

外汇超额供给的原因 及对人民币升值压力的解释

何 蓉

摘要：人民币汇率制度同时具有“规模管理”和有限浮动的特征，而不是纯粹意义上有管理的浮动汇率制。在该机制作用下，外汇需求不足，低通胀率使汇率实际贬值，进而形成了双顺差。外汇偏离度的变化则表明“热钱”在大量流入，在双顺差与“热钱”的作用下，外汇供给持续增加，对中央银行货币政策形成现实挑战，使人民币面临巨大升值压力。因此，要降低升值压力，短期措施在于扩大外汇需求和限制外汇供给，长期措施在于改革人民币汇率形成机制。

关键词：人民币汇率 汇率形成机制 有管理的浮动汇率制 外汇交易偏离度 升值

人民币汇率问题之成为焦点始于一些西方国家的发难，为此学术界与金融界对人民币汇率以及汇率制度改革展开了激烈的讨论。最终在 2005 年 7 月 21 日，中国人民银行宣布我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。此次改革的效果还有待观察，但是从这次关于人民币汇率问题的讨论以及汇率改革本身来看，仍然留下了一些值得思考的地方：一是以人民币升值作为研究人民币汇率问题的假设前提是否合适。在对人民币汇率问题给出一个逻辑分析以前，价值判断的预设往往会对决策者思维产生误导性影响；二是在该假设前提下，对于人民币汇率形成机制的研究被忽视了，而这才是研究人民币汇率的逻辑起点；三是从汇率形成机制来看，本次改革能否有效地消解人民币升值的压力。

从这几点思考出发，本文试图研究的问题是：在各种汇率制度下，决定汇率变动的主要经济变量是什么？在一个兼具发展与转轨特征的经济体中，汇率制度与成熟市场经济条件下的目标模式肯定存在差别，人民币汇率形成机制是怎样的？在人民币汇率形成机制下，影响汇率实际变动的基本经济变量有哪些？人民币汇率实际变动的趋势及其经济影响如何？人民币汇率升值的压力来自哪里？应从哪些方面采取政策措施以消解升值压力？

一、决定汇率变动的基本经济变量

汇率是一国货币的对外价格，其决定过程错综复杂，如果从经济体系构成的层面来看，决定汇率变动的影响因素则存在于实体经济和虚拟经济两个层

面中。在经济发展的不同阶段，实体经济与虚拟经济在整个经济体系构成中的对比关系是不一样的，由此产生的汇率决定理论也不同，最经典的汇率决定理论就是分别从实体经济与虚拟经济这两个研究角度提出的购买力平价说与利率平价说。购买力平价说的基本思想是汇率取决于两国货币购买力的对比，描述了理想状态下汇率与物价指数或通货膨胀率之间的关系，包括绝对购买力平价与相对购买力平价。利率平价说的基本思想是，远期汇率与即期汇率的差价是由两国利率差异决定的，高利率国的货币在期汇市场上必定贴水，而低利率货币在期汇市场上必定升水，利率平价公式反映了市场预期汇率变动的百分比与两国利率差异的等价关系。

关于汇率决定还有其他许多理论解释，但是购买力平价说与利率平价说指出了决定汇率变动的两个基本经济变量——物价和利率，这也是其他汇率理论在解释汇率变动时的两个基本变量。但在不同的汇率制度下，这两个经济变量对汇率变动的影响也是不一样的。一般来说，汇率决定的问题是由物价、利率等多个经济变量共同决定的。而在中间汇率制下，由于汇率在很大程度上受政府控制，一般是在一个或大或小的范围之内变化，这样在汇率变动的过程中，随着约束条件的不同，物价与利率这两个基本经济变量的作用就不一样了。同时，随着经济的进一步开放，各国金融市场之间的联系日益密切，国际资本流动的规模迅速膨胀，使各国金融市场的相互影响加深，虚拟经济部分迅速膨胀，在这种情况下，市场交易主体的预期在汇率变动中的作用日益显著，在预期的作用下，国际资本尤其是游资对一

国货币汇率的变动往往会起到推波助澜的作用。

二、人民币汇率的形成机制及理论分析

(一) 人民币汇率形成机制

与汇率决定的理论模式相比,作为一个兼具发展与转轨双重特征的发展中大国,我国人民币汇率形成机制有着几个阶段性的约束条件,包括:人民币自由兑换尚未实现;货币市场不发达,利率尚未市场化;外汇市场还没有充分发展起来,更谈不上是“有效市场”;强制结售汇制与结汇周转头寸的限额管理。

在这几个约束条件的作用下,人民币汇率形成机制如下:以外汇指定银行为主体,以经常项目可兑换为基础,基于结售汇周转头寸限额管理,通过市场主体频繁的“抛”“补”交易行为形成外汇市场上供求关系,进而形成市场汇率。因此,从汇率形成机制的角度来看,人民币汇率制度是有管理的浮动汇率制,本质上是一种中间汇率制。

但是,与一般意义上的管理浮动不同的是,我国外汇市场上的交易关系与汇率水平并不是外汇供求关系的完全反映。在上述约束条件尤其是强制结售汇制与结汇周转头寸限额管理的作用下,外汇市场交易规模及活跃程度受到限制,市场上存在的是一种有限的供求关系。人民币汇率的变化是由特定“规模”的市场供求来决定的,汇率形成机制实质上是一种“规模管理”的市场供求决定机制。这种“规模管理”的市场供求决定机制反映在外汇市场上就是两种渠道的缺失:首先,由于资本账户尚未完全开放,利率尚未市场化,如果外汇市场上供需失衡,就不能通过国际金融市场这一渠道来释放超额供给或满足超额需求;其次,在强制结售汇制和结汇周转头寸限额管理下,企业与银行不能意愿持有外汇头寸,同时在经常项目下依然存在一些限制措施,使得居民也不能意愿持汇。这样,如果外汇市场供需失衡,同样缺乏容量足够大的国内渠道来释放超额供给或满足超额需求。

如果外汇市场供求平稳,汇率基本上是由市场供求决定。但是,在经常项目或资本与金融项目持续出现顺差或逆差,或者持续出现双顺差甚至双逆差的情况下,由于国内外吸收渠道的缺失,外汇市场上就会出现超额供给或超额需求,进而导致供求失衡。为保持汇率稳定,中央银行对外汇市场的干预就不可避免,以吸收超额的外汇供给或满足超额的外汇需求。这里,有管理的浮动汇率制的特征就得到了体现,表现为汇率的有限浮动。故可以将人民币汇率决定机制形象地描述为“风筝型”汇率机制,即“可以飞,但不能飞得太远”。

这样,在外汇市场的交易中,“存量”部分由市场吸收,“增量”部分由中央银行吸收,形成国家的外汇储备。在中央银行的汇率政策中,如果说最终目标是稳定汇率,那么中介目标则是外汇供需。因此,中央银行充当了外汇交易差额的最后承担者,这使人

民币汇率决定机制同时具有“规模管理”和有限浮动的特征,而不是纯粹意义上有管理的浮动汇率制。

(二) 人民币汇率变动的理论分析

在人民币汇率形成机制下,中央银行通过对外汇市场上供给与需求这一中介目标的调节,来达到稳定汇率的政策目标。那么,从理论层面上看,影响人民币汇率变动的主要经济变量是什么呢?也就是说影响外汇供给与需求的主要经济变量是什么?前文的理论分析表明,影响汇率决定的基本经济变量主要有物价、利率和市场交易主体的预期。

从利率的层面来看,由于我国利率尚未市场化,同时资本与金融项目尚未完全开放,利率平价模型对人民币汇率变动的解释能力是很弱的,对1982年至2004年我国实际使用外国资本、人民币汇率变动与中美利差之间的相关分析表明,中美利差与前者的相关系数仅为0.11,与后者的相关系数也仅为0.15。因此,利率对外汇供给及至对人民币汇率变动的影响是很小的,从虚拟经济层面对人民币汇率变动的解释并不充分。影响人民币汇率变动的主要经济变量应是实体经济层面的,即物价。

根据相对购买力平价理论:

$$\Delta e = \Delta P_A - \Delta P_B$$

其中: ΔP_A 为本国通胀率; ΔP_B 为外国通胀率; Δe 为汇率变动幅度, $\Delta e > 0$ 则为本币升值, $\Delta e < 0$ 则表示本币贬值。

也就是说汇率的变化应等于两国通货膨胀率之差,但是,如果一国的汇率制度是有管理的浮动汇率制,那么就要看该国的汇率制度是更靠近浮动汇率制,还是更靠近固定汇率制,如果浮动幅度太小,以至于即使汇率变化达到其上限($\Delta \bar{e}$)也不足以覆盖通胀率的变动之差,即 $|\Delta \bar{e}| < |\Delta P_A - \Delta P_B|$,在这种情况下,由通胀率的相对差异引起的汇率实际变动可以分为两个部分来解释,第一部分可由外汇市场上的汇率变化幅度 Δe 来解释,这是基于购买力平价说的解释,第二部分则是基于凯恩斯理论的解释,即短期内本国价格水平上升将带来汇率实际升值,而外国价格水平的上升则会带来汇率实际贬值,在有管理的浮动汇率制下,尤其是汇率波动幅度受到严格限制的汇率制度下,这种解释是站得住脚的。

这样计算汇率实际变动幅度的公式就是:

$$\Delta e = \Delta P_A - \Delta P_B = \Delta P'_A - \Delta P'_B + \Delta e'$$

$$\text{s.t. } |\Delta \bar{e}| < |\Delta P_A - \Delta P_B|$$

其中: $\Delta \bar{e}$ 是汇率变动幅度的上限; $\Delta P_A - \Delta P_B$ 为汇率实际变动幅度,即在没有剔除 Δe 影响之前的两国通胀率之差; $\Delta P'_A - \Delta P'_B$ 为当期两国通胀率之差,即在剔除 Δe 影响之后的两国通胀率之差,在数据表述上就是两国统计部门实际公布的当期通胀率之间的差; Δe 为外汇市场汇率变动幅度。

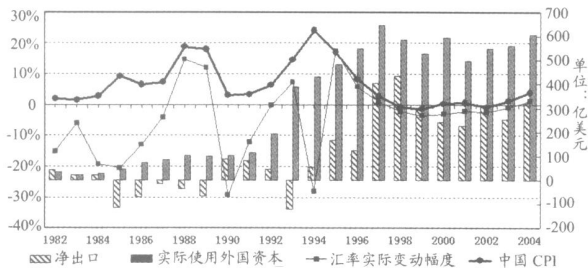
从汇率实际变动的理论分析可以看出,在我国实行有管理的浮动汇率制下,如果本国价格水平大幅上升,则将会出现汇率实际升值的现象,反之则会

出现汇率实际贬值的现象。举例来说,如果 A 国通胀率为 10%,B 国为 5%,按照购买力平价理论,A 国货币实际贬值幅度应在 5%以上,但是由于该国货币汇率变动的上限为 2%,在外汇市场上,该国货币只能贬值 2%,还有 3%的部分没有被市场上汇率的变化所覆盖,即该国货币汇率的实际变动幅度为 $10\% - 5\% - 2\% = 3\%$,则该国货币实际升值 3%。相反,如果 A 国通胀率为 5%,B 国为 10%,按照购买力平价理论,A 国货币实际升值幅度应在 5%以上,但是由于该国货币汇率变动的上限为 2%,在外汇市场上,该国货币只能升值 2%,还有 3%的部分没有被市场上汇率的变化所覆盖,即该国货币汇率的实际变动幅度为 $5\% - 10\% + 2\% = -3\%$,则该国货币实际上贬值 3%。

在人民币汇率制度下,以第二种情况为例,在人民币汇率决定机制下,如果人民币汇率的变动幅度不足以覆盖由于通胀率差异引起的汇率应该变动的幅度,那么人民币汇率的实际走低就会引起经常项目或资本项目的净流入,从而导致外汇市场上超额供给的形成。

三、经常项目、资本和金融项目与人民币汇率变动关系的实证研究

按照上述理论公式,本文以美国的相关经济指标为参照,计算了 1982 年至 2004 年各年人民币汇率实际变动幅度 Δe ,并将其与进出口差额和外商直接投资的数据进行了对比分析(见图 1),可以看出:人民币汇率实际变动幅度与我国消费物价指数(CPI)基本上保持了一致的变化趋势,尤其是 1994 年我国汇率改革以后,两者之间变动的趋同性更为明显。而从最近几年尤其是 1997 年以来我国经济出现了通货紧缩后,人民币汇率出现了持续走低的现象。在有管理的浮动汇率制下,尤其是在浮动幅度较小时,较低的通胀率事实上会引起人民币汇率的实际贬值,或者是外国货币升值。在这种情况下,从理论逻辑上看,我国出口产品竞争力就会增强,同时相对于国外来说,由于国内生产成本相对降低,汇率风险较小,预期利润率较高,外国直接投资也会增加,从而外汇市场上的外汇供给也会增加。



资料来源:根据以下数据绘制:

净出口数据来自《中国统计年鉴》(2004),其中 2004 年数据来自《中国统计摘要》(2005),1982 年、1983 年、1984 年、1986 年、1987 年、1988 年数据分别来自 1983 - 1984 年、1987 - 1989 年各年的《中国统计年鉴》;

实际利用外资额数据来自《中国统计年鉴》(2004),其

中 2004 年数据来自《中国统计摘要》(2005),1982 年、1983 年、1984 年、1986 年、1987 年、1988 年数据分别来自 1983 - 1984 年、1987 - 1989 年各年的《中国统计年鉴》;

通货膨胀率数据根据各年 CPI 数据计算,CPI 数据来自各年的《中国统计年鉴》,其中 1982 - 1984 年尚没有 CPI 数据,鉴于随后几年 CPI 与 RPI 数据比较接近,这里用这几年的 RPI 代替 CPI;

汇率实际变动的数据根据本文提出的计算公式计算,其中美国的通胀率数据来自中经网统计数据库,人民币市场汇率变动数据根据历年《中国统计年鉴》人民币对美元平均汇价计算。

图 1 实际汇率变动幅度与进出口差额、外商直接投资的比较

从我国经济发展的实践来看,也较好地印证了上述理论逻辑下的结论(见图 1 中所展现的汇率实际变动幅度与我国历年进出口差额、外商直接投资之间的关系)。下面将从经常项目和资本与金融项目的角度来进行分析。

(一)经常项目分析

1982 - 2004 年共计有 23 个年份,其中,出现贸易逆差的有 6 个年份,逆差合计为 427 亿美元。其余 17 个年份均为顺差,顺差合计为 3 114 亿美元。历年累计实现顺差为 2 686 亿美元,年均顺差额为 116.82 亿美元。从统计数据来看,1994 年以来,我国对外贸易连续 11 年实现顺差,尤其是 1997 年以来,顺差大幅增加,年均顺差额为 309.54 亿美元。在强制结售汇制度下,这就意味着在每一个工作日,中央银行会在外汇市场上购入 1 亿美元。

表 1 中国历年经常项目差额及进出口差额(1982 - 2004 年)

单位:亿美元

年份	经常项目差额	进出口差额	年份	经常项目差额	进出口差额
1982	56.74	42.50	1995	16.18	167.00
1983	42.40	19.90	1996	72.42	122.20
1984	20.30	20.30	1997	369.63	404.20
1985	-114.17	-114.20	1998	314.71	434.70
1986	-70.35	-70.40	1999	211.14	292.30
1987	3.00	-16.60	2000	205.19	241.10
1988	-38.03	-38.00	2001	174.05	225.50
1989	-43.17	-66.00	2002	354.22	304.30
1990	119.97	87.40	2003	458.75	254.68
1991	132.70	81.20	2004	686.59	319.50
1992	64.01	43.50	平均值	130.17	116.82
1993	-119.03	-122.20	合计	2 993.84	2 686.88
1994	76.58	54.00			

资料来源:经常项目差额数据来自国家外汇管理局 1982 - 2004 年各年《中国国际收支平衡表》;

净出口数据来自《中国统计年鉴》(2004),其中 2004 年数据来自《中国统计摘要》(2005),1982 年、1983 年、1984 年、1986 年、1987 年、1988 年数据分别来自 1983 - 1984 年、1987 - 1989 年各年的《中国统计年鉴》。

(二)资本与金融项目分析

从资本与金融项目差额来看,全部 23 个年份中有 19 个年份为顺差,资本与金融项目累计实现顺差 4 289.27 亿美元,年均实现顺差 186.49 亿美元,其

中,逆差年份累计实现逆差 78.01 亿美元,其余顺差年份顺差合计为 4 367.28 亿美元。值得注意的是,1993 年资本与金融项目顺差出现跃升,除了在 1998 年出现 63.21 亿美元的逆差之外,1993 年以来的 12

年中,有 11 年实现了资本项目下的顺差,合计为 3 933.29 亿美元,年均实现顺差 322.51 亿美元。尤其值得关注的是最近已连续 6 年实现资本项目下的顺差,顺差合计为 2 375.54 亿美元(见表 2)。

表 2 中国历年资本与金融项目差额及实际使用外国资本(1982 - 2004 年)

单位:亿美元							
年份	资本和金融项目差额	实际使用外国资本	净误差与遗漏	年份	资本和金融项目差额	实际使用外国资本	净误差与遗漏
1982	3.38	31.50	2.79	1995	386.75	481.33	- 178.12
1983	- 2.26	19.80	1.17	1996	399.67	548.04	- 155.66
1984	- 10.03	27.05	- 9.32	1997	210.15	644.08	- 222.54
1985	89.72	44.62	0.92	1998	- 63.21	585.57	- 187.24
1986	59.44	72.58	- 8.63	1999	51.80	526.59	- 177.88
1987	60.02	84.52	- 13.71	2000	19.22	593.56	- 118.93
1988	71.32	102.26	- 10.11	2001	347.75	496.72	- 48.56
1989	37.24	100.59	0.90	2002	322.91	550.11	77.94
1990	32.55	102.89	- 31.34	2003	527.26	561.40	184.22
1991	80.32	115.54	- 67.48	2004	1106.60	606.00	270.45
1992	- 2.51	192.02	- 82.52	平均值	186.49	317.76	- 42.15
1993	234.74	389.60	- 98.04	合计	4289.27	7308.50	- 969.43
1994	326.44	432.13	- 97.75				

资料来源: 资本和金融项目差额、净误差与遗漏数据来自国家外汇管理局 1982 - 2004 年各年《中国国际收支平衡表》;实际利用外资数据来自《中国统计年鉴》(2004),其中 2004 年数据来自《中国统计摘要》(2005),1982 年、1983 年、1984 年、1986 年、1987 年、1988 年数据分别来自 1983 - 1984 年、1987 - 1989 年各年的《中国统计年鉴》。

(三) 结合经常项目和资本与金融项目的分析

从表 1、表 2 及前面的分析可以看出,在 1994 年以前,国内经济在高增长的同时,也伴随着较高的通胀率,实际上,在当时的汇率制度下,较高的通胀率在一定程度上推动了人民币汇率实际升值,对进口扩大起到了一定的作用,在 1982 年至 1994 年的 13 个年份中,有 6 个年份出现贸易逆差,其他年份顺差额也不是很大。

但是从 1994 年到 2004 年,除了 1998 年资本与金融项目出现了 63.21 亿美元的逆差之外,经常项目已经连续 11 年出现顺差,资本与金融项目在连续的 11 年内也出现了 10 年顺差。1994 年至 2004 年,贸易项目和资本与金融项目的顺差合计为 6 574.8 亿美元,年平均达到了 597.71 亿美元。在这一阶段,经济形势出现了转变,经济依然保持了平稳较高的增速,但有所下降,从 1997 年开始进入了通货紧缩时期。在低通胀率甚至出现负的 CPI 的情况下,人民币汇率的实际变动是持续走低,这无疑对推动出口起到了较大的作用,同时外商直接投资也大幅增加,出现了持续多年的“双顺差”现象。

应该说,贸易差额与外商直接投资的变化趋势较好地印证了前述结论,由此我们进一步得出的一个结论是:在有管理的浮动汇率制下,如果浮动幅度较小,那么物价水平的变化对于国际收支的作用是主要的,这样可以推论,如果通胀率继续保持在低水平,我国的双顺差现象可能还会持续下去。

在现行的汇率制度下,中央银行要保持汇率稳定,就必须保持对中介目标即外汇供给的持续调控,而如前所述,现行人民币汇率形成机制使外汇市场上缺乏正常的吸纳超额供给的渠道,在外汇出现超

额供给的情况下,只能由中央银行充当外汇交易差额的最后承担者。持续的双顺差使外汇市场上的供给不断增多,累积的超额供给也即外汇交易差额在量上的累积最终是由中央银行来吸收,并最终表现为国家外汇储备的变化。而在这种量的积累进而外汇储备达到一定规模之后,就会对货币政策的有效性形成挑战。

四、人民币汇率变动外在扰动因素的估计

在前面的理论分析中,本文曾指出另外一个经济变量——市场交易主体的预期对汇率变动的作用日益加大,有着明确升值或贬值预期的国际资本尤其是游资的流入流出在汇率变动的过程中往往会起到推波助澜的作用。最近几年,除了持续的双顺差外,在人民币升值的预期下,作为一个外在扰动因素,国际游资(一般称为“热钱”)的表现更为突出,成为我国外汇储备急剧增长的主要来源之一,是迫使人民币升值的“催化剂”,甚至对人民币汇率形成机制也形成了强烈的冲击。

为估计我国外汇市场上“热钱”的变化情况,本文选择了外汇市场交易额、进出口差额及外商直接投资额作为分析对象。由于人民币汇率制度本身的特点,可以认为,进出口差额及外商直接投资额所决定的外汇收入的变化基本上可以代表外汇市场上的外汇供给,也就是说可以视为外汇市场交易的真实基础,外汇交易额的变化是以二者之和为基础的。实证分析也支持本文的这一假设,从对外汇市场交易额与进出口差额及外商直接投资额的相关分析可以看出,二者的相关系数为 0.68,表现出了明显的相关性。因此,分析外汇市场交易额和其真实基础

之间的相对变化情况,就可以估计我国境内“热钱”的变化情况。

这里我们选择了三组数据进行分析:一是外汇市场交易额,选取了自1994年4月份中国外汇交易中心成立以来至2005年5月份每月外汇市场交易额;二是进出口差额,选取了1994年4月份至2005年5月份的月度数据;三是外商直接投资额,选取了1994年4月份至2005年5月份的月度数据。

在指标选择上,本文以“跟踪误差”这一概念为依据,设计了一个指标——外汇市场交易偏离度,该指标的定义就是指外汇市场交易额与其真实基础(进出口差额及外商直接投资额二者之和)之间的偏差。该指标衡量了外汇市场交易额与其真实基础之间的拟合程度,反映了外汇市场交易额与其真实基础之间偏差的分布特征。其作用在于考察外汇市场交易情况的变化是否反映了进出口差额及外商直接投资额所决定的外汇供给变化情况,也就是说,外汇市场上的变化是否反映了其真实基础的变化情况,如果外汇市场交易偏离度太大,那么说明外汇市场交易额与其真实基础之间的偏差过大,可能有新的因素对外汇市场产生了扰动,也有可能是外汇市场上交投活跃,放大了外汇市场上的交易量。但不管是哪一种情况,都表明外汇市场交易额与其真实基础之间的偏差加大。

外汇市场交易偏离度的定义是:

$$TE_D = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (D_t - \bar{D})^2}{n-1}}$$

其中, $D_t = TVFE_t - BP_t$, 是指第 t 日外汇市场交易额($TVFE_t$)与其真实基础(BP_t , 也即进出口差额及外商直接投资额二者之和)之差; $\bar{D}$ 是计算区间内 D_t 的平均值, $\bar{D} = \sum_{t=1}^n D_t / n$, n 为计算区间; $t = 1, 2, 3, \dots, n$ 。本文计算每一个月的外汇市场交易偏离度指标, 计算区间为每一个月起前12个月(含当月)。由于本文选取的是1994年4月份至2005年5月份各月的数据, 因此第一个外汇交易偏离度数据是1995年3月份的计算数据, 也就是说1995年3月份的数据说明了自1994年4月份以来的最近12个月份外汇市场上所表现出的交易偏离度(该值为10.99亿美元); 而1995年4月份的数据则说明了自1994年5月份以来的最近12个月份外汇市场上所表现出的交易偏离度(该值为11.27亿美元); 依此类推。根据计算结果制作的折线图如图2所示。

由图2可以看出, 2000年1月份以来, 外汇市场交易偏离度出现了持续显著的提高, 尤其是在2003年1月份以后, 该指标表现出了明显的“高开高走”的趋势, 到2005年4月份、5月份达到了极至, 外汇市场交易偏离度达到了73.09和83.47的水平。如果按照外汇市场交易偏离度的持续变化, 可以将其发展演变划分为四个阶段:

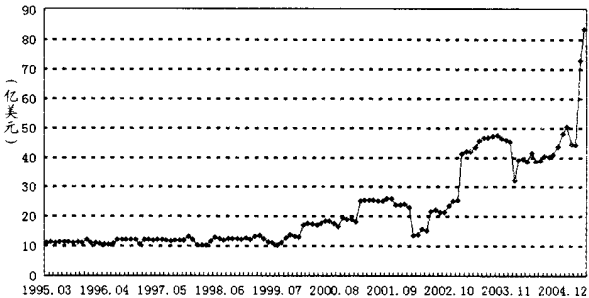
第一阶段是1994年4月至1999年12月, 在此

期间外汇交易偏离度的最大值为13.67, 最小值为10.65, 平均值为11.78, 整体来看变化比较平稳, 外汇交易额的变化基本上是围绕着其真实基础在变化。

从第二阶段开始, 外汇交易偏离度就出现了阶段性的、连续的、跳升的变化。在第二阶段(2000年1月份至2001年1月份), 外汇交易偏离度均值为17.93, 1994年4月份以来的均值为12.91;

第三阶段(2001年2月份至2002年12月份), 外汇交易偏离度均值为22.48, 1994年4月份以来的均值为15.25;

第四阶段(2003年1月份至2005年3月份), 外汇交易偏离度均值为45.49, 1994年4月份以来的均值为22.38, 如果将2005年4月份、5月份的极端值剔除, 在这一时期外汇交易偏离度均值则为43.07, 1994年4月份以来的均值为21.46。



资料来源: 外汇市场交易偏离度根据本文定义的公式计算。计算所需数据来源为: 每月外汇市场交易额数据: 2002年1月-2005年5月的数据来自中国人民银行各年外汇交易统计表, 1994年4月-2001年12月的数据来自中经网统计数据库; 1994年1月-1999年12月的进出口差额数据来自中经网统计数据库, 2000年1月-2005年5月的数据来自商务部统计库; 外商直接投资额数据来自中经网统计数据库。

图2 1994年4月-2005年5月外汇市场交易偏离度

如果以1999年12月份为界划分为两个阶段, 则可以看出: 1994年以来外汇市场交易偏离度的均值为22.38, 1994年4月份至1999年12月份期间均值为11.78, 1999年12月份至2005年3月份期间的均值为31.55, 也即前后两个时期之间出现了跳跃性的上升(外汇市场交易偏离度均值的阶段性变化见表3)。

表3 外汇市场交易偏离度阶段演变情况
单位: 亿美元

		截止日				
		1999.12	2001.01	2002.12	2005.03	2000.05
起始日 (四阶段划分)	1994.04	11.78	12.91	15.25	21.46	22.38
	2000.01		17.93			
	2001.02			22.48		
	2003.01				43.07	45.49
起始日 (两阶段划分)	1994.04	11.78				31.55
	1999.12					22.38

资料来源: 同图2。

从上面的分析可以看出,无论是折线图所表现出来的变化趋势,还是阶段划分所描述的阶段性变化情况,都可以得出一个结论,即2000年1月份以后,外汇市场交易偏离度出现了阶段性变化,在2003年1月份以后的这一阶段偏离度最为明显,到2005年4月份和5月份更是达到了极至。根据前文的定义,外汇市场交易偏离度反映了外汇交易额与其真实基础之间的拟合程度,也即反映了二者之间偏差的大小。由此,根据前面的分析,本文认为,2000年1月份以后,外汇交易额与其真实基础也即进出口差额、外商直接投资之间的偏差越来越大,尤其是在2003年1月份以后,偏差越来越大,甚至在2005年4月份、5月份出现了跳升。外汇交易偏离度出现极端值说明,鉴于对外部环境变化的判断,出现了部分国际游资的无序进入,这部分“热钱”的目的就在于赌人民币升值。

基于人民币汇率制度的具体情况,我们认为,外汇交易额持续显著地偏离其真实基础表明我国外汇市场受到了极为强烈的外部扰动,在这一阶段虽然进出口差额、外商直接投资也出现了连续的较大的增长,但并不是以使外汇市场相对于其真实基础表现出如此大的偏离,而由于我国资本市场尚处于管制状态,因此本文认为,从外汇交易偏离度的变化来看,“热钱”的流入并非一轰一伙形成的,而是与我国的经济周期有极强的同步性,在2003年以后,外汇交易偏离度的跃升就表明“热钱”进入中国规模巨大且极为有序,在境内囤积的时间足够长。由此本文得出结论:在人民币升值的预期下,出现了“热钱”持续、巨额和有序的流入。

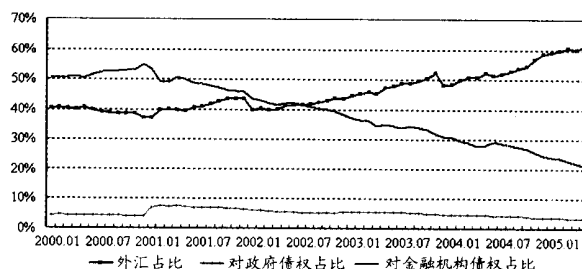
五、外汇供给持续增多引发的问题与相关政策建议

至此可以看出,在目前的人民币汇率形成机制下,物价水平的持续走低在极大程度上推动了双顺差的形成,持续的双顺差导致外汇市场上外汇供给持续增多,这种增量最终反映在外汇储备的持续增长上。与此同时,在最近几年,作为一个强大的外部扰动因素,“热钱”的流入使外汇储备的增长达到了极点,在这种情况下,中央银行的资产结构发生了巨大的变化。

由图3可以看出,进入新世纪以后,中央银行的资产结构发生了持续的、显著的变化,在中央银行的资产结构中,外汇储备与对金融机构的债权的占比均呈单向变化趋势,前者持续扩大,而后者则持续缩小。在20世纪90年代初期,中央银行对金融机构的债权占其资产的比重约为70%左右,外汇储备只占15%,对政府的债权占了剩下的15%。但从图3可以看出,进入新世纪后,在中央银行资产中,对政府的债权的占比一直在10%以下,虽然也在逐年下降,但基本上可以视为一个稳定的项目。主要变化发生在对金融机构债权和外汇储备上,2000年1月

份至2005年5月份,对金融机构债权的占比由50.62%下降到了21.48%,而外汇储备的占比则由40.14%上升到了61.12%。

随着外汇储备的持续增长,过多的外汇储备越来越成为一个负担,使中央银行货币政策的有效性受到了极大的影响。正常情况下,通过一些冲销政策如回收对商业银行的再贷款,双顺差形成的外汇储备增加对货币政策的影响可以在一定程度上消除。但是这些政策运用的空间越来越有限,双顺差的累积效应成为一个基础性影响因素,在此基础上,带着强烈升值预期的“热钱”大量涌入,这种强大的外部干扰无疑起到了强烈的催化作用,扰动作用特别显著,在极大地干扰了货币政策有效实施的同时,甚至已经开始极大地干扰了人民币汇率形成机制的正常运行。在这种情况下,中央银行面临着极大的挑战,协调货币政策与汇率政策的难度越来越大,汇率稳定与货币政策的有效性二者难以兼得。



资料来源:外汇占比、对政府债权占比和对金融机构债权占比均根据外汇、对政府债权和对金融机构债权与中央银行总资产的数据计算,外汇、对政府债权和对金融机构债权与中央银行总资产的数据来自中国人民银行公布的统计数据中的货币当局资产负债表。

图3 2000年1月-2005年5月
中央银行资产结构的变化趋势

至此,本文得出结论:人民币汇率形成机制决定了外汇需求不足及低通胀率下汇率的实际走低,由此形成的双顺差以及“热钱”的进入则使外汇供给不断累积,这样形成的外汇超额供给对中央银行货币政策施加的压力越来越大,进而形成了人民币升值的潜在压力,因此要想降低人民币升值压力,短期来看,既要限制外汇供给,更主要的是扩大外汇需求,长期来看则要改革人民币汇率形成机制。

目前,中央银行已经采取了小幅升值及盯住“一篮子”货币的改革措施,但本文认为,这并没有从根本上缓解上述矛盾。根据本文的分析,要想走出上述困境,必须逐步地、有层次地进行汇率形成机制的改革。如前所述,人民币汇率变动潜在压力的直接表现就是外汇市场上的超额供给以及需求不足,那么解决问题的政策措施就要从这里出发,不仅要从外汇供给上找出路,更要从外汇需求上找出路:

从外汇供给来看,可以适当采取一些措施,限制和减少无效的外汇供给:

(1)从经济全局的角度来看,可以对部分出口产品实施限制措施,如近期政府对一些高耗能产品出

口税与退税进行调整以限制其出口。这样既可以改善我国的出口产品结构,也能减小外汇供给方面的压力。当然,由于目前我国经济的对外依赖程度已经很高,汇率形成机制改革也要充分考虑到对我国出口产品竞争力的影响。

(2) 中央银行既是一个市场参与者,更是政府的代表,因此中央银行应积极干预汇率的形成过程。作为一个强有力政府的代表者,中央银行应彻底打消境外“热钱”对人民币的升值预期,应让包括投机者在内的市场参与者形成一个明晰的预期,即市场浮动的幅度是确定的,如果市场出现超涨超跌,中央银行必然会进行干预,而且中央银行一旦干预就肯定要达到预期目标。从短期来看,要尽快打消“热钱”对人民币升值的预期,坚决阻击“热钱”的豪赌行为。

除了采取措施调节市场上的外汇超额供给,要缓解人民币升值的压力,还需要从需求方面提供消解压力的渠道,进而缓解中央银行独自承担外汇供需差额的压力:

(1) 扩大外汇需求,创造吸纳外汇超额供给的渠道。主要是指放宽持汇限制,鼓励个人及企业持有外汇,以扩大外汇需求,包括鼓励个人、企业持汇,放宽持汇的条件,提高持汇的额度,购买外国政府债券等,甚至可以逐步实现企业和个人的意愿持汇。这些措施的好处就在于能将外汇需求的变动控制在一个可以掌控的范围内,而不至于对随后的汇率机制的改革造成制肘。

(2) 逐步放开人民币资本与金融账户,或者是在现有制度下,有限度地开放国内机构在国外进行投资的限制,比如实行 QDII 制度,以及鼓励国内企业的海外投资。

(3) 引入本外币交易的做市商制度,大力发展机构投资者,这是一国外汇市场健康运行的基础,只有这些投资主体发展起来了,才能使汇率的形成更具有客观性,同时外汇市场上的波动才能得到有效的控制。

从长远来看,人民币升值并不能解决问题,同时小幅升值只能加强对未来升值的预期,反而会使问题恶化。升值压力来自于人民币汇率形成机制,是体制原因引起的,要从根本上改变这一现状,就必须从体制上加以改变。因此,更高层次上的政策措施应是改革人民币汇率形成机制,从源头上化解升值压力。

注释:

学术界一般把国际货币基金组织定义的八种类型的汇率制度分为三类,即:固定汇率制度,包括无独立法定货币的汇率安排、货币局制度;自由浮动汇率制度,即单独浮动(自由浮动);中间汇率制,包括其他传统的固定盯住制(包括管理浮动下的实际盯住制)、水平调整的盯住(平行盯住)、爬行盯住、爬行带内浮动(爬行区间浮动)、不事先公布干预方式的管理浮动(无区间的有管理浮动)等。

这里借用了贷款规模管理的概念。

通过对 1982 - 2004 年经常项目数据的分析可以看出,历年累计,进出口差额占经常项目差额的比重达到了 89.74%,这说明进出口差额的变化基本上可以解释经常项

目的变化情况。同时,在资本和金融项目差额中,外商直接投资是最主要的解释因素,而与外商直接投资密切相关的因素则是实际使用外国资本,所以外商直接投资可以用来解释资本和金融项目的变化情况。

跟踪误差是证券投资领域里运用较多的一个指标,是指投资组合的收益率与目标指数收益率之间的偏差,基金的跟踪误差越低,绩效就越好。该指标主要用来衡量指数基金的运作绩效,对于非指数基金来说,一般是通过控制基金组合相对于基准的跟踪误差来控制投资组合中的跟踪基准偏离风险,尤其是在市场快速轮换时,通过观察该指标可以有效地控制组合的风险结构与基准的风险结构之间的偏离程度。

目前我国外汇市场实行会员制,是一个银行间外汇市场,市场交易的主体有限,外汇交易集中度高,具有明显的单边特征。据统计,在 20 世纪 90 年代,外汇交易市场中的外汇买入份额中,国有银行占 60%,中央银行占 29%;外汇售出份额中,国有银行占了 82%,因此,外汇市场上交投活跃不会是一个常态。

这里借用了证券市场上股票价格走势的术语,即相对于上一个交易日的股票价格而言,某只股票的价格在开盘时出现了一个明显的上涨,并在一段时间内维持着上涨以后的股价。

参考文献:

1. 陈彪如:《人民币汇率研究》,上海,华东师范大学出版社,1992。
2. 冯用富:《浮动汇率制度的缺陷及其对中国进一步开放的启示》,载《世界经济》,2001(4)。
3. 贺力平:《步出单一钉住制——中国外汇和汇率体制发展目标与前景》,载《世界经济》,2000(10)。
4. 施建淮、余海丰:《人民币均衡汇率与汇率失调:1991 - 2004》,载《经济研究》,2005(4)。
5. 吴念鲁:《论人民币汇率机制改革的方针与步骤》,载《经济学动态》,2005(4)。
6. 易纲:《汇率制度的选择》,载《金融研究》,2000(9)。
7. 易纲、范敏:《人民币汇率决定因素及走势分析》,载《经济研究》,1997(10)。
8. 张明:《汇率制度选择理论综述》,载《经济学动态》,2005(4)。
9. 张志超:《汇率制度理论的新发展:文献综述》,中国社会科学院国际金融研究中心工作论文, No. 3。
10. [法]让·梯若尔:《金融危机、流动性与国际货币体制》,中文版,中国人民大学出版社,2003。
11. Balassa, B., 1964. "The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal." *Journal of Political Economy*, 72 pp. 584 - 596.
12. Edwards, S., 2000. "Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention." Paper Presented at the NBER Conference on "Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies." Woodstock, USA, Oct., 19 - 21.
13. Froot, K. A. & Rogoff, K., 1995, "Perspectives on PPP and Long-run Real Exchange Rates," in G. M. Grossman & K. Rogoff, eds., *Handbook of International Economics*, Vol. 3. Amsterdam: North - Holland.
14. Kravis, I. & Lipsey, R., 1978. "Price Behavior in the Light of Balance of Payments Theories." *Journal of International Economics*, 8, pp. 193 - 246.
15. Obstfeld, M. and Rogoff, K., 1995, "The Mirage of Fixed Exchange Rates." NBER Working Paper, No. 5191.
16. Rosati, D., 1999. "Foreign Exchange Rate Policies in Transition: Lessons, Challenges and Policy Options." Source as Same as, 11, pp. 35 - 72.

(作者单位:北京师范大学经济与工商管理学院 北京 100089
北京外国语大学国际商学院 北京 100089)
(责任编辑: N)