

清華大學

中國經濟研究中心



學術論文

亚洲金融风暴后的中国汇率政策

胡祖六

清华大学中国经济研究中心

No.199802

1998年3月

Working Paper

National Center for Economic Research

At

Tsinghua University, Beijing

亚洲金融风暴后的中国汇率政策

胡祖六

一、引言

自七月二日泰铢被迫贬值脱离挂钩固定汇率制度以后，亚洲的货币与金融市场发生了一系列急剧的链式反应。菲律宾比索、印尼盾、马来西亚林吉特被国内外企业与投资者大量抛售，纷纷大贬。新加坡元、韩环与台币也连带贬值，(见表 1)。到十月下旬，冲击波传到香港，港币面临空前的压力。汇市的动荡引起各地股市的暴跌，并逐渐影响到地产，制造业与服务业等实质部门。

亚洲金融风暴对中国提出了一系列令人深思反省的问题，诸如银行体系稳健性，国企改革，资产市场泡沫的预防，短期外国资本的涌入，产业政策的副作用等等。但是，中国目前面临的最急迫的问题却是，中国的汇率政策应当如何调整，以减轻和清除这次金融大风暴对中国经济的冲击和影响。

现在，中国政府，学术界，产业界与外国投资者都十分担心，周边国家和地区货币贬值会削弱中国的国际竞争力，影响到明年出口增长。因此，有些建议提出中国应对人民币（中元）进行官方贬值(Devaluation)，以维持中国出口竞争力。

但是，对人民币进行贬值既无必要，又会产生许多事与愿违的反作用，实不足取。本文后续各节拟从市场均衡汇率、出口竞争力、国内宏观经济、国际因素四个方面来论述中国应当采取什么合适的汇率政策。

二、中元市场均衡汇率

泰铢等东南亚货币的固定汇率制度瓦解，本币贬值的根本原因在于国内非贸易部门如房地产的过度投资，经常帐户的持续性赤字等，引致固定的平价汇率偏高均衡水平，通常是使货币高估。

如果有理由确信中元也存在严重“高估”的问题的话，采取一次性下调即官方贬值，不妨可以权宜采取。然而大量经济指标表明中元被严重高估的可能性并不存在。影响汇率水平的一些关键性变量，例如外资流入量，国内物价通货膨胀率，对外贸易余额，货币供应增长等等(见表 2)，都反映了中元汇率具有升值潜力，而非面临贬值的压力。

从官方外汇储备变动的情况来看，一至十月份中国外汇储备增加了三百七十亿美元，表明央行在每一工作日平均购进外汇约两亿美元。虽然中国的外汇市场仍只作简单的即期外汇(主要是美元，日元与港币)买卖，并且主要为经常帐户项目上的一些交易，市场交易规模显得狭小，对企业和投资者在本币与外币资产组合上的选择还存在着各种官方限制。但从央行对外汇市场的干预行为

可以看出，典型的市场参与者对本币的需求超过了对外币的需求，使得中元变得更为坚挺。

为了步出这种有可能产生误导的简单经验性判断，我们基于国际金融学说和开放条件下的宏观经济理论，建立了一个关于确定中元均衡汇率的计量实证模型。在这个模型中，中元的实质汇率是一多维随机函数。自变量包括政府投资，国内经济生产率，实际汇率，贸易条件(terms of trade)，和经济开放度(一般用对外贸易额占 GDP 的比值，对资本帐户的限制程度来衡量)等。

运用动态普通最小二乘法来估计这一均衡模型。我们发现政府投资，生产率和实际利率三个变量具有显著的长期协整关系。除了实际利率，每一个变量都在 1%或更高的水平上呈统计显著。统计检验也表明模型行为良好。

为了评价该模型相对于其它汇率预测模型的预测能力，我们比较了该模型和其它 3 种模型预测值的均方差。这 3 种模型分别是：简单随机走动，漂移的随机走动和简单购买力平价模型。除了在 3 年的水平上，随机走动模型优于该均衡模型这一例外，预测均方误差表明在所有其它水平上，我们的均衡模型都优于其它模型。

表 3 列出了中元与美元汇率的年均预测值。三个结果格外引人注目。其一，中元在目前(1997 年)被低估近 4%，在将来(1998 年以后)仍然可能低估；其二，在 1998 年，如果让实际汇率从现在的 8.3 升值到 8.2，并稳定在此水平上，那么它与均衡汇率的偏差为各年中最小，仅 2.2%。其三，若其它条件不变，中元可能在 2001 与 2002 年之间趋升到目前港币与美元的固定平价水平(即 7.8)。

把近期对外生变量走势的判断与该模型的预测结果综合考虑，可得出这样的结论：只要政策当局不干预汇市，中元极有可能小幅升值。如果央行非要人为将中元压低，即采取行政性官方手段实行贬值，那么中元“官方汇率”将会更加偏高其长期均衡水平，会导致资源分配不当，引致国内与外部经济失衡。

三、亚洲货币贬值与中国出口竞争力

到目前为止，除了中元和港币外，亚洲其它主要货币都纷纷贬值，其中贬幅最大的泰铢贬值 40%以上，贬幅最低的印度卢比也下掉了近 8%。这些货币的大幅贬值显然会对中国出口在国际市场上的竞争力带来一些影响。

然而，汇率毕竟只是影响国际贸易的诸多变量之一。如果汇率对出口增长起决定作用的话，至少必须具备两个基本条件。(1)产品等同(uniformity)。也就是说，各竞争国的产品区别甚微(non-differentiation)，以致于它们在世界市场上成为完全可替代品；(2)相同要素含量(equal factor intensity)。也就是说，不同国家的出口产品包含等量的资本，劳力与技术密集程度。

与北美和西欧不同，亚洲包括了许多自然禀赋、地理环境，人口规模与经济发展程度迥然相异的经济。这意味着亚洲货币汇率的运动不可能对贸易形态产生关键性的影响。例如，韩元与台币的贬值并不见得会削弱中国(大陆)的出口竞争力，因为韩国与台湾地区的出口，比如韩国的小汽车，台湾的电脑微芯片一般说来有较高的资本与技术含量。基于同样原因，香港和新加坡因拥有在高附加值服务类的出口优势，其汇率走向不大可能对中国(大陆)出口有直接影响。

东盟 4 国——泰国，菲律宾，马来西亚与印度尼西亚，具有较多与中国类

似的比较优势，因此其货币贬值对中国出口有更大潜在影响。然而进一步的仔细分析表明东盟四国的货币贬值对中国（大陆）出口的影响，实际上也十分有限。

首先，与东盟四国相比，中国的出口结构更加多样化。如表 4 所示，在总出口中，制成品占 85%，初级产品只占 15%。其中制成品中，除纺织，衣鞋类外机器设备等重工产品也占相当比例。在东盟四国出口中，初级产品通常占 30% 以上，比如印尼的石油，马来西亚的橡胶，泰国的大米等却是特大宗出口品。即使在工业制成品上，东盟各国也通常集中在某几种产品上，如泰国的小汽车，马来西亚的电子产品等。

其次，在中国至关紧要的纺织品贸易上，非关税性贸易障碍起了主导作用，而价格上的竞争已退居附属地位。主要进口国如美国、欧盟、日本等都对纺织品实行严格“进口配额”管理。如果奉行的是完全的自由贸易，中国有能力全部控制世界纺织品出口市场。但是，中国象其它纺织品出口国一样受到配额的限制。世界贸易组织(WTO)希望通过多边谈判争取在 2000 年以后逐步取消成员国目前实行的配额限制。这个目标实现以后，中国将蒙巨惠。在目前的环境下，不管东盟货币贬值多么严重，它们的纺织品出口也仍受其各自配额限制，因而无法从中国夺走市场份额。

第三，货币贬值对东盟四国是一柄双刃剑，可以两面砍。东盟四国还没有形成综合配套门类齐全的工业体系。其工业制成品中进口含量偏高，既包括进口机器生产设备(固定成本)的租赁服务流量(flow of rental services)，又包括进口原材料(如钢铁)，零部件和其它中间产品。高进口含量对外资(主要是日资和美资)与合资企业是如此，对本地企业也是如此。这与中国情形有所不同。中国的出口部门虽然也引进国外设备，进口中间品进行来料加工、装配等，但平均进口含量在工业制成品出口总值中的比例低于东盟四国。因此，东盟汇率的急剧上升也相应增加了进口成本，其制成品的出口并不能形成明显的价格优势。

第四，中国与东盟四国都出口劳动密集型的制成品，因此，劳工成本对出口竞争力影响极大。我们的估算表明，中国与亚洲其它国家和地区在制造行业的劳工成本上存在巨大差异。我们使用广义的概念来估计劳工成本，既包括工资，又包括各种社会福利性(医疗保健、住房交通补助、折算的退休金，失业金的支出等)成本。

我们先如此估计以本地货币表示的劳工费用，再按一九九七年六月(亦即亚洲货币危机爆发前夕)的平均汇率值换算成美元。如表 5 所示，在亚洲货币危机发生以前，东亚四小龙(香港、韩国、新加坡与台湾地区)的以美元计的劳工成本都在中国大陆的劳工成本十倍以上。马来西亚与泰国的劳工成本是中国的三倍多，菲律宾是两倍多，而印尼是中国的 1.5 倍，统统高于中国。

那么明年的情形如何呢?货币贬值是否抹去中国与其它国家(地区)在劳工成本上的差别?除了中元与港币外，我们预测其余货币在 1998 年还会从现在水平上进一步贬值。根据工资正常增幅与 1998 年的预期汇率估算，中国与东亚其它国家在劳工成本上的差异将有所缩小，但不会完全消失。比如，泰国的劳工成本不再是 3 倍以上，而是下降到 2 倍以下，菲律宾的劳工成本将由原来的 2 倍掉到 1.6 倍，而印尼的劳工成本水平将与中国大致相当，略高一点。

这个分析表明，即使在亚洲货币大幅贬值后，以美元计算的中国劳工成本仍然相对低廉。所以，亚洲汇率变动并不改变中国在劳工密集型产品上的比较优势。

第五、东南亚和韩国的企业，包括其出口部门的企业，都为沉重的短期外债所拖累。货币大幅贬值，更加剧了债务负担，使企业现金流量剧减，资金周转困难，难以维持正常生产运营，更难扩大生产规模以争夺出口市场。货币贬值其实削弱了这些企业的竞争力，因此，并不见得会威胁中国出口。

四、国内宏观经济新环境对汇率政策的要求

中国 1998 年的宏观经济环境将发生重大的变化。导致这些变化的有两个根本性的因素，一是国内持续几年的宏观紧缩政策，二是亚洲金融风暴。

自一九九三年夏起，针对经济过热中国实行了一系列宏观经济紧缩政策，包括控制货币供应增加速度，提高名义利率，汇率并轨，财税改革，降低固定资产投资率等等。这些重大措施有效地抑制了国内需求，消费者价格指数(CPI)通货膨胀率从 1994 年的 24% 的高位降至 1997 年的 3% 左右。

由于这段时期有利的国际经济环境，中国的净出口迅速扩张，在很大幅度上弥补了因紧缩政策引起的国内需求的缓速，从而保证了较高的经济增长率。1997 年，净出口的增加对真实 GDP 增长的贡献高达百分之三十三。

亚洲金融风暴将使这种格局难以为继。金融危机将迫使亚洲许多国家实行紧缩，从高速增长进入低增长，泰国这样的国家甚至会负增长。1998 年，亚洲(不计日本)平均增长率将从 1997 年的 6.7% 减至 4%。如果包括日本在内，则经济增长率将滑落到 2%，甚至低于世界平均水平。

亚洲地区的经济低迷形势给中国的出口造成了极为不利的局面。我们估计 1998 年中国出口增长将大幅降低，可能从现在的 20% 左右的增长速度减至一位数增长。但如上节所论述的，出口放慢并非是由亚洲货币贬值而导致中国竞争力下降所致，而是因为外部需求不足，因此，亚洲整体经济增长急剧放慢，将明显减少对中国出口的需求。高达 60% 的中国出口流向亚洲地区，即使剔除从香港往欧美等地的再出口，这一比例也还是相当高的。

但是，中国经济增长速度却不能因为出口放慢而过多滑坡。国企改革与就业所面临的巨大压力迫使中国必须继续维持较高的增长速度。我们认为国内生产总值(GDP)的真实增长率最好维持在 9% 左右。这意味着经济增长模式必须转变，从出口导向型转为由国内需求带动的经济增长。

因此，宏观经济政策必须做相应调整，由适度从紧转变为适度从松。从货币政策方面，有必要进一步降低利率，大幅减少存款准备金比率，适当增加国内信贷，以促进消费与投资增长。财政政策也应当变得带有一定扩张性，通过增加政府预算投资，主要应当是公共性基础设施的投资，如高速公路，大城市地铁建设，机场，核电工程与通讯系统等等，以增加就业，刺激国内需求。

当国内货币政策与财政政策同时变得比较宽松时，汇率政策最好维持稳定，以起一个“名义锚”(Nominal Anchor)的制衡作用。国内需求的扩张，会造成通货膨胀的新压力。同时，国内消费与投资的扩张还会导致进口的增加。目前，进口总额占 GDP 的比重为 17%。如果国家将中元实行官方贬值(Devaluation)，那么进口品包括机器设备，原材料和中国的国内价格会随之上扬，最终会传递到包括消费品在内的最终产品上，使国内物价水平上升。亚洲贸易伙伴的货币贬值并不能减少进口通货膨胀对中国的影响，因为 84% 的进口来自于工业化国家与香港，它们的货币并没有大幅贬值。

从中国“有管理的浮动”这一汇率机制的实际运作来看，官方贬值意味着

以行政办法将汇率(1美元的中元价格)进行一次性调整,比如说,从现在的 8.30 调到 9.13 即贬值(Devalue)10%。但是,影响汇率的诸多市场因素并不能象行政意志那样,可以离散式的跳跃性变化。如果企业和居民在新汇率水平上持有本币的意愿依然很强,本币将会面临新的升值压力,使新汇率线难以维持。前面的均衡分析充分表明了这一点。

央行届时将处于一种两难境地。要么挥手拱让,任汇率下浮,使贬值前功尽弃;要么干预汇市,抛出本币,购入外汇。在央行进行此类干预时,在央行资产负债表上,以外汇储备占款变动为表现的央行资产增加。由于国内需求管理的要求,央行并不能象以前那样,通过减少国内资产(人民银行再贷款)的方式,进行所谓的“对冲操作”。其结果是,国外资产与国内资产同时增加,引起基础货币的增加,最终导致货币供应量的过度扩张,引发通货膨胀压力,使中国经济国内失衡。

由于在国际收支上,并无明显需要对中元汇率大幅调整,进行官方贬值,而在新的宏观经济环境下,应保持较强势的国内需求增长,同时避免通货膨胀压力,最适宜的汇率政策就应当是保持汇率稳定,发挥“名义锚”的功能。

五、国际环境对中国汇率政策的制约

一九九七年的亚洲金融风暴,从泰铢固定汇率制度的崩溃,到韩国的经济危机,已经危及到全球经济的健康。有些经济学家已经开始把目前的形势与一九二九年的大萧条相比较,担心出现全球性的通货紧缩(Deflation)。

由于国际贸易和投资的增长,中国经济与包括东亚近邻及世界其它各国的联系已经相当紧密。因此,中国的汇率政策,已经开始象美、日、欧的汇率政策那样,对国际经济产生很大影响。

目前亚洲面临的严重困难,除了 IMF 的紧急援助外也需有大国努力帮助给予纾解。在亚洲,中国是第二大经济,仅次于日本。但日本自泡沫经济破灭以后,仍在为稳定复苏挣扎,最近的商业银行倒闭,山一证券公司的破产,更是雪上加霜。日本虽非自身难保,却是自顾不暇。

在亚洲的经济危机中,中国可以扮演一个积极的,负责的,领袖的角色。亚洲要走出困境,需籍助于中国与美国的支援。发挥这样一种积极作用,并非处处要求中国在财务上慷慨解囊,尽管在 IMF 给泰国的金融援助计划中,中国也首次承诺了提供 10 亿美元援助的义务。中国给亚洲地区能提供的最有效的帮助是保持自己经济的高速增长,这种增长不是依赖出口刺激,而是依靠国内需求带动。

如果中国实行官方贬值,如前所述,对出口竞争力未必有益,却会产生诸多消极性的作用。

第一,“竞争性的贬值”(Competitive devaluation)其实是一场零和游戏。国际金融舆论极可能认为中国搞的是以邻为壑的汇率政策,妨碍亚洲经济的复苏。亚洲其它货币贬值是危机的产物,是被迫的,而中国贬值却会被认为是主动的,有意的行动。事实上,在关于引发亚洲货币危机原因的辩论中,有不少意见归因于中国一九九四年一月的货币贬值与出口竞争。对这类观点,作者已在“华尔街日报”(1997.10.22)撰文予以评驳。

第二,对中元进行官方贬值将会给中美经济与政治关系蒙上一层阴影,也将不利于中国申请加入世界贸易组织(WTO)的目标。近几个月美国商务部的统

计显示中国对美贸易入超甚至超过了日本对美国的贸易顺差。贬值将授人以柄，认为中国凭借政府对汇率的操纵以谋求贸易上的不公平优势。美国国会，人权组织，环保团体，工会等一定会借此大做文章，游说白宫对中国施加政治与经济压力。

第三，对中元官方贬值将会加剧对港币的压力。自十月下旬，港币的联系汇率制度因亚洲其它国家金融危机传染（contagion）的影响，受到袭击，短期利率急剧上升，股市地产惨跌。至今，港币仍未摆脱险境。人民币的贬值，将在市场心理上进一步孤立港币，对维系港币汇率制度，保持香港特别行政区的金融与经济稳定将会产生负面影响。

（作者系瑞士日内瓦（达沃斯）世界经济论坛首席经济学家
清华大学中国经济研究中心高级研究员）

参考文献

1. Ades ,Alberto, 胡祖六, (1997) “China : GSDEEMER for the Chinese yuan”, Economic Research ,Goldman Sachs ,Oct. 1 ,1997, New York .
2. Caves ,R. and R.Jones,(1984),world trade and payments ,Boston: Little ,Brown.
3. Dornbusch , R.,(1976), “expectations and exchange rate dynamics”, Journal of Political Economy 84:1161-76.
4. Flood , R.(1979), “Capital mobility and the choice of exchange rate system”, International economic Review 20:405-416.
5. Frenkel ,J., (1979), “On the mark : a theory of floating exchange rates based on real interest differentials”, American Economic Review, Vol. 69:610-22
6. Mussa , M.(1979) , “the exchange rate ,the balance of payments and monetary and fiscal policy under a regime of controlled floating”, Scandinavian Journal of Economics 2:229-249.
7. 胡祖六, (1997), “Who ate Southeast Asia’s Lunch ? Not China !” 《亚洲华尔街日报》，10月22日。

表 1. 亚洲金融危机与汇率变化

	1997.7.1	1997.12.2	变化率 %
印尼盾	2431.5	3833.0	-36.6
菲律宾比索	26.4	35.0	-24.7
马来西亚 林吉特	2.5	3.6	-29.9
泰铢	24.5	41.3	-40.7
新加坡元	1.4	1.6	-11.1
港币	7.7	7.7	0.1
人民币元	8.3	8.3	0.5
印度卢比	35.8	38.8	-7.7
韩环	887.9	1230.0	-27.8
新台幣	27.8	32.2	-13.7

资料来源：国际货币基金组织（IMF）与高盛公司（Goldman Sachs）。

表 2. 1997 年部分经济指标

外汇储备余额	US\$1400 亿
利用的外国直接投资额 (FDI)	US\$430 亿
中元/美元 汇率	8.3
通货膨胀率 (CPI)	2.80%
贸易盈余	US\$403.4 亿
货币供应增长(M2)	17.3%

资料来源：国家统计局，IMF。

表 3. 中元对美元均衡汇率

年度	实际汇率	均衡汇率	偏差
1994	8.6	6.42	-25.50
1995	8.4	7.39	-11.45
1996	8.3	7.78	-6.40
1997	8.3	7.97	-3.87
1998	8.2	8.02	-2.18
1999	8.2	7.94	-3.23
2000	8.2	7.93	-3.23
2001	8.2	7.84	-4.39
2002	8.2	7.70	-6.01
2003	8.2	7.49	-8.66

注 1· 实际汇率假设在 1998-2003 年期间维持不变 (8.2)。

注 2· 均衡汇率系根据动态汇率均衡模型估算预测。

表 4. 中国的出口结构

	百分比 (%)		
	1990 年	1995 年	1996 年
初级产品	25.6	14.4	14.5
其中：食品	10.6	6.7	6.8
制成品	74.4	85.6	15.5
其中：化工	6	2.5	5.9
机器设备运输机械	8.9	21.1	23.4
鞋，纺织，成衣	20.3	21.7	18.9
未分类	39.2	36.7	37.4

资料来源：外经贸部。

表 5. 亚洲劳工成本之比较

国家	制造业周均总劳工报酬 (美元 \$)							
	中国	香港	印尼	马来西亚	菲律宾	泰国	韩国	台湾
现在	26.9	339.1	40.4	98.3	55.2	92.5	318.5	311.9
成本差异(1997) ^b	1	14.8	1.5	3.7	2.1	3.4	11.8	11.6
1998 年预测值 ^c	30.0	436.6	20.5	70.8	47.4	48.2	243.7	328.9
成本差异(1998) ^b	1	14.6	0.68	2.36	1.4	1.61	6.85	11.0
汇率(1997 年 6 月)	8.3	7.8	2432	2.6	25.4	24.7	888	27.81

汇率(1998年预测值)	8.3	7.8	5500	4.4	40.0	58	1600	35.5
--------------	-----	-----	------	-----	------	----	------	------

注：(a)本地货币计量的劳工报酬包括工资和估计的社会保险费用，然后按1997年6月的平均汇率折算成美元。

(b)周均劳工成本和中国的比值。

(c)假设名义工资增长与名义GDP增长同幅，本地货币成本按1998年汇率预测值换算成美元。

资料来源：世界经济论坛，IMF与作者估计。

通信地址:

北京 清华大学

中国经济研究中心

电话: 86-10-62789695 传真: 86-10-62789697

邮编: 100084

网址: <http://www.ncer.tsinghua.edu.cn>

E-mail: ncer@em.tsinghua.edu.cn

Adress:

National Center for Economic Research

Tsinghua University

Beijing 100084

China

Tel: 86-10-62789695 Fax: 86-10-62789697

Web site: <http://www.ncer.tsinghua.edu.cn>

E-mail: ncer@em.tsinghua.edu.cn