

人民币汇率:保持坚挺是否仍有必要?

证券时报记者 孙璐璐

近期外汇市场“动静”不小,先是卢布暴跌,再有瑞士央行意外宣布取消瑞郎对欧元的汇率限制;近日人民银行公布2014年12月外汇占款数据,央行口径和金融机构口径下的外汇占款双双大幅负增长,亦显示人民银行向市场大规模供应外汇以维持人民币汇率稳定。

实际上,于人民币而言,始于去年12月初的贬值仍在持续。加之上周欧洲央行公布的量化宽松(QE)政策超预期,会加码助推美元走强,反而波及人民币对美元汇率加大下行压力。

不仅如此,欧洲央行压低欧元汇率将导致全球竞争性贬值愈演愈烈,在当下人民币汇率弹性不足的情况下,实际有效汇率过于坚挺将不利于国内经济复苏。

别人的货币,却是我们的问题”。人民币汇率在全球化的当下已难独善其身,及时有效地应对国内外多变动荡的局势才是正解。

当前汇率水平均衡吗?

对于今年人民币汇率走势的研判,是要基于当前基准的评估。因此,当前人民币汇率是否合理?究竟是被高估,还是处于均衡水平?解释这一切都需要先厘清判断汇率是否合理的标准是什么。

证券时报记者:当前人民币汇率是否处于均衡水平?衡量汇率均衡的标准是什么?

谢亚轩:从人民币近两年的波动情况看,人民币汇率已接近均衡水平。如何判断是否接近均衡水平至少需要一个特征,那就是观察人民币升值现在是否处于波动的状态,而非静止的状态或单一状态(处于明显的升值趋势或者是明显的贬值趋势)。

朱海斌:从经济上来看,汇率是否均衡,主要还是看经常项目收支情况。从中国最近几年经常项目顺差占GDP的比重看,2013年略超过2%,2014年可能达到3%左右,这个水平还是比较合理的。所以说,目前人民币汇率基本合理,并没有被显著高估或低估。

鲁政委:所谓均衡汇率,是指经济既不存在内部失衡,也不存在外部失衡时的汇率水平。

从我国当前来看,经济存在内部失衡的潜在压力,因为我们发现最近几年,政府一直非常关心失业率。可以说失业率还没有显性化,但目前至少随时有失业率上升的风险,一旦显性化这是当局不可接受的。此外,我国物价持续下行,特别是PPI的持续负增长已经进入第4个年头,到目前仍没有缓解迹象,通缩压力值得关注。

什么叫没有外部失衡?经验上通常认为,如果一个经济体经常项目的差额相对于GDP的比例超过了+/-3%的区间,这个经济体就存在外部失衡。从2010年以后,中国经常项目差额相对于GDP的比例就一直保持在3%以内。

综合以上分析,中国没有外部失衡问题,但是有内部失衡压力。因而,即使从抽象的理论定义的角度,中国也是存在汇率高估的。

为何人民币汇率被高估?

不同于大部分人的声音,鲁政委是近几年为数不多的一直坚持认为人民币汇率被高估的学者。在其他人看来,汇率虽然重要,但也并非唯一要点。可他却认为,汇率问题是可以串起整个中国经济发展的核心,甚至当前中国从微观到宏观出现的经济问题都可以用人民币汇率被高估来解释。

证券时报记者:您一直认为人民币汇率被高估,如何用具体的实例证明您的观点?

鲁政委:根据塞缪尔森·巴拉萨效应,实际有效汇率是与劳动生产率密切相关的。一个经济体的劳动生产率持续的上升,最终实际有效汇率一定会升值。

如果是固定汇率,双边汇率不能动,那么,让实际有效汇率上升的途径就是国内通胀水平的上升。通俗来讲,

就是汇率被低估,产品太便宜,造成国内外需求量过旺,导致国内通胀压力上升,这就很好地解释了中国2006-2007年的经济状态。从这个意义上说,2005年,美国要求人民币升值是有些道理的,那个时候人民币汇率的确是低估的。

如果汇率是被高估又会出现什么情况?如果双边汇率还是固定的,最后的结果就是一定表现为通缩,这样才能让实际有效汇率恢复平衡。

以上假定双边汇率固定不变。还有一种情况,如果汇率是浮动的,则当海外需求过旺时,就会表现为本币升值。如果升值会抑制国际对国内产品的需求,导致总需求不会过快扩张,最后的结果就是国内的物价水平不会很高。反之,亦然。

因此,对当前人民币汇率已经高估的判断,是与中国经济基本面大致吻合的。这一判断从经济基本面的微观、中观、宏观层面都可以得到验证。

证券时报记者:从微观上如何证明汇率被高估?

鲁政委:从微观层面看,最近几年外商直接投资(FDI)当中制造业的投资比重迅速下降,已经从2006年的接近65%下降到2014年末的33%,8年下降了将近一半,而与此同时,FDI中服务业投资比重则迅速上升;在出口

中国经济当前的减速相当大一部分原因是人民币实际有效汇率高估造成的。

总体来看,人民币有效汇率与中国整个工业企业的利润增速呈反方向变化。实际有效汇率越高,工业利润增速越低。正是由于实际有效汇率高估导致可贸易程度高(第二产业)的企业不盈利,使得大家把越来越多的钱转而投资到还能继续赚钱的房地产。

当中,外商所投企业的出口比重迅速下降,从2006年时的60%下降到目前的45%。

这反映到现状就是,外商投资的一些制造企业都已经开始关闭在中国的工厂,低端的开始向东南亚、墨西哥等地外流,比如典型的服装、鞋帽、玩具等。

与此同时,一些高端制造业的外商投资也宣布不再增加对中国投资,而是考虑新建或继续扩大在北美的工厂。一些调查咨询公司的数据表明,在亚洲,中国已是仅次于新加坡、生产或成本第二高的地区;美国最落后的州相对于中国的东南沿海的差距已经缩小到只有10%-15%的差距,考虑到本土偏好,这种成本差距对于外商投资来说已经没有吸引力。

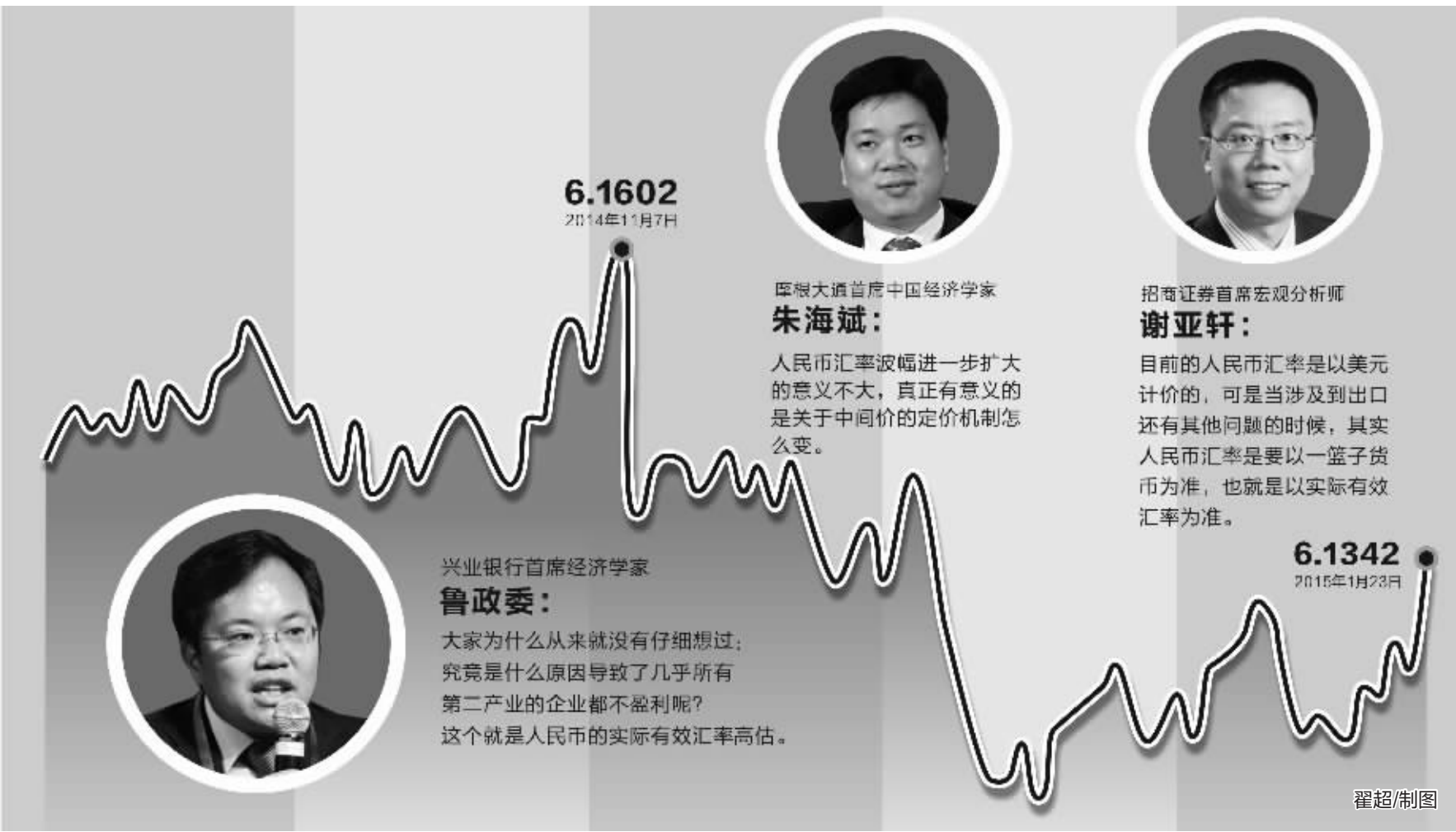
这说明中国产业已经丧失竞争优势,而实际有效汇率其实是刻画产业竞争力的最重要指标之一。

不少人士认为:汇率升值有助于产业结构调整和优化。的确如此,但过犹不及。美国早已深谙此道,第二次世界大战结束以来,虽然美国一直是科技最发达的领先经济体之一,但几乎每隔十多年就通过迫使其他主要经济体对美元升值,以此作为自己经济走出困境的不二法门。由此可见,只有避免高估,才是真正能够促进产业结构升级的汇率机制。

证券时报记者:既然您谈到汇率影响所有可贸易程度高的产业。什么是可贸易程度高的产业?请具体谈一下汇率如何影响产业的中观层面。

鲁政委:如果按照三类产业来划分,可贸易程度最高的是第二产业,包括两大类,一类是采掘业即大宗商品,比如矿业等相关产品,另一类是制造业。可贸易程度最低的是第三产业即服务业。

可贸易程度高的产品,会更多受到汇率的影响,汇率持续高估会直接让这些产业陷入困境。再从跨行业横向观察,会发现企业负债率与其行业的可贸易程度成正比。因为随着人民币升值并进而高估,可贸易程度高的产业的盈利能力所受影响更严重,导致企业无法盈利甚至亏损,负债率由此高企。



效汇率高估造成的,从这个意义上说,当前的减速是一个周期性的问题,而不全是短期无法克服的结构性问题。如果汇率机制搞对了,GDP增速重回7.5%以上应该是很容易。

人民币实际有效汇率究竟该不该贬?

对于人民币该不该主动贬值的问题,持反对意见的人常列的两大贬值危害:一是会造成各国竞争性贬值,加剧资本外流,引发金融危机;二是与人民币国际化道路相悖。但就目前的国际情况看,除人民币之外的非美货币几乎都在贬值,这就相应的推高了人民币的实际有效汇率。根据国际清算银行最新公布的数据显示,2014年人民币实际有效汇率涨幅6.24%。

证券时报记者:人民币是否需要主动贬值?贬值是否存在风险?

鲁政委:从各个国家来看,有准备的主动贬值风险都不大,而贬值酿成巨大金融风险的,基本上都是一直承诺(明示的或隐含的)本币不贬值但却突然大幅调整的经济体,风险爆发的关键在企业、金融机构微观层面的货币错配和缺乏汇率避险安排上。

为避免因贬值爆发风险,应增强人民币汇率的弹性,让汇率更多随市场供需波动,有升有贬;除非出现极端情况,否则一般不进行干预。汇率波动会有效培育人们的避险意识,当所有主体都作了避险安排时,外汇市场有买有卖,流动性就会很好,避险成本就会不断降低,汇率短期内的上下波动也不会影响企业的正常业务。这样反过来汇率也就可以自由浮动。

谢亚轩:不管是汇率是有意地升值还是贬值,其实都是对价格的扭曲。汇率的走向应该是让市场来决定,根据市场的供求状态来决定它的浮动,只不过央行到了关键时刻需要适当维护汇率的稳定。但这里面确实有一个问题,也就是说目前的人民币汇率是以美元计价的,可是当涉及到出口还有其他问题的时候,其实人民币汇率是要以一篮子货币为准,也就是以实际有效汇率为准。

如果以一篮子货币为准的话,其实人民币没必要一直跟着美元保持强势。但是,如果谈及贬值的话,贬值到何种幅度,会形成人民币贬值的预期?会减少人们持有人民币的意愿,这是很难量化的。所以说对于人民币贬值的一个最大担忧是,担心会形成人民币贬值的预期,降低市场对人民币货币的需求,同时也会对整个货币政策宽松的能力起负面作用。

此外,大幅度的贬值是一种以邻为壑的策略,也就是说只管自己的利益不顾他人的利益。一个有责任心担当的经济体,轻易的选择是没有必要的,也不符合人民币国际化的价值。

鲁政委:首先,从史上成功的货币国际化来看,本国经济的持续稳定发展,才是国际化能够最终成功的根本。如果为了短期内所谓的国际化水平的提升而妨

碍了经济稳健增长,最终人民币国际化也将行而不远。

其次,从货币国际化的阶段来说,初级阶段一般是借助于贸易结算的国际化,第二个阶段是借助于资本输出的国际化。作为贸易商,其理性的行为是“收硬付软”(接收具有升值前景的货币,而付出具有贬值可能的货币)。目前人民币结算在贸易当中的比例已经接近30%,这个比例已相当于当年德国马克、日元曾达到的水平。由此也折射出,短期内继续借助贸易结算推动国际化的空间已经很小。

因此,下一阶段的人民币国际化,应更多依赖资本输出。而从投资者来说,其总是愿意借用“软币”的,如果人民币不断升值,就意味着其借用人民币的债务负担会越来越重,就没有人愿意使用人民币借贷。

朱海斌:实际有效汇率贬值的话,第一个风险就是全球竞争性贬值,假设其他货币不变,美元升值10%,人民币实际有效汇率要贬值的话,人民币兑美元要贬值10%以上。在这种情况下,肯定会带动其他国家的贬值,这样就会形成一个竞相贬值的怪圈。与此同时,这也会加剧资本外流的程度。

另外一个方面,单纯的寄希望于压低汇率以带动出口、延缓经济调结构的想法是很危险的。从现在改革的过程看,自己的“内功”要先做好,很多国家经济的好坏,最终还是取决于调结构的步子有多稳,如果只是用短期的政策来延缓这个过程,从中长期来看,是一个错误的选择。

美元走强 人民币应如何应对?

“欧洲央行新版QE政策加上美国QE政策正常化的趋势,将会进一步推动美元汇率走强,从而使人民币对美元汇率形成下行压力。”这是央行副行长潘功胜上周末的讲话,其实也是市场的共识。今年人民币贬值或在所难免。

证券时报记者:面对今年国内外汇市场的环境变化,人民币应当如何应对?

朱海斌:这个问题牵涉到用什么汇率水平衡量比较合适,通常我们说的汇率是人民币兑美元的汇率,但是从贸易的角度看,更合理的应该是实际有效汇率。从这个角度看,2015年人民币面临着“一个为难的选择”,我们现在的汇率体系主要还是跟美元的双边汇率体系,我的建议是,汇率改革转到更加关注一篮子货币(即实际有效汇率)。

在这样的情况下,我觉得比较合理的汇率政策是,假设美元今年升值10%,那么人民币兑美元应该贬值3%~5%,就是说人民币的实际有效汇率升值3%~5%。

一方面,这样可能会避免人民币跟着美元被动地走强,因为在其他国家纷纷对美元贬值的情况下,人民币如果坚持不贬值的话,等于说把贸易的压力扛到了自己的肩上。

另一方面,2014年中国的经常项目顺差是扩大的,因此人民币加大贬值的理由并不充分。如果人民币实际有效汇率升值3%~5%,可一定程度上避免经常项目顺差进一步扩大,也会避免各国出现竞争性贬值的局面。

货币政策方面,我们更多的还是要考虑国内的经济状况,短期经济下行压力比较大,传统行业中制造业、房地产业调整的压力仍然在持续,新的经济增长点在短期内也没有形成,经济整体面临下行的风险,同时通胀的压力明显在下滑。在这个大环境下,货币政策就应该中性偏松。

谢亚轩:其他情况不变时,如果人民币保持升值或者基本持平,当美元走强的时候,都会对国内造成通缩的压力。而如果人民币对美元明显的贬值虽然会消灭通缩的压力,但是也会带来其他负面影响。

因此我对人民币汇率的看法是,一方面人民币汇率需要保持波动,加大区间波动性(预计今年人民币兑美元汇率的波幅会在6.0-6.3之间),另一方面在货币政策上需要适度的加大宽松力度。

对于央行来说,一方面还要继续逐步退出常态式的外汇干预,维持人民币的区间波动;同时,央行和外管局应该加大资本项目的可兑换,让市场自如地选择不同币种资产;第三个方面,需要向其他国家的央行一样,维持金融系统的稳定。

鲁政委:这个问题从长远看,实质是探讨人民币汇率机制如何发展。我认为主要是两点:第一点,一定要渐进扩大人民币汇率市场相对中间价的波动区间,最终实现完全放开;第二点,要进一步扩大人民币中间价的日间波动幅度,因为中间价总是不动,市场价也很难那么有弹性。

汇率均衡水平在不同时间是不一样的,重要的不是找到那个均衡水平,而是培养一种能够始终不会持续偏离均衡水平的机制,让这个机制发生作用。而这个机制就是要央行退出常态化的干预,更多地让市场起决定性作用。具体来说就是扩大两个“幅度”(人民币汇率市场价相对中间价波动区间的继续扩大、人民币中间价日间波动幅度的扩大)。

朱海斌:从下一步来看,我个人的观点是,人民币汇率波幅的进一步扩大(如从2%到3%)的意义不大,真正有意义的是关于中间价的定价机制怎么变。

这两个方向,一是汇率锚是盯着美元还是一篮子货币,这是一个非常深刻的变化;另外一个就是中间价定价机制是不是能够更好地反映市场的供求关系,中间价是不是能够跟着每天的市场价变动。这两种情况,无论哪一种都是更加市场化的安排。

针对中间价定价机制,具体来讲,就是中间价跟着即期市场价走,比如市场价第一天降低了1%,第二天中间价也跟着贬1%,即第一天最后一个实际成交价就是第二天的中间价。如果是这种情况,那人民币汇率机制跟其他国家一样,实现完全市场化。