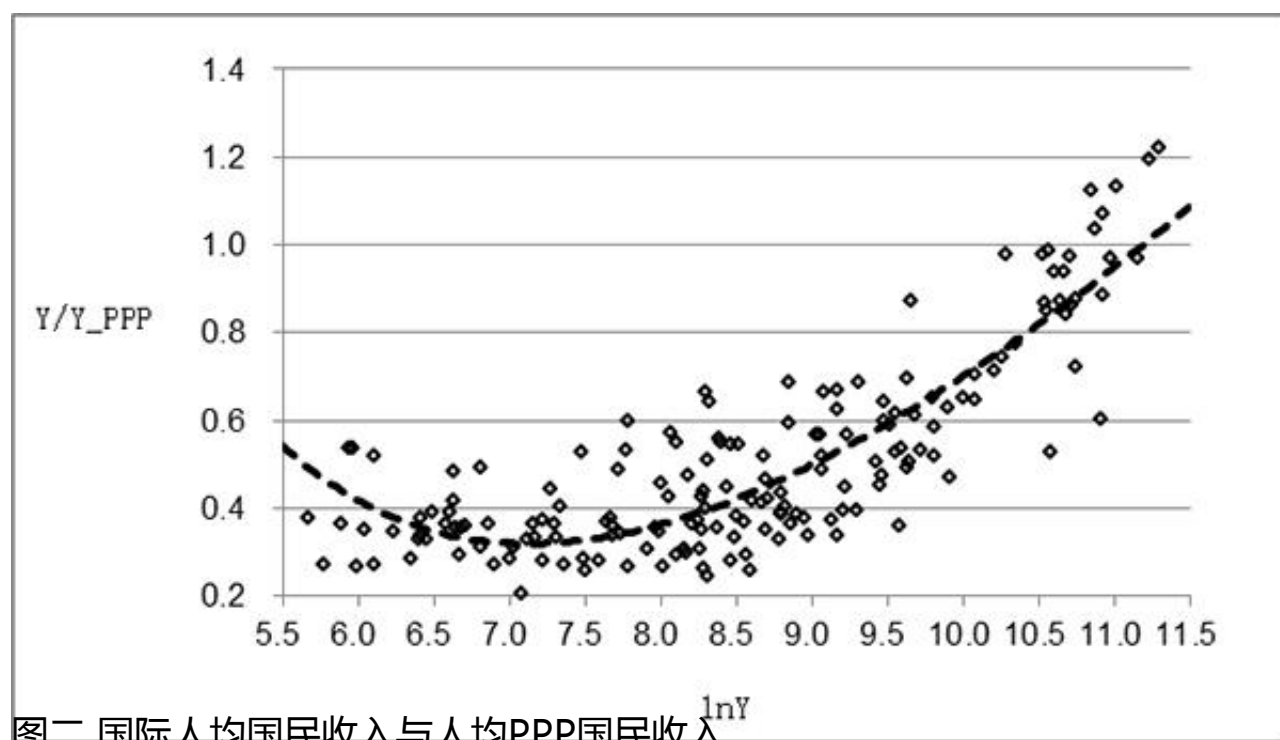


## 一 人民币汇率波动态势与国际经济周期分化

以完善汇率形成机制名义进行的2005年、2014年和2015年三次人民币汇率制度改革，反复宣布参考一篮子货币而不是盯住单一美元的汇率均衡基准以及双边波动而不是单向升值的汇率浮动方向。不过，从2005年启动汇率制度改革到2013年，人民币汇率基本保持参考美元而单向升值的长期趋势。次贷危机发生后，人民币汇率继续参考美元而单向升值，仅升值幅度随国际社会压力减弱或者增强、国际贸易顺差扩大或者收缩而有所调整。

2014年到2018年年间的人民币月平均汇率如图一所示。2014年扩大人民币与美元汇率的交易价浮动幅度后，人民币汇率出现显著的双边波动，而2015年改革人民币与美元汇率的中间价报价制度后，人民币汇率在2015-2016年间呈现大幅度的单向贬值。人民币汇率过度贬值后有所回调而在2017年适度升值，从2018年初起继续大幅度单向贬值并且形成继续贬值的普遍市场预期，直至2018年末开始逆转升值。



图二 国际人均国民收入与人均PPP国民收入

2017年，中国人均国民收入与人均PPP国民收入比率 $Y/Y\_PPP = 0.51850$ ，而可计算PPP理论对应拟合值为 $0.51126$ ，二者相对离差为 $1.416\%$ 。中国人均国民收入超过实际汇率从降转升的临界水平后，人民币汇率升值的驱动力量长期以来是双重的，即中国 $Y/Y\_PPP$ 比率与方程 $Y/Y\_PPP = C + \alpha \cdot \ln Y + \beta / \ln Y$ 的历史拟合离差缩小而向国际趋势收敛，以及中国人均国民收入增长而推动 $Y/Y\_PPP$ 比率而沿方程 $Y/Y\_PPP = C + \alpha \cdot \ln Y + \beta / \ln Y$ 的国际趋势增加。至2017年，中国 $Y/Y\_PPP$ 比率非常接近世界趋势，人均国民收入增长已经成为人民币汇率实际升值的主要驱动力量，从而人

人民币汇率稳定和升值的未来趋势严格依存于中国经济增长前景。

### 三 人民币汇率政策的主义之争

美国货币政策的加息周期之所以触发人民币的贬值周期，主要由于其所指示的美国经济复苏领先中国经济复苏以及美国经济增长优于中国经济增长这样的国际预期分化。在更一般意义上，基于经济复苏相位和经济增长前景的人民币实际汇率趋势，以及包括汇率政策在内的中国宏观经济政策的因应作用，共同构成分析和预测人民币汇率波动性质和发展趋势的宏观分析维度。

美国以所谓旧周期而不是新常态的积极态度认识次贷危机性质，其扩张性货币政策、扩张性财政政策和结构性改革的三位一体政策组合，仍然是凯恩斯主义指导下的反周期需求管理操作，在乐观预期经济增长前景的前提下设计和实施非常规的QE货币政策。面临当前严重的人民币贬值压力，实现通货紧缩而支持人民币汇率的国际竞争力，或者提高利率水平而增加人民币汇率的国际吸引力，这样货币主义性质的汇率政策选择，由于其顺周期需求管理倾向，必然进一步增加而不是减轻总体经济下行压力和人民币贬值压力。需要指出的是，QE货币政策实施以来，未出现货币主义者一再预测的全球通货膨胀。在经济结构和经济景气转折时期，货币乘数和货币流通速度极其不稳定，无法满足需求管理的微调 and 预调要求。

图三以中国与美国名义GDP比率度量中国对美国经济赶超进程，将其分解为中国与美国的实际GDP增长速度差异和GDP平减指数通货膨胀率差异以及人民币对美元的名义汇率升值率三重贡献因素。1995年人民币实行有管理的单一浮动汇率制度以来，由于高经济增长速度、高通货膨胀率和人民币名义汇率升值的叠加效应，2002-2013年间中国经济赶超进程取得长足进步。从2014年起，中国与美国的经济复苏快车道与慢车道角色完全转换，相应发生的低经济增长速度、低通货膨胀率和人民币名义汇率停止升值甚至贬值现象，导致中国经济赶超放缓甚至停滞。