



您的位置：首页 - 文章选登

完善汇率形成机制不等于人民币升值(曾卫阳；10月15日)

文章作者：曾卫阳

最近一段时间，关于人民币汇率升值的传闻再次甚嚣尘上。甚至连升多少、何时升，坊间都有传言。国家外汇管理局官方就人民币升值传闻进行了澄清，指其是对中国现行汇率政策的误解，劝诫投机者不要单边豪赌人民币升值。

完善汇率机制并不是新提法

人民币升值传闻再度热炒，与中国政府高层近来多次在国际场合关于将完善人民币汇率形成机制的政策阐释有很大关系。市场憧憬，完善汇率机制后，人民币将改变对美元汇率长期基本不动的状况，出现升值走势。那么，人民币汇率弹性增加后，就一定会升值吗？

实际上，十六届三中全会通过的《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》早已明确提出要完善人民币汇率形成机制。因此，近日中国政府的有关政策阐释并不是新的提法。只是什么时候、以什么方式进行改革，目前尚不得而知。但有一点是明确的，即改革要以保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定为前提，防止汇率大幅波动。就此而言，即便增加汇率弹性后，人民币对美元汇率出现升值，其升幅也将是有限的。

从这个意义上讲，与其赌人民币升值，还不如投机其他可自由兑换的、汇率弹性较大、过去几年外汇储备增加较多的亚洲货币。因为如果人民币汇率开始升值，这类货币也会受到市场压力，升值的幅度可能会更大。如今年10月初受人民币升值传闻的影响，美元对日元汇率一夜之间就从1美元比111多日元跌到了1比109左右。再如，如果你从2002年底到2004年8月底一直持有欧元、英镑和澳大利亚元，那么由此获得的汇兑收益将达到20%至40%。即便如非常极端的预言，人民币根据购买力平价会升值40%多，但恐怕你也不会相信这会在短短的两年多时间内完成吧？

预期随时可能出现变化

对于外汇局新闻发言人指汇率弹性增加后，人民币汇率将会上下波动，而不会单边走升的提法，有人也许不以为然。因为他们认为，尽管人民币汇率有时升、有时跌，但在一段时期内会有一个总的趋势是升值或者贬值。然而，这种不以为然或许过于轻率了。因为在汇率波动的情况下，你不一定能够做到低买高卖。如果方向做反了，就会蒙受汇兑损失。至于看一段时期的人民币汇率总体走势(所谓做长线)，赌人民币升值，其结果也不竟然。

当前人民币面临升值压力，从市场上看，主要是外汇供大于求。而外汇供求与贸易差额和外商直接投资流入的传统关系正日益弱化，与其他形式的资金流动关系却越来越紧密。据国家外汇管理局最新统计，今年上半年货物贸易顺差58.75亿美元，同比下降76.6亿美元；直接投资净流入314.96亿美元，上升45.7亿美元；但同期外汇储备增加673.88亿美元，同比多增73.19亿美元。其他形式的资金净流入占到外汇储备增加额的44.5%，较上年同期提高了21.9个百分点。

从理论上讲，货物贸易差额和直接投资的净流入通常被认为是国际收支顺差、外汇储备增加较稳定的来源，而其他形式的资金流与汇率预期和本外币利差的关系密切，具有较大的波动性和不确定性。这类资金流动以套利为目的，往往会出现大进大出的变化。当前正是在市场预期人民币升值，境内人民币存贷款利率又高于美元的情况下，导致企业和个人都一致采取了增加人民币资产和外币负债，减少外币资产和人民币负债的行动。

然而，预期是随时可能变化的。就在一年前世界上还在讨论中国输出通货紧缩的问题，现在却转为谈论中国输出通货膨胀；就在前些年资金还在因忧虑港币联汇制脱钩而流出香港银行体系，而今年香港金管局却曾为阻止港币升值而一度被迫入市干预。而且，预期往往不能很好地反映经济基本面因素。最典型的是，1998年我国国际收支口径的货物贸易顺差466.1亿美元，直接投资净流入411.2亿美元，二者之和远大于今年上半年，但当年外汇储备仅增加了50.7亿美元。当时正值亚洲金融危机最为严重时期，市场普遍预期人民币会随其他亚洲货币贬值，导致了外汇资金从前些年的大量流入中国转为流出。

再者，我们能够控制人民币利率，却不能控制国际市场利率，本外币利差也随时可能变化。各界普遍认为，美联储的连续加息已意味着国际市场进入新一轮的利率上升周期。而从国际经验看，主要发达国家的利率上扬是许多新兴市场国家资金流向逆转的重要诱因。例如，1994至1995年的墨西哥金融风暴和1997至1998年的亚洲金融危机，就分别与美国和日本的加息有一定关联。现在市场正在密切注视加息后国际资金的流向，担心新兴市场的外资流入势头有可能减缓。

我们的邻国印度就出现了这种苗头。印度同中国一样，2001年以来外汇储备也出现了一轮急速的上升。到今年6月末达到1141.5亿美元，较2000年底增加了2.06倍(同期中国增加了1.84倍)。然而，其后两个月，印度外汇储备连续下降，到8月底降至1121.0亿美元，较6月末下降了20.5亿美元。尽管今年前8个月印度进出口逆差较去年同期有所扩大，但这并不是因为出口停滞。1-8月份，其出口增长高达29.2%，仅比进口增速低1.9个百分点。而期间美联储正好连续两次加息，这不能不令人把印度的外汇储备下降与美联储加息引起的资金流出印度联系起来。伴随着外汇储备的下降，到8月末，美元对印度卢比的汇率较今年4月的最高点下跌了6.4%。

利率因素影响外汇供求

今年美联储已经三次加息，尽管中国没有跟进调整境内本外币存贷款利率，但是加息的预期已经对境内企业和个人的持汇行为产生了一定影响。近来，外汇存款下降的趋势逐步减缓，并转为上升。截至8月底，境内金融机构各项外汇存款余额达1549亿美元，较去年末增加

了61.9亿美元。其中，企业外汇存款从今年3月起止跌回升，居民个人外币储蓄存款也从7月起开始回升。如果美联储进一步加息，我国境内美元利率调整的压力势必增加。一旦这种调整开始起步，人民币相当于美元的高利率优势将缩小，甚至有可能重新倒挂。出现后一种情况，则资金流向就可能发生逆转。考虑到目前其他形式的资金净流入在外汇储备形成中的贡献颇大，其流向反转对整个外汇供求形势的影响不容忽视。届时，人民币汇率就有可能面临相反的压力。

至于要看更长时期的人民币汇率走势，做人民币资产的长线投资，则要取决于你对中国经济发展前景的判断。如果你坚定看好中国经济，那么大可不必理会改革后人民币汇率可能出现的短期波动，坚定持有人民币的信心。反之，则要小心了，因为你不能保证你能买在低点、卖在高点。况且，人民币尚未完全可兑换。根据现行规定，向银行卖汇相对容易、买汇则相对较难；购汇必须要有真实、合法用途并提供相应单证，这增加了交易的难度和成本。

文章出处：《上海证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307  
版权所有：中国社会科学院金融研究所