

## Finance

■金融圆桌

## 人民币调整升值预期

改进外汇管理方式,完善外汇管理的法律法规,强化对跨境资本流动的监管。——王岐山

资本的流动风险有极强的突发性,国际资本的流动也是复杂多变的,因此在资本项目可兑换的过程中需要把防范风险放在突出的位置。——胡晓炼

一些国际短期资本在各国金融市场间大进大出的规模和频率都在扩大,金融市场的系统风险加大,对市场经济尚不成熟的中国而言,如何开拓和发展金融市场是一个挑战。——王小奕

或是巧合,或是刻意,一段时间以来,监管部门在各种场合陆续表达了对跨境资本流动的关注。央行也在最新发布的货币政策执行报告中,专门开辟专栏解释外汇收支不平衡的状况并强调,“加强外汇资金流入和结汇管理,减少套利资金违规流入和结汇,是配合当前宏观调控的需要,也是为国内经济结构调整、完善人民币汇率形成机制等争取时间”。

同时值得注意的是,4月中旬开始,市场对于人民币的升值预期经历了自汇改以来最为显著的一次变化。如果说人民币的单边快速升值预期是投机资本的快速流入的一个重要原因——激增的外汇储备和无法通过外贸顺差和FDI(外商直接投资)解释的那部分不明来历资金或许也在证明这一点,那么升值预期的调整会对跨境资本的流动又产生什么样的影响?

虽然多数人仍坚持人民币升值之路还未走完,中美之间的正利差仍然对“热钱”具有吸引力,但是过去一个月的市场变化也在提醒我们,现在就开始对这种“严进宽出”的外汇管理政策进行思考,并对可能出现的升值预期逆转、资本快速外逃进行提前准备并不为时过早。

◎本报记者 秦媛娜

## “热钱”流出是否需“交通管制”



美元兑人民币 NDF 市场的远期报价已经开始高于即期市场,现在有必要来探讨人民币的贬值预期吗?

高善文:今年应该不会出现人民币贬值,因为无论是外汇储备的积累速度、经常账户顺差的规模、美元汇率的走向还是国内通货膨胀的压力,从这些方面来看,都需要一个相对比较强势的货币。由于出口增速放缓,人民币汇率的快速升值可能会有一些压力,但是公平的说,出口的压力不完全来自汇率,而与国内经济的减速、劳动力和土地价格的上涨都有关系。

从表现来看,出口部门的压力主要集中在劳动密集型行业,比如服装、鞋类、小家电等,在中高端出口市场,例如机械、电气设备等方面并没有明显压力。出口增速的下降并不能归结于汇率,现在中国国内有通胀压力,需要采取紧缩性政策,总要把出口、投资或消费中的某一部分紧缩掉,现在汇率升值所调整的是出口,短期内可以缓解通胀压力,长期来看,这对促进经济结构调整,使出口沿着附加值的链条向上层移动都是有利的。

至于离岸市场的 NDF 价格,1个月的远期报

价参考意义并不是特别大,1年的参考价值更大一些。现在人民币还处在升值的进程之中,说升值接近结束还是早了一点,至于可能的均衡值水平,我认为人民币兑美元再升10%,应该没有太大的问题,热钱的流入在今年应该也不会有太大的改变。

哈继铭:眼前暂时出现升值预期下降、NDF 价格变化主要是美元兑其他货币贬值放缓、甚至还出现升值的缘故。比如人民币对一篮子货币的加权汇率变动在3月和4月没有太大的差别,虽然在4月份人民币兑美元升值明显放缓,就是因为这时候人民币开始兑欧元出现了升值。但是现在看起来,美元系统性的反弹还不具备基本面的支持,美国经济增长前景还是比较弱。

张明:现在谈人民币贬值还有点早,因为虽然出口增速下降,但是增加的绝对额还是很大的,从经济基本面来看,人民币也没有大幅贬值的理由。



张明



哈继铭



高善文

与前三个月人民币快速升值同时出现的,是外汇储备的大量增加,今年第一季度外汇储备增加了1539亿美元,但是贸易顺差和外商直接投资仅增加了414亿美元和274亿美元,减去这两项之后,有高达851亿美元的资金差额,这部分又可以被粗略地估算为热钱规模,显示在人民币加速升值预期形成后,投资资金有加速流入的趋势。他们的大量流入是受到人民币快速升值预期的引导吗?

哈继铭:热钱是很难定义的。外汇储备今年前四个月增长比较快,但是值得注意的是,我国的外汇储备不光是以美元计价的,还包括其他货币的储备,例如欧元等,这部分货币在过去一段时间兑美元升值,如果以美元计价的话,储备规模自然就表现为一个上升。即使没有热钱流入,这个因素也会造成外汇储备增长。

此外,不仅美元贬值会使得非美元计价外汇储备增值,而且从投资的角度看,外汇储备中所投资美国债券的那一部分也会因为美国加息、债券价格上涨而体现为市值增加,按照 mark to market (盯市),这部分投资的估价上涨,影响了储备规模的增长。黄金储备也是一样,黄金价格的上涨也为外汇储备增值不少。

另外,那不能解释的一部分储备增加还包

括正常资金的流入,比如境外上市企业将筹集资金进行结汇,或者将持有的外币债券出售债券结汇等。

高善文:我比较怀疑“热钱”流入是因为追逐资产价格上涨利益的说法。去年股市涨的时候这样说,但是现在股票和房价都不涨了,它照样进来,可见“热钱”流入跟股票涨跌没什么太大关系。一个公平的解释是,美国经济衰退,利率水平较低,资金需要寻找一个收益更高的地方。

此外,我们的宏观调控也会在客观上导致资金流入的放大。比如在紧缩政策下,房地产企业很缺钱,贷款贷不到,想办法找钱,可能就找到了外资。也就是说,资金流入的原因是多种多样的,今年以来,美元利率下降,人民币升值、国内调控政策,都在某种程度上引致了资金流入的压力。

但是如果人民币的升值预期大为减弱,甚至出现贬值预期,热钱是否有快速流出的可能,现在产生这种担忧是否有必要?如果流出,将会给中国经济带来什么影响?

哈继铭:“热钱”的流入主要是看好中国经济增长潜力,他们看好中国资产价格的长期上升,看好经济基本面,但是不一定等到资产价格下跌了就会快速跑出去,我在其他国家看到的情况也不是这样的。

比如流入房地产市场的热钱,交易成本是很高的,交易速度也不快,相反,汇率却是在短短几天内有很快的变化。比如印度尼西亚在金融危机期间,印尼盾兑美元在很短时间里快速贬值,但是那个时候常常看到外资从本土企业手中收购写字楼、公寓,因为他们认为汇率一下子掉到很低,是要上来的,就是因为房价要比汇率价格变得更慢。

现在“热钱”流入很多都是合法合规的渠道,因为它每一项都是可以解释的,值得担忧的是,这部分资金逐渐流入积累到一定水平,如果一刹那流出去,会对经济造成负面的影响。东南亚的经验教训就是这样,危机之前泰铢和印尼盾,汇率都是固定不动的,最后国内经济过热、流动性过剩,

市场一边倒赌货币升值,热钱流入,由于没有增强汇率灵活性,结果泡沫越演越烈,泡沫破了之后,资金快速抽逃,一下子造成贬值压力,回过头想想,也是因为他们该升的时候没有升,汇率比较僵硬。

张明:如果在两三个月前,“热钱”流出的动力可能还比较小,因为人民币升值在加速,但是现在情况出现了变化,一是美元在2008年下半年反弹的迹象比较明显,另外受到外贸出口数据等因素的影响,投资者的预期发生了分化,离岸市场 NDF1 年远期报价显示市场预期人民币升值幅度暂时收缩,不排除一部分赚够了的热钱会获利撤出,可能会对国内经济造成较大的影响。

但是值得注意,热钱流入中国最大的动力其实是套取资本溢价,其次是人民币升值,最后是利差,因此即使人民币升值速度变缓,热钱依然有流入的动力。我认为人民币升值不会影响热钱流动的大方向,今年下半年仍然将有大量热钱流入,这与中美资本市场之间的比较有关。

央行一直强调要加强外汇资金流入和结汇管理,减少套利资金违规流入和结汇,同时又要稳步推进人民币资本项目可兑换,拓宽资本流出渠道。那么目前市场出现升值预期下降、同时美元又显示反弹迹象的情况下,套利资金是否会出现大规模流出的情况,“严进宽出”的规则还适用吗?是否需要在那个时候对于资金流出也严加监控?

张明:监管层强调要拓宽资本流出渠道无非是两个原因,一个是持续的国际收支双顺差,外汇储备的不断累积,造成国内流动性过剩现象比较严重,放开资本流出,有利于缓解流动性过剩;二是人民币升值压力较大,放宽资本流出,有利于缓解升值压力。

但是我一直认为,资本管制本身不应该作为宏观调控的手段,也不能作为缓解流动性过剩或防止人民币升值压力过大的工具,而是防范金融风险的手段。

我们认为,真正有效的资本管制应该是进出都要严格。现在我国国际收支已经相当开放,也给了“热钱”很多政策漏洞,使其可以合法流入进行套利。如果监管层不进行监管,资本管制无效,那么不如纯粹放开资本管制,让人民币一次性升值到位;如果监管是有效的,那么人民币升值是可以维持的。我们了解的情况认为,外管局目前在资本管制方面还是相当有效的。

当然,也不是说要把开放的国际收支政策进行逆转,而是要对一些项目在特殊情况下进行比较严格的核查,比如虚假贸易、虚假 FDI 外商直

接投资)。

哈继铭:我一直在说要有“三个出去”——国家投出去、企业走出去、个人资金流出去,这样可以在一定程度上降低人民币升值的压力,降低国内流动性过剩的压力。

但是现在的资金基本上还是有组织地流出去,比如企业出去购买资产、国家投资公司出海投资,个人通过 QDII 到海外投资,都还是一种封闭式的开放,并不是自由地流出。

而且现在外汇储备这么多,顺差这么高,中国经济还这么好,谈不上资金会瞬间流出。如果真是担心未来会大规模流走,那么更没有必要加快人民币升值的速度。

高善文:当年亚洲金融危机的时候,马来西亚也是把本来开放的资本账户立即给关闭了。

问题的关键是,在相对长期之内,资本的流动很难管理,特别对于中国这么大的一个经济体,而且是金融体系越来越复杂的经济体,它需要一个相对开放的资本账户,而且这个进程是应该加快的。如果资本账户永远关着,国内金融市场永远没有发展的压力。

胡晓炼在陆家嘴论坛上指出,在经济全球化和金融市场一体化的影响下,资本的流动风险有极强的突发性,国际资本的流动也是复杂多变的。因此在资本项目可兑换的过程中需要把防范风险放在突出的位置。这种防范有什么具体的措施吗?

哈继铭:关键是要把汇率升到一个可升可降的位置,达到比较均衡的水平,这才是防治“热钱”的真正方法。应该继续进行人民币升值,继续加强国内企业、银行的监管,控制短期外债的规模,防止资产价格膨胀。

如果真有了贬值预期,那也不是因为升值本身升错了,而是因为升得太慢了。即过去该升的时候没有好好升值,国内流动性过剩,经济过热之后,人民对于中国的经济、银行的稳健产生质疑,那个时候资金快速流出,回过头去想,就是因为汇率该灵活的时候没有让它灵活。

而对跨境资金管理如果靠赌,那么“魔高一尺道高一丈”,是赌不胜赌的。即使暂时想出来一招短期内可能表面上看管用,但是随着时间的推移可能还是不管用的。当然,加强一些监控还是有必要的,至少知道钱是怎么进出的。

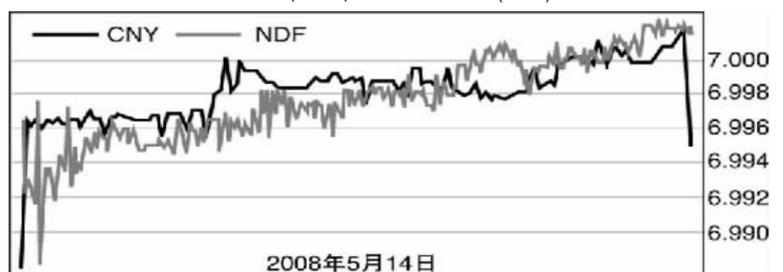
人民币升值和资本账户开放不一定完全同时,升值在先,资本账户开放在后,许多国家也都是这么做的,就像国际货币基金组织曾经提到过的,“马要放在马车前面”,而不要本末倒置。

高善文:应该把权力交给市场主体。与资本流动相关的很多风险的防范不应该是政府把门给关起来,而且应该建立在微观经济主体自我风险防范体系的基础上。渐进升值本来就是“招热钱”,但是一旦升值更不可取,短期内没有更好的办法。

张明:如何防控资本流动的风险,就是要对症下药。现在资金流入有两种主要渠道,一种是虚假贸易,对此需要管理部门合作,海关管具体货物贸易,外管局管具体外汇进出,还有商务部,他们应该信息共享,联合管理,来甄别没有真实的商品和服务进出口背景的贸易额;二是 FDI (外商直接投资),外商投资企业的投资总额与注册资本之间的差额很大程度上就隐藏着“热钱”,应当尽快改变这种“投注差”的制度。

而在资本流出管理方面,思路也一样是,首先要加大力度打击地下钱庄;但是投资渠道比较难以监管,因为投资的收益汇出是经常项目,我国的经常项目已经完全开放。如果有热钱的大规模流出,也可以临时性出台政策进行控制。

国内即期报价(CNY)与当日远期报价(NDF)走势图



张大伟 制图

对话嘉宾  
中国国际金融公司首席经济学家  
安信证券首席经济学家  
社科院国际金融中心博士  
哈继铭  
高善文  
张明