

人民币汇率的政治经济分析：升值还是贬值？

邵宇

东方证券首席经济学家

国家金融与发展实验室特聘高级研究员

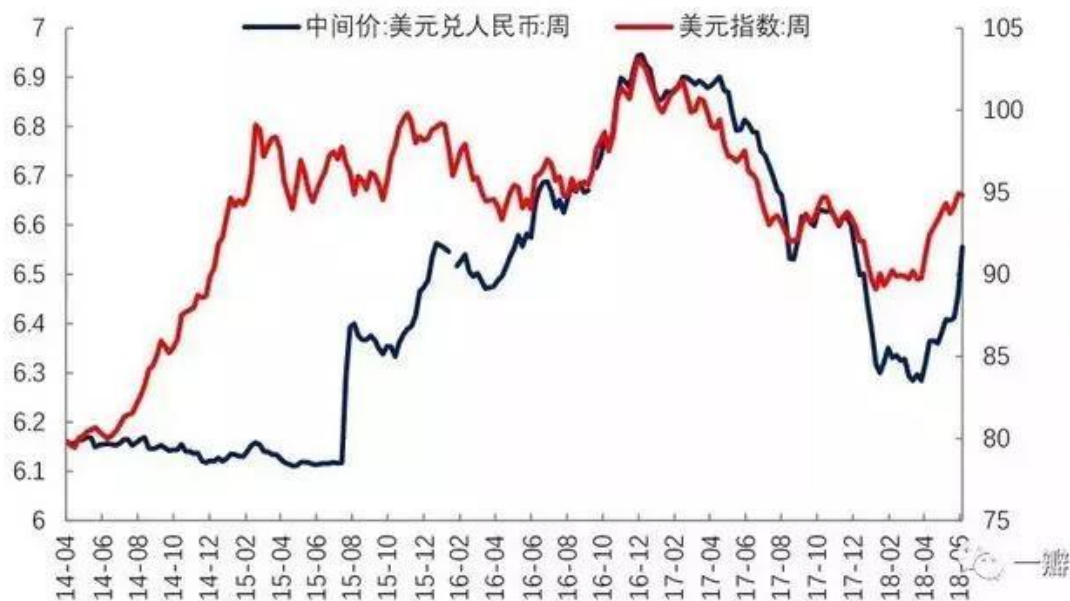
陈达飞

东方证券高级研究员

思考汇率问题的起点，是要回答：汇率是政治问题，还是经济问题。因为，这会得出不一样的结论。

主权货币能否成为国际货币，关键不在于崛起大国作对了什么，而在于守成大国做错了什么。19 世纪末，美国工业总产值已超过英国，但美元依然弱势。一战和二战冲击了欧洲，美国是两次世界大战唯一完胜的国家。一战后，美元迅速取代英镑，成为世界第一货币。按照艾肯格林的说法，从 1914 年算起，美元在 1925 年就超过了英镑。其中，美联储“助推”的作用非常显著。二战强化了美元的国际地位，直到 1944 年，布雷顿森林体系最终确立了美元霸权。1971 年，尼克松关闭黄金窗口。1973 年，布雷顿森林体系彻底瓦解，人类第一次进入到纯信用的国际货币体系。美国长期以来秉承“强美元等于强美国”战略思维，如里根政府（第一任期）和克林顿政府等。但是，强美元并不是绝对的，如第二个任期的里根就改行弱美元。特朗普在 2016 年上任后，放弃了竞选时的强势美元主张，在不同场合下表达了弱美元有利于美国的主张。财政部长姆努钦也表示弱美元符合美国整

图 1：美元与人民币汇率走势



体战略。那么，自 4 月中旬开始反弹的美元会持续吗？同理，人民币会一直弱下去吗？我们认为，从国家整体战略上来说，强美元不符合特朗普“美国优先”战略，弱人民币也不符合中国的整体战略。

一、强美国与弱美元

政策的逻辑总是自上而下、由内而外展开的。特朗普的政策是围绕“美国优先”展开的，其政策组合是：紧货币+宽财政+弱美元。紧货币表现为加息和资产负债表收缩。2015 年 12 月，美联储第一次加息，至今共加息 7 次，联邦基金目标利率从 0.25% 提高到 2%。2018 年，美联储开始收缩资产负债表，进入“双紧缩”时代。理论上来说，美国经济的强势复苏和利率的提升，会导致美元升值。但实际情况是，美元自 2016 年 12 月以来，一直在贬值，美元指数从 2016 年 12 月 19 号的 103 下降到 2018 年 1 月 22 号的 89，跌幅达 13.6%。所以，货币政策只是汇率决定方程中的一个变量。

金融危机后，理论上一直对“零利率”有批评，认为它提高了风险偏好。泰勒批评说，2003-2005 年，美联储把利率保持在低位，背离了“大缓和”时期收效良好的、以规则为基础的货币政策原则——泰勒规则。正是美联储的低息政策“导致了投资者过度追求高收益，从而催生了房地产市场的泡沫”。08 年金融危机之后，美联储前后共推出了 4 轮量化宽松政策，“量化宽松导致了更多的量化宽松”。美联储收缩资产负债表，提高利率，是对以规则为基础的货币政策的回归，目的在于抑制投资者的风险偏好，防止资产泡沫，同时还有助于吸引资金流入。

特朗普组合拳的第二式是“宽财政”，最有代表性的就是他推出的一系列减税措施。除此之外，特朗普还要在国内“大兴土木”。颠簸的市内公路、破败的地下交通设施和机场，实在与“伟大的美国”形象不相符。那么，钱从哪儿来？特朗普善于用别人的钱，干自己的事。海外回流的美元可以承担一部分，但还需要看政策的实际效果。短期来看，收入减少和支出增加的结果就是财政赤字继续扩大。在货币收缩的背景下，不足的部分只能向国外借，那就是发国债。只有美元才能买美债。所以，美债的需求实际上是美国自己创造的。资本净流入的反面是国际收支逆差。这显然与美国利益不一致。

当宽财政与紧货币冲突的时候，弱美元成为调和剂。美元是“锚”货币，所以没有主动贬值的“权力”，因为其他主权货币会随美元浮动。即使是浮动汇率制，一旦超过预设的浮动区间，国家也会出手干

预。那么，美元贬值的唯一方法，就是其他货币对美元升值。作为美国主要贸易伙伴的中国，自然成了美国施压的对象。特朗普曾多次指出，中国操纵汇率故意压低中国商品价格。白宫贸易代表莱特希泽认为人民币低估了 25-40%（2010 年报告），全美贸易委员会主席纳瓦罗建议将中国列为汇率操纵国。所以，人民币贬值，不符合美国利益优先的主张。

二、人民币国际化

根据环球同业银行金融电讯协会 SWIFT 提供的数据来看，截止 2017 年中，美元的使用范围仍然排在全球第一，支付结算占比例高达 40%，还有 30% 的交易和支付是通过欧元结算的。人民币在全球交易和支付结算中所占比例仅为 1.78%，排名第六，低于美元、欧元、英镑、日元以及加元。中国企业贸易交易总额中只有 16% 的支付行为是通过人民币结算的。在国际储备中，人民币所占份额仅为 1%，而美国为 65%。所以，人民币国际化，还处在“受精期”。正如前文所说的，人民币能否国际化的关键，不在于中国做对了什么，而在于美国和欧洲

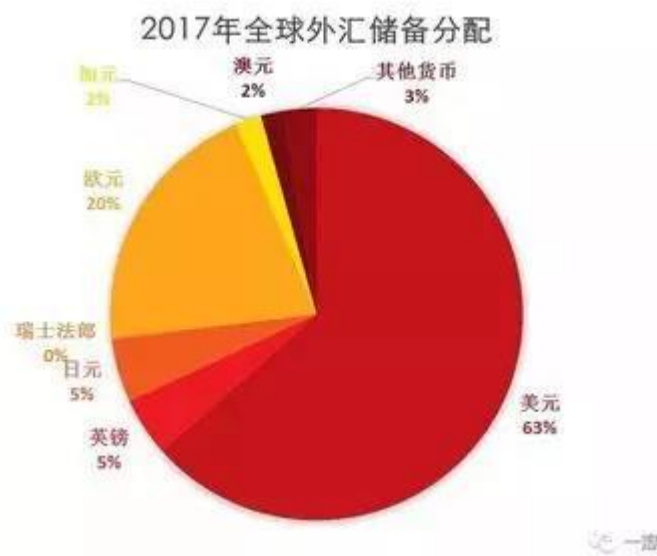


做错了什么。但是，如果中国做错了，那人民币国际化就要走回头路了。历史经验表明，国际货币都是强势货币。相反的逻辑也成立，强势货币更容易

成为国际货币。从储备角度来说，升值有益。从交易和结算角度来说，稳定即可。

人民币加入 SDR，权重超过日元，仅次于美元和欧元，这会加快人民币国际化进程。但货币国际化永远只是个切蛋糕的过程。推进人民币双边互换，推出人民币计价的石油期货和铁矿石期货合约，以及实施“一带一路”战略，都有助于人民币国际化。但是，资本项目不可自由兑换，国际金融中心建设仍在路上，多层次资本市场建设还需推进，所有这些因素都阻碍了人民币国际化。更重要的是，在现有货币体制下，美元是中国国内基础货币发行的基础。但是，在贸易保护主义和“逆全球化”兴起的当下，对外贸易的不确定性大大提高，中

国很难再回到持续顺差的年代，货币发行的基础不能再依赖美元储备了。中国的选择是：降准、PSL、“土地货币化”、“棚改货币化”、国债……，但这些都不是长期的药方。



某种程度上来说，经济发展就是一个货币化的过程，但它分为合理的货币化和不合理的货币化，判断标准在于货币膨胀的“锚”是否合理、是否充足。锚不合理，就是资产泡沫。锚不充足，就是通货膨

胀。国家货币的锚，只能是国内需求，而国际货币的锚，是内需加外需。布雷顿森林体系瓦解之后，美元并没有随之崩溃。原因是多方面的，如美国的霸权地位，美元没有替代品等。除此之外，还因为石油美元。世界对石油的需求，衍生出了对美元的需求。从此，石油就成了美元的锚。中国央行面临的问题之一，就是如何给人民币寻找一个合理的锚。推动人民币国际化，创造人民币的需求，是破题的一个方法。而人民币国际化的前提条件之一，至少不是“弱货币”。不得不指出，人民币国际化并不是一劳永逸，也不是百利而无一害的。但是，历史不就是在“否定之否定”中徘徊前进吗？人民币国际化，至少可以扩张人民币发行的基础，而且，这个基础是合理的。至少可以缓解“保汇率还是保房价”这样的难题，因为国际货币发行国面临的资本外逃压力要小很多。

三、日元的启示

1949 年 4 月，日元开始盯住美元，官方把汇率确定为 1 美元兑 360 日元的水平。但在初期，美、日官方均认为，日元被显著高估了，日本政府采取外汇管制的方法支持被高估的日元。随着美国“道奇计划”的实施，日本经济迅速发展。尤其是贸易品部门，在日本政府产业政策支持下，金属、机械和化工等部门产品成本较低，获得了显著的竞争优势。有大量证据表明，到 20 世纪 60 年代末，日元已经从高估扭转为低估。Eichengreen（2007）测算的日元名义有效汇率与官定名义汇率的差距自 1961 年开始拉大，名义有效汇率显著升值。在

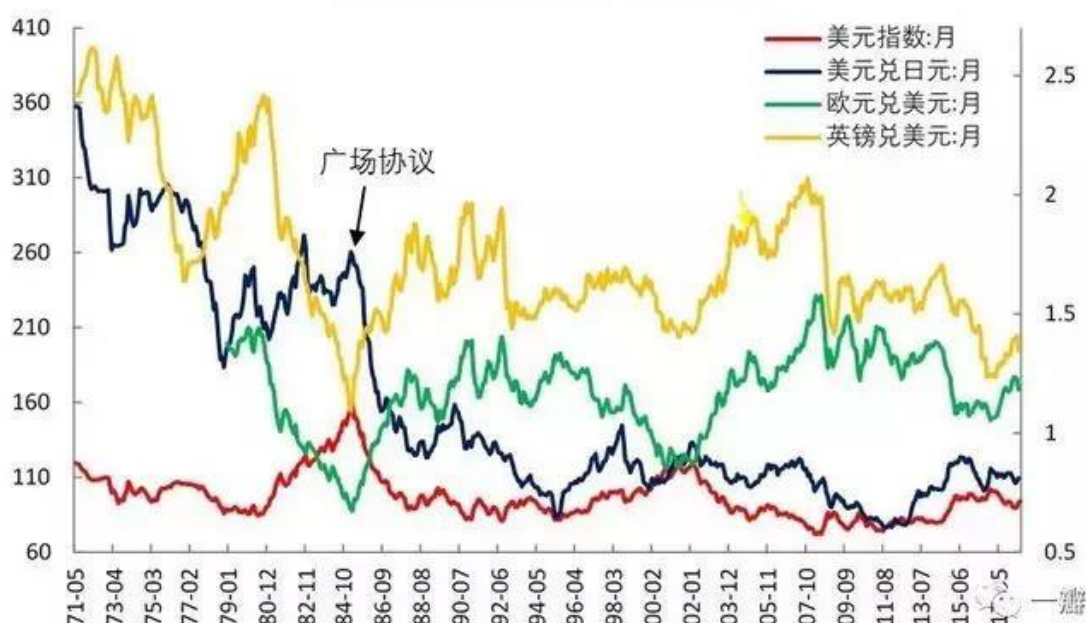
低估的汇率和国内的产业政策支持下，1965 年后，日本经常账户扭亏为盈。日本政府持续以 1 美元兑 360 日元的价格购进美元，1968 年后，外汇储备迅猛增长。在此期间日本继续实施外汇和资本管制，进出口外汇交易需获得通产省许可，其他类外汇交易需获得大藏省许可，资本账户交易基本被禁止。但 1960 年后，日本逐步放开外汇管制，1964 年开始实现了经常账户的自由化，1968 年放开了 FDI 的限制，但并非完全自由。

持续的贸易顺差刺激了美国国会贸易保护主义的抬头，同时，资本流入和购汇导致的被动货币投放，又放大了日本国内的通胀压力。当局考虑放松外汇管制和进口管制的方法减少顺差，一开始并没有考虑日元升值这个选项。1971 年，布雷顿森林体系开始瓦解，世界汇率体系向浮动汇率转变，日元进入升值时代。1971 年 8 月 16 日（尼克松关闭黄金窗口的第二天）到 8 月 27 日，日本外汇储备增加了 50%。8 月 27 日后，日本不再坚持 1:360 的价格购买日元，日元被允许升值。12 月 18 日开始执行《史密森协定》，扩大了日元兑美元的浮动区间。当日元升到 308，再一次官方稳定下来，日本甚至多次通过降低贴现率的方式维持汇率。1973 年《史密森协定》瓦解时，日元升到了 265 的水平。同样是在 1973 年，日本经常账户余额逆转为赤字。原因是多方面的，除了日本经济扩张对进口的需求，还有石油价格的冲击，但日元的升值也不可忽视。

1978-1985 年之间，日元进入贬值区间。而太平洋的另一边——

美国，在第二次石油危机的冲击之下，陷入了“滞胀”的窘境。1979年，美国通胀率达到13%。这时，雷厉风行的保罗·沃尔克成为美联储主席，采取了连续加息的方式抵抗通胀，有效联邦基金利率在1981年6月达到了19.1的水平。这吸引了大量外资流入，美元汇率持续升值，贸易加权美元指数在1985年3月达到了142的历史高位，至今仍然是历史最高点。据Bergsten（1985）的估计，美元的贸易加权汇率被高估了30-35%。1982年开始，美国经常项目逆差不断拉大，1985年达到了120亿美元，占GDP的比重为2.72%，国会贸易保护主义群情激奋。

图2：广场协议后的大国汇率博弈



在这样的背景下，日本主动与美国交涉，促成了广场会议，各怀鬼胎的五国集团——美、日、联邦德国、英国和法国联合干预汇率，用卖出美元的方法干预美元汇率。此后，美元贬值，截止1990年底，贸易加权美元指数下降到了84，降幅达40%。日元、德国马克、法郎

和英镑均升值，而升值幅度最大的是日元。自《广场协议》签订以来的一年时间里，日元兑美元汇率已经升到 154，升值幅度超过 40%，到 1990 年底，日元汇率到了 140。日元急速升值给日本经济带来了大麻烦。虽然日本曾多次与美国交涉，希望美国和日本联手干预汇率，阻止美元继续贬值的趋势。但美国更多时候只停留在口头上的承诺，并没有实质性的行动。直到 1987 年的卢浮宫会议，五国集团再次达成协议——稳定汇率。但美国的条件是，其他 4 国必须用刺激内需，承担更多的振兴全球经济的责任。这才有了日本 90 年代后的故事。当然，日本并非没有其他选择，至少在刺激的程度可以自己把控，故不能将责任全部推到美国身上。

Jeffrey Frankel（2015）在纪念“广场协议”30 年的一篇文章中总结了当时五国集团联合干预汇率的经验，认为干预之所以取得成功，有几个重要的条件：第一，大国的联合，单兵突进获胜的可能性不大；第二，顺势而为。在美元被高估的情况下进行干预，只是扭转市场一致性预期带来的“正反馈”谬误。第三，预期管理。另外一点必须指出，今天的贸易和金融交易产生的外汇活动规模已经不是 1985 年可比了，无疑又增加了干预外汇并取得成功的难度。那么，这是否使得干预汇率变得不可能？我们认为，答案是否定的，但要想成功，上述条件仍需满足。

四、对人民币的猜想

在描述日元的故事的时候，会发现人民币与日元的故事惊人的相

似。1949-1971 年，日元盯住美元，实行固定汇率，此后实行有管理的浮动汇率制。固定汇率期间，日本严厉管控经常账户和资本账户，特别是资本账户。日本对美国市场的贸易依赖最高达到 40%，所以，迫于美国贸易保护主义可能引发的制裁，日本与美国一起干预汇率，日元开始升值。1994 年以前，中国实行严格的固定汇率制。1994 年后，改行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制，美元是人民币单一的“锚”货币；2005 年后，人民币汇率不再盯住单一美元，而是选择若干种主要货币组成一个货币篮子，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，人民币兑美元汇率开始升值。人民币 2005 年的这个时点，与日元 1971 年与美元脱钩这个时点很类似。图 3 也证明了这种相似性。

图 3：日元走势和对人民币走势的猜想



说明：日元走势的起点是 1960 年。目的在于保持日元与人民币钉住美元的时间段相等。日元是 1960-1971，人民币是 1994-2005。

保护主义再次成为美国的主流价值观，中美贸易战刚刚起步，中美之间会不会有“广场协议 2.0”尚不得知。但现任的全美贸易委员会主席纳瓦罗在其 2011 年的著作《致命中国》(Death by China) 中建议，考虑到中国的大国威望，美国可与中国私下达成人民币缓慢升值的协议，否则就将中国贴上“汇率操纵国”的标签。美元汇率的决定权是财政部把控的，是否将中国贴上“汇率操纵国”，也是由财政部决定的，而现任财政部部长姆努钦是特朗普幕僚团队中对中国态度最缓和的一位。或许，这就是美国尚未将中国贴标签的原因。当然，另一种可能就是，双方真的已经达成一致意见了。毕竟，在中美多次谈判中，汇率都不见踪影，但这个问题又是如此重要。

我们认为，人民币汇率向何处去，最主要的决定因素是人民币的公允价值，而按照购买力平价的测算，不少证据认为人民币仍有升值空间。毕竟，按照购买力平价核算的 GDP，中国在 2014 年就超过美国，成为世界第一了。但另一方面，国际收支 1 季度扭转为逆差，这是 2002 年来的首次，过去 10 年海量货币的投放，以及中外利差的收窄，都是短期内人民币面临的挑战。

政治意愿对汇率的影响也是不可忽视的。人民币是否会遵循日元的趋势，只能等到未来再去验证。中国和日本确实有许多相似点，如出口导向型的产业政策、对贸易的依赖、还有人口结构等。但不同点也是显著的。经济层面来说，当下的中国，比 1971 年的日本的经济基础更薄弱，如汽车制造和电子产品等，1971 年日本已经进入世界领

先水平。另外，当下中国面临的一系列金融乱象，70年代的日本也是没有的。除此之外，央行资产负债表收缩，是能否打赢“人民币保卫战”关键要素。另一方面，中国的优势在于经济规模更大，政治上更加独立，美国很难将意志强加到中国头上。虽然美国会一直施压，但中国可以按照自己的节奏管理汇率和进行汇率改革。所以这个时候，就看中美双方的议价能力了。从中长期来看，防止人民币贬值，可能是中美少有的共识。坊间流传着一种观点，认为中国官方放任汇率贬值，以对冲美国加征关税的影响。我们认为，中国倒是可以顺水推舟，并将其作为一个谈判的筹码，但这也是有风险的。

北大汇丰商学院何帆教授在艾肯格林的新著——《嚣张的特权：美元的兴衰和货币的未来》的序言中说，“在国际金融的地下室里，你可能找不到阴谋论的血衣。但是，你会发现一个巨大的秘密：货币即政治。从表面上看，货币无非是一种设计精巧的经济工具，但在历史的火炬照射下，你就会看到，货币问题的背后，是政治利益的博弈。”所以，分析人民币汇率的走势，政治的维度不可或缺。