

进一步完善我国外汇市场

上海华东师范大学教授 陈彪如

一、当前人民币汇率形成的机制

近年来,国外一些金融机构根据瑞典经济学家卡赛尔(G. Caisel)的购买力平价说(PPP)认为人民币长期低估。购买力平价说的基本观点是:人们之所以需要外国货币,是因为它在外国具有对一般商品的购买力;外国人之所以需要本国货币,也是因为它在国内具有购买力。因此,一国货币对外汇率,主要是由两国货币在其本国所具有的购买力决定的,两种货币购买力之比决定两国货币的交换比率。这一学说在外汇理论上占有重要的位置。一国货币的汇率应该与它具有的价值相等,这是完全正确的。但要注意,购买力平价是两个内生变量之间的均衡关系。当我们认为价格和汇率是内生变量时,意思是说,它们同时为其他因素所决定。其他因素称为外生变量,外生变量可以独立变动。如果外生变量发生变化,价格和汇率都将发生变化。如果价格和汇率以不同的速度发生变动,那么测量出来的购买力平价将会出现离差,于是市场供求关系所决定的汇率并

不一定与购买力平价保持一致。在这种情形下,“低估”一词可能是指,外汇市场的现实汇率发生对购买力平价的暂时偏离。随着时间的推移,汇率将会上升而与通货膨胀差异保持一致。如果汇率等于两国的价格指数之比,则绝对购买力平价成立。如果汇率的百分比变化等于两国的通货膨胀差异,则相对购买力平价成立。所以,一国货币“高估”或“低估”是个动态指标,它要受到很多变动因素的影响,如投资储蓄、资本流动、政治军事形势,甚至心理预期与投机活动等。西方国家的实证研究表明,这一学说从长期来看是可以成立的,汇率要受通货膨胀的制约,它必须真实地反映国内外购买力水平,货币的对外价值总归要决定于其对内价值。但在短期内并不适用,一国货币可能发生“高估”或“低估”情形。但高估或低估现象持续一定的时间,问题就显得严重起来,它将产生重大的宏观经济影响。

现在人民币是高估还是低估,学术界有两种不同的看法。一种意见认为,汇率并轨时,人民币贬值50%,远远超过当年通货膨胀率,人民币是低估了。根据供求理论,比价应为1:8.1左右(8.

$7 \times 80\% + 5.76 \times 20\% = 8.1$,其中80%为市场用汇,20%为官价用汇)。而且1993年我国出口换汇成本也只有1:7左右。如果1994年物价上调21.7%,还抵不上年初人民币贬值的作用,那么人民币还有升值的余地。另一种意见认为,当一国货币升值的幅度高于国内通胀率与国外通胀率之间的差异时,那么,这种货币就是高估了。其标志是仍然存在较为严格的外汇管制和民间的外汇黑市交易。在这里,让我们回顾一下人民币的走势。1994年1月1日汇率并轨后,每美元兑8.7元人民币,至年底时仅兑8.45元人民币,升幅近3%,但物价指数上升达21.7%,通货膨胀远远高于美国的通胀水平(通胀率为4%),此后人民币仍不断升值。显然人民币升值的幅度高于国内通胀率与美国通胀率之间的差异,应该说,这种货币是高估的。

人民币对内大幅度贬值,而对外则不断升值,这种情况很特殊,违反经济学的一般原理,令人迷惑不解。实际上,汇率与通胀的关系出现反常现象,是市场扭曲因素造成的。首先,在现行银行结售制下,结汇是强制性的,而售汇则是限制性的,所以外汇市场上

是一种扭曲了的供求关系。其次,贸易项目外汇管制放松后,一批国际“热线”受国内高利率的吸引,流进我国进行套利活动,于是大量资本性收付汇混入经常项目下结售汇,扩大了外汇的供给;而人民币稳中有升,更为投机者提供了稳定的预期,汇率风险很小,从而形成国内汇市中美元交易的空头市场,增强了空方的打压力量。此外,对外贸易收支出现超常的增长,资本项目仍保持巨额的顺差,国内企业以前截留在国外资金的大量回流,这些因素也加强了外汇供大于求的势头。因此,1994年4~12月,全国银行累计结汇857.7亿美元,售汇近520亿美元,结汇大于售汇338.2亿美元,由于收购外汇而投放的基础货币高达2800亿元,这就增加了通货膨胀压力。1995年头两个半月人民币缓慢攀升,3月10日起时升时降,5月上中旬都出现了较大幅度的升值,升值0.15元,等于去年人民币汇率升幅的67%,汇率不跟通胀走。但从长期来讲,汇率要受通货膨胀的制约,所以汇率与通胀的反向波动究竟能持续多久,值得认真研究。

1995年全国出口继续增加,一季度顺差70.8亿美元,超过了去年全年的顺差总额,而进口难以扩张,同时国际资本流入形势依然不变,外汇将保持供大于求的局面。在这种情形下,汇率如何进行调整,金融当局将面临两难的困境。目前人民币汇率水平已经接近外贸平均出口成本的临界点,汇率继续升高,将会打击出口的积极性,将外销转为内销,从而影响国际收支平衡与经济增长。

现在紧迫的问题是抑制通货膨胀,刺激出口。在未来数年内,外贸顺差,外汇顺差的关键在于出口的增加。人民币继续升值,势必对今后的出口带来阴影。如出口受到抑制,则经济情况将会发生变化。所以今后人民币汇率走势关系重大,不可掉以轻心。现阶段从扩大出口、促进经济增长这一目标来看,人民币也显得高估了。然而近几十年来,大多数发展中国家以及发展较快的日本、巴西、韩国等在经济起飞时期都是实行本币低估政策,以刺激出口,支持对外贸易的持续增长。这个经验是值得借鉴的。这就涉及人民币究竟要高估还是低估的问题。一年多来,外汇供大于求,人民币节节上升,因而发生对内贬值、对外升值的奇特现象,随着时间的推移,人民币将日趋高估。货币高估终将导致出口商品的国际竞争能力减弱,出口企业严重亏损,贸易收支转为逆差。为了稳定汇率,避免两难困境,外汇体制需要深化改革,因为汇率走势在很大程度上取决于汇率形成的机制。

二、进一步完善银行结售汇制

现行外汇体制是银行结汇、售汇制,但各外汇指定银行还没有真正成为商业银行,中央银行处于外汇交易第一线。银行间市场平衡外汇的能力有限,人民币汇率并非完全由供求关系决定,所以外汇市场也不是真正意义上的外汇市场,外汇市场发育尚不完善。在规范化的外汇市场上,

市场主体是外汇指定银行,汇率的决定是由市场主体的竞价来决定的,竞价是不受限制的。但目前,市场主体的竞价还不充分,受到一定的压抑。同时银行间外汇市场和外汇调剂市场又是分割的,两者的汇率受不同的因素的制约。这是一个人为力量大于市场力量的外汇市场,因而人民币汇率不能真实地反映外汇供求关系。而且,它还缺乏国际外汇市场的联动关系。例如1995年5月份在美元回升时人民币对美元大升,美元回落时对美元贬值。以上说明,这种管理浮动机制与国际上通行的汇率机制尚有一段距离,难以接轨。在今后深化改革时,需要采取下列几项措施,才能达到汇率改革的基本目标。

1. 完善银行间外汇市场

外汇交易的主要渠道是在银行之间,一切外汇买卖必须通过银行或其他经批准的外汇经纪机构办理。银行可以自由地以双方同意的任何汇价从一家银行买进外汇或将外汇卖给其他银行。银行成为所谓的外汇市场造市者(market makers),创造市场价格和维持市场的流动性。为了促进银行间外汇市场的发展,要让外汇指定银行在市场竞争中积极运用资金,扩大银行间外汇市场的活动规模和运作范围,扩大结售中外汇交易头寸的限额,让银行业在一定限度内平衡外汇供求。拥有大量外汇的三资企业要纳入外汇市场交易系统,将所有的外汇供求纳入统一的外汇市场,在经常项目交易方面给银行与企业以较大的经营自由。中央银行要有效地利用公开市场业务和干预

外汇市场来实现其货币政策目标。这就是通过贴现率和再贴现率的调整、存款准备金率的变动、在公开市场上买进卖出政府债券、在外汇市场上吞吐人民币或外币等货币政策工具来控制货币供应量,稳定汇价。我国银行间外汇市场要成为一个比较发达的银行间外汇市场,那么,外汇市场的交易方法、交易品种以及中央银行的干预方式必须基本上与国际接轨,用外汇管制的方法来稳定汇价,是不能持久的。

2. 实行目标管理

目标管理法是根据经济发展计划给定的目标确定本国货币对外币汇率的目标水平或变动范围,一旦变动超越了这一目标区,政府就进行干预,使其恢复到目标水平;或根据经济情况变化,修改目标范围,确定汇率的调整及其规模,使汇率更能反映市场的现实,从而保证合理的经济增长和对外收支的平衡。由于汇率同各种宏观经济变量的关系越来越密切,汇率政策目标趋向变量多元化,这就要求制定外汇宏观控制的目标模式。外汇体制健全与否,关键在于是否有一个比较完整的、合理的和系统的目标模式,因为它规定了外汇体制所具有的功能、效率与运行机制,以及外汇体制与外贸体制、银行体制和财政体制的关联。没有一个正确的目标模式,就会方向不明,只有建立了正确的目标模式以后,我们才能决定采取哪些措施来促进目标模式的实现,使国家得以利用市场调节和宏观控制的双重手段实现各项宏观经济目标。但目标汇率在保持相对稳定的同时,也

应有一定的弹性。

3. 建立平准基金

从平抑汇率的手段来看,行政、经济、法律等办法都是可行的。目前人民币汇率的稳定性在一定程度上依赖于银行结售汇的严格管理措施,即主要是靠行政手段来支撑汇率的稳定。但要搞活外汇市场,就要让现实汇率随着市场情况而波动,通过这种灵活的变动,最终找到一种比较合适的汇率,把它稳定在某一水平。中央银行实行宏观控制,可以运用外汇平准基金,直接入市干预。外汇平准基金是为调节外汇供求、稳定汇率而设立的外汇专用基金。当人民币汇率持续上浮时,就不断抛售本币换取外汇,以防止本币的大幅度升值;反之,当人民币汇率持续下滑时,就不断抛售外汇,吸收本币,以防止本币的大幅度贬值,把人民币汇价的波动幅度限制在一定范围内。所以基金是专为浮动汇率机制服务的,它是西方各国中央银行实行货币监控的主要内容。我国在1992年和1993年人民币汇率急剧下跌时,政府也曾利用外汇储备入市干预,首次以经济手段调控外汇市场,收到很好的效果。我国外汇体制改革的最终目标是实现人民币的自由兑换,从这个角度出发,更应放松管制,早日建立全国性的外汇平准基金,加强间接调控措施,来限制汇率的波动幅度,从制度上保证人民币汇率的长期稳定。现在国家外汇储备约有620亿美元,政府是有相当实力调控汇价的。这既能对外汇市场进行灵活有效的调节,又能激发微观部门积极发展对外经济

的活力,使外汇市场的运行与整个经济体制的目标模式相吻合,其功能将可达到最大限度的优化,从而促进我国对外经济关系的进一步发展。

4. 根据实际有效汇率进行调控

有效汇率是一个国家与其贸易伙伴国双边汇率的加权平均值,也就是贸易加权汇价指数。在一定意义上它是衡量该国货币对贸易伙伴国货币平均变化的一种指数,因此它是一个多边的概念,而不是像市场汇率那样的双边概念。这一指数能客观、真实、综合、全面地反映人民币的价值变化,可以用来检验汇率偏离购买力平价的程度,也可以表明一国与其贸易伙伴国价格竞争力的变化,所以它是目前国际上通行的一种更加科学的货币价值度量工具。只是由于基期、贸易权重数,“一篮子货币”所选用的国家不同,它并无一定的标准;在编制指数过程中,由于搜集资料关系,它有严重的时间滞后现象。尽管如此,作为判断汇率走势的一项参考指标,它可以为汇率政策的实施提供重要的信息。

运用实际有效汇率指数是基于这样一种想法,即名义汇率指数的大部分变动都是由于各国间的通货膨胀率差造成的。因此,通过对名义汇率指数用相对价格指数进行调整,就可以消除名义有效汇率指数因价格变动而产生的影响,从而使该有效汇率指数能准确地衡量纯粹由于汇率变动而对贸易收支发生的“实际影响”。从发展中国家汇率变化的实际效果来看,都表明实际汇率与贸易

收支和资本流动有较高的相关程度。所以央行调控汇率要首先考虑其实际效应,尽可能使名义汇率接近实际汇率,保持实际有效汇率稳定。实际有效汇率的相对稳定,意味着名义汇率随国内外通货膨胀率差而灵活变动,从而保持本国商品的国际竞争能力。这个问题在国内尚未引起足够的重视。人民币汇率并轨以来,我国通货膨胀一直居高不下,与主要西方国家约3~5%的通胀率相比,差距很大,持续时间也较长,以致人民币名义汇率大大偏离实际汇率,严重影响我国出口商品的竞争能力。在这种情况下,央行在外汇市场上的调控方面应以国际收支状况和出口商品的国际竞争能力为主要依据,而实行实际汇率管理,让官方调控的汇率变动与通货膨胀挂钩,就可以使实际汇率接近购买力平价水平,从而保证汇率政策的有效性。这意味着,汇率政策应以外部均衡为主,而把内部均衡的任务分配给财政政策与货币政策,因为汇率变动直接影响一国的贸易收支与资本流动,对外部均衡的调节力度最强。1992年国际货币基金组织的一项专门研究表明,在国内通货膨胀率较高的时期,“实际汇率规则”是维持一国国际竞争能力的有效手段,也是许多发展中国家出口形势看好和外来投资旺盛的原因之一。所以金融当局要尽力保持实际有效汇率的基本稳定,而不能只注重人民币对美元的名义汇率的长期稳定。

5. 采取配套措施

要着重解决三方面的问题:

(1) 中央银行把外汇市场作

为投放基础货币的一个重要渠道,就要使利率自由化,资金双向流动,加强货币市场与外汇市场的密切联系;(2)进一步改革外贸体制,最后做到多边支付与多边贸易相结合,迈向货币的自由兑换;(3)完善外汇交易的规章制度,加速法制建设,促进市场的规范化。

总之,人民币的走势主要取决于外汇市场的机制。我们建立了比较完善的银行间外汇市场,就可以建立一个市场调节与宏观调控适当配合的运行体系,逐渐形成既符合国际惯例又适合我国国情的灵活合理的管理浮动制度。从当前我国基本经济情况和政府宏观调控能力来看,适当放松管制,汇价不会失控,市场本身有其自动调节机制,使供求保持动态平衡,使市场保持相对稳定。

三、实行结汇证制 放开市场

银行结售汇制是一种比较严格的外汇管理制度,它有一个由紧到松的过程。为了进一步放开市场,也可以实行结汇证制。这一制度的要点是:出口商须将外汇结缴给中央银行或其指定银行,但不能立即获得人民币,而只能获得等值的结汇证。结缴外汇者可将结汇证在市场上自由出售或委托外汇指定银行代为出售,从购买者那里获得人民币。在市场上购得结汇证者,并不能毫无条件地凭证换取实际的外汇,而必须证明其用途得到政府的许可,才能换取外汇。结汇证的价格放

开,随行就市,它的人民币价格就是外汇的浮动汇率。实行结汇证的好处,主要有以下几点:(1)审批外汇的用途,可随时视外汇供应的多寡而放宽或收紧,从而可以保证进出口的平衡;(2)在这种制度下,出口外汇收入所能换取的人民币是市面上本已存在的人民币,因此,政府不必增发基础货币,不论出口如何旺盛,都不会导致通货膨胀;(3)结汇证是一种有价证券,并非外汇,只有在其用途批准之后才能换成外汇,所以政府对外汇有绝对的控制,不致有助长资金外逃的危险;(4)结汇证的有效期间为三个月或四个月,过期作废,因而不会被人囤积操纵,用作投机的工具;(5)外汇市场有了合适的工具,在全国自由流动,就可以形成一个全方位的二级外汇市场,加快外汇资金的周转,提高外汇资金的使用效益,这有利于有限的外汇资源的合理运用和最优配置,推动对外贸易和国民经济的发展。

从世界各国汇制改革的经验可以看出,无论发达国家还是发展中国家都在不同程度上向灵活化、自由化方向发展,使汇率合理化,进一步发挥调节国际收支的作用。这是大势所趋,今后还会继续下去。所以我们要根据国民经济的发展和世界经济形势的变化对外汇体制不断深化改革。当汇率合理化、国际储备充足、国际竞争能力加强、宏观调控机制成熟时就取消结汇证,向货币自由兑换迈进。在迈向自由兑换的过程中,结汇证只是完成过渡的一种形式罢了。