

人民币升值的利弊分析与汇率制度选择

□郭春松

(厦门大学金融系, 福建 厦门 361005)

摘要: 本文通过分析国际社会要求人民币升值的背景、理论依据、人民币升值的利弊,进而讨论人民币汇率的制度安排。以期通过汇率这一经济杠杆,提高我国的经济发展和社会福利水平。

关键词: 汇率制度; 人民币汇率; 对策

中图分类号: F830.92 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-2740(2004)02-0010-03

近一年来,国际社会要求人民币升值的呼声此起彼伏,并有愈演愈烈的态势。从“输出通货紧缩论”到“汇率市场决定论”,再到“购买力平价论”,都对人民币升值形成无形的压力。虽然最近几年人民币对美元稳中有升,对西方主要货币升多贬少;但是,人民币的升值压力并没有因为事实的升值而有所缓解。因此,我们必须认真对待并分析人民币升值预期产生的原因,进一步探讨升值的利弊,以期寻找我国最佳的汇率制度安排。

一、问题的提出及其背景

“人民币升值论”最早由日本政府提出,并多次在不同场合敦促中国对人民币汇率重新估值。2002年12月2日,日本财务省次官黑田东彦在英国《金融时报》发表文章,声称中国通过出口增长、国内通货紧缩以及盯住美元汇率三项政策,向全球出口通货紧

缩。他建议中国要么实施扩张性政策,要么让人民币升值。2003年2月,日本财务大臣盐川正十郎在七国集团财长会议上,呼吁七国集团通过类似于1985年《广场协议》的文件,逼迫人民币升值,达到全球反通货紧缩的目的,但其议案最终被否决。

紧随日本之后,美国也加入了逼迫人民币升值的行列。2003年6月16日,美国财政部长约瑟夫·斯诺说,中国应该实行更灵活的汇率制度;6月19日,美国“健全美元联盟”欲借口中国“货币操纵政策”而通过“301条款”来促使人民币升值;7月16日,美联储主席格林斯潘在国会听证会上说,如果中国继续采取与美元挂钩的汇率政策,将有可能严重危及美国经济;7月17日,4名美国参议员联名美国财政部长约翰·斯诺,要求财政部展开调查,以判定人民币不升值的举措是否

夺走了美国的就业机会。美国有影响的《商业周刊》7月21日载文指责,中国未让人民币升值“正威胁全球的复苏”、“很快会成为爆炸性的全球性问题”。欧盟也有人主张用“普惠制”对中国施压。

就在美日等国大唱“人民币升值论”之际,合格境外机构投资者(QFII)开始众口一词“唱多人民币”。瑞士信贷第一波士顿认为,人民币汇率可能升至1美元兑5元人民币;所罗门推测,中国长期维持固定汇率制有可能扭曲经济现实,建议放宽人民币汇率上下波动的幅度;高盛亚洲呼吁中国放开资本账户。

在学术界,2002年10月,摩根斯坦利首席经济学家罗奇在《中国因素》一文中提出“中国向世界输出通货紧缩”,称亚洲生产商在生产全球化的今天,已占据了价格影响方面的主导地

(一)总的原则:一是在资产方面应以持有人民币为主,避免过多持有外币,从而获得利率与汇率的双重利益。二是在负债方面应避免过多地承担人民币负债,改持美元(或其他外币)负债,从而避免人民币升值的风险,同时享受美元低利率的好处。三是应将远期外币收益及早或及时变现,扩大人民币资产。四是应考虑对长期外币负债进行债务重组或利率保值,以降低利率水平。建议政府有关部门在利用外国政府或国际金融组织的贷款时,要适时调整负债的币种结构和期限结构,以避免人民币升值后的损失。

(二)具体措施。1.资产方面:应压缩外币现金资产,使其保持在最低水平,所持现金资产以人民币为主。2.负债方面:应压缩人民币负债,使其保持在最低水平,同时改持外币负债。对长期债务应积极进行利率保值,以锁定利息成本。3.外币应收账款:可适当考虑采取保理、福费廷等贸易融资手段,促使外币应收账款提前变现。4.外币支付:应争取采用延迟支付的方式,包括信用证、远期托收以及T/T押汇等。5.远期结汇:如果对未来的收入或应收账款无法提前变现时,可采用这种方法锁定远期汇价。由于远期汇价已将本外币利差因素考虑在内,因此远期结

汇只能避免汇率风险,而无法获得利差方面的好处。6.可利用远期结汇与境外人民币期货市场的反差进行套期保值。远期结汇是按照即期汇价和利差因素推算出远期汇价来锁定汇率风险的一种方法,所有因素都是即期因素,不包含任何预期的成分。按照目前的条件推算,远期汇价应该是人民币的贴水。人民币的外币期货则是基于对人民币未来因素的预测来决定汇价的一种方法,主要因素就是市场预期。目前的人民币在期货市场上是升水。鉴于此,出口收汇应考虑通过境内人民币远期结汇进行保值,以避免人民币汇率风险;远期付汇应考虑利用境外人民币期货市场进行保值,以降低付汇成本。还可利用境内外人民币市场的巨大反差进行套期保值。7.出口商业发票贴现:即出口企业将应收账款转让给银行,银行依据企业出具的商业发票和履约证明,提前支付企业80%的发票金额。企业可将银行的预付款结汇,从而将应收账款的主要部分提前变现。如境外付款人到期未能支付货款,银行可将已购买的应收账款再转让给企业,企业则用其他外汇收入赎回该笔应收账款。

(责任编辑:王勉)

(责任校对:王勉 梁雪芳)

位。中国以出口为导向的强劲经济增长,对全球通货紧缩的影响越来越大,是引致全球通货紧缩的一个因素。随后美国一些经济学家指出,日益扩大的中美双边贸易赤字,是人民币币值低估的结果。

二、人民币升值论的主要依据

笔者通过分析认为,人民币中期升值趋势至1994年确立以来,已延续9年,这期间,人民币汇率对美元、欧元和日元三大国际货币的名义升幅分别为5.1%、17.9%和17%,实际升幅高达18.5%、39.4%和62.9%。从国内因素分析,主要是我国经常项目和资本项目双顺差,至2003年12月末,外汇储备达4033亿美元,居世界第2位。从国际社会看,要求人民币升值的依据主要有“输出通货紧缩论”、“汇率市场决定论”以及“购买力平价论”。

(一)“输出通货紧缩论”。该观点认为,中国利用廉价劳动力生产了大量低价商品倾销国际市场,使国际市场价格持续下降。既输出了商品,也输出了通货紧缩。提出该观点的国家主要是日本和美国。

从日本的情况分析,其真实意图在于通过日元相对贬值来改善日本的贸易状况,进而扩大进口、带动日本经济复苏。众所周知,早在中国出现通货紧缩之前,日本就已经陷入经济衰退、通货紧缩的困境。日本经济长期萧条的深层次原因是产业结构转型迟滞、劳动生产率增长缓慢、通货紧缩以及银行呆坏账积重难返等因素综合作用的结果,并非汇率因素。把改善日本经济状况的希望寄托在人民币升值上,显然是不切合实际的。从美国的情况来看,中国廉价商品形成供给进而产生的消费在美国居民总支出中所占的比例微乎其微,而大宗支出如住房、汽车、教育、医疗保健等几乎没有一样是“中国制造”。由此可见,将美国通货紧缩的产生归咎于中国也是毫无道理的,其根源完全是由其经济自身的周期性原因造成的。

(二)“汇率市场决定论”。持这种观点者认为,由市场决定的汇率才是真正的均衡汇率水平,在市场汇率面

临升值压力的情况下,政府保持汇率稳定的措施必然会导致汇率水平的低估,而汇率水平的低估又会在贸易方面引起不公平的竞争。持这种观点者认为,中国在经常项目和资本项目双顺差的影响下,人民币市场汇率明显面临升值压力,在这种情况下,政府保持汇率稳定的努力使人民币汇率脱离了市场均衡汇率水平,从而引起了人民币汇率的低估。

多年来,我国实行的是盯住美元的汇率政策,从1994~2002年,美元对人民币的汇率最高为8.2998,最低为8.2716,仅有0.34%的波幅,因此,被认为实行固定汇率制。理论界认为,在汇率完全固定的状况下,经济的失衡会通过工资、价格的变化和要素移动来加以调整。在这种情况下,不管外汇市场的供给和需求发生怎样的变化,被固定的汇率始终都是均衡汇率。当实际汇率偏离均衡汇率水平时,名义汇率和价格的变化都可以起到调节实际汇率的作用,因此,人民币汇率并没有脱离市场的均衡汇率水平。

(三)“购买力平价论”。该观点认为,两国货币的比例应由购买力平价决定。据此,一些国际金融机构认为,人民币汇率应该为1美元对1.5到2.5元人民币。国内一些学者推算,按购买力平价计算的人民币汇率大概在1美元对4~7元人民币之间,如易纲博士认为,按购买力平价计算人民币汇率应该为1美元对4.2元人民币;而国家统计局副局长邱晓华则认为该汇率水平为1美元对5元人民币,也有一些较低的估计为1美元对7元人民币左右。

以上的测算很容易让人产生人民币汇率被低估的误解。笔者认为,购买力平价的计算包括贸易品和非贸易品,而一国的出口竞争力主要受贸易品价格的影响,一般来说,汇率是否合理主要取决于国内外贸易品相对价格的高低,因此,购买力平价并不能完全代表合理的汇率水平。从我国与美国的物价情况来看,服装、汽车、电器和机械等贸易品价格并不存在明显差别,这些情况说明人民币汇率基本上

是合理的。另一方面,在考察住房、医疗等非贸易品价格时,我们也不难发现,按现实的汇率进行计算,美国要高出我国许多倍。这些事实一方面意味着我国非贸易品的价格要远远低于美国,另一方面也意味着人民币在非贸易品交易方面具有较高的购买力。

三、人民币升值的利弊分析

人民币升值意味着以美元标价的国民财富迅速增加,股市和房地产高涨,居民的购买力相应提高,也有利于我国吸引外资和技术引进,减轻还本付息的压力。但是,人民币升值给我国经济增长所造成的负面影响也不容忽视,特别是在目前的情况下,其所产生的负面作用较为突出:

(一)容易助长经济中的泡沫和投机行为。在人民币升值预期的作用下,国际投机机构开始瞄准中国市场,大量囤积人民币,在国内进行各种投资和投机活动,助长了经济中的泡沫行为。1985年,迫使日元升值的“广场协议”导致日本经济10多年的衰退和不景气就是例证。由于热钱的大量涌入(有专家估计达400亿~500亿美元),已影响到中国货币政策的有效性,导致货币供应量快速增长,迫使中央银行采取预防性的紧缩货币政策。

(二)抑制外贸出口增长速度。外贸出口与汇率的变动有着密切关系,本币升值,必然导致本国出口产品成本增加,国际竞争力下降。1994年我国外汇体制改革,人民币汇率由1993年的5.76元贬至8.6187元,从而使我国的外贸出口由1993年的-1.6%,上升至1994年的27.7%。由于人民币采取了事实上的美元挂钩体制,我国的实际有效汇率也与美元同幅度贬值,从而促进我国对日本、欧元区的出口增长。同理,如果人民币升值,必然降低我国出口产品的国际竞争力,从而抑制外贸出口的增长。

(三)减缓我国经济结构调整的进度。通过出口积累国际资本,通过技术引进提升生产技术水平,是我国经济结构调整的重要途径。无论是我国产业技术的整体提升,还是东、中、西三大区域分工的形成,都需要以强劲的

外贸出口作为支持。人民币大幅升值,在抑制我国外向型经济发展的同时,对我国经济结构调整和国内区域分工将造成不利影响和危害。

(四)将会增加通货紧缩压力。目前,进口商品在我国GDP中的比重已经达到23%,进口商品价格对我国物价水平的影响不可小视。在今后的2~3年中,根据我国加入WTO后所承担的义务,将不断下调各种进口关税。受此影响,进口商品价格无疑会有一定程度的下降。在这种情况下,人民币汇率再做较大幅度调整,将会加大国外商品对我国价格下压的力量,使国内供求矛盾进一步加剧,我国将再一次面临通货紧缩的风险。

(五)增加就业难度。人民币升值将直接打击中国的制造业,中国目前正处在工业化过程中,制造业是我国最大的就业部门,如果制造业陷入衰退和困难之中,将使失业工人大量增加。同时,出口企业和外资企业是我国提供新增就业机会的重要组成部分。据测算,我国目前加工贸易企业就业人员有3000万人。毫无疑问,人民币升值后,由于出口受到抑制,与出口直接相关行业的就业岗位将会相应减少。

四、人民币汇率制度选择的对策

理论界认为,今后汇率制度将趋向两极化,中间汇率制度将逐步退出历史舞台。根据我国的实际情况,笔者认为,人民币汇率不宜选择固定汇率制,选择固定汇率容易使汇率这一经济杠杆失去调节经济的灵活性;也不宜选择浮动汇率制,因为它容易加剧汇率的波动,影响经济的平稳运行。从长远看,人民币汇率制度的改革方向是实现人民币自由兑换,并增加人民币汇率的弹性和灵活性;从中近期分析,应实现以市场供求为基础的有管理的浮动汇率制。

(一)短期应对策略:一是加强国际协调。我国应积极与国际货币基金组织和主要贸易伙伴沟通,进一步介绍我国汇率形成的特殊背景和人民币汇率稳定对世界经济的积极作用,争取国际社会对保持人民币汇率稳定的支持,并预防可能引起的贸易争端。二是

维持人民币汇率稳定。在可预见的时期内,继续保持人民币汇率稳定,使国际炒家无利可图。同时,我们要看到我国确实存在人民币升值的压力,应采取有效的措施减压,并积极研究下一步的汇率制度安排。三是调整出口退税政策。逐步降低对初级产品、比较优势明显的产品的出口退税率,实行差别出口退税率,以减轻财政负担。同时,加快退税进度,缩短退税时间,以降低企业的出口换汇成本,提高企业的出口竞争力。

(二)中期应对规划:一是深入研究提高外汇储备使用效率的措施。目前我国外汇储备大都压在美元和美国债券上,效益较差,因此,建议引入战略投资者,使外汇使用的渠道多元化,提高外汇的使用效益。同时,鼓励多进口高新技术产品,加快国内企业的技术更新换代,提高产品的市场竞争力。二是改进人民币汇率的形成机制。银行结售汇的强制性与银行间外汇市场的封闭性是导致人民币汇率形成机制缺失的重要原因。因此,应将目前国内企业的强制结售汇制逐渐过渡到意愿结汇制,使整个外汇市场能根据供求关系有效形成,同时使价格也能灵活地引导和调节供求关系。目前,可以先由外汇管理局审定,允许一些企业保留一定比例的外汇收入,并逐步扩大此类企业的范围和留存外汇的比例,同时简化进口用汇的审批内容和程序,直至最终完全实现自由结售汇。三是增加人民币汇率的灵活性。应该适当放宽人民币汇率的波动幅度,使市场交易主体能够比较自由地根据汇率信号作出反应,使汇率能够比较真实地反映外汇市场供求关系的变化,从而进一步完善人民币汇率形成机制与调节机制。四是建立和完善外汇储备风险管理机制。外汇管理当局在外汇储备管理过程中应当运用先进的风险管理技术、建立完善的内部风险管理制度并提高外汇运用的透明度,以降低外汇储备运用的风险。

(三)长期应对方向:一是实现人民币自由兑换。人民币自由兑换是由经常项目向资本项目自由兑换的过程,

根据国际上开放资本项目的经验教训,结合我国人民币经常项目可兑换实践的经验,我国可以采取以下的策略和步骤:先放宽长期资本流出的管制,再放开短期资本的流出入管制;先放开对证券投资的管制,再放开对银行信贷的管制;先放开对境外筹资的管制,再放开非居民境内筹资的管制;先放开对金融机构的管制,再放开对非金融机构和居民个人的管制。二是实行汇率目标区制度。为了增加人民币汇率的弹性和灵活性,在汇率的管理上可考虑实行汇率目标区制度,即将汇率的浮动限制在一定范围内。在人民币汇率管理水平较低的情况下,目标区的幅度可以窄一些(1%~3%),待管理水平提高再逐步扩大目标区的管理幅度(5%~10%)。有观点认为,人民币采用汇率目标区可能会存在“三元悖论”(即在国际资本自由流动、汇率稳定和货币政策独立性之间,一国最多只能实现其中的两个目标)。笔者认为,汇率目标区制度兼顾了固定汇率制与浮动汇率制的优点,较为适合我国的国情。因此,在金融业开放过程中,只要我们对资本流入,特别是对短期资本流入进行有效的管理,“三元悖论”在我国就不会出现。相反,汇率目标区制度将发挥更大的作用,从而促进我国经济长期稳健发展。

参考文献:

- [1]IMF "International Financial Statistics" & "Exchange Rate Arrangement and Restrictions", 1994-2002.
- [2]Robert Mundell, 2000. Currency Areas: Exchange Rate system and International Monetary Reform.
- [3]朱孟楠.金融监管的国际协调与合作[M].北京:中国金融出版社, 2003.
- [4]王元龙.当前“人民币汇率升值论”评析及其应对[J].国际金融研究, 2003 (8).
- [5]国际金融报[N]. 2003-01-11.

(责任编辑:鄢庆英)
(责任校对:鄢庆英 王勉)