

人民币汇率分析及预测

支
昀
晔

一、汇率分析预测的模式、指标

现行的人民币汇率制度是管理型的浮动汇率制度,不但具有完全浮动汇率制度下的某些特征,也同时具有固定汇率制度下,政府干预汇市运作的特征。

由于管理型浮动汇率体系具有浮动与管制两种色彩,这种制度下,汇率的预测不如固定汇率般易于掌握,比完全浮动汇率制度也较复杂。自1994年外汇体制改革以来,政府在外汇市场的运作上,适度地干预或指导汇率的走势,然而其基本用意是达成财政或汇率政策目的,防止汇市的震荡等,控制色彩远不如固定汇率制度般的浓厚。面对这样的情况,所谓的市场技术分析方式就不大适用,预测工作的重心,将在于“猜测”汇率变动的时机,政府政策进入汇率的时机,以及感觉市场环境变化的蛛丝马迹。因此,笔者从基本分析模式和主要经济指标出发,分析和预测人民币汇率走势。

(一) 汇率分析预测的基本模式

1. 国际收支流量模型

影响因素→国际收支失衡→外汇市场可能供需变化→未来汇率走势

这一模型着眼于相对物价膨胀率、利率水准、经济成长率、货币供给等因素的变化对于国际收支平衡帐的影响。

一般而言,经济周期、经济成长率等因素对国际收支中的经常帐会造成影响;货币供给成长率、物价膨胀的预期及政府政策则会造成实质利率的差异,促使资金流动,影响资本帐余额。不过值得一提的是,由于中国金融市场对外开放的有限性,进入中国货币市场的国际游资、短期投资等较少,大多数都以长期投资的形式存在,“滩头效应”的作用将使资本帐的余额随基本因素变动而及时变动的可能性较小。随着金融市场对外逐渐放开,资本帐的变化将可能更接

近以上模式所示规律。

2. 资产市场预测模式

此一模式将两国的通货视为两项不同的金融资产,汇率则为两种资产间的相对价格。

如果仅从货币的供给量出发,研究:货币供给→影响利率→影响资本流动→影响汇率,则此一模式主要适用于经常帐和资本帐都可自由兑换的浮动汇率,从这一意义上说,它并不适合人民币汇率的分析。

如果同时考察足以影响未来物价膨胀、未来投资报酬率与风险的诸多因素,如未来可能的

货币政策与财政政策走向、社会政治的安定程度、经济环境的稳定、政策的持续性等,研究:诸多因素——影响投资报酬率和风险——影响资本流动——影响汇率,则此一模式将可作为分析预测汇率的参考。

3. 购买力平价(PPP)预测模式

运用此模式作为预测未来汇率走势的模型,预测的效用与准确度,须视物价变动的剧烈程度和物价水准变化导致币值变化的时间落差而定。通货膨胀越高,时间越长,预测模式适用性越强,这是由于存在价格粘性的缘故。而近年来以及在未来的年份里,政府都会把抑制通货膨胀当作重要的任务来抓,所以我们只能从较长的时间(如一年)范围来看待此模式的有效性。

(二) 汇率分析预测的主要指标及影响因素

1. 国际收支

一国国际收支的状况对汇率的走势有很大影响。如果支出超过收入,会影响实质所得,使货币贬值的可能性增加。如果是经常性的逆差,必然对该国货币的贬值产生严重的影响。相反,如果是较大的、经常性的顺差,则会使外国投资者投资本国信心增强,促使汇率升值。

2. 通货膨胀率

通货膨胀的产生,会给本国货币带来贬值的压力。尤其是国内物价膨胀率较贸易对手国大时,将会使贸易收入下降、出口减缓,国际收支受到影响,进而币值下跌;另一方面,根据 PPP,相对物价的差异,也将反映在汇率水准的变化上,通货膨胀率越高,相对购买力越低,汇率受到贬值的压力越大。

3. 外汇储备

国际贸易的顺差形成一国的外汇储备。中央银行持有的外汇储备可以表明一国干预外汇市场和维持汇价的能力,所以它对稳定汇价有一定的作用。由于外汇储备是本国对国外资产所拥有的债权,外贸顺差和外汇储备的增加,使本国货币汇率有上升的趋势;另一方面,外汇储备成长太快,会使国内货币供应量激增,引起通货膨胀,使汇率有下降的压力。

4. 货币供给量

当货币供给水准超过了实际经济增长率时,膨胀缺口就会出现,进而引起物价膨胀。一旦两国的货币供给年增长率发生差异时,经由物价的变动,也会使两国间汇率发生变化。

5. 政府的政策和态度

政府的财政政策与货币政策会透过利率及物价膨胀率等因素渐渐反映到汇率水准上。这包括货币紧缩或放松、对外汇交易市场的干预、外资可进入本国金融市场的程度、人民币逐渐走向经常性项目下可兑换、以及国际贸易方面的非关税障碍、进口配额等的政策。

6. 国际间金融环境的变化

在国际间、国与国或地区间进行有关经济、贸易、金融等事项的协商与谈判,都会造成对未来汇率走向的影响。而各国金融市场开放的程度,金融运作的规定,及国际性金融趋势也会影响外汇市场的供需,导致汇率变动。

二、人民币汇率变化的展望

有专家认为,人民币汇率决定的理论基础是以外汇供求决定论为主,以购买力平价论为

辅。根据出口收购额占国内商品零售额 $1/2$ 的比例来确定,出口商品占 $1/3$,购买力平价决定汇率也占 50% ,那么,在现实汇率 $1:8.7$ 时,理论汇率为 $1:4.8$;在现实汇率为 $1:8.3$ 时,理论汇率为 $1:4.6$,所以人民币是大大低估了。

也有专家认为,从中国外汇供求市场形成机制看,人民币是高估的。因为在有管理的浮动汇率下,外汇市场是有条件的兑换,供给是强制和无条件的,需求是有条件和有限制的,因而造成供求失真;同样,现行的银行间外汇市场是有形的外汇现货市场,容易形成投机和市场操纵,导致汇率失真;管理上的漏洞和较高的利率差,吸引短期外资进入套利和投机,加剧外汇市场的失衡,因而市场上的供求决定的汇率是假的,人民币是高估的。

那么,人民币到底是高估还是低估了呢?笔者利用汇率预测模式,根据影响汇率的各种因素的作用,从不同的认知角度出发,对人民币汇率的发展趋势进行深入剖析。

(一) 人民币贬值的可能性

根据目前中国的经济形势,人民币将面临如下几个方面的贬值压力。

1. 通货膨胀的威胁依然存在

1995年通货膨胀的被抑制主要是依靠压缩需求、行政限价、财政补贴等行政方式实现的,另外在中央政府的压力下,地方上很多调价措施都被延缓出台。随着通胀形势的好转,这些被推迟调整的地方性服务项目价格将陆续出台。据预测,粮价仍将结构性上涨,只是对价格总水平的冲击不会象以往那样剧烈,而原材料、能源、运输生产成本的上升也将是影响今后价格走势的潜在因素,因而通货膨胀的压力依然很大。根据购买力平价理论和国际收支流量预测模型,这将带来汇率下降,人民币贬值。

2. 外汇需求增大

目前实行的银行结售汇制度,是一种强制性交易,而不是意愿结汇,人民银行是最大的买主。外汇需求由于受到进口控制,人民币不可兑换,资本流出相对困难,以及各商业银行经营外汇活动不活跃等因素的影响而显得很不足,因此,当前的人民币汇率很难说就是均衡汇率,可以说,目前外汇供大于求,是在贸易非完全自由化和人民币不可兑换条件下出现的。如果中国加入世界贸易组织,并且为了最终能在2000年以前实现国际货币基金组织规定的自由兑换,在今后的几年里,进一步改进汇率形成和调整机制,完善外汇市场操作,扩大外汇交易的种类,增加外汇交易中的成员,由此将大大增加外汇的需求量。根据国际收支流量理论,这将造成人民币贬值。

3. 中国加入世界贸易组织

加入世界贸易组织之后,中国将依据国际惯例降低关税,放宽进口限制,必将影响中国的国际收支状况,特别是经常帐下的贸易差额。自1996年1月1日起,中国宣布大幅度降低出口退税率,并取消7项关税减免优惠;4月1日起,大幅降低进口关税,并实施新的外汇管理条例,中国的外贸形势急速变化,原本保持顺差的对外贸易骤然逆转,成为逆差。根据国际收支流量理论,这将引起人民币汇率的下降。

4. 外汇储备影响货币供应量

1994年外汇储备达516亿美元,外汇占款为4503.88亿元,比上年末净增3228.34亿元;1995年外汇储备730亿美元,外汇储备占用的人民币资金占中央银行总资产的31.6%,经过乘数效应,货币供给倍增。由此央行货币政策是以规模控制为主,具有一定的刚性。外汇储备

激增引起了货币供给量的扩大,不仅对通货膨胀造成压力,而且根据国际收支流量和资产市场预测模式,还会引致汇率贬值。

(二) 人民币升值的可能性

近几年人民币汇率一路攀升,今后促使人民币升值的因素依然存在:

1. 国家外汇储备大大增强

1995年,中国进出口贸易总额约2800亿美元,外贸顺差200多亿美元。目前外汇储备已达980亿美元,跃居世界前列。外汇储备的增加,增强了中央银行运用外汇储备入市干预、平衡外汇供求的能力,使中国对外支付能力提高。根据资产市场预测模式,它将使外商投资的风险减低,促进资金的流入,从而使汇率可能升值。

尽管有意见认为,中国外汇储备过大,会使通货膨胀加剧,从而导致汇率贬值,但笔者认为,此结论不能成立,其理由有:

其一,外汇储备的增加和通货膨胀间是不完全的正相关关系。一方面外汇储备的增多,使外汇的人民币占款增加,在一定程度上抵消了货币从紧的政策效应,对抑制通货膨胀不利;另一方面,外汇储备的增加既增强了国民对人民币的信心,国家又可利用外汇储备进口国内供给缺口较大的物资,平抑紧俏商品的物价,有利于通货膨胀的抑制。

其二,导致外汇储备增加的原因,有的是遵循经济原则而产生的正常因素,也有一些非正常、临时性的因素。例如,由于外汇政策变化,取消外汇分成,实行银行结售汇,外贸企业多年来积累并用于营运周转的外汇,在短期内通过结汇用人民币替代所释放出来的能量,由于银行二级外汇储备功能受到限制而得不到相应的吸纳和缓冲,而迅速地通过外汇市场全部施加于央行身上。由于这些临时性因素的存在,同时中国近几年还处于还债高峰期,因此,有理由相信,今后几年外汇储备将不会保持在超高的水平,而会维持在良好的状态中。

2. 国内通货膨胀受到抑制

其一,1995年,中国对国民经济的运行实施了精心的宏观调控,既保持了10.2%的经济增长速度,又把物价涨幅从上一年度的21.7%抑制到预定计划的15%以内(14.8%)。与此同时,西方经济衰退,发展中国家经济增长率为6%、通货膨胀率达19.5%。下一步,中国将继续要求经济稳步增长,因此会再接再厉实行宏观调控,抑制通货膨胀。根据购买力平价理论,人民币汇率将有升值的可能性。

其二,人民币的不可兑换性使国内的通货膨胀不能灵敏地反映在汇率上。目前,中国仍对外汇实行管制,造成国内人民币和外汇两个市场分隔,这两个市场虽有联系,但反应不敏捷。另外,人民币还只是经常帐下有条件的兑换,属于不可自由兑换货币,故不可能通过货币兑换灵敏地反映国内的通货膨胀。

3. 外贸出口面临许多契机

一方面,外商投资企业占中国出口的比重已近三成,而且随着中国投资环境的进一步改善,近年来外商投资迅猛发展,现项目已达20万项,预计今后几年,外商投资的势头还会继续增长,将有更多的企业陆续形成生产能力,进一步推动出口的发展。另一方面,外贸出口向良性方向发展,出口产品结构得到改善,一般贸易出口迅猛增长,实际创汇能力增强,传统的大宗出口商品表现出强劲的竞争能力,东西部地区出口同时增长,外贸多元化发展格局基本形成。

4. 国际资本流入形势继续看好

当前,中国已成为国际资本流入的热点,1993年就已成为仅次于美国的世界第二大外资流入国家。继1993年9家国有企业境外募股之后,1994年又新批22家企业境外上市,共吸收股本金10亿美元。中国银行等金融机构进入美国资本市场发行债券筹资12.2亿美元,财政部以全球债券形式筹资10亿美元。同时,外商实际投资额1993年和1994年分别比上年增加了134%和35%,1995年后这种趋势继续保持。1996年,中国设立统一的全国金融拆借市场,3月1日开放外资银行办理售汇业务,使外资银行也成为外汇指定银行,4月1日起对国库券进行公开市场操作,这些都将加速外资介入金融市场。根据国际收支流量预测模式,这将促使人民币升值。

5. 调低关税对人民币汇率影响不大

为争取加入世界贸易组织,从1996年4月1日起,中国仍然继续降低关税,进口会随之增加。但这对人民币汇率的影响不大,不会造成贬值。原因是,中国在调低汇率的同时,将停止过去的关税减免优惠政策,并实行进口料件银行保证金台帐制度,后两项制度分别将使进口商品的价格保持在一定水平上和保证加工产品更多出口,因此会有利于国际收支的基本平衡,改善国内的供求关系。

(三) 重大事件对汇率的影响

1. 香港回归中国

香港回归中国后,人民币和港币依然相对独立,各自以外币的形式存在。在资本流向方面,短时间内可能会有资金流出,但如果香港政局稳定,外商对中国政府的信心增强,将促使更多外资流入中国。

2. 中国政治经济局面

目前中国人心思定,改革开放乃大势所趋,以江泽民为首的第三代领导核心团结一致,深孚众望,民心所向,政局必将更加稳定,经济更为繁荣。

3. 中美贸易磨擦

近几年,中美在人权问题、台湾问题、西藏问题、知识产权问题、最惠国待遇等方面不断发生争执和磨擦,美国每每以贸易制裁相威胁,而中国也不甘示弱。但从两国的根本利益角度来看,贸易大战真正爆发的可能性不大。

4. 海峡两岸关系趋势

台湾大选后,李登辉发表的就职演说尽管“口惠实不致”,而且还在给两岸经贸的发展设置障碍,但两岸人民要求尽快全面实行三通的愿望不可违,在这种历史潮流下,海峡两岸的关系看来目前至少不会进一步恶化。

综合考察以上各种构成人民币升值或贬值的各种因素和可能发生的重大事件的影响,笔者认为,人民币的汇率会稳中有升,达到8.2~8.0元/\$;实现自由兑换之后,人民币会稳中有降,但至多降至8.5元/\$左右。

(四) 人民币升值对经济的影响

汇率变动对一国和国际的经济都有深刻的影响。中国虽属发展中国家,但随着对外开放程度的加深,汇率制度的不断改进,国内金融市场与国际金融市场联系的日益密切,商品进出口的结构和规模不断扩大,汇率在中国经济中所起的作用将会越来越大。如果汇率按笔者分析的

情况上升,如下几个方面将会受到影响:

项 目	影 响
1. 进出口	a. 外商购买本国商品能力减弱,本国出口受到抑制。 b. 出口商品的外币价格升高,削弱产品的竞争能力。 c. 进口商品的价格降低,升值前已签订尚未结清的合约受益。 d. 由于出口商品价格上升,进口商品价格下降,使得贸易条件得到改善。
2. 非贸易收支	a. 商品、劳务、交通、住宿等费用上涨,不利于旅游业的发展。 b. 不利于劳务输出。
3. 物价	a. 进口商品价格下降。 b. 生产成本提高。
4. 国际资本移动	购买力增强,本国资本扩大对外投资。
5. 产业结构和资源 配置	a. 出口产品竞争力下降,利润降低,迫使资金从出口制造业和贸易部门流向其他产业。 b. 进口产品价格降低,妨碍本国相关产业的发展。
6. 外汇储备	a. 作为主要储备的美元相对贬值,外汇储备受损。 b. 积欠的美元债务相对贬值,减轻了偿债负担。

本文参考资料目录

1. 《International Economics: Theory and Policy》, by Paul. R. Krugman and Maurice Obstfeld, Published by Harper Collins, 3rd, 1994.
2. 《国际金融:理论与实务》, 北大出版社(中国)
3. 《中国外汇体制改革百题问答》, 海峰出版社(香港)
4. 《走向人民币可兑换》, 经济管理出版社(中国)
5. 《俯瞰迷宫:人民币汇率问题分析》, 上海亚洲研究所
6. 《人民币汇率研究》, 华东师大出版社(中国)
7. 《经济导报周刊》96年第2453, 2454, 2455, 2458, 2459期
8. 《经济一周》第749期
9. 《经济研究》96年第3期
10. 《财贸经济》96年2月3日
11. 《国际贸易》95年5月6日

(作者单位:新加坡国立大学)