

Roundtable

人民币升值趋势难转 离岸市场发展有助价格发现

对话嘉宾:

对外经济贸易大学金融学院副院长
复旦大学经济学院副院长
兴业银行首席经济学家
建设银行研究部高级经理
中国社科院金融研究所博士

丁志杰
孙立坚
鲁政委
赵庆明
胡志浩

◎本报记者 秦媛娜

10个交易日连续下跌,8月份前半个月仅有1个交易日上涨,人民币汇率近期出现的深调,大大出乎市场意料之外。

人民币有了贬值压力吗?这种疑问,在美元指数反转、认为美元反转序幕拉开观点不断涌现的背景下,显得更加扑朔迷离。

在市场风向出现摇摆的时候,预期的力量总是会将趋势在短期内夸张、放大。就像过去的半个月里,人民币越是跌,市场越是不看好它,海外的NDF市场上,远期报价显示市场对于人民币汇率在未来1年的升值预期仅有3%左右,而半个月前,这一预期还在5%以上。有外汇分析师甚至建议,投资者可以不必结汇,应转而换汇了。

越是这种时候,越是要要求我们必须站在更高的高度、以更广的视野来滤除这些疑问,判断人民币汇率中长期的走势。

在这一点上,参与本期金融圆桌讨论的几位专家几乎达成了一致的观点,即人民币短期不会出现逆转,升值仍未结束。道理很简单,因为中国的国际收支还不平衡,顺差规模还很大。

事实上,无论是市场上多头与空头之间的较量,还是学术界升值与贬值之间的争论,都暗含了这样一个无可争辩的事实,那就是人民币汇率过去3年里所经历的单边快速升值肯定不会无限期延续,汇改正边走边看越来越逼近于“均衡值”。

决策层相信也已经注意到这一变化,并做出了积极反应。上周四,央行“三定”方案公布,新设的汇率司尤为引人关注,在其职能描述中,除了拟定人民币汇率政策并组织实施等既有职能外,还增添了“根据人民币国际化的进程发展人民币离岸市场”的表述。这是央行在正式的公开文件中首次提出发展人民币离岸市场,而这一市场的发展,有助于人民币汇率的价格发现。

【深度调整】

人民币汇率出现过去一个月的贬值走势,这是汇改以来从未出现过的,主要原因是什么?

丁志杰:这和国际上美元的反弹有关,尽管境外的次贷危机还没有结束,但是次贷危机对美国实体经济的影响可能没有大家想象的那么大,美国的经济增长比市场预期的要好,推动了美元对主要货币的走强,因为人民币是参考一揽子货币的,在这一揽子货币里面美元占主要的权重,如果美元对其他货币走强的话,那就意味着其他货币对美元是走弱的,那么以一揽子货币表示的人民币对美元会走贬,这是最主要原因。

孙立坚:第一,这一波美元的升值,给央行的干预提供了空间,我们可以适当放慢人民币升值的速度,央行借此机会打开贬值的通道,政府对人民币汇率的干预可以恢复出口企业的竞争力;

第二,人民币汇率双边波动增加了,而且双边波动可以让热

钱摸不着方向,毕竟过多的外汇占款,手上太多的人民币也不是好事;

第三,我怀疑热钱已经离场,市场的抛盘造成人民币的供过于求,出现了人民币汇率的贬值。上个月贸易顺差增加高于预期,可能就是热钱离场,因为热钱无法在境内结汇,他就通过购买商品再出口到国外,从而达到将资金带出境外的效果。

贸易顺差是在人民币贬值的前提下增加的,现在的小企业在出口贸易上根本无利可图,而这些热钱在通过购买商品出口并赚取差价达到了维持成本的结果,从而导致了热钱的流出,突发性贸易顺差的增加。现在外资企业的并购很厉害,他们通过并购获得企业控股权以及出口额度,从而将热钱运出。

那么从中长期来看,人民币的深度调整是否预示着人民币汇率已经出现了贬值的可能,接下来会出现逆转行情?

胡志浩:汇率不仅是一种调控工具,同时也是市场因素的反映。当中国经济基本面的增长因素趋弱之后,汇率会自动反映出来,我认为目前汇率的走势更多是一种反应的过程。

未来人民币难以出现以前那种加速升值的走势,但是出现大幅逆转的可能性也不大。中国正在进行经济结构转型,目的就是未来释放出更大的发展潜力,是朝着更有利的方向发展。如果转型能完成,毫无疑问人民币还有更大的升值空间,那个时候人民币汇率会上一个新台阶,弹性可能更大,汇率机制也趋于成熟。

这个过程还需要好几年时间,人民币汇率作为一个市场价格,要准确预测很难,但是在这个调整的过程中,如果经济基本面还能得到有效支撑,人民币就不大可能逆转,但如果转型过程非常痛苦,有很大压力,那短期内不排除突破7的可能。

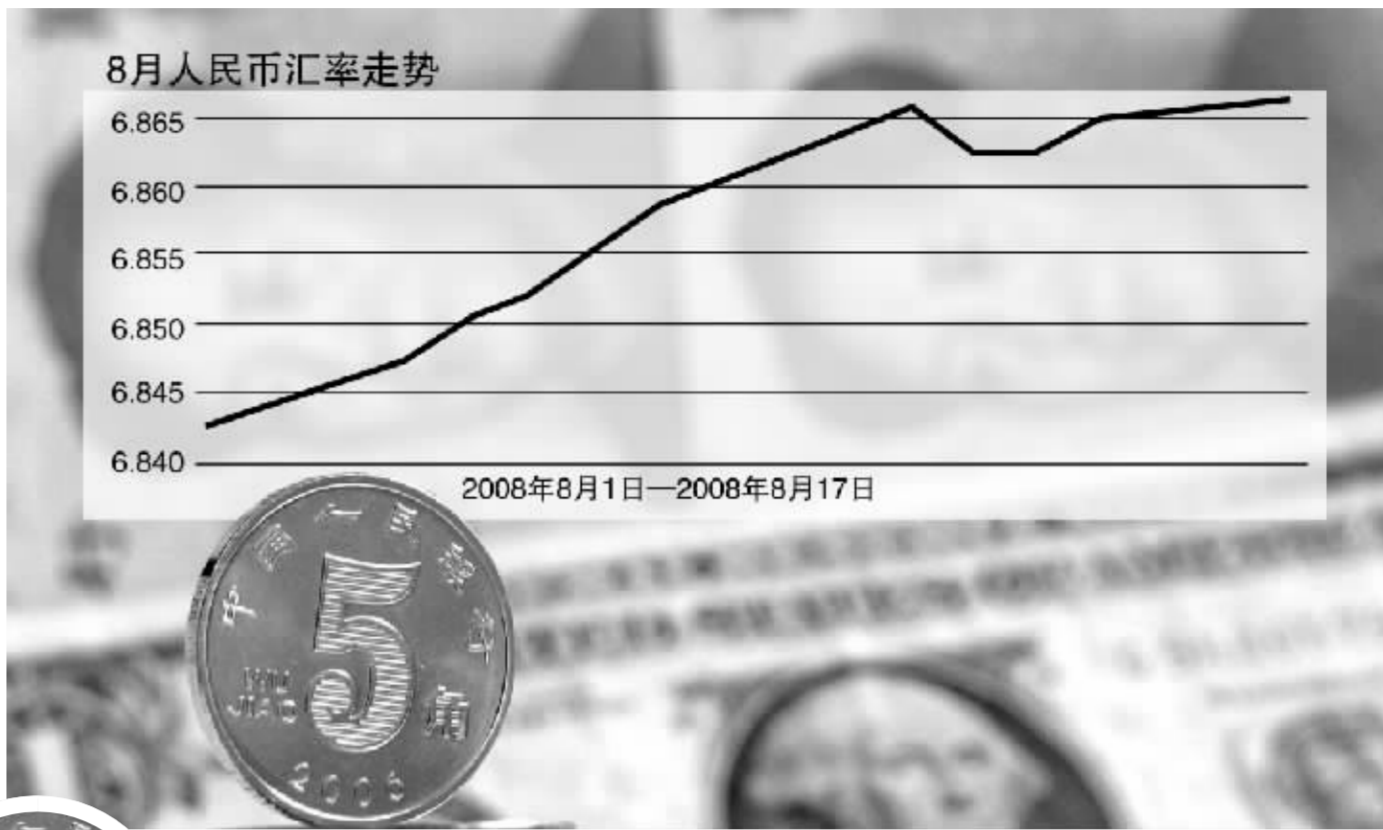
赵庆明:美元未来的走势还有很多不确定性,因为美国经济的前景并不是很乐观,我预计低迷的状态会持续到明年。市场说

就看美元未来是走“U”字型还是“V”字型,虽然他有回转的迹象,但是不是进入到上升通道,还是继续波动,不是很确定。而且即使美元确实进入上升通道,但国际收支顺差不改变的话,人民币兑美元名义汇率还会继续上涨,趋势不会改变。

鲁政委:最近多种期货的价格都出现了明显回调,虽然还不能由此完全断定后期还会大幅回调,但是市场对通胀的预期会因此减弱。通胀下来了,汇率升值的压力会变小。

孙立坚:中长期人民币也不可能出现逆转,因为我们的贸易顺差结构没有改变。

如果我们的贸易顺差结构发生了变化,像越南那样,出现贸易逆差,外汇储备在减少,那么持有你的货币风险在增加,肯定会抛售你的货币;第二,市场预期人民币升值已经到顶,人民币接下来就是一个双向的波动,那么在这之前资金就要离场了,现在这个双向机制还没有到位,还有这么大规模的顺差,而且我们的资本市场还没有开放,所以资金暂时还不会离场。



张大伟 制图

【制度转型】

人民币汇率在调整期间,恰好遇到新的《外汇管理条例》的公布,是否是条例中一些规定淡化了人民币升值的预期?条例中是否有什么亮点?

丁志杰:从长期来看,实行意愿结汇,资本流出渠道进一步拓宽,有利于人民币资产供求达到均衡。新条例指出,在国际收支出现失衡、宏观经济出现危机的时候,对国际收支采取必要的保障措施,从这一点来看是一个很大的创新。从总体上看,这个制度调整有助于人民币资本项目的进一步开放,增强人

民币的信心。从短期来看,有助于游资的减少和撤出。

赵庆明:条例还是有一定的前瞻性,在资本项目开放、人民币自由兑换方面留了很多空间、接口,就像电脑一样,需用的时候,直接插入接口就可以了,但实际上里面的内容有很多早就已经在实施了,条例此次只是集中了一下。

在上周公布的央行“三定”方案中,汇率司成为央行新设立的一个部门。这个部门的设立是否意味着在汇改进程中,会有一些新的变化?

■链接

离岸市场

离岸金融市场是金融衍生市场的一种。离岸金融市场(Off-Shore Financial Market)亦称“境外金融中心”,是非居民间从事国际性金融业务的市场。离岸市场以非居民为交易对象,资金必须来源于银行所在国的非居民和其他国际来源的外币资金。离岸金融市场是一种无形市场,从广义看,它只存在于某一城市或地区而不存在于某一固定的交易场所,它是通过所在地各金融机构与国际金融市场上的业务交往而存在。近20年来,纽约、伦敦、卢森堡、瑞士、列支敦士登、摩纳哥、泰国西岛、新加坡、香港、东京、菲律宾、百慕大、巴哈马、巴林、巴拿马、开曼群岛等相继成为著名离岸金融市场。

孙立坚:人民币的制度转型已经到了很关键的时候,现在这种拖泥带水、渐进式的方式后期会有一个很大的变化,我感觉汇率司的设立就是向市场发出了一个信号,人民币的汇改进入了一个实质性的过程。

再这样渐进式的走法,央行货币政策的独立性越来越少,货币政策的副作用会越来越大,只有通过汇率市场化的大踏步迈进,外汇占款减少,才能使央行的货币政策不受跨境资金流动的影响。

鲁政委:汇率司的出现说明央行对汇率比过去更加重视,也感受到了汇改的压力。如果对现状非常满意的话,那理论上讲就没有必要做这个事情。我们国家目前最主要的政府体制改革的目标是精兵简政,如果不是万不得已,是不会新设一个部门的。

汇率的问题处理不好会影响经济的全局。从日本和亚洲金融危机的教训来看,其实亚洲金融危机可以说是外债或者是汇率的问题没有处理好引起的,可见这已经不是一个大问题,很少有新兴国家在这个方面路走得很顺,所以政府部门觉得这是一个大问题,要进

行深入细致研究。但是从固定汇率走向自由汇率不是一件轻松的事情,很少有国家是按他们事先的预想那么顺利。相信第三季度人民币汇率波幅扩大的可能性最大,其实最近的人民币汇率的大贬大升就这个有很大关系,非常像是早期的征兆,有可能是一种铺垫。

赵庆明:汇率司主要是把原来分散在其他处室中的职能集中起来,也说明对这个工作的重视。这样利于集中领导,集中精力系统、深入地做事情。

但是事实上,升值能否解决国际收支不平衡的问题?汇率的确很重要,但并不是像市场上很多人说得那么重要,它也是由很多变量来决定的。解决外部问题,需要央行和其他部门相配合,如果决策层在汇率上的指导思想没有变化,没有和其他部门达成一致,顺差就可能继续,人民币还要升值。

丁志杰:成立汇率司有利于中国经济的发展、人民币的国际化等问题。它的设立主要是从中国的对外金融关系的政策的角度出发的,职能更多体现在人民币国际化、区域货币金融合作事务方面。

【融入国际】

除了常规的拟定人民币汇率政策并组织实施等汇率政策常规职能外,汇率司还增添了“根据人民币国际化的进程发展人民币离岸市场”的职能,对此应如何理解?

孙立坚:现在亚洲都在争夺金融主导权,在已经出现了离岸的NDF市场,人家觉得你没做这个东西我来帮你做,大家都在抢这个生意。但人民币是我们的主权货币,这个东西与其让人家来做,还不如我们自己做。

而且在离岸市场,对资金的真实动向就可以看得很清楚了,有引导价格发现的机制,为了将来人民币大踏步地向国际迈进。

一旦交易量上去,大家手里都有了人民币,人民币也就慢慢地加入到了世界货币体系里面去。中国这样一个经济体,我们的货币没有进入世界经济体系里去,而是拿着人家的货币来支撑我们庞大的外汇储备,就有先天风险在里面了。

赵庆明:人民币的区域化、国际化是适应形势变化的需要。在我印象中,“发展离岸市场”在央行职能表述中是第一次提出。但是在建立离岸市场时,货币的东道国能够影响的东西很少,主

要是在清算方面的工作。离岸市场的形态主要受离岸市场当地法律和金融法规的影响。

推进货币国际化一方面可以通过铸币税取得好处,但是另一方面也会受制于人。在推动国际化方面,政府要做很多工作,比如日本政府,就曾做过“推销”,一方面说服本国企业在国际交易中尽可能用日元结算,同时说服其他国家用日元做储备货币。

丁志杰:虽然是第一次提到发展离岸市场,但央行既然把它提出来了,说明它已经做了充分的工作。

发展人民币的离岸市场主要是境外的人民币债券的发行,因为人民币的清算支付必须通过人民银行来完成,那么通过发展离岸市场,发行的人民币债券也必须得到人民银行的认可否则就无法清算支付。没有央行的同意,人民币债券也就无法发行,所以说央行这次提到发展人民币离岸市场还是有积极意义的。地点上当然是首选香港。

