

Special Report

汇改三年新路标 人民币寻找均衡值



分析人士认为,短期内人民币升值仍将以升值为主基调,但最早在今年年末也许就会有贬值预期。换句话说,人民币汇率在试探的过程中正距离一个合理、均衡的值越来越近,此后可能就会迎来真正意义上的富有弹性的双边波动

◎本报记者 秦媛娜

升值一路加速,转眼已过三年。随着经济环境的变化,市场对于人民币汇率的预期也产生了微妙调整,未来人民币能否继续一路高举高打,似乎也有了一定变数。

市场分析人士认为,短期内人民币升值仍将以升值为主基调,但最早在今年年末也许就会有贬值预期。换句话说,人民币汇率在试探的过程中正距离一个合理、均衡的值越来越近,此后可能就会迎来真正意义上的富有弹性的双边波动。而何谓均衡、如何试探、何时到位,成为汇改三年之后面临的新疑问。

“谁也说不清楚它在哪里”

三年之前,鼓吹人民币升值应该大幅升值的人士都认为人民币被严重低估,且主流观点认为被低估的幅度约为20%。三年之后,已经逼近6.8的美元兑人民币汇率事实上已经证明,人民币比汇改之前升值超过了20%,但此时低估值却鲜见再被提及。

而且值得注意的是,经历了不断加速升值之后,人民币汇率在今年4月份突然出现了一个盘整调整的阶段。当时离岸不可交割市场

上,1年期远期人民币汇率的报价显示市场对于升值幅度的预测从最高时的10%以上骤然收窄至5%附近。

透过人民币远期和NDF市场,可以明显看出市场的升值预期已经开始明显放缓,“招商银行资金交易部分分析师刘东亮指出,从报价来看,人民币5年远期的价格已经较3、4年远期出现贬值,这表明市场对人民币汇率未来的走势预期已经出现阶段性的顶点,或许人民币已经开始接近其均衡汇率。”

但是事实上,谁也说不清楚汇率的均衡值在哪里,“兴业银行首席经济学家鲁政委说。以往有专家指出,美元人民币汇率的均衡水平可能在1:6,也有人说是1:5,可简单的数字实际上无法揭示均衡值的真正含义。”

从理论上来说,是可以通过国际收支平衡等指标,来判断汇率是否反映了真实的货币价值。”刘东亮指出,但具体的均衡值并不好判断,而且均衡值也是一个动态的数据,并非静止不动。

将是一个不断试错的过程

在中金公司首席经济学家哈继铭看来,某

种程度上可以通过贸易数据来描述汇率找到均衡值时所应该满足的条件。

按照最新的数据,今年6月份我国的外贸顺差为213.5亿美元,同比下降20.6%,其中出口增长已经降至20%临界点以下,中信银行资金资本市场分析师杨胜银认为,数据证明汇率升值的效果已经在体现。

但是,外贸仍是拉动中国经济增长的主要力量。现在中国外贸顺差占GDP的比重大概为5%,合理的水平应该是3%左右。”哈继铭认为,在这一前提达到的时候,差不多也是人民币汇率到达均衡汇率之时。

而这个寻找均衡值的过程,将会是一个不断试错的摸索。如何试探,市场的力量是一个重要因素,“鲁政委说,但是如果人民币汇率的波动幅度不放宽,就会影响市场因素的发挥。”

鲁政委认为,应该尽快再扩大人民币升值每日波幅,增强汇率弹性。波兰、智利和以色列等国家就曾经通过逐步扩大汇率波幅的策略成功地由固定汇率转向浮动汇率,这可以作为我们的借鉴。

接近倒计时

除了外贸,美元走势的“风吹草动”

也将在人民币寻找均衡汇率的过程中扮演重要角色。哈继铭认为,美元走势最快会在明年上半年出现反转,届时人民币就会出现贬值的可能。但是在这之前,人民币的升值趋势并不会结束,只是表现为下半年升值速度有所放缓。他预计,今年全年人民币将升值10%。

这与刘东亮给出的预测相差不多,他预计人民币汇率在年底时会到达6.6附近,对应全年升值10.7%左右。按照他们给出的数据,今年下半年人民币升值的空间将相对有限,因为目前人民币已经上涨了7%。

相比之下,鲁政委认为均衡值会来得更早,“最早今年末就会有强烈的贬值预期。”因为按照汇率应当反映经济基本面的理论,中国经济目前下行风险的增大也在客观放缓市场的升值预期。他还提醒,如果中国的经济增速回落至10%以下,那么今年年末就可能面临资本大规模外流的风险,这一概率会达到60%。”

还有一个值得警惕的问题是,在寻找均衡值的过程中,“不排除会有超调的可能。”刘东亮建议,现在可以停下来看一看,评估升值对出口部门、对就业的影响,然后再边走边看,继续去寻找均衡值。

政策选择与镜像借鉴

汇改“途中跑” 通胀难题待解

◎本报记者 谢晓冬

汇改三年,中国在降低顺差之外,又面临着如何抑制通胀的现实新挑战。

究竟是三年来的人民币升值策略该值反思,抑或应稳定汇率预期,还是主要应检讨货币政策,争论莫衷一是。不过汇率之于通胀,之于中国经济转型,之于国内资产市场的种种重要关系,已日渐明晰。专家认为,以历史上同时期的日本、德国为例,中国汇率政策何去何从,殊值辨析。

货币紧缩政策配套必不可少

作为中国货币主义派的代表,北京大学经济研究中心教授周其仁认为,汇率失衡、出口偏大、顺差很多、投资很多,钱进中国变成人民币,这一轮通胀就是这么来的;而治理之道,就是改变当前的汇率形成机制,建议人民币一次性升值到位,同时央行要管紧货币。

另有专家虽不同意一次性升值的建议,却依然认为应该管紧货币。事实上,对比上世纪日本和德国的升值历史,不难发现紧缩政策乃是极为有必要的政策配合。

资料显示,1960-1990年,德国通过主动升值并较好地控制了升值速度,使马克对美元的名义汇率从4.17:1升值到1.49:1,累计升值2.79倍。其间,德国经济保持了年均4.5%左右增长,通胀率也始终控制在3.7%左右,比其他主要工业国均低。取得这项成绩的关键措施之一,即在升值过程中,采取了紧缩性的货币政策与财政政策,以防止“进口型”通胀。

与之相比,日本在广场协议后,日元迫于压力升值25.2%,随后两年又持续升值26.0%和28.8%,因升值幅度过大,造成了经济衰退。事实上,也正出于对经济金融体系会造成较大负面作用的担心,包括樊纲等在内的经济学家不

建议采取一次性升值或加速升值的策略。

事实上,在大幅升值后的日本正是如此。为对冲升值对经济的紧缩效应,日本稍后采取了扩张货币政策,大量过剩资金通过各种渠道涌入股票市场和房地产市场,导致资产价格急剧膨胀,形成泡沫经济。

由此可见,升值本身并不当然会对通胀有抑制效应。相反,其却可能诱发扩张性政策,从而助推通胀和资产价格上涨。汇改途中,紧缩政策的配套显然必不可少。

发展金融市场 疏导流动性

人民币缓慢升值当前引发争议的关键问题之一在于它可能带来了热钱的流入,而人们担心这可能会对中国经济和金融体系带来不稳定。花旗银行中国区首席经济学家沈明高则对记者指出,与其有这种担心,倒不如考虑如何发展中国的金融市场,来消化和吸收这些资金,从而把它变成对促进中国经济转型有利的长期资金。

而这也给当前有关汇率政策的讨论提供了一个新视角。德邦证券的一份研究也指出,人民币的升值本身会导致外部流动性的源源不断注入,而大力发展金融市场,则有助于使通胀保持在一个较低水平上。沈明高指出,这些领域可包括私募股权基金、公司债等等。

事实上,当前通胀压力的上升可能反映了中国金融领域缺乏足够的投资渠道,以至于那些投机性的外资只能纠结于股市或者楼市。

央行上海总部的周鹏博士在年初的一篇文章中指出,在一个大致合理的区间内,人民币适度升值足以引起国际资本的分化。人民币汇率稳中趋升的发展态势和升值空间不仅有助于中国经济的发展,对人民币资本项目可兑换目标的实现也至关重要,有利于推动人民币国际化进程。

外储不降反升说明了什么?

◎本报记者 但有为

三年前,汇改启动的一个重要目的是为了缓解不断加剧的国际收支失衡。如今三年过去了,这一目的完成情况如何呢?

央行公布的统计数据 displays,截至2005年6月底,也就是汇改启动前夕,国家外汇储备为7109.73亿美元。而到了2008年6月末,国家外汇储备余额为18088亿美元,同比增长35.73%。仅是今年上半年,国家外汇储备就增加2806亿美元,同比多增143亿美元。

也就是说,在汇改启动后的三年时间里,外汇储备的增长不断没有减缓,反而一举夺得世界第一的位置,并且呈现出加速增长之势。

升值预期亟需打消

外汇储备的高速增长正是我国国际收支失衡的真实反映。有必要指出的是,外汇储备的变动主要是经常项目和资本项目共同变化的结果。因此,要理解外汇储备为什么会加速增长,必须从上述两个项目来分析。

首先,一般来说,本币升值会削弱本国商品在国际市场上的竞争力,从而减小本国的外贸顺差。但在汇改启动的最开始两年多时间里,这一原理似乎并不适用。直到今年上半年,在美国次贷危机、出口退税减少和人民币加速升值等一系列因素的作用下,外贸顺差的增长速度才开始减速。

根据海关公布的数据,今年上半年我国累计贸易顺差为990.3亿美元,比去年同期下降11.8%,净减少132.1亿美元。随着外贸顺差的下降,外储增加的压力预计也将减小。

然而,从资本项目角度来看,一方面是

外商直接投资(FDI)增速不减,另一方面在中美利差倒挂、人民币升值预期的作用下,外汇流入在近期甚至加速上升。

中共中央政策研究室经济局局长李连仲日前指出,人民币升值预期稳定、社会制度稳定和法制不断健全,正是国际资金流入我国的主要原因。

中国国际经济关系学会常务理事陈炳才日前也表示,正是因为汇率趋向单边升值趋势明显,且预期明确而坚定,所以外汇资源不断向国家外汇储备集中。

正因为如此,部分专家认为,在汇改的同时如何打消市场对人民币升值预期显得越来越紧迫。对外经贸大学金融学院副院长丁志杰认为,在未来一年半的时间里,随着汇率接近均衡水平,怎么让升值预期降下来?这可能是在技术操作层面需要政府关注的,但这也是一个难点。

资本流出渠道有待拓宽

外汇储备规模的快速增长,一方面增加了人民币升值压力,另一方面因为外汇占款而增加的货币供应量又加剧了国内通货膨胀的压力。正因为如此,降低我国外储增长速度刻不容缓。

然而,自1999年以来,我国经常项目和资本项目持续双顺差。有关专家预计,这中“双顺差”的局面短期内还难以改变。要改变外储持续高速增长态势,可以考虑拓宽资本流出的渠道。

事实上,在促流出方面,有关部门从去年开始已经下了大力气。但是由于海外市场状况不佳,成效并不显著。

上述专家建议,在目前资本市场不佳的背景下,有关部门可以采取鼓励合格境内机构投资者(QDII)采取长期投资策略。此外,还应积极支持境内企业和个人境外直接投资(即对外实业投资)。

出口型企业 阵痛中求生存

◎本报记者 苗燕

作为受人民币升值影响较大的出口型企业,汇改这三年显得既痛苦又漫长。不过,出口型企业通过产业结构调整,自动技术创新升级,三年来,出口商品总额仍然保持了较高的增长。

随着去年以来人民币升值速度加快,出口型企业所感到压力越来越大。其中,以纺织行业最具代表性。不少企业在成本、劳动力及汇率、退税率的多重压力下,开始出现了亏损。记者在江苏调研时也了解到,今年一季度,江苏省新增了2016家纺织服装出口企业,但同时,1066家停止了出口业务。

压力之下,不少企业选择了通过内部挖潜提升自己对抗汇率损失的能力。除了进行技术创新、提高劳动生产率、进行产业结构调整、压缩管理成本外,不少公司还使用了财务手段对冲汇率损失。如调整收汇结算方式、选择远期结汇业务、多币种成交等等。

而自觉挖潜空间不大的企业,也想到了转型。广州高树贸易有限公司总经理刘雪飞属于一位“先知先觉者”。做陶瓷出口的他,3年前预见人民币升值后的利率可能会极其微薄,因此,果断地做起了红酒进口,现在每年的公司的营业额都有200%-300%的增长。他对记者表示,现在公司偶尔也会做一些大宗贸易的出口,但利润非常薄。

让企业转型做进口的原因,还有进口信贷支持、进口贴息等优惠政策的吸引。据阿里巴巴2007年底的一份调查数据,参与调研的企业用户中,有54%正在或者打算近期从事进口业务。

汇改“变奏曲”

欧元兑汇改前跌了约7.5%

◎本报记者 秦媛娜

节奏从慢到快,汇改三年来,人民币较汇改之前的累计升值幅度已经超过了20%。但这只是人民币针对美元的变化,如果将视野扩大到欧元、日元、英镑等币种,人民币却不尽然升值,其中欧元兑汇改前下跌了7.5%左右。

2005年7月21日宣布汇改之时,央行明确表示人民币将不再盯住单一美元,而是参考一篮子货币。但是由于人民币兑其他非美货币的中间价主要通过美元和其他货币的比价来匡算得到,因此受国际汇市变化影响,过去三年里欧元兑美元的上涨速度远远快于人民币兑美元的涨速,因此出现了人民币相对于欧元贬值的情况。

	美元	欧元	日元	港币	英镑
7月18日中间价	6.8238	10.8065	6.41	0.8751	13.621
汇改前升幅	21.29%	-7.54%	14.09%	21.56%	
汇改以来升幅	18.85%	-6.87%	14.92%	21.57%	9.27%
今年以来升幅	7.05%	-1.29%	-0.06%	7.01%	7.05%

注:英镑与人民币货币对自2006年8月1日推出

■汇改三年大事记

2005年7月21日
央行宣布开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。当天,人民币对美元汇率上调2.1%。

2006年1月4日
央行在银行间即期外汇市场上引入询价交易方式,同时在银行间外汇市场引入做市商制度,改进了人民币中间价形成方式。

2006年5月15日
人民币对美元汇率中间价突破8.00,达到1美元兑7.9982元人民币。

2007年1月11日
人民币对美元中间价突破7.8,达到7.7977元,同时人民币汇率13年来首次超过港币。

2007年5月21日
央行宣布放宽银行间市场人民币对美元汇率日波幅,幅度从±0.3%扩大到±0.5%。这是自1994年以来对人民币对美元汇价波幅的首次调整。

2008年4月10日
人民币对美元汇率中间价突破7.00,但随后一直在7.00上下盘整。

2008年5月16日
人民币对美元汇率中间价再次突破7.00,并于6月17日突破了6.90,进入了6.8时代。

(苗燕)