人民币升值并存问题研究[J].新金融,2008(4).
- [20] 张静雅.论人民币对内贬值对外升值环境下鼓励企业“走出去”[J].中国外资,2011(20).
- [21] 张远飞,严飞.试析人民币内外价值偏离现象[J].商业研究,2012(1).
- [22] 朱建平.2005年汇改后人民币内外价值关系研究[J].区域金融研究,2011(2).

(责任编辑: X 校对: Q)