

中国与六大贸易伙伴的汇率研究

徐原 梁琦

内容提要：当前，全球金融海啸重创了西方发达国家的金融系统乃至实体经济，中国对外贸易也难免受到波及。另一方面，2005年7月人民币汇率制度改革后，中国的贸易顺差和外汇储备仍在不断增加，“汇率操纵”之说引起的贸易争端持续不断。因此，我们有必要研究中国与主要贸易伙伴的汇率，以解决“汇率操纵”之说引起的贸易纠纷，以保证中国对外贸易在全球金融危机中健康发展。本文研究了2005年7月汇改后中国与六大贸易伙伴的汇率，认为人民币汇率的水平总体合理，但仍需对不同贸易伙伴的汇率进行调整。此外，本文对中国的外贸政策、汇率政策和货币政策进行了分析，并提出了相关政策建议。

关键词：汇率 净出口 利息 通货膨胀

中图分类号：F831

文献标识码：A

一、问题的提出

自2001年中国加入世界贸易组织，外贸依存度便节节攀升，呈现出快速上升的态势，至2005年10月，外贸依存度已经高达80%，中国成为世界上外贸依存度最高的国家之一。2007年，中国的出口规模几乎占到了国内生产总值（GDP）的40%，即使按增量值计算的“净”出口比重也占到GDP的10%。2008年，金融危机席卷全球，并对全球实体经济产生严重负面影响，由于外贸依存度很高，中国经济不可避免受到严重冲击，GDP增长率较上年同期减少2.4个百分点，国际收支增幅较上年回落25个百分点，国际收支与GDP的比率较上年下降23个百分点。2009年第一季度，中国GDP同比增长6.1%，较上年同期减少4.5个百分点，为1999年第四季度以来最低。外贸依存度的高位水平既表明中国参与全球一体化程度很高、对外贸易发展良好，但同时也反映出中国经济受世界经济冲击的潜在风险很大，中国与主要贸易伙伴的相互关系及影响值得认真研究。

汇率是国家之间经贸关系的金融纽带，近年来，随着中国贸易顺差和外汇储备的不断增加，人民币汇率的争议及相关研究一直备受关注。王晋斌、李南（2009）认为对于高外贸依存度的中国经济来说，主要贸易伙伴物价水平的变化将会影响到国内物价水平的变化，更富有弹性的汇率制度改革能够更有效地吸收国外物价变化对国内物价水平带来的冲击。金雪军和王义中（2008）发现人民币不存在严重高估和低估，只是产品市场上近期实际汇率低估且程度在加深，而资产市场上高估。梁琦和徐原（2006）研究了汇率变动对中国进出口企业购汇成本和结汇收入的影响。赵志君、陈增敬（2009）根据我国既是新兴市场经济国家又是高速增长的大国的经济特点，设计了向量自回归模型实证分析实际汇率、经济增长率和利率的关系，回答了当前条件下人民币实际汇率是否高估的问题。虽然目前人民币汇率的相关研究还有很多，但几乎都是讨论人民币的有效汇率或人民币兑美元的单一汇率的，而本文则从中国与主要贸易伙伴的关系，分别研究人民币兑美元、欧元、日元等多种货币的汇率变动，从而具体判断人民币兑各种外币汇率的合理性。

作者简介：徐原，南京大学经济学院博士研究生、中国银行巴黎分行资金部经理助理；梁琦，经济学博士，南京大学经济学院、中山大学管理学院教授、博士生导师。

据中国商务部 2009 年 2 月 2 日公布的《中国与主要贸易伙伴 2008 年 1~10 月相关进出口情况一览》显示,中国十大贸易伙伴依次为欧盟、美国、日本、东盟、香港地区、韩国、台湾地区、澳大利亚、俄罗斯和印度,贸易额依次为 3593.7、2813.2、2258.6、1990.7、1724.4、1623.3、1147.9、510、479.6 和 455.2 亿美元,贸易总额占比依次为 16.4%、12.9%、10.3%、9.1%、7.9%、7.4%、5.2%、2.3%、2.2% 和 2.1%。其中,东盟虽是中国第四大贸易伙伴,但因其诸国没有统一的货币,同时每一成员在中国贸易总额中占比很小,因此在本文的汇率关系研究中予以忽略。欧盟共 27 国,但欧元区国家仅为 15 个,同时塞浦路斯和马耳他于 2008 年 1 月 1 日零时才加入了欧元区,欧元区的统计资料中缺少这两国的数据,因此本文以德、法、意等 13 个传统的欧元区国家作为本文研究对象。综上,本文确定的中国六大贸易伙伴是传统欧元区 13 国、美国、日本、香港地区、韩国和台湾地区。2006 至 2008 年,六大贸易伙伴对华贸易额为 40734.21 亿美元,占中国对外贸易总额的比重为 57.33%。

2005 年 7 月,中国进行汇率制度改革,放弃钉住美元,开始参考一篮子货币。此后,人民币不断升值,但中国的贸易顺差和外汇储备仍然不断增加,贸易失衡依旧,贸易争端不断,“汇率操纵”之说更甚。人们不禁要问:2005 年改革后的人民币汇率是否合理? 本文的研究目的就是回答该问题,即人民币对六大贸易伙伴货币的汇率是否合理。本文从 2005 年 7 月汇制改革之后开始研究,数据取自其后的 46 个月,至 2009 年 4 月。

二、理论与假设

根据流量分析、利率平价、购买力平价等汇率决定理论,市场化的人民币汇率主要由三个经济因素决定:净出口、利率差异和通货膨胀差异。本文分析框架如图 1 所示。中国政府通过货币政策和财政政策调控相对利率水平、相对物价水平和相对国民收入水平,通过资本流动政策调控内外资的流动,通过外贸政策调控国际贸易,这些市场化的调控方式间接干预

人民币汇率水平。当然,在特殊的情况下,中国政府也可以通过官方声明、公开市场操作等手段直接干预人民币汇率水平。

本文研究的目的是检验人民币汇率受市场经济因素的影响程度,具体因素是:

(一) 中国对贸易伙伴的净出口 (NE)

根据流量分析法,汇率取决于外汇市场上的外汇需求与供给。按照纳斯达克的定义,均衡的汇率是“在某一确定的时期中保持国际收支处于均衡状态的那一种汇率”。传统的流量分析法将外汇需求与供给视为纯粹的流量,早期研究认为汇率取决于进出口,在凯恩斯主义模型中汇率也取决于国民收入。即使引入资本流动,作为新的外汇需求和供给的组成部分,只要资本流动可视为一种纯粹的流量,流量分析法依然成立。因此,本文将中国对贸易伙伴的净出口 (NE) 作为其中一个影响人民币汇率的市场经济因素。

根据外汇市场的供求关系,中国对贸易伙伴净出口增加,中国对贸易伙伴顺差扩大,外汇供给相对增加,外汇需求相对减少,将引发人民币兑外币汇率上升。因此,有假设 1:

H1: 中国对贸易伙伴净出口的增加促使人民币升值,反之亦然。

(二) 贸易伙伴与中国之间的利率差异 (IR)

利率平价理论认为汇率的变动与两国相对利差有关,投资者根据两国相对利差以及对未来汇率的预期进行投资选择,由此产生的国内、外间的资金转移将影响汇率水平。根据利率平价理论,本文将贸易伙伴与中国之间的利率差异 (IR) 作为影响人民币汇率 (CNY) 的一个市场经济因素。

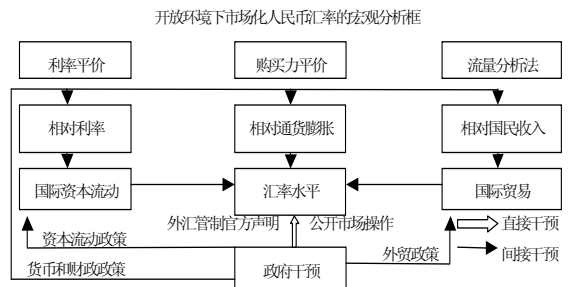


图 1 市场化人民币汇率的宏观分析框架

当贸易伙伴利率相对于中国更高或更快地提高时,利益驱动将使资金相对外流,从而引发人民币面临贬值的压力。因此,本文有假设 2:

H2: 贸易伙伴的利率相对于中国更快地提高促使人民币贬值,反之亦然。

(三) 贸易伙伴与中国之间的通货膨胀差异 (IF)

汇率在短期中可能偏离购买力平价,但在长期中汇率有回到购买力平价的趋势。因此本文将贸易伙伴与中国之间的通货膨胀差异 (IF) 作为影响人民币汇率 (CNY) 的一个市场经济因素。

当中国相对于贸易伙伴的通货膨胀率更低或更低速地增加时,若汇率、名义利率未能及时做出反应,将会引起中国出口商成本相对较低和中国实际利率相对较高,促使中国国际收支状况改善和资金内流,从而促使人民币升值。因此,有假设 3:

H3: 贸易伙伴通货膨胀率相对中国更快地增大促使人民币升值,反之亦然。

根据上述的理论分析和假设,本文建立检验模型为: $CNY=CNY(NE, IR, IF)$

三、建立模型

(一) 样本数据

本文采用的数据为月份数据,样本期为 2005 年 7 月人民银行宣布汇率机制改革后的 46 个月,即从 2005 年 7 月至 2009 年 4 月。

为消除异方差和便于对数据进行弹性分析,本文首先对数据进行了对数处理。检验模型如前所述: $\ln(CNY) = f[\ln(NE), \ln(PR), \ln(PI)]$ 。本文设如下变量:

$\ln(CNY)$: 外币兑人民币汇率的对数值。

$\ln(NE)$: 中国对贸易伙伴净进出口值的对数值。

$\ln(IR)$: 贸易伙伴与中国政策利率水平的比率的对数值。

$\ln(IF)$: 贸易伙伴与中国 CPI 的比率的对数值。

说明:

(1) CNY_{eur} 、 CNY_{usd} 、 CNY_{jpy} 、 CNY_{hkd} 、 CNY_{krw} 、

CNY_{twd} 分别代表欧元、美元、日元、港元、韩元和新台币兑人民币的汇率。

(2) NE_{eu} 、 NE_{us} 、 NE_{hk} 分别代表中国对欧元区、美国和香港地区的净出口,而 NE_{jp} 、 NE_{kr} 、 NE_{tw} 分别代表中国大陆对日本、韩国和台湾地区的净进口。

(3) IR_{eu} 、 IR_{us} 、 IR_{jp} 、 IR_{hk} 、 IR_{kr} 、 IR_{tw} 分别代表欧元区、美国、日本、香港地区、韩国、台湾地区与中国大陆政策利率水平的比率。其中,中国大陆、欧元区、美国、日本、香港地区、韩国、台湾地区的政策利率分别采用 1 年期人民币存、贷款基准利率的均值、欧洲央行拆入欧元最低利率、美元联邦基金利率、日元贴现利率、港元贴现窗口基础利率、韩元隔夜目标利率、新台币重贴现率。

(4) IF_{eu} 、 IF_{us} 、 IF_{jp} 、 IF_{hk} 、 IF_{kr} 、 IF_{tw} 分别代表欧元区、美国、日本、香港地区、韩国、台湾地区与中国大陆 CPI 的比率。

(5) 所有数据取自路透 (Reuters 3000 Xtra) 资讯系统,其原始数据均来自中国国家统计局、美国劳工统计局等政府官方公告。

(6) 上述原始数据中, NE_{eu} 、 NE_{us} 、 NE_{jp} 、 NE_{hk} 、 NE_{kr} 、 NE_{tw} 的度量单位为亿美元,取对数后,各变量均为无量纲 (人),可直接代入模型。

(7) 以消费者价格指数 CPI 作为衡量通货膨胀水平的指标。

(二) 增项的迪克-弗勒 (ADF) 检验

由 ADF 检验可以看出 (见表 1): 除 $\ln(CNY_{jpy})$ 等少数变量外,其余变量都是非平稳的时间序列。当相互独立的 $I(0)$ 、 $I(1)$ 、 $I(2)$ 时间序列进行多元回归时,可能得到具有统计显著性的回归函数,此时传统的参数检验不再有效,参数估计值也不再具有渐进无偏的特征, Ganger-Newbold 称之为虚假回归。当多个变量的单整阶数不同时,非均衡误差仍有可能是平稳的,需要通过协整检验来确定多个变量之间是否存在长期稳定的关系。如果时间序列之间存在长期稳定的协整关系,则它们之间的线性组合是平稳的,采用具有协整关系的变量就可以避免虚假回归。

(三) 协整检验

本文采用多变量 Johansen 协整检验方法对变量进行协整检验,检验结果如表 2 所示。

表1 Augmented Dickey-Fuller 检验结果

变量	level	1st difference	2nd difference
ln (CNY _{eur})	-1.216428	-5.741545***	
ln (NE _{eu})	-1.733357	-5.167861***	
ln (IR _{eu})	0.182866	-4.505718***	
ln (IF _{eu})	1.501227	-3.948302***	
ln (CNY _{usd})	-0.417601	-2.945147**	
ln (NE _{us})	-2.399878	-4.603126***	
ln (IR _{us})	0.617619	-4.369306***	
ln (IF _{us})	-0.265859	-3.907987***	
ln (CNY _{jpy})	-3.174928**	-4.368128***	
ln (NE _{jp})	-3.386007**	-6.368678***	
ln (IR _{jp})	-1.731908	-3.812399***	
ln (IF _{jp})	-0.574600	-3.740947***	
ln (CNY _{hkd})	-0.470615	-3.291469**	
ln (NE _{hk})	-3.232569**	-7.784529***	
ln (IR _{hk})	2.076154	-3.513748**	-8.651365***
ln (IF _{hk})	0.849135	-4.191651***	
ln (CNY _{krw})	0.022953	-5.159811***	
ln (NE _{kr})	-2.667938*	-4.689678***	
ln (IR _{kr})	0.336416	-3.407598**	-5.970032***
ln (IF _{kr})	1.137503	-4.046484***	
ln (CNY _{twd})	-0.508053	-5.784020***	
Ln (NE _{tw})	-2.431951	-4.453113***	
Ln (IR _{tw})	-0.704949	-3.917278***	
Ln (IF _{tw})	-0.466928	-3.861669***	

说明：1.表中数据由软件EViews 计算给出。

2.ADF 检验在 1%、5%和 10%显著水平的临界值分别为-3.5889、-2.9303 和-2.6030，***、**、* 表示在 1%、5%、10%的显著水平上拒绝序列非平稳的假设。

根据表 2 中协整方程的系数，2005 年 7 月人民币汇改后的 46 个月数据展示了中国与六大贸易伙伴的汇率呈现如下的长期稳定关系：

(1) 中国对欧元区的净出口 (NE_{eu}) 每增加 1 个百分点，欧元区与中国政策利率水平的比率 (IR_{eu}) 就增加 1 个百分点，欧元区与中国 CPI 的比率 (IF_{eu}) 增加 1 个百分点，将引起欧元兑人民币的汇率 (CNY_{eur}) 相应分别变动 0.175、-0.114 和-0.885 个百分点。

(2) 中国对美国的净出口 (NE_{us}) 每增加 1 个百分点，美国与中国政策利率水平的比率 (IR_{us}) 就增加 1 个百分点，美国与中国 CPI 的比率 (IF_{us}) 就增加 1 个百分点，将引起美元兑人民币的汇率 (CNY_{usd}) 相应分别变动 0.054、0.051、0.742 个百分点。

(3) 中国对日本的净进口 (NE_{jp}) 每增加 1 个百分点，日本与中国政策利率水平的比率 (IR_{jp}) 就增加 1 个百分点，日本与中国 CPI 比值 (IF_{jp}) 也增加 1 个百分点，将引起日元兑人民币的汇率 (CNY_{jpy}) 相应分别变动-0.078、-0.044、-1.442 个百分点。

(4) 中国大陆对香港地区的净出口 (NE_{hk}) 每增加 1 个百分点，香港地区与中国大陆政策利率水平的比率 (IR_{hk}) 就增加 1 个百分点，香港地区与中国 CPI 比值 (IF_{hk}) 也增加 1 个百分点，将引起港元兑人民币的汇率 (CNY_{hkd}) 相应分别变动-0.086、0.096、0.449 个百分点。

(5) 中国对韩国的净进口 (NE_{kr}) 每增加 1 个百分点，韩国与中国政策利率水平的比率 (IR_{kr}) 就增加 1 个百分点，韩国与中国 CPI 的比率 (IF_{kr}) 也增加 1 个百分点，将引起韩元兑人民币的汇率 (CNY_{krw}) 相应分别变动 0.290、0.595、-2.115 个百分点。

(6) 中国对台湾地区的净进口 (NE_{tw}) 每增加 1 个百分点，台湾地区与中国大陆政策利率水平的比率 (IR_{tw}) 的增加 1 个百分点，台湾地区与中国大陆 CPI 比率 (IF_{tw}) 也增加 1 个百分点，将引起新台币兑人民币的汇率 (CNY_{twd}) 相应分别变动 0.123、0.931、3.838 个百分点。

四、结果与分析

(一) 检验结果

如前所述，中国与贸易伙伴之间的经济活动变化应该在市场化的人民币汇率变动中合理体现，即满足本文前述的三个假设：

H1：中国对贸易伙伴净出口的增加促使人民币升值，反之亦然。

H2：贸易伙伴的利率相对于中国更快地增加促使人民币贬值，反之亦然。

H3：贸易伙伴通货膨胀率相对中国更快地增大促使人民币升值，反之亦然。

将本文的理论假设与现实数据的协整检验结果 (表 2) 进行对比，结果如表 3 所示：

根据表 3 的检验结果，本文认为：

1.从 2005 年 7 月人民币汇率改革之后，日元兑人民币的汇率 (CNY_{jpy})、港元兑人民币的

表2 协整检验结果

Series: LNCNYEUR LNNEEU LNIREU LNIFEU (Lags interval: 1 to 5)					
Eigenvalue	Likelihood Ratio	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value	Hypothesized No. of CE (s)	
0.590712138	81.46899018	47.21	54.46	None **	
0.500001383	45.73552812	29.68	35.65	At most 1 **	
0.3055842	18.00953029	15.41	20.04	At most 2 *	
0.081996333	3.42215576	3.76	6.65	At most 3	
* (***) denotes rejection of the hypothesis at 5% (1%) significance level					
LNCNYEUR	LNNEEU	LNIREU	LNIFEU	C	
1	-0.175250224 (0.0255536275336)	0.11351949 (0.0498116468968)	0.884967397 (0.370925264627)	-1.474737475	
Series: LNCNYUSD LNNEUS LNIRUS LNIFUS (Lags interval: 2 to 5)					
Eigenvalue	Likelihood Ratio	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value	Hypothesized No. of CE (s)	
0.673407897	94.70824569	47.21	54.46	None **	
0.583399591	49.94651451	29.68	35.65	At most 1 **	
0.267754896	14.92140377	15.41	20.04	At most 2	
0.059548419	2.455804571	3.76	6.65	At most 3	
* (***) denotes rejection of the hypothesis at 5% (1%) significance level					
Normalized Cointegrating Coefficients: 1 Cointegrating Equation (s)					
LNCNYUSD	LNNEUS	LNIRUS	LNIFUS	C	
1	-0.054417855 (0.0246382949419)	-0.050773717 (0.00759736915866)	-0.742363051 (0.356762878061)	-1.254140963	
Series: LNCNYJPY LNNEJP LNIRJP LNIFJP (Lags interval: 1 to 2)					
Eigenvalue	Likelihood Ratio	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value	Hypothesized No. of CE (s)	
0.502102187	51.03908395	47.21	54.46	None *	
0.314538043	21.05258598	29.68	35.65	At most 1	
0.075910683	4.813108043	15.41	20.04	At most 2	
0.032448085	1.418406441	3.76	6.65	At most 3	
* (***) denotes rejection of the hypothesis at 5% (1%) significance level					
Normalized Cointegrating Coefficients: 1 Cointegrating Equation (s)					
LNCNYJPY	LNNEJP	LNIRJP	LNIFJP	C	
1	0.078190112 (0.0134609516523)	0.044087668 (0.00993385396133)	1.44183386 (0.444425391223)	-1.985281994	
Series: LNCNYHKD LNNEHK LNIRHK LNIFHK (Lags interval: 1 to 5)					
Eigenvalue	Likelihood Ratio	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value	Hypothesized No. of CE (s)	
0.79207673	113.3524916	47.21	54.46	None **	
0.453709182	50.52904507	29.68	35.65	At most 1 **	
0.426902325	26.3448926	15.41	20.04	At most 2 **	
0.096901094	4.076928056	3.76	6.65	At most 3 *	
* (***) denotes rejection of the hypothesis at 5% (1%) significance level					
Normalized Cointegrating Coefficients: 1 Cointegrating Equation (s)					
LNCNYHKD	LNNEHK	LNIRHK	LNIFHK	C	
1	0.086111233 (0.0111443260486)	-0.096426502 (0.00646070366782)	-0.449032274 (0.103742864204)	-0.380751943	
Series: LNCNYKRW LNNEKR LNIRKR LNIFKR (Lags interval: 1 to 1)					
Eigenvalue	Likelihood Ratio	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value	Hypothesized No. of CE (s)	
0.633593288	78.39195833	47.21	54.46	None **	
0.477574477	34.2154599	29.68	35.65	At most 1 *	
0.109800559	5.647454714	15.41	20.04	At most 2	
0.011969284	0.529825681	3.76	6.65	At most 3	
* (***) denotes rejection of the hypothesis at 5% (1%) significance level					
Normalized Cointegrating Coefficients: 1 Cointegrating Equation (s)					
LNCNYKRW	LNNEKR	LNIRKR	LNIFKR	C	
1	-0.289638846 (0.0517556116176)	-0.594855686 (0.0752656514406)	2.114724874 (0.372222597177)	5.844021745	
Series: LNCNYTWD LNNETW LNIRTW LNIFTW (Lags interval: 1 to 5)					
Eigenvalue	Likelihood Ratio	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value	Hypothesized No. of CE (s)	
0.795295114	118.8809382	47.21	54.46	None **	
0.616961067	55.43350154	29.68	35.65	At most 1 **	
0.319641595	17.04875588	15.41	20.04	At most 2 *	
0.040250862	1.643333738	3.76	6.65	At most 3	
* (***) denotes rejection of the hypothesis at 5% (1%) significance level					
Normalized Cointegrating Coefficients: 1 Cointegrating Equation (s)					
LNCNYTWD	LNNETW	LNIRTW	LNIFTW	C	
1	-0.123236423 (0.0591417811694)	-0.931095069 (0.186267253124)	-3.837878945 (0.710843664032)	1.416854131	

说明: 1.* (***) denotes rejection of the hypothesis at 5% (1%) significance level.

2.表中数据由软件 EVIEWS 计算给出。

汇率 (CNY_{hkd}) 和韩元兑人民币的汇率 (CNY_{krw}) 在 3 个假设中都有 2 项符合, 它们基本反映了经济活动的变化。

表 3 理论假设与现实检验结果的对比

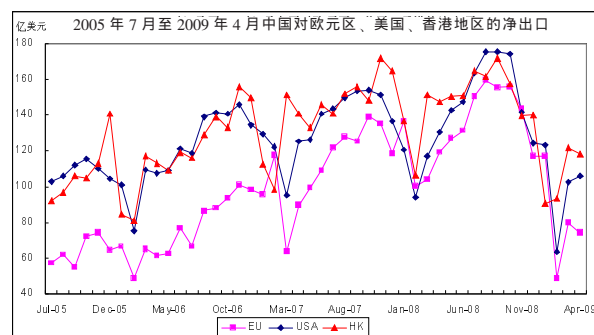
	CNY _{eur}	CNY _{usd}	CNY _{jpy}	CNY _{hkd}	CNY _{krw}	CNY _{twd}
H1	×	×	√	√	×	×
H2	×	√	×	√	√	√
H3	√	×	√	×	√	×

注: “√”代表汇率检验结果符合假设; “×”代表汇率检验结果不符合假设。

2. 欧元兑人民币的汇率 (CNY_{eur})、美元兑人民币的汇率 (CNY_{usd}) 和新台币兑人民币的汇率 (CNY_{twd}) 只有 1 项符合假设, 另 2 项不符合, 这些汇率变化与经济活动的变化存在较大脱节。

(二) 汇率与贸易

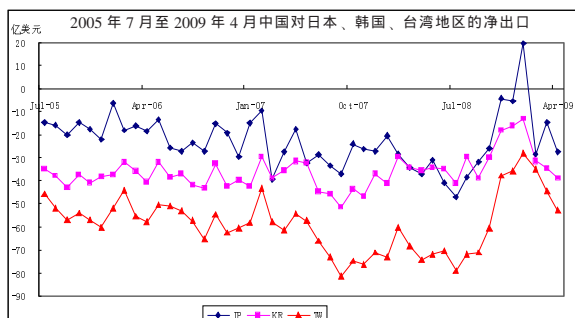
六大贸易伙伴中, 中国对欧盟、美国和香港地区存在巨大的贸易顺差。现实中, 美国和欧盟一直指责中国操纵人民币汇率, 认为中国通过人为压低人民币币值获得价格优势, 导致美国和欧盟对中国形成巨大的贸易逆差。统计数据表明, 从 2006 至 2008 年, 欧盟对中国的贸易逆差依次为 915.75、1341.89、1600.72 亿美元; 美国对中国的贸易逆差依次为 1442.93 亿、1629.01 亿、1708.29 亿美元, 如图 2 所示。不论中国是否认为压低人民币币值, 仅从表 3 的检验结果看, 2005 年汇改后的欧元和美元兑人民币的汇率确实不尽合理, 存在汇率变化和贸易变化明显不相符的情况。虽然香港地区对中国大陆也存在巨大逆差, 但中国大陆与香港地区之间多为转口贸易, 不存在较多的汇率争议, 这也与表 3 的检验结果相符, 即港元兑人民币的汇率 (CNY_{hkd}) 基本合理。



数据来源: 路透 (Reuters 3000 Xtra) 资讯系统。

图 2 中国大陆对欧元区、美国、香港地区的净出口

六大贸易伙伴中, 中国大陆对日本、韩国和台湾地区存在较大的贸易逆差。从 2006 至 2008 年, 中国对日本、韩国和台湾地区的总贸易逆差分别为 904.56、1314.46、2213.51 亿美元, 如图 3 所示。从表 3 的检验结果看, 日元和韩元兑人民币汇率的变化符合贸易变化的情况, 汇率水平基本合理, 现实中也不存在日元和韩元对人民币的汇率争议。而表 3 显示新台币兑人民币的汇率 (CNY_{twd}) 不合理, 在中国大陆对台湾地区逆差不断扩大的同时, 新台币兑人民币的汇率 (CNY_{twd}) 却依然在贬值, 不符合本文理论假设 H1 的要求, 显然新台币兑人民币汇率的贬值将进一步刺激中国大陆对台湾地区逆差不断扩大, 这不符合汇率和贸易相互影响的市场化规律。近几年来, 台湾地区经济长期低迷, 急需对中国大陆出口的增长拉动经济, 虽然在两地经贸的层面新台币兑人民币应该升值, 但中国大陆一直没有提出汇率异议, 台湾地区为了增加对中国大陆的出口, 肯定也不会主动提出新台币兑人民币升值。



数据来源: 路透 (Reuters 3000 Xtra) 资讯系统。

图 3 中国大陆对日本、韩国和台湾地区的净出口

中国海关公布, 经季节调整后, 2009 年 5 月份当月进出口、出口和进口同比分别为下降 20.5%、22.8% 和 17.7%; 环比分别增长 2.1%、0.2% 和 4.4%。近期, 中国调高了部分商品的出口退税率, 并出口, 显示国家对出口持续下行的担忧。但由于国外需求没有好转, 即使出台稳定措施, 出口仍然不会根本好转。美、日、欧洲第一季经济数据仍然下行, 失业率高企, 证明经济仍然处于底部。在这种情况下, 国外需求低迷, 中国出口仍将下行, 第二季度不可能好转, 预期 2009 年全年都将呈负增长。这样的出口状况难以担当得起拉动经济的重任,

2009年经济增长的动力可能只有依靠投资，而投资主要体现在以政府为主，为此我们要警惕经济运行效率下降的风险。进口大幅下降与国际市场商品价格同比大幅回落有一定的关系，一些商品进口数量降幅不大，但金额却大幅下降；另外，对中国来说，有出口才有进口，出口不兴，国内加工贸易受到限制，因此进口也上不来，预计2009年全年中国进口也同样将负增长。

人民币汇率中，美元兑人民币的汇率最重要，其他外币兑人民币的汇率都在此基础上套算得到。在全球金融危机乌云的笼罩下，中国在美元兑人民币汇率的问题上面临两难选择，继续升值势必伤及出口部门，在金融危机向实体经济逐步蔓延之际，可谓雪上加霜；若有人民币贬值，则有可能出现大规模资本外逃，同时指责中国操纵汇率的国际压力也会加大，增加贸易摩擦。因此，当前最好的办法是维持美元兑人民币的汇率稳定，以静制动。事实上，从2008年7月至2009年5月，美元兑人民币的汇率基本保持稳定，最大单月波幅不超过0.21%。虽然部分国外研究机构预期中国政府可能贬值人民币，以促进出口、拉动经济，但从长远看来，人民币升值是促进中国产业升级的必由之路，当前这一长期政策未出现改变的必要，美元兑人民币的汇率也未出现明显向上的拐点，同时中国对美国仍存在巨大的贸易顺差，来自美国升值人民币的压力仍然很大，未来人民币升值的可能性依然存在。

（三）货币政策

为了应对国际金融危机对经济的冲击，从2008年9月开始，中国下调了4次利率，总降幅近2个百分点。中国坚持采取适度宽松的货币政策，以确保信贷能以合理的步伐增长，使贷款能流向并支撑实体经济。据中国人民银行公布的数据，2009年5月末广义货币供应量(M2)同比增长25.74%，当月人民币贷款增加6645亿元，当月新增本外币各项贷款7719亿元，同比多增4468亿元。至2009年5月末，人民币贷款余额同比增长30.6%。

从数量上看，2009年5月份新增贷款比预期略高，主要原因有两个：一是中小银行放贷比较积极，由于2008年底到2009年初的经济

前景不明朗，中小银行对贷款的发放比较谨慎，而当前经济逐渐好转，中小银行降低了放贷的风险预期、提高了放贷的积极性；二是中央第三批投资计划下达后，相应的配套贷款增加不少。如果说2009年1至4月信贷的高速增长由政策主导的话，5月份仍保持如此之高的速度，说明信贷后续保持增长仍有一定的动力。目前政策层面更希望均衡放贷，以稳为主，但有数据显示，以市场为导向的信贷需求正在增长，佐证经济触底反弹以及投资大增，这正成为内生性的拉动信贷增长的原因。

从结构上看，公布的数据表明在信贷增速逐渐稳定的同时，信贷结构还在调整的过程中。外汇贷款跟人民币的升值预期有关，最近市场对人民币的长期升值预期增强，所以外汇贷款增加较多；居民户贷款增加较多，和房地产市场的回暖密切相关；票据融资继续下降，中长期贷款增速依旧较高，这与固定资产投资的表现是一致的。预期今后几个月的贷款猛增的可能性不大，因为一季度近2万亿元的票据融资一般最长6个月，未来将逐步到期，今后将逐步体现为中长期贷款对票据的替代。

中国国家统计局公布，2009年5月中国消费者价格指数(CPI)同比下降1.4%，连续第4个月负增长，中国生产者价格指数(PPI)同比下滑7.2%。5月份的CPI和PPI仍然延续下行的态势，说明整个经济形势仍然很严峻，虽然中国政府出台刺激经济的政策力度较大，但因与世界经济的关联度越来越强，尤其是出口下降对中国经济的影响很大，因此中国经济能否摆脱低迷很大程度上要取决于国际形势。尽管近期国际市场大宗商品价格出现上涨，但缺乏实体经济的支持，估计主要是宽松的流动性推动，且目前没有完全传导到国内，预期近期CPI都会呈负增长态势。

虽然CPI同比数据仍在下滑，且估计2009年6月份的CPI仍将负增长，但预期CPI已接近底部区域，下降空间不大。2009年5月CPI数据仍算平稳，根据剔除季节因素后的物价环比趋势来判断，CPI走势表明中国经济继续走出通缩阴影，2009年下半年去通缩化的可能性很大、价格指数应有所回升，因为政府已经上

调成品油价格，而且极有可能再次上调，此外，政府亦有可能调整其它资源类产品的价格，这些因素都会促成价格指数的回升。预计 2009 年下半年总体物价维持平稳，2009 年末的 CPI 可能回到正区间，而 2010 年可能出现高增长和温和通胀并存的局面。过去的 4、5 个月内贷款发放较多，预期未来实行额外宽松货币政策举措的可能性不大、政策方面不应再继续放松，央行的主要工作应该是确保巨额的信贷流入到实体经济中。

2008 年国际金融危机爆发以前，中国一方面持有巨大的贸易顺差和外汇储备，另一方面国内面临严重的通胀和股市、房市泡沫，人民

币处于对外升值和对内贬值的尴尬境地。如今，为了应对国际金融危机对中国经济的冲击，中国采取了积极的外贸政策和宽松的货币政策，当前通缩前景已经慢慢从人们的视野中消失，短期内资产泡沫可以与 CPI 负增长并存，虽然，2009 年内中国出现通膨的可能性较小，但现行积极的外贸政策和宽松的货币政策为再次出现资产泡沫和下一轮通膨提供了可能，我们必须警惕再次出现人民币对外升值和对内贬值的尴尬问题。

(责任编辑：刘墨海)

参考文献：

- [1] 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 (7) .
- [2] 金雪军，王义中. 理解人民币汇率的均衡、失调、波动与调整 [J]. 经济研究，2008 (1) .
- [3] 梁琦，徐原. 汇率对中国进出口贸易的影响——兼论 2005 年人民币汇率机制改革 [J]. 管理世界，2006 (1) .
- [4] 裴平. 论人民币内外价值偏离 [J]. 经济学家，2006 (1) .
- [5] 王晋斌，李南. 中国汇率传递效应的实证分析 [J]. 经济研究，2009 (4) .
- [6] 谢建国. 外商直接投资、人民币实际有效汇率与中国的贸易盈余 [J]. 管理世界. 2005 (9) .
- [7] 赵志君，陈增敬. 大国模型与人民币对美元汇率的评估 [J]. 经济研究，2009 (3) .
- [8] Brown,G.W.Managing Foreign Exchange Risk with Derivatives [J]. Journal of Financial Economics, 2001 Vol. 60,449~485.
- [9] Makar S.D. Huffman S.P. Foreign Exchange Derivatives, Exchange Rate Changes, and the Value of the Firm: U.S. Multinationals' Use of Short-Term Financial Instruments to Manage Currency Risk [J]. Journal of Economics and Business, 2001 Vol.53, 421~437.
- [10] Söhnke M. Bartram. Linear and Nonlinear Foreign Exchange Rate Exposures of German Nonfinancial Corporations [J]. Journal of International Money and Finance, 2004 Vol.23, 673~699.
- [11] Söhnke M. Bartram, Gregory W. Brown, Frank R. Fehle. International Evidence on Financial Derivative Usage [R]. The 2004 Meetings of the American Finance Association.

Abstract: The ongoing global financial tsunami inflicts heavy losses on the financial system as much as the real economy of developed economies. China's foreign trade is inevitably affected. In addition, after the exchange rate regime shift in July 2005, the trade surplus and foreign exchange reserve of China are still accumulated, trade conflicts occur from time to time, due to the view that China is manipulating exchange rate of RMB. Therefore, it is necessary to investigate the exchange rates of China and its six primary trade partners in order to resolve trade conflicts and assure us of the healthy development of China's foreign trade. The conclusion is that the current level of exchange rate of RMB is reasonable as a whole, but it is indispensable to adjust the exchange rates of RMB according to the different partners, after investigating the exchange rates of China and its six primary trade partners after the exchange rate regime shift. Furthermore, this paper analyzes China's foreign trade policy, foreign exchange rate policy and monetary policy of China and puts forward some proposals.

Keywords: Exchange Rate; Net Export; Interest; Inflation