

人民币汇率的形成机制、走势展望及政策建议

陈映申

1994年,我国经历了高达21.7%的通货膨胀(以下称“通胀”),95年通胀率也在15%左右,这不仅远远超过美国同期3~4%的通胀水平,也创造了新中国通胀纪录的新高;与此同时,人民币汇率自1994年1月并轨以来,从当时的1美元兑换8.70元人民币一路攀升至目前的约8.31元人民币,其间虽然也出现过短期的波动,但总体呈现出一种直线上升的稳定态势。按一般的汇率理论,人民币如此巨幅的对内贬值没有通过外贸机制传递到对外贬值上是难以令人置信的。人民币汇率这种与国内通胀互逆的反常变动趋势无可避免地引申出了下述三个问题:其一是人民币“内贬外升”缘由何在?即人民币汇率决定机制问题;其二是目前这种趋势能否维持抑或逆转?其三,承接前两个问题的结论,我们应对这种趋势作何评价?有无采取对策的必要?采取何种对策?简言之,前两个问题属人民币汇率的实证研究,第三个问题则涉及笔者对汇率变动的价值判断,故属规范经济学研究范畴。

人民币“内贬外升”现象剖析

按经济学观点,汇率是货币这一特殊商品的一种价格,且是以外国货币表示的,因而不难想象,汇率的决定远比一般商品的价格决定复杂,其决定因素不仅有国内的,也有国外的;不仅有经济的,也有政治的和社会的。仅就经济因素而言,最低限度地说也包括以下七个方面:(1)相对通货膨胀率;(2)国际收支状况;(3)相对利率;(4)经济增长率;(5)财政赤字;(6)心理预期;(7)国际储备。由于汇率的决定因素涵盖面极广,且这些因素与汇率变动的相关程度不一,加之这些因素自身也处于不断变动之中,要准确捕捉汇率形成和变动的轨迹的确极为困难。不仅如此,由于我国正处于计划经济向市场经济转轨时期,外贸、外汇管制尚未完全放开,人民币正试图走向自由兑换,目前又正在努力争取早日加入世界贸易组织,所以我国这一时期的汇率变动是在这样一种特定背景下发生的,人民币汇率的决定更具有其特殊的形成机制,其中掺杂了众多扭曲性、临时性因素。

首先,94年开始的通胀有其特殊性

(1) 通胀在不同商品上分布极不对称 94年物价上涨最快的是农副产品,据粮食主产区之一的江西省统计,其94年全年粮价上升68%,而同期工业品的价格涨幅不大,有的甚至略有下降,如线材价格从93年的4,000元/吨下降至94年的2,800元/吨,煤炭和水泥的价格也有微挫。这使得众多的出口农副产品为主的粮油、土畜、茶叶等外贸公司出口换汇成本大幅度上升,而对以出口工业制成品、机电产品为主的外贸公司则影响不大,因而汇率贬值的动力显得远远不足。

(2) 本次通胀是前几年经济过热、投资膨胀的惯性作用所致 换言之,94年开始的通胀实质是前几年需求拉上型通胀的滞后效应所引起的成本推动型通胀,而政府两度提高利率的紧缩性货币政策也未能迅速扭转通胀即是明证。由于需求膨胀不是主要原因,故对外汇需求并未产生根本性影响。

(3) 94、95年通胀与周期汇率变动相关度不大 认为通胀会导致汇率变动实际是相对购买力平价论的观点,但人们却往往忽略了这一理论适用上的局限性,即它只能解释长期汇率的决定,在短期并不适用。另外,这一理论还附有苛刻的假设前提,即著名的“一价定律”。然而,由于任何两国(尤其是中美这两个经济发展水平悬殊的国家)其贸易与非贸易商品的价格形成基础不同,故两国间的包括这两种商品价格在内的一般物价水平便不可能保持平价关系。事实上,根据西方学者的研究结果,一价定律既得不到理论上的支持,也得不到实证上的验证。虽然如此,从长期看,通胀迟早会对以后的汇率产生巨大的贬值压力,这一点倒要引起高度重视。

其次,外汇供求状况决定了汇率的短期走势,并且这种外汇供求因各种因素而被扭曲。所以我国目前的外汇供求状况使汇率的形成基础有很大的失真度

(1) 政策因素 我国一直奉行鼓励出口的外贸政策。这些年来所进行的外贸、外汇体制的改革,外贸经营权的下放,出口退税政策的实施等都极大地刺激了出口的扩大。94年我国国际收支出现较大顺差,95年全国出口继续增加,外汇储备也迅速增加,并已名列世界前茅。另一方面,人民币的自由兑换、外债偿还高峰期的到来和加入世贸组织的努力又反过来要求我国保持相当规模的外汇储备,这又进一步增强了扶持出口的政策动因。毋庸置疑,宏观外贸政策这一基本面因素对于外汇市场近期供过于求格局的形成起了决定性作用。

(2) 国际收支因素 94年我国进出口总额达到创纪录的2,367亿美元,并由93年逆差121亿美元转为顺差53亿美元。经常项目也以93年119亿美元逆差变为顺差120亿美元。另一方面,由于汇率并轨,解决了过去外商投资以官方汇率折算、汇出利润则以市场调剂汇率结算的矛盾,从而外商直接投资大幅增加。据统计,94年新增三资企业4万多个,协议投资652亿美元,实际投入277亿美元,比93年增加38%,结果资本项目也出现盈余。以上两项都会增加外汇供给,人民币汇率自然有升值的压力。

(3) 结售汇因素 94年外汇体制改革的一个重要步骤就是推行出口的结汇制和进口的售汇制相结合的收付汇制度。但由于结汇是强制性的、无条件的,而售汇却是自愿的、有条件的,加上国家对企业的现汇帐户实行“只出不进”的半封闭管理,造成结售汇的极不平衡,结汇远远超过售汇。据统计,94年4~12月全国银行累计结汇达857.7亿美元,售汇519.5亿美元,差额为338.2亿美元。结汇大于售汇的直接结果就是外汇供给和外汇储备大幅度增加。央行吸纳巨额外汇而投放的人民币在94年已高达3,440亿元人民币。在我国货币市场尚不健全、金融工具尚不丰富的情况下,这些货币对国内物价冲击之巨不难想象,这无疑又加剧了通货膨胀与汇率的背离程度。应该说,现行结售汇制并非是外汇供求真实情况的反映,而是一种扭曲反映,因此我国现有汇率水平在相当程度上是体制因素所致。

(4) 心理预期和投机因素 93年底,众多外贸公司在风闻汇率将并轨的消息后,纷纷将其本应在93年底收汇并结汇的出口外汇人为推迟到94年初收汇,同时将本应94年初支付的进口货款提前到93年底购汇付款;95年上半年,受出口退税率调低消息的刺激,外贸公司

又争相提前出口。另外,由于这段时间人民币汇率直线攀扬,使人们对人民币汇率的预期易于把握,加之我国的高利率,一些国外游资以各种途径流入我国,这些短期投机性资本既做套汇也做套利从而双重获益;某些企业的逃汇资金则趁机大量回流;国内一些外汇指定银行也在汇市上违规大做美元空头,以致出现其结算周转外汇余额持续数十个营业日出现负数;还有相当一部分三资企业将其尚未被纳入结售汇体系的自有外汇在汇市上大量抛售。以上这些因素都使得美元严重超卖,从而美元贬值效应被人为放大。

(5) 超贬因素 94年汇率并轨时人民币一次性贬值幅度高达50%!当时这一汇率是以93年12月31日外汇调剂市场的加权平均汇率折算而来。但仔细分析起来,93年正逢经济过热,进口需求膨胀,而出于复关需要,那年我国派出庞大采购团赴美、日、西欧大量采购,同时对复关的乐观预期使得公众对外汇的偏好大为增强,这些因素导致93年人们对外汇需求猛增。93年底的人民币调剂汇率正是在上述特殊背景下形成的,有一定的偶然性,并轨后的人民币汇率自然就带有超贬的色彩,这又给汇率的上调留下很大的回旋余地。近期人民币汇率的上扬从技术上讲仍可看作是对超贬的一种调整。

(6) 美元贬值因素 95年国际金融市场上美元曾一度狂跌,这也在一定程度上支撑了人民币币值的坚挺。

96年人民币汇率走势的基本估计

96年我国宏观经济形势预计将好于95年,依据是96年是“九五”计划的初始年,中央最近召开的经济工作会议强调96年要“开好头,起好步”,对此应有信心。96年的通胀率会在适度从紧货币政策的连贯作用下进一步降低,尽管降低后的通胀率仍然偏高,但对出口换汇成本及汇率贬值的压力将大大减轻,这为我国外贸发展创造了比95年更为稳定和宽松的宏观经济环境。据此,笔者认为96年的人民币汇率将保持基本稳定,但同时考虑到导致外汇供求严重失衡的一些临时性因素在96年或将消失或将发生逆转,笔者又认为汇率将稳中有降。详述如下:

(一) 外贸政策因素

(1) 出口退税率的下调 不可否认,汇率并轨和出口退税是这一时期外贸出口创汇的两大关键策动力。然而,展望96年,其情形将大不相同。首先,汇率并轨给企业出口所带来的丰厚盈利由于国内通胀和出口竞相压价的双重挤压现已逐渐消失;其次,出口退税政策由于众所周知的原因而作的调整又使众多外贸企业从汇率并轨中所获的好处得而复失。96年1月1日起出口退税率又将再次下调,加上利率、汇率本已存在的不利影响,使96年的外贸出口雪上加霜,因此主要依赖贸易收支的我国国际收支96年形势不容乐观。

(2) 进口关税的下调 不久前,我国宣布从96年1月1日起对4,000个税目的进口商品关税至少削减30%。虽然我们也同时取消了原先的一些减免税政策,但这一举措无疑会极大地刺激96年的进口需求,从而增加用汇,在一定程度上会改变外汇供大于求的失衡局面。

(二) 国际收支因素

(1) 贸易项目 受前述政策因素以及全球经济复苏的综合影响,96年我国出口额预计

将有所下降但幅度不会太大,进口则将有显著增长,因而贸易盈余将大为下降甚至消失。

(2) 资本项目 由于西方经济复苏,其国内资金需求大增,尤其是日本为阪神地震后的经济重建也急需大量资金,同时中国周边国家为吸引外资而采取的更多优惠政策也势必造成外资的分流,再加上今年金融危机不断,投资者将持审慎的态度,特别是对发展中国家更持观望态度。其结果势必将大大减少资本的净流入。

(三) 其他因素

(1) 通胀的时滞因素 基于我国通胀率连续几年超过两位数的事实,相对购买力平价说所描述的通胀对通胀国货币所形成的贬值压力预计将在96年显示出来。

(2) 偿债因素 96年依旧是我国外债偿还的高峰期,而日元升值又加重了我国以美元计的债务负担,在我国的外汇储备和国际收支以美元为主的格局下,这肯定会对96年外汇供求产生较大的影响。

(3) 储备因素 95年我国外汇储备预计可超过750亿美元。充足的储备使央行干预外汇市场的能力大大增强,这为汇率的基本稳定提供了可靠保证。

(4) 临时因素 前两年推迟结汇、提前购汇、动用企业现汇帐户、企业逃汇资金回流等临时性增加外汇供给、减少外汇需求的因素在96年将不复存在,外汇供求会趋向平衡。

综上所述,96年是继续深化改革的一年,在适度从紧货币政策的作用下,通胀率将会被控制在10%的目标范围内。稳定的宏观经济环境为汇率的基本稳定奠定了基础,但稳定不排除汇率的小幅波动。笔者认为,由于导致94、95年外汇供求失衡的一些扭曲性、临时性因素的消失或逆转,原先的外汇供求格局将会于96年发生较大变化,即由供大于求变成供求基本平衡,人民币汇率则表现为稳中有降,估计会达到1美元兑换8.50元人民币左右。

汇率政策的评价及建议

从近几年汇率变化的轨迹来看,政府人为干预的色彩十分浓重,当然干预的方式发生了质的变化。94年前官方、市场汇率并存以及94年初的汇率并轨显然是政府行政干预的结果(虽然并轨汇率水平是以市场方式确定的),94年开始实行的则是单一的、以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度。换言之,政府对汇率已由直接的行政干预转为间接的市场调控。调节手段的变化实际上对政府的宏观管理水平提出了更高的要求。因此我们有必要对近几年政府汇率政策的目标选择、汇率的确定依据、汇率政策与其他政策手段的协调配合等作一回顾及评价,这对今后汇率政策的定位无疑深具意义。

(一) 汇率政策目标选择上的狭隘

长期以来,我国汇率政策的主旨始终就是出口创汇,更准确地讲,以出口为手段,以创汇为目的。无可否认,在这一政策的导引下,我国的出口取得了长足的进步,进口在出口的支撑下也获得了空前的发展,我国的外汇储备也跃居世界前茅。欣喜之余,我们更应冷静地思考这样一些问题:

(1) 出口,甚至是以货币大幅贬值所得到的廉价出口对国民经济究竟意味着什么 应该看到,94年汇率大幅度贬值一方面使我们为进口付出了高昂的成本,另一方面我们的大量

财富通过出口廉价流入外国,更何况我们的大部分出口是在国内需求远未得到满足的情况下进行的,这还会极大地加剧国内的通胀。与出口创汇大增形成鲜明对照的是,我国国民经济急需的一些进口由于体制的原因无法增加很多,使得日益庞大的外汇储备边际效益持续递减。又由于人民币与美元等外币在国际地位上相差悬殊,外汇的“备而不用”无异于我国向这些外币发行国支付了一笔庞大的“铸币税”。

(2) 现行汇率政策对进出口的调节效果如何 据国务院发展研究中心的一份报告称,94年汇率贬值给出口带来的刺激仅持续了半年左右,其原因在于出口货源的涨价和出口时外商的压价所致。一句话,我国的出口仍依赖于价格竞争,而价格竞争早已不是现代国际贸易竞争的主流,更何况,我国出口商品的价格弹性并不高。据估算,我国的出口需求弹性约为0.7,而进口需求弹性约为0.3,两者之和约为1,显然还不满足马歇尔——勒纳条件,因此人民币贬值对我出口刺激并不明显,而对进口的抑制成效也不大。

(3) 现行的汇率政策对我国外贸产业结构由粗放型向集约型转换效用如何 据统计,我国的外贸率94年高达46.6%,远远高于美国、日本等发达国家15~20%的水平。但仔细一分析便不难发现,如此高的外贸率与我加工贸易比重偏大密切相关。1991~1994年间,进出口贸易总值年均增长20.4%,而海关定义的一般贸易年均增长仅为12.8%,加工贸易年均增长则高达22.7%,目前加工贸易所占的比重已接近50%。然而,加工贸易进出口基本持平,创汇能力弱,加之技术含量低,故对国民经济促进作用不大。我国外贸规模对加工贸易依赖程度大,且这部分贸易基本对汇率不敏感,正反映了我国外贸结构的脆弱。另一方面,在一般贸易中,我国的出口又多是劳动密集型、资源密集型商品,进口则多是技术密集型、资本密集型商品,且我贸易条件低下,进出口弹性都不大,因而单靠汇率政策是难以完成产业结构调整的。总的说来,我国的汇率政策的目标太过单一且成效日见微弱。因此,笔者建议,今后汇率政策不应单纯立足于外贸出口,更要着眼于整个国民经济,以优化产业结构进而优化外贸结构为宗旨。为此,现阶段汇率政策应尽量保持人民币汇率的稳定,甚至可允许有一定的升值,从而迫使企业下决心走出靠贬值刺激出口的粗放经营的误区,尽快步入产业结构优化、产品升级换代的轨道,把压力转变为动力。世界上不少国家(如日、韩)都是在货币升值的压力下完成本国产业结构转化的。

(二) 汇率确定依据不合理

自70年代末换汇成本说在中国问世以来,我们一直把出口换汇成本作为确定汇率的依据。作为一种脱胎于购买力平价论的汇率理论,它有其合理的一面,但自从改革开放以来,我国的国际收支结构已发生了巨大变化,表现为服务贸易和非贸易收支比例扩大,资本项目比重上升。94年我国外汇储备的增量来源中贸易、非贸易和资本项目的贡献各占三分之一便是明证。换汇成本说的缺陷在于确定汇率时排斥了非贸易商品而只注重主要的贸易商品。由于我国生产力水平较低,因而贸易商品成本相对较高而非贸易商品成本相对较低;而西方发达国家的情形则正好相反。这两种商品成本的倒挂使得换汇成本说得出的汇率水平在发达国家显得高估而在发展中国家则显得低估。所以如把日益重要的非贸易因素考虑在内,则我人民币汇率并非是高估相反倒是低估了。因此,笔者建议,今后政府要结合非贸易商品因素来综合评判汇率水平的合理与否。

(下转第25页)

同法时予以参照和补充。

《通则》的起草者们没有带任何政府观点,这是它的优点,但正因为此,这可能也是其缺陷,因为各国在制订国内立法、参加国际公约时无不体现政府意愿。因此,《通则》的影响将在更长一段时间后才能发挥作用。今后它对统一法的影响将主要集中在以下两方面:

1. 对国内立法的影响

当今各国在制订新法、修订旧法时,无不重视借鉴它国的立法成果和经验,世界经济联系的紧密也使得各国法律之间的影响加强。正因为此,《通则》所制订的合同法一般

法律原则无疑会成为各国立法、修法的参考物,正如《公约》的实施影响了其后的一些国家的国内合同法,《通则》无疑会起到更大的影响。

2. 对国际统一化的影响

《通则》所概括的法律原则对国际制法更易产生影响,因为国际制法更少考虑法律传统和一国之习惯,更加要考虑平衡各国贸易者之间的利益,更要求公平和效率。另外,无论是考虑国际统一私法协会的作用还是影响,在一定程度上而言,《通则》对今后国际制法的影响将更大于对国内法的影响。

注释:

① 政府间组织由国家组成并由国家提供资金,目前最重要的为联合国国际贸易法委员会;国际统一私法协会;海牙国际私法会议。

② 非政府间组织主要有:国际商会;国际海事委员会;国际法协会。它们主要由国际商业界和国际法学家们组成。

③ 经济互助委员会为前苏联、东欧社会主义国家组成,已于1990年解散。

④ 强制性规范包括国内制定的、国际公约所规定的、跨国(Supra-national)组织制定的规范。

⑤ 见《通则》第7.2.2条及评注。

(上接第10页)

(三) 汇率政策与其他经济政策不相协调

我国汇率政策的另一弊病是无法与其他政策协调一致。例如,出口扩大后政府为结汇需要被迫向社会投放大量基础货币,从而与抑制通胀的紧缩性政策相悖。为此,笔者建议,可借鉴英国的做法,设立外汇平准基金,这样既可切断汇率变动与国内货币供应量的关系,又可为政府的浮动汇率政策提供一种新的操作工具;再如,目前我国外贸企业面临税率、汇率、利率和通胀率的四面夹击,日子很不好过。如何使汇率政策与其余政策配合好,以使外贸企业早日走出困境,显然也是个大可探讨的课题。这里特别值得一提的是国家出口退税政策的变化。众所周知,外贸企业对于出口退税政策的朝令夕改已是怨声载道,不仅是退税率连连降低,而且企业对退税款何时到位甚至对能否到位也还是心中无数。政府的这一做法虽有自己的苦衷,但失信于企业从长远看总是不妙。在汇率和税率如此这般的现状下,政府如何抓住现代企业制度改革的契机,利用好利率这一杠杆,已成为96年外贸发展的关键。