



经济学博士文库

人民币“内贬外升”的原因与机制研究

李 衡◎著

Study on the Internal Depreciation and
External Appreciation of RMB



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



经济学博士文库

人民币“内贬外升”的原因与机制研究

李 衡◎著

Study on the Internal Depreciation and
External Appreciation of RMB



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

人民币“内贬外升”的原因与机制研究/李衡著. —北京: 经济管理出版社, 2017. 6
ISBN 978-7-5096-5123-0

I. ①人… II. ①李… III. ①人民币汇率—货币制度—研究 IV. ①F832. 63

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 103833 号

组稿编辑: 陈 力

责任编辑: 陈 力 钱雨荷

责任印制: 黄章平

责任校对: 王淑卿

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京玺诚印务有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm×1000mm/16

印 张: 13

字 数: 180 千字

版 次: 2017 年 7 月第 1 版 2017 年 7 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-5123-0

定 价: 52.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

值得深思的人民币“内贬外升”现象

(代序言)

一国货币币值的稳定是财政和货币政策操作适度、金融体系运转健康、国内经济运行平稳、国际收支基本平衡的综合反映。在现实生活中，货币币值的稳定，既体现为国内物价和资产价格的稳定，又体现为本币对外汇价的稳定。从2002年至2013年我国人民币出现了“内贬外升”现象。近年来，人民币又出现了“内升外贬”现象。所谓“内贬”，主要是指以人民币计价的商品、服务和资产价格的持续上涨，表现为对内“钱更不值钱了”；“外升”主要是指人民币相对于外国一篮子货币，特别是美元的汇价持续上升，表现为对外“钱更值钱了”。反之，其含义亦然。

我国人民币为什么会出现对内持续贬值、对外持续升值的现象呢？我认为，基本原因可能主要是如下几个方面：

第一，人民币“内贬外升”是我国经济发展到特定阶段的特有产物。一般来说，在开放经济条件下，本国货币与外国货币可以自由流通，只要贸易条件正常，其汇率一定会对国内外市场的供求关系及其价格做出正常反应，要么同贬，要么同升，而不会出现“内外两张皮”的现象——“内贬外升”或“内升外贬”。至于本币币值对内对外同升或同贬现象，通常也只会发生在特定时期和特定条件下，比如贸易对象国在特定时期恶意操控货币政策致使本币升值或贬值——即贸易条件出现明显恶化或明显改善。前些年国内学术界和实际工作部门谈论较多的所谓“输入性通货膨胀”和“输入性通货紧缩”，大多是在这类条件下发生的。透过我国曾于2002~



2013年遭遇的人民币“内贬外升”表象，究其深层原因，根本点仍在于体制，直到2013年底我国还仍处于未能全面建成社会主义市场经济体制的发展阶段，即还处于不完全的市场经济发展阶段。这一特定阶段的典型表现是：到目前为止，我国至少还有16个大类70多种产品和服务的价格仍然由国家决定^①，我国对外经济往来的资本项目也还仍然处于政府管制之下。也就是说，到目前为止，在我国国民经济生活中，“市场的决定作用”还未能得到“充分发挥”。在政府定价涉及的范围还仍然较多、“市场的决定作用”还未能得到“充分发挥”的条件下，我国内部与外部市场的供求关系就不可能呈现出基本协调或大体一致的状态。这便是前些年美国货币出现持续大幅贬值过程中我国人民币币值出现“内贬外升”现象的一个重要原因。

第二，人民币“内贬外升”直接原因是我国经济存在基础性结构失衡。改革开放后我国劳动力开始从第一产业（主要是农业）部门向第二产业（主要是工业）部门流动。劳动力的这种流动源于后一部门的劳动生产率和工资率均高于前部门。整个人类发展史表明，劳动生产率较高的部门常常是贸易倾向较高的部门，贸易倾向较高的部门不仅会面对更大的市场空间，而且还可以得到更多的贸易机会，结果贸易倾向较高的部门获得更高收益的场所和机会也就越多，因而此类部门的工资率必然明显高于其他部门。受工资率较高的影响及其吸引，劳动力就会源源不断地从贸易倾向较低的部门流向贸易倾向较高的部门，从而会推动整个国民经济实现较快增长。根据巴拉萨—萨缪尔森理论，劳动力在可贸易部门和不可贸易部门之间的自由流动，不仅会推动这两类部门劳动生产率的趋同，同时还会导致这两类部门的工资率也会随之趋同。然而，到目前为止，虽然我国第一产业部门创造的增加值已经降至仅占整个国民经济活动总量的8.9%，但该部门劳动力的占比仍高达28.3%。^② 尽管两大部门间的劳动力

① 发改委仍有50余类定价未放开 医药等成重点 [N]. 北京商报, 2015-01-07.

② 中华人民共和国国家统计局. 中国统计年鉴2016 [M]. 北京: 中国统计出版社, 2016: 60, 106.



流动和转移过程还远未结束，两大部门的劳动生产率也还远未实现均同，但第一产业部门工资率的上升实际上已经明显超过了该部门劳动生产率的增长。由此便在实际上导致了第一产业部门的产品和服务价格的持续上升。直观地看，这种上升是正常的，甚至是有助于刺激第一产业部门劳动生产率的提升，但深入分析就会发现，劳动力在三大产业部门间的不平衡分配，既是产业结构存在基础性失衡的表现，又是就业结构存在基础性失衡的表现，更是整个国民经济体制机制结构存在基础性失衡的表现。近年来，我国先后发生的通货膨胀和通货紧缩之所以常常表现出明显的结构性失衡，其根本原因也恰在于此。

第三，人民币“内贬外升”的另一个重要原因是我国的金融体制，特别是货币投放体制机制存在严重缺陷。其中，一个显而易见的缺陷就是我国货币投放过度依赖于外汇占款。本来，一国外汇储备到底应为多少，是通过国内外市场间的内在平衡机制给出的。在开放经济条件下，一国外汇储备的上限取决于持有外汇的机会成本，下限则取决于一国对外贸易、对外投资和国民对外交往等灵活偏好所决定的基础性外币需求。汇率作为一国货币对外币的比价关系，具有通过自身的上下波动调节国际收支、促其实现平衡的功能，但不是调节外汇储备及其规模的唯一工具。同样，外汇储备既不是汇率波动及其发生调节作用的结果，也不是干预和调节汇率的必备工具。在一国货币还不是国际储备货币的情况下，更是如此。到目前为止，我国人民币仍然是不能自由兑换的区域性货币，特别是资本项目下的人民币更是不可直接自由兑换的非国际化货币。在这种条件下，我国各类企业乃至个人，在参与国际经贸、国际旅游等各类活动中，还必须通过持有更多的外汇来满足自身对外国货币灵活偏好的需求。一旦我国持有的外汇储备超出了由市场决定的外币灵活偏好需求水平，我国的基础货币投放就会被外汇占款所左右。1994年汇率改革后，外汇占款开始成为我国基础货币投放的重要渠道。随着外汇储备的大幅增加，外汇占款在我国基础货币投放中的比重也越来越大，到2014年底我国外汇占款达到了



270681 亿元的历史最高纪录,虽然与同期全社会基础货币供给存量总量 1228374.8 亿元相比所占比重并不大,约为 24%,但却高达同期央行储备货币投放总量(MO+法定和超额准备金) 294093 亿元的 92%。^① 尽管此后伴随外汇储备规模的持续下降,通过外汇占款投放基础货币的比重也有所下降,但必须看到,在基础货币投放中,此项占款仍然占很大比重。从这个角度来看,说我国货币政策失去了其应有的独立性可能并不过分。在外汇占款挤压正常货币投放的同时,我国各级政府普遍存在的高增长要求和投资冲动,不仅给央行增加货币投放提供了重要需求基础,而且给央行借助外汇占款实现基础货币投放提供了机会和条件。两类货币供给势能的持续叠加,在增加基础货币投放的同时也推动了国内物价的持续上涨。在这样的背景下,一旦以低利率为突出特征的弱势美元与我国较为宽松的货币政策相遇,我国人民币必然会出现“内贬外升”的态势。根据蒙代尔—克鲁格曼“三元悖论”,若能提高本币汇率弹性,则可提高本国货币政策的独立性。然而,由于 2005 年 7 月我国政府启动了人民币汇率制度改革后并未实质性地提高汇率弹性,因此,它就不可能实质性地提高我国货币政策的独立性,从而也就无法有效克服我国货币投放机制的内在弊端,结果必然使那一时期的人民币币值表现为“内贬外升”。

第四,人民币“内贬外升”还是我国国际收支长期处于失衡状态的结果。我国经常项目顺差占 GDP 之比,从 2000 年的 1.7% 上升到 2007 年的 10.1%,提高了近 6 倍。我国国际收支则从 20 世纪 90 年代中期人民币汇率并轨以来长期处于顺差状态,并有不断扩大趋势。由此在我国这样一个发展阶段形成了通常条件下原本不可能、实际却规模越来越大的经常项目和资本项目“双顺差”共生状态。根据开放条件下国民收入恒等式,经常项目缺口等于国民储蓄与投资的差额。经常项目缺口反映的是外部正

^① 中华人民共和国国家统计局. 中国统计年鉴 2016 [M]. 北京: 中国统计出版社, 2016: 597, 603. 根据该文献提供的数据计算所得。其中,有关统计指标具体内涵则源于央行肖萌所著《中国货币当局资产负债表分析》(载于《金融评论》2015 年第 5 期)一文所做的解释。



向或负向失衡程度，储蓄投资缺口反映的则是内部正向或负向失衡程度。在正常条件下，不仅储蓄投资缺口的大小对经常项目差额的多少具有决定意义，而且经常项目差额的多少也可反过来决定储蓄投资缺口的大小。从我国经济发展的实际角度来看，我国长期呈现国民经济高储蓄率状态。导致我国经济高储蓄率长期持续的原因很多，其中一个重要原因就是我国国民收入的分配长期偏向于高储蓄部门。高储蓄部门占比的持续上升，反过来又进一步强化了我国经济的高出口倾向，并由此形成了高储蓄带动高投资、高投资带动高出口、高出口带动国际收支高顺差的结果。这样一来，我国经济的对外“失衡”最终便演变成了“内贬外升”的“发展常态”。

毫无疑问，同其他任何国家的货币一样，在一个特定时期和特定条件下，我国人民币不仅会对内发生持续性贬值、对外发生持续性升值，在另一个特定时期和特定条件下，它同样也有可能对内发生持续性升值、对外发生持续性贬值。李衡博士在这本专著中，不仅对人民币“内贬外升”现象进行了较为深入的分析，还对人民币发生“内升外贬”的可能性及其发生条件与机制做了预见性阐释，并明确指出自2015年8月人民币汇率中间价形成机制改革以来，人民币对美元已经开始出现阶段性贬值，同期国内物价则持续低迷，即人民币出现了“内升外贬”现象。这一现象的出现表明，此前持续长达10多年的人民币“内贬外升”过程至此算是告一段落。

于是，我们要问：人民币币值“内外两张皮”是正常的吗？例如，人民币是否真的还会如同李衡博士在本书中分析指出的那样，只要中国经济继续保持中高速增长态势，只要中国经济的高储蓄倾向及其格局仍然存在，那么，随着下一轮弱势美元的出现，人民币还有可能重现“内贬外升”现象。显然，如何在进一步全面深化改革、扩大开放的过程中推进人民币的国际化，如何在深入参与国际贸易和投资的过程中使人民币逐渐成长为国际储备货币，如何避免和彻底告别人民币的被动贬值或被动升值，如何绕过“不可能三角”实现我国开放型市场经济的更大发展并由



此推动我国经济从大国走向强国，如此等等，这些均是值得我们进一步深入思考的重大理论和实践问题。

总之，我国经济发展正处在一个新的历史阶段，人民币进一步国际化问题已经提到了我国经济发展的现实日程。人民币“内贬外升”或“内升外贬”，虽然是我国经济发展特定阶段的特有产物，具有不可避免性，或如李衡博士所分析指出的那样，在我国现阶段，这种现象不无“积极意义”，但是人民币币值“内外两张皮”现象不是我国从经济大国走向经济强国的应有特质，反而是我国经济规模虽然已经很大但还不够强的客观表现。因此，必须通过紧紧围绕“充分发挥市场决定作用和更好发挥政府作用”这根主线全面深化改革与开放，并由此推动我国人民币更好、更快、更有效地成为一个内外统一的“硬通货”。从这个意义上说，李衡博士在本书中所做的分析和阐述及其得出的很多逻辑结论是具有重要学术价值和实践意义的。作为李衡攻读博士学位期间的指导老师，对他在学位论文基础上修改完成这样一部学术专著并正式付梓出版，我不仅感到十分高兴，而且愿意为其作序，更希望借此引起学术界和实际工作部门更多关注，以进一步深化这一论题的研究和讨论，更好和更有力地推动我国经济持续健康发展。

刘进秋

2017年6月6日于北京小倦游斋

前 言

自 2005 年 7 月人民币汇率制度改革以来,人民币币值出现对内贬值、对外升值的现象。人民币的“外升”现象非常明显,既表现为人民币相对美元的升值,也表现为人民币相对一篮子货币的升值。人民币的“内贬”则体现在国内物价的上涨。人民币的“内贬外升”及其背后的内外失衡给中国经济运行和政策制定带来了一系列巨大的冲击和挑战,例如,企业生产经营环境恶化、中小微型企业融资难度加大、资源配置效率下降、货币政策操作难度加大、外汇储备及其管理风险大幅上升、商业银行营利能力削弱、金融监管难度加大和金融风险上升,等等。本书从购买力平价、利率平价、国际收支、全球视角这四个维度分析了人民币“内贬外升”的原因与机制,探讨各维度之间的逻辑关系,并提出相应的政策建议。研究表明,人民币的“内贬外升”有五个方面的原因:

第一,从相对购买力平价视角来看,1998~2002 年人民币的“内升”(通货紧缩)导致人民币实际汇率贬值并偏离均值水平,2005 年之后的人民币“内贬外升”是人民币实际汇率均值回归的结果。

第二,从绝对购买力平价和巴拉萨—萨缪尔森视角来看,中国在经济赶超阶段,可贸易品部门劳动生产率增长率远高于不可贸易部门以及劳动力供给拐点的出现,导致不可贸易部门(例如,服务业)价格上涨较快,并造成国内结构性物价上涨和人民币实际汇率升值。从绝对购买力平价视角来看,随着中国人均收入的提高,人民币通过实际汇率升值逐步逼近购



买力平价水平。

第三，从利率平价视角来看，“套息交易循环”加剧了人民币的“内贬外升”。在外生变量作用下出现的人民币升值预期引发了套息交易，从而导致资本通过各个渠道大规模流入中国境内，并导致国内宽松的货币信贷环境和低利率，进而造成人民币“内贬”、中国央行加息和收紧银根，最终导致人民币升值预期的强化和套息交易的加剧。“套息交易循环”导致人民币“内贬外升”自我实现、自我强化，具有内生性的特征。

第四，从国际收支视角来看，经济发展阶段、收入分配、人口结构、房价上涨、热钱流入等因素导致中国储蓄率升至异常高的水平，进而促使经常项目顺差占 GDP 之比从 2000 年的 1.7% 大幅提高至 2007 年的 10.1%。巨大的经常项目顺差导致人民币的升值压力持续升温。“高储蓄循环”是导致人民币“内贬外升”自我强化的又一内生机制。经济发展阶段等外生变量导致中国出现高储蓄率，并造成高顺差和人民币“外升”，从而推动热钱流入和宽松的货币信贷环境，进而导致人民币“内贬”和房价上涨。热钱流入和房价上涨导致储蓄率进一步提高。

第五，从全球视角来看，全球失衡和“双速增长”导致人民币和其他新兴经济体货币“内贬外升”。2000 年之后，新兴经济体储蓄率大幅提高，经常项目顺差持续扩大，而美国则出现巨额的经常项目逆差，这促使新兴经济体货币兑美元名义汇率升值。在美元本位的国际货币体系以及全球经济“双速增长”的背景下，美元长期走弱和长期低利率加剧套息交易，导致包括中国在内的新兴市场经济体货币“内贬外升”。

除此之外，本书还纠正了运用绝对购买力平价理论和巴拉萨—萨缪尔森理论判断人民币币值低估/高估研究中的误区：只要人民币兑美元汇率高于（绝对）购买力平价，人民币汇率就是低估的（例如，英国《经济学家》杂志编制的巨无霸汉堡包指数）。从巴拉萨—萨缪尔森理论视角来看，在中国目前的发展阶段（人均收入仅为美国的 1/8），人民币兑美元汇率高于（绝对）购买力平价是符合发展规律的。



本书的研究表明,国际金融危机爆发之后,世界经济发生深刻的变革,尤其是近一两年人民币(以及其他新兴经济体货币)“内贬外升”出现阶段性缓解,甚至可能逆转。其原因包括以下四个方面:

第一,近年来由于人民币兑美元实际汇率升值过快(“内贬外升”过于剧烈),无论是从相对购买力平价理论视角来看,还是从巴拉萨—萨缪尔森理论视角来看,短期内人民币汇率均已达到合理水平,甚至有所高估。

第二,“四万亿投资计划”等外生变量冲击导致中国的储蓄投资缺口缩窄、国际收支失衡大大改善,并在很大程度上打破了“高储蓄循环”、“套息交易循环”等促使人民币“内贬外升”自我强化的内生机制。

第三,国际金融危机、欧洲主权债务危机迫使美国和欧洲国家进行经济结构调整,发达经济体经常项目逆差大幅缩窄,基本恢复国际收支平衡。

第四,美联储启动缩减量化宽松货币政策规模导致套息交易资金回流,并引发新兴经济体金融市场动荡和货币贬值。尽管到目前为止,人民币汇率并未受到大的冲击,但是人民币升值预期已经大大削弱。

当然,从长期来看,只要中国经济继续保持较快的增长率,全球经济“双速增长”的格局不变,中美人均收入和可贸易部门的劳动生产率差距持续缩窄,人民币实际汇率仍将呈现升值的趋势。

总而言之,人民币“内贬外升”既是外生变量引发的现象,又有内生机制(“套息交易循环”、“高储蓄循环”)在发挥作用。进一步来看,“内贬外升”不是人民币特有的现象,而是新兴经济体所共有的现象。在美元本位制和“双速增长”的背景下,新兴经济体陷入一个两难困境,要么忍受套息交易、“内贬外升”、货币政策独立性削弱等问题;要么牺牲经济和金融稳定,推动人民币国际化,加快推进国际货币体系改革,形成美元、欧元、人民币三足鼎立的国际货币体系是化解这一两难困境的主要途径。对中国而言,解决人民币“内贬外升”带来的问题,一



方面，需要推动中国经济自身的结构调整和人民币汇率制度改革；另一方面，还需要积极稳妥地推进资本项目可兑换、人民币国际化和国际货币体系改革。

关键词：人民币“内贬外升”；购买力平价；套息交易循环；高储蓄循环；国际货币体系改革

目 录

第一章 导 论	1
第一节 选题背景及研究意义	1
第二节 人民币“内贬外升”文献回顾与述评	7
一、购买力平价视角	7
二、利率平价视角	16
三、国际收支视角	21
第三节 研究框架及主要方法	26
一、主要研究内容及框架	27
二、主要研究方法	32
第四节 本书主要贡献	33
第二章 人民币“内贬外升”与购买力平价	37
第一节 引言	37
第二节 人民币“内贬外升”：相对购买力平价视角	38
一、人民币“内贬”：概念与特征	39
二、1978年以来人民币内外币值变化的三个阶段	42
三、实际汇率均值回归与人民币“内贬外升”	45
第三节 人民币“内贬外升”：绝对购买力平价及巴拉萨—萨缪尔森效应	49



第四节 本章小结	58
 第三章 人民币“内贬外升”与利率平价	61
第一节 引言	61
第二节 人民币“内贬外升”与“套息交易循环”	62
一、利率平价与套息交易	63
二、人民币“内贬外升”、“套息交易循环”与中国的货币 政策	69
第三节 人民币汇率弹性与货币政策独立性	74
第四节 本章小结	78
 第四章 人民币“内贬外升”与内外失衡	81
第一节 引言	81
第二节 经常项目差额与储蓄投资缺口	83
一、Feldstein-Horioka 之谜（储蓄投资之谜）	84
二、美国经常项目逆差与全球失衡的探讨	88
三、中国经常项目顺差原因的探讨	92
第三节 中国高储蓄率的原因分析	96
一、经济发展阶段与储蓄率	96
二、收入分配与储蓄率	104
三、住户部门储蓄倾向、房地产繁荣与储蓄率	114
四、热钱流入与中国的“高储蓄循环”	119
第四节 中国的储蓄投资缺口及国际收支新趋势	121
一、对储蓄率数据的修正	121
二、储蓄投资缺口的新趋势及原因分析	124
三、国际收支再平衡及人民币升值预期逆转	127
第五节 本章小结	132



第五章 人民币国际化与国际货币体系改革	137
第一节 引言	137
第二节 新兴经济体货币“内贬外升”及其全球背景	138
一、全球失衡：原因与趋势	139
二、全球经济“双速增长”	144
三、新兴经济体货币“内贬外升”	147
第三节 人民币国际化与国际货币体系改革	152
第四节 本章小结	158
第六章 结 论	161
第一节 基本结论与政策建议	162
一、人民币“内贬外升”的原因与机制	162
二、人民币“内贬外升”结束了吗？	165
三、政策建议	166
第二节 有待进一步研究的问题	169
参考文献	171
后记	187

第一章 导论

第一节 选题背景及研究意义

自2005年7月人民币汇率制度改革以来,人民币币值出现对内贬值、对外升值的现象。本书称之为人民币的“内贬外升”^①。这一现象引起了学界广泛的关注和讨论(裴平、吴金鹏,2006;贝多广、朱晓莉,2007;关志雄,2008;肖继五、李沂,2009;陈文洁,2011)^②。

人民币的“外升”或者说对外升值非常明显。这既表现为人民币相对美元的升值,也表现为相对一篮子货币的升值。2005年7月21日,中国人民银行宣布,“我国开始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。人民币汇率不再盯住单一美元,

① 有的文献则称之为人民币“外升内贬”,例如,张明(2011)、盛松成(2014)。参见张明.“外升内贬”背景下的人民币汇率形成机制改革[J].经济理论与经济管理,2011(1):69-76. 盛松成.人民币“外升内贬”是我国经济发展的阶段性现象[N].金融时报,2014-01-03(2).

② 裴平,吴金鹏.论人民币内外价值偏离[J].经济学家,2006(1):39-99. 贝多广,朱晓莉.试析人民币对外升值与对内贬值并存[J].经济研究,2007:32-48. 关志雄.通货膨胀与汇率升值并存的分析——人民币对内贬值对外升值的原因[J].世界经济研究,2008(6):29-31. 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):39-42. 陈文洁.关于人民币的内贬外升的思考[J].商品与质量:理论研究,2011(8):97.