

当前人民币汇率问题分析

○ 宏观经济研究院外经所课题组

一、人民币汇率变动的基本情况

从 2005 年 7 月 21 日人民币汇率形成机制改革至 2007 年 6 月 18 日,人民币对美元汇率从 811.0 元兑换 100 美元升为 762.89 元兑换 100 美元,累计升值 6.3%。

人民币升值阶段性特征明显。由汇改后到 2006 年 6 月,人民币对美元呈现缓慢升值态势,累计升值 1.39%。从 2006 年下半年开始,人民币升值步伐加快。2007 年以来,人民币升值速度进一步加快,从年初到 6 月 18 日,人民币对美元已累计升值 2.3%,而 2006 年全年升值 3.24%。今年 5 月份以来,人民币对美元汇率连创汇改以来单月、单周和单日上涨幅度最大值纪录,显示出较强的升值态势。

推动人民币对美元升值的因素是多方面:一是持续快速增加的经常项目和资本项目双顺差。二是来自美国的外在压力。2006 年 9 月以来,美国财长三次访问我国,市场升值预期强烈,人民币汇率出现连续显著升值。今年 5 月,中美

战略经济对话前夕,人民币汇率甚至连破两个整数关。三是人民币升值预期导致企业结汇意愿增强,对美元形成抛压。四是人民币利率持续提高,而美国联邦基金利率维持不变,在一定程度上促成了近期人民币的强势升值。

值得关注的是,人民币对其他主要货币的走势有所不同。汇改以来至今年 6 月 18 日,人民币对欧元汇率从 10.21 1 贬值为 9.87 1,累计贬值 3.4%。对日元汇率从 16.20 日元兑 1 人民币,升值为 13.68 日元兑 1 人民币,累计升值 15.6%。人民币对其他主要货币的变动,完全追随美元对其他货币的走势情况,距离真正“参考一篮子货币”变动尚存很大差距。

综合反映人民币汇率对出口影响的实际有效汇率升值幅度,小于名义汇率升值幅度。据国际清算银行的分析,2005 年 7 月到 2007 年 5 月,人民币实际有效汇率累计升值 4.96%。另据国际货币基金组织的估算,2005 年 7 月到 2007 年 2 月,人民币实际有效汇率升值 2.76%。

二、人民币对美元汇率单日浮动幅度扩大的影响

自 2007 年 5 月 21 日起,银行间即期外汇市场人民币对美元交易价单日的浮动幅度由 3%扩大至 5%。这是自 1994 年人民币汇率制度改革以来,央行首次放宽人民币对美元单日波动幅度。

扩大单日浮动幅度的好处,一是推动人民币汇率形成机制的不断完善,增加市场因素在人民币汇率形成中的作用,使得人民币汇率形成能够逐步地、准确地反映市场供求关系的变化,引导人民币汇率逐步向其潜在的可持续稳定的均衡汇率水平靠拢。

二是增强了人民币汇率弹性,扩展了汇率政策的操作空间。通过暗示人民币汇率可能出现更大幅度的双向波动,加大了人民币汇率投机的风险,有利于改变市场对人民币单向升值的预期。

三是增强了外贸企业的风险意识,使之更加重视汇率风险管理,同时,也将推动外汇市场各类避险工具的发展,进一步完善多层次的外汇市场。

四是有助于缓解人民币汇率升值和增加弹性的外部压力,向国际社会表明我国政府继续推进人民币汇率形成机制改革的决心,在汇率政策的国际协调中处于更加主动的地位。

但是,扩大人民币汇率单日浮动幅度并不意味着人民币汇率一定会加速升值,央行仍可根据实际情况通过必要的市场干预保持人民币汇率的基本稳定。事实上,从当前人民币汇率形成机制的设计看,扩大人民币对美元汇率的单日浮动区间与人民币的汇率水平没有直接联系,对汇率灵活性的实际影响仍取决于央行的干预意图。

(1) 人民币对美元汇率的中间价是在当天报价的加权平均值基础上形成的,与前一交易日收盘价没有关系。因此,人民币汇率的灵活性依然取决于央行对交易日之间汇率中间价变动幅度的容忍程度,与交易日内汇率浮动幅度大小没有关系。

(2) 扩大汇率单日波动区间对市场影响,主要是引导市场关注人民币汇率波动加大的预期。而实际上,自汇改以来(除2007年6月12日),3‰的浮动区间从未被突破过,扩大单日浮动幅度并不一定导致人民币汇率单日实际波动加剧。

(3) 市场缺乏做空意愿和结售汇正头寸管理,将继续制约日间汇率波动幅度的空间。首先,扩大单日浮动幅度强化了人民币加快升值的预期,市场参与者少有做空人民币的意愿,阻碍了人民币汇率围绕中间价向下波动的空间。其次,按现行规定,银行外汇头寸区间的下限为零,无法卖空美元,银行交易活跃性受到严格限制,致使汇率

涨跌幅度难以拓展。

总之,扩大人民币汇率单日浮动幅度为逐步增大人民币汇率弹性奠定了基础,有助于推动人民币汇率形成机制的不断完善,但并不一定会导致人民币汇率波动加剧和升值加快。央行仍可根据其政策意图控制人民币汇率的波动和升值节奏,保持人民币汇率在合理水平上的基本稳定。

三、年内人民币汇率仍有升值空间

尽管人民币汇率已升值6%以上,并且国家已多次调整和降低出口退税率,对“两高一资”产品出口也取消出口退税甚至开征出口税,但今年以来我国的贸易顺差继续扩大。综合各方面的分析,估计今年贸易顺差可能达到2000~2500亿美元,加之资本项目继续保持净流入,今年我国外汇储备仍有可能大幅增长。因此,人民币汇率仍面临较大的升值压力,特别是在目前国内流动性过剩和央行对冲难度加大的情况下,人民币汇率继续升值可能在所难免。

从汇改以来的情况看,国内企业对小幅持续升值具有一定的承受力,甚至汇率改革前人们普遍担心的一些劳动密集型出口微利行业,也没有因为人民币升值而失去生存空间。如纺织行业2005年全年行业资本利润率为4.22%,2006年上升为4.55%。虽然纺织行业利润率提高的原因复杂,但该行业的状况在一定程度上说明,人民币爬行升值的速度与国内产业结构升级的能力基本匹配,存在继续升值的空间。

从货币当局操作的角度看,保持人民币对美元汇率升值幅度与两种货币利率差相抵,一定程度上

具有抑制市场投机的作用。今年以来,人民币频频加息,而美国联邦基准利率一直维持在5.25%。继续保持汇率变动的利率平价关系之基础已不存在。这意味着货币当局在升值问题上摆脱了一个重要的约束条件。

四、年内继续升值幅度不宜超过5%

首先,人民币汇率升值必须考虑出口企业的实际承受能力。特别是在出口退税政策已作出重大调整的情况下,政策的叠加效应可能导致相当一部分出口企业盈利显著下降甚至出现亏损,从而影响到国内就业。目前,纺织、鞋帽、箱包等劳动密集型行业的利润率不足5%,在新出台的出口退税政策调整后所能继续承受的汇率升值幅度十分有限。年内人民币汇率升值必须考虑这类企业的承受力。

其次,从国际上看,美国经济增速放缓,财政贸易双高赤字状况依然严重,美元继续面临巨大的贬值压力。由于欧洲中央银行加息步伐加快,英镑、澳元利率水平高出美元,美元对这些货币的汇率继续贬值,人民币实际有效汇率没有随着名义汇率的升值相应上升。同时,由于日本继续保持低利率政策,刻意压低日元汇率,其中,不乏具有针对我国某些高端产品出口竞争力增强之意。在日元对美元汇率持续走软的情况下,人民币升值节奏和幅度的把握,也要考虑维护我国高附加值产品的国际竞争力。

第三,现有汇率理论及实证研究均不能确定人民币的均衡汇率水平。人民币处于看不到尽头的升值通道中,贸然快速升值风险巨大,只能缓慢爬行。经济的周期性因素决定了汇率升值与贬值同样

存在周期。1997 年~2002 年,5 年左右的时间,人民币贬值压力逐步消除。2002 年以来,升值压力逐步形成,且愈演愈烈,至今已 5 年。不排除人民币汇率达到某一高点后,升值压力迅速消除,甚至出现逆转的可能。

第四,恢复国际收支基本平衡任重道远,单方面承担调整压力既不合理,也无法奏效。因此,不宜将恢复平衡列为短期内必须实现的目标。升值压力主要来自美国。总的来看,“顺差在中国而利益在美国”、“跨国公司为主要收益者”、“人民币升值无助于美国经常项目逆差问题之解决”等我方极力主张的观点,正在为越来越多的美国决策阶层人士所接受。况且,压人民币升值是政治化的问题,这样的问题应通过政治化的手段去解决,不应以我方在实体经济层面上的调整为代价。

最后,大国经济管理局应根据本国经济状况决定汇率参数。当

前,经济领域诸多矛盾的根源在于国内经济结构畸形,而经济结构调整需要时间。汇率在增加弹性的同时,总体可保持升值趋势,但必须保证升值速度与经济结构调整的进程相匹配。

总之,在把握人民币汇率升值幅度和节奏时,不仅要从宏观上考虑缩小贸易顺差和逐步纠正内外经济不平衡,从结构调整角度考虑促进外贸增长方式转变和出口产品结构优化,而且也要考虑出口企业的实际承受力和对就业可能产生的不利影响,同时,也要考虑对国家鼓励出口的高端产品的国际竞争力的影响。根据对部分出口行业生产成本和盈利能力等情况的了解,并综合国际投行等其他机构的分析预测,年内人民币汇率升值幅度应控制在 5%以内,并且应给受影响的企业一定的调整适应时间,尽量减轻汇率升值和出口退税率下调的叠加效应对出口企业生产经营的冲击。

五、政策建议

一是加快汇率形成机制改革,让市场在汇率形成过程中发挥更大作用。汇改过程中,应继续保持汇率的基本稳定。不妨考虑将年内人民币对美元汇率的目标上限确定为 1 7.2,也就是说升值幅度控制在 5%以内。

二是组建外汇平准基金。参照主要经济体的外汇市场干预模式,通过财政筹集资金,组建外汇平准基金干预外汇市场,切断外汇占款影响基础货币供应的渠道,缓解央行冲销流动性的压力。

三是抓住人民币受全球追捧的时机,以我国香港为操作平台,探索通过人民币区域化,摆脱国际收支依赖发达经济体货币的局面。争取形成境内与周边经济体之间基于人民币的国际结算关系。以此为基础,切实形成人民币参考“一篮子”货币的定价机制。□

(执笔:毕吉耀 姚淑梅 张岸元)