

□ 陈伯泉 朱钟棣

## 人民币汇率近期变动趋势及相应对策

汇率并轨后,我国实行的是以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度。在这种汇率制度下,人民币汇率基本上是随外汇市场的供求变动而变动的。由此,我国外贸企业增加了成交难度和汇率风险。因此,为了扩大出口、避免因汇率变动所带来的损失,从而提高经营效益,外贸企业必须正确把握人民币汇率变动的方向和幅度,并熟悉和能够运用各种适当的规避汇率风险的经营对策。

### 一、1996~1997年人民币汇率变动趋势预测

#### (一)影响人民币汇率变动的主要因素分析

人民币汇率本质上是人民币与外币之间的价值对比。人民币汇率变动的基本特点是以人民币与外币之间的价值之比为基础,并随着我国的外汇供求变动而变动的。根据这个特点,人民币汇率的变动既受我国国内的经济和非经济因素的影响,而且还受对比之外币国家的政经因素的影响。就中近期而言,影响人民币汇率变动的主要国内经济和非经济因素包括国际收支、外汇储备、通货膨胀、经济增长、政府宏观调控和加入世贸组织与否六个方面。由于人民币汇率与美元的联系最为紧密,所以影响人民币汇率变动的最主要国外因素应为美元对其它世界主要外币的汇率(简称为美元汇率)变动的趋势和特点。以下依次详细分析这七个主要国内外因素对1996~1997年人民币汇率变动的可能影响。

#### 1. 国际收支将持续出现顺差,但顺差额趋于减少。

国际收支差额是引起汇率变动的最直接的基本因素。这是因为,汇率变动归根结底是由两种货币的相对供求关系的变动所引起的。当一国国际收支出现不平衡时,无论是顺差抑或逆差,必将导致该国的外汇供求状况发生变动,从而使其货币汇率产生变动。如果一国国际收支出现顺差,则表明该国的外汇供给大于需求,从而使其货币汇率上升。相反,如果一国国际收支出现逆差,则显示该国的外汇需求大于供给,从而使其货币汇率下降。

国际收支项目由经常项目和资本项目构成。经常项目以贸易项目为主,但还包括非贸易项目。经常项目差额对汇率变动的中、长期趋势具有决定性影响,因而是影响汇率变动的最主要因素。而资本项目差额主要对汇率的短期变动产生影响。

近两年人民币汇率持续稳定上升,由1994年初1美元兑8.7元人民币上升至1995年底1美元兑约8.31元人民币。其最根本的原因就是这两年我国国际收支连续出现数百亿美元顺差。仅贸易项目一项,1994和1995年就分别出现72.9亿美元和166.9亿美元顺差<sup>①</sup>。正是由于国际收支连年出现巨额顺差,所以这两年我国外汇市场的外汇供给持续大于需求,从而支持

人民币汇率趋于上升。

从1996年4月1日起,我国关税总水平将降低30%,而且进口管制也将有所放松。这无疑会刺激我国今、明两年以及随后若干年的进口快速增长。然而,1996和1997年是我国“九五”时期的头两年。根据去年下半年召开的中共十四大五中全会精神,“九五”时期抑制通货膨胀仍是我国政府宏观调控的首要任务。为此,我们认为,“九五”时期,特别是今、明两年,我国仍将会采取适当偏紧的财政货币政策,严控投资需求增长。因此,在偏紧的国家宏观经济环境下,今、明两年我国的进口增长会比过去两年要快,但将不会超出许多。就出口而言,1996年我国出口商品退税率将由过去两年的平均值的14%降至8.28%<sup>②</sup>;较高的通胀率使出口商品成本趋于上升;再加上其它的不利因素的影响;因此,今、明两年我国的出口增长将会减缓。不过,由于进口增长加快,先进的技术设备进口将大量增加,从而将促使我国生产和出口企业的劳动生产率迅速提高。而劳动生产率的提高有利于降低出口商品成本和改进出口商品质量,从而可促进进出口增长。此外,根据国外多个国际经济研究组织的预测,从现在至2000年期间,世界经济,尤其是主要发达国家经济将持续处在相对繁荣阶段。显然,这在出口需求方面有利于维持我国出口的增长。因此,结合这三方面的分析,我们认为,1996和1997年我国的出口增长速度会趋于下降,但不会下降太多。由此,我们推论,今、明两年我国的贸易收支将会继续出现顺差,只是顺差额会趋于减少。

至于资本项目,由于我国经济持续、高速、健康增长的吸引,外资大量流入的势头仍将得以保持。不过,由于外资流入额的基数不断增大,所以外资流入的增长速度将会逐渐降低。这意味着在今、明两年内我国的资本收支仍将出现巨额顺差。

总之,今、明两年我国国际收支仍将保持顺差状态,只是顺差额可能会逐渐减少。显然,这将支持同期的人民币汇率保持基本稳定或趋于小幅上升。

## 2. 外汇储备将继续增加。

一国外汇储备充足与否对其货币汇率的变动有着极其重要的影响。如果一国外汇储备充足,则表明该国对外支付能力强。因此,其货币汇率就会保持稳定或趋于上升。相反,若一国外汇储备不足,甚至枯竭,则其货币汇率就会疲软或趋于下降。

1994年,由于国际收支顺差幅度较大,我国外汇储备净增304亿美元,以致当年年底我国外汇储备总额达到516亿美元<sup>③</sup>。1995年,我国国际收支继续出现巨额顺差,以致当年年底我国外汇储备总额增加到735亿美元,净增219亿美元<sup>④</sup>。根据上文分析,今、明两年我国国际收支将会继续出现顺差,只是顺差额可能会逐渐减少。因此,今、明两年我国外汇储备可能还会增加200余亿美元,从而到1997年年底我国外汇储备总额将可能接近,甚至突破1000亿美元大关。这表明,1996和1997两年我国外汇储备仍将相对充足,从而可确保同期人民币汇率趋于基本稳定或促使人民币汇率趋于继续上升。

## 3. 通货膨胀率趋于继续下降,但仍然较高。

在纸币条件下,两国货币对比之汇率的决定基础是货币的购买力。当一国发生通货膨胀时,其货币的实际购买力就会下降。这时,如果该国的通货膨胀率相对于其它国家的通货膨胀率高的话,该国货币汇率就会趋于下降。由此可知,通货膨胀会引起汇率变动。

1994年,我国通货膨胀十分严重,全年通货膨胀率高达21.7%(全国零售物价指数)或24.2%(全国消费物价指数)<sup>⑤</sup>。1995年,由于政府把抑制通货膨胀作为全年宏观调控的首要任务,且采取的抑制措施适当,所以当年我国通货膨胀率呈逐月大幅回落态势。1995年全年,我

国通货膨胀率(全国零售物价指数)下降了7个百分点,下降至14.7%<sup>⑥</sup>。

1996和1997两年以及整个“九五”时期,我国政府将继续把压抑通货膨胀作为宏观调控的首要任务。这样,随着去年的下降惯性,如不出意外,今、明两年我国通货膨胀率将会继续下降。按照1995年的下降速度,笔者预估,1996和1997年我国通货膨胀率将可能分别下降到约10%和7%。这表示,今、明两年我国的通货膨胀率将持续下降,但仍然会处在较高水平。因此,在1996和1997两年内,如果不考虑其它因素的影响,较高水平的通货膨胀将对人民币汇率构成一定的下降压力。

#### 4. 我国经济将持续高速增长。

从长期来看,一国经济持续高速增长肯定会使其货币汇率趋于上升。这已为战后日本、德国以及亚洲“四小龙”经济发展成功经验所验证了的。然而,从中、短期来看,经济高速增长对货币汇率变动的影响较为复杂。换句话说,就中、短期而言,经济高速增长既可能导致货币汇率下跌,也可使货币汇率上升。当一国经济的高速增长主要导致国内劳动生产率提高较快时,就可以通过降低生产和出口产品的成本而改善本国出口产品的国际竞争力,从而可能增加出口、减少进口。这时,由于出口增加、进口减少或不变,贸易收支会趋于顺差。因此,若这时该国资本项目保持基本平衡,则由于贸易项目顺差,国际收支亦会趋于顺差,从而可支持本国货币汇率上升。然而,当一国经济高速增长主要导致国内需求水平提高较快时,则可能拉动进口增长较快。与此同时,需求水平的较快提高亦可能推动国内物价总水平上涨,从而导致出口产品成本上升。显然,这会削弱出口产品的国际竞争力,从而会使出口增长减慢。结果,贸易收支可能会出现逆差。这时,除非该国资本项目出现能抵消贸易项目逆差的顺差,否则其国际收支会趋于逆差,从而导致本币汇率下降。

1980年至1993年期间,我国经济高速增长主要导致国内需求水平提高较快,从而导致进口增长和物价上涨较快。结果,这个期间我国的外汇需求持续大于供给。这无疑导致了同期人民币汇率持续下降或外汇汇率持续上升。

自1994年以来,我国经济继续以年均10%以上的高速度增长。然而,由于汇率并轨、外汇管理制度和外贸体制的深化改革以及政府宏观调控的作用,这两年我国出口增长大大快于进口增长,从而贸易项目顺差增长较快;资本项目顺差增加较多,以致国际收支顺差持续大幅增长,外汇储备持续大幅增加。结果,人民币汇率趋于持续稳定上升。这暗示,自1994年以来,在国内经济发展软环境不断改善的条件下,我国经济的高速增长开始具有促进人民币汇率上升的作用。

1996和1997年是我国“九五”时期的头两年。由于高投资的刺激效应,这两年我国经济增长将可能加快。去年下半年,国内多个经济研究机构预测从1996年下半年起我国经济将进入新一轮高速增长时期。然而,考虑到“九五”时期我国政府仍然把抑制通货膨胀作为宏观调控的首要任务。因此,1996和1997两年我国经济增长将不可能加快许多,其平均速度将可能略高于1995年的增长水平或接近于1994年的增长率。

目前阶段,我国的改革开放仍在深化发展,产业结构正在趋向不断优化,社会总需求与总供给基本趋于平衡,政府宏观调控艺术和技术水平不断提高,调控力度较强。因此,如果不出意外,1996和1997两年我国经济的持续高速增长将会继续主导劳动生产率的提高。这意味着,与过去两年相似,今、明两年我国经济的持续高速增长将可能支持人民币汇率趋于基本稳定或小幅扬升。

#### 5. 政府的宏观调控作用较强。

汇率并轨后,我国的新汇率制度是有管理的浮动汇率制度。因此,我国人民币汇率的变动仍然要受到政府的宏观调控。换句话说,我国政府的宏观调控是影响人民币汇率变动的主要国内因素之一。我国政府宏观上调节和控制人民币汇率变动的首要任务是维持人民币汇率的基本稳定;其根本目的是希望通过人民币汇率的适当变动来促进我国对外经贸活动的扩大,调节国际收支平衡,从而使我国宏观经济朝着持续、高速和健康的方向发展。当然,在不同的经济发展阶段和条件下,我国政府宏观调控人民币汇率的目标重点将会有所不同。在目前阶段,我国政府宏观调控人民币汇率的目标重点将会继续有利于出口扩大、外资引进;同时照顾进口增长和非贸易发展;但不会象过去那样过于偏重鼓励出口、抑制进口。这主要是因为:第一,经过大约三个五年计划的着重鼓励出口,虽然社会效果不显著,但是我国的出口规模还是有了长足的扩大,以致我国的外汇供求状况发生了根本性转变,即由80年代初的外汇严重短缺状态转变到目前外汇供给增长基本上能够满足国内外汇需求增长的状态。这样,从现在起,我国鼓励出口的各种政策措施只要求出口增长与进口增长保持基本相适应即可。第二,根据“九五”计划精神,我国的出口扩大模式将由过去那种不顾社会效益的数量型朝注重和提高社会效益的质量型方向转变。实现这种转变不能依靠本币汇率下跌,而只能,且只有依靠劳动生产率的不断提高。这表明,汇率并轨后,我国政府(主要是通过中央银行)宏观调控人民币汇率变动的作用将会相当强,以致人民币汇率变动的方向和幅度适当,与我国对外经贸发展方向和宏观经济增长趋势相适应。

#### 6. 1997年底之前我国加入世贸组织的可能性不大。

我国近期加入世界贸易组织(简称世贸组织)的成功与否对人民币汇率的短、中期走势有着极为重要的影响。如果我国近期进入世贸组织,至少在三、五年内,由于大幅度削减关税和放宽进口市场,我国的进口增长极可能大大超过出口增长,进口规模也可能远超过出口规模。这样,我国的贸易收支,从而国际收支将可能持续出现大幅逆差。这时,若不考虑其它因素的影响,人民币汇率将可能大幅下跌。相反,若今、明两年内我国还未进入世贸组织,则我国的贸易收支以及国际收支将可能继续出现顺差。这样,人民币汇率亦将趋于稳定或小幅上升。

那么,在1997年底之前,我国究竟能否加入世贸组织呢?根据目前形势分析判断,1997年底之前我国加入世贸组织的可能性不大。其主要原因是美国从中阻碍。出于全球战略和经济利益的考虑,美国要求和坚持中国“以发达国家身份加入世贸组织”。美国的这种态度至少在短时期内是不会改变的,而为了坚持和维护本国的经济利益和经济制度,中国决不会为了加入世贸组织而放弃自己的原则,即中国以发展中国家身份加入世贸组织。

1996年是美国总统的大选年,美国现任总统克林顿及其他主要政治家们的注意力都集中在下届总统选举上,再加上因台湾问题引起的中美关系趋于相对恶化状态。因此,美国现任总统无暇考虑中国加入世贸组织的问题。1997年是香港回归祖国之年份,时间上较为敏感,再加上台湾问题日益尖锐;而由此所引起的相对恶化的中美关系恐怕短时间内难以改善。因此,在1997年内,在中国加入世贸组织的问题上,美国很有可能会继续坚持以往所坚持的态度。因此,1997年底之前我国加入世贸组织的可能性不大。

#### 7. 美元汇率呈周期波动,但总趋势下跌。

汇率并轨后,人民币汇率在中央银行的宏观调控下,随着国内外汇市场的供求变动而变动。因此,国际外汇市场上各国货币汇率的变动都将对人民币汇率的变动带来不同程度的影

响。而与人民币汇率有着最为密切联系的美元汇率的波动必将对人民币汇率的变动产生相当重要的影响。换句话说,汇率并轨后,美元汇率的变动趋势和规律将成为影响人民币汇率变动的一个最主要的外部因素。

那么,美元汇率变动的趋势和规律究竟如何呢?自70年代初美国实行浮动汇率制度以来,美元汇率长期趋势呈持续下跌。例如,自1973年3月至1995年4月,美元对日元汇率由1美元兑约270日元下跌到约79.8日元(历史最低点);美元对德国马克汇率由1美元兑约2.67德国马克下跌到约1.35德国马克<sup>①</sup>。根据国际外汇市场上某些投资专家的预测,到2000年底之前,美元对日元汇率将可能下跌到1美元兑50日元;美元对德国马克汇率将可能下跌到1:1的水平。因此,在本世纪最后五年内,美元汇率将可能继续大幅下跌。美元汇率长期趋跌的根本原因是自70年代初以来的大部分年份里,美国连年出现上千亿美元的财政和贸易赤字。这使得美国国库极度空虚,从而使多数大投资家对美元资产失去信心。

然而,美元汇率的中、短期运动是由各种大、小周期波动所组成的。在一个周期内,美元汇率以较大幅度上升、下降各一次。一个大周期包含若干个小周期。小周期约持续2至3年。大周期约持续6至10年。美元汇率的大周期波动主要受美国国内经济和行业周期的影响,小周期波动则主要是国际外汇市场的美元供求状况的短期变动的结果。

从1995年4月下旬起,美元汇率开始了一个新的小周期运动。目前美元汇率正处在新的小周期运动的弹升阶段。美元汇率的这次短期弹升大约要持续到1996年下半年;然后转入下降阶段。下降阶段持续时间一般较上升阶段要长。因此,笔者预估美元汇率运动的新的一个小周期可能要持续到1997年底。由于受长期下跌趋向线的抑制,美元汇率在本次小周期内的弹升高度将可能低于上次小周期的最高点,而下降底端则可能低于上次小周期的最低点。

从现在至1997年底期间,由于美元正在进行先弹升后小跌的小周期波动,而人民币汇率与美元的联系最为紧密,所以同期人民币汇率的变动极可能受到美元汇率的是次小周期波动的影响。但是,人民币汇率的变动方向与美元汇率的变动方向相反。这表示,从现在至1997年底期间,人民币汇率极可能随着美元汇率的上升(下降)而反向下降(上升)。不过,由于我国国内因素的制约作用,人民币汇率的反向波动小周期可能滞后形成。大体上,从约1995年底开始,人民币汇率可能趋于小幅下降;但从1997年初开始,人民币汇率则又可能掉头而趋于上升直到约1998年初为止。

## (二)1996和1997两年人民币汇率变动趋势和特点预测

综合上述七大影响因素的分析,对1996和1997两年人民币汇率变动的基本趋势和特点,大致可作出以下三点预测。

第一,1996和1997两年人民币汇率变动总趋势是继续小幅上升的可能性大于掉头下跌的可能性。其主要依据是支持人民币汇率趋升的因素多于导致人民币汇率趋跌的因素。支持因素有:我国国际收入将继续出现顺差,虽然顺差额可能逐渐减少;外汇储备将不断增加,并趋于相对充足;经济的持续高速增长将继续对人民币汇率的稳定和趋升产生支持作用;近期我国加入世贸组织的可能性不大;美元汇率的下跌总趋势将反作用于人民币汇率的变动。这五个因素,尤其是前2个因素对人民币汇率总体趋升具有十分强的支持作用。而明显支持今、明两年人民币汇率总体趋跌的因素只有一个:即这两年我国的通货膨胀水平仍然较高。

第二,1996和1997两年人民币汇率在总体趋升的基础上可能进行先小幅下跌,然后再小幅扬升的小周期波动。其主要依据是目前美元汇率正在进行先弹升后下跌的小周期波动。

第三,今、明两年人民币汇率短期下跌和上升的幅度都不可能太大;人民币对美元汇率在1美元兑8.10至8.50元人民币之间波动的可能性最大。其主要根据是汇率并轨后我国政府将在宏观上不断且力度较强地调控人民币汇率,以便人民币汇率的变动有利于我国对外经贸活动的扩大和宏观经济持续、高速、健康的发展。

## 二、我国外贸企业规避汇率风险的基本对策

(一)努力提高劳动生产率。在人民币汇率处在频繁波动的条件下,出口企业应该依靠提高劳动生产率来扩大出口。因为劳动生产率的提高可以真正降低出口换汇成本,从而可以最有效地增强出口产品的竞争能力。特别是在人民币汇率趋升条件下,出口企业只有依靠努力提高劳动生产率、增强出口产品的竞争力,才有能力将外币贬值可能带来的损失附加到出口产品的外币售价上去,从而使人民币表示的出口收入不会减少。

(二)优化出口商品结构。出口企业应该不断地优化出口商品结构。因为不断优化的出口商品结构可以不断提高出口商品的附加价值,增强出口商品的竞争能力,从而提高出口商品的外币售价。显然,优化出口商品结构不仅是扩大出口、多创外汇的主要战略途径之一,而且也是规避汇率风险的有效手段之一。

(三)促进贸易地区多元化。出口企业应该尽量使其出口商品的市场或地区多元化。如果出口企业在战略上促进贸易地区多元化,它们就可以使其出口创汇的扩大不需要过分依赖单一市场或少数地区,因而可以提高企业自身的应变能力,从而可以减少因个别或少数国家的汇率变动所造成的出口收入风险。

(四)争取使用货币分散化。外贸企业在用汇方面,应该尽量使用多种货币即争取使用货币分散化。特别是,外贸企业应该尽可能地以组合方式使用美元、德国马克、日元等多种世界主要货币。使用货币组合之后,某种货币贬值所引起的损失可能被其它货币升值所带来的收益所抵消,从而使外贸企业的总收益不会减少或减少不多。

(五)重视非价格竞争。出口企业不仅应该重视价格竞争,而且更应该重视和采用非价格竞争来扩大出口。因为非价格竞争是一种“以质取胜”的扩大出口手段,所以,在人民币汇率频繁波动,特别是在人民币汇率趋于上升的条件下,出口企业若依靠非价格竞争来扩大出口,则不仅能够增加外汇收入,而且还能够有效地避免汇率风险。

(六)把握美元汇率波动趋势和规律。在多种国内影响因素相互矛盾的情况下,外贸企业往往很难正确判断人民币汇率变动趋势。如果了解和把握住美元汇率的波动趋势和规律,外贸企业就能够间接预测到人民币汇率变动的趋势和特点,从而可以及时采取适当的应变对策以避免汇率变动所引起的损失。之所以如此,主要是因为,汇率并轨后,美元汇率的波动趋势和规律成为影响人民币汇率变动的主要因素之一。

(七)提前或推迟结汇时间。如果预测到人民币汇率短期变动趋势,进出口企业可以采取提前或推迟结汇时间的做法。这样,外贸企业可以避免汇率变动风险,或得到汇率上的益处。

(八)“配对”管理外汇收支。当外贸企业既有不断的外汇收入,又需要经常支付外汇时,它们可以对本企业的外汇收支实行“配对”管理。“配对”管理是指企业把自己的外汇收入存在外币帐户里,作为计划中的进口货款或其它外币支付款使用。这样,由于企业的收汇和付汇无需进行买卖两个方面的外汇交易,所以不仅可以节省外汇交易成本和买卖汇差,而且又可以抵消汇率变动所引起的汇差损失和本币收益的损失。

(九)正确选择计价货币。为了避免外汇风险,外贸企业应当正确选择进出口合同中的计价货币。进出口合同中,可供选择的计价货币共有三种:即本国货币,交易对方所在国货币和第三国货币。若采用本国货币计价,进出口企业均可以完全避免外汇风险。若采用交易对方所在国货币计价,本国进出口企业均可能遭受汇率风险。当采用第三国货币计价时,交易双方都可能遭受汇率风险。

(十)利用金融交易。金融交易法是一种将拥有的外汇暴露,通过在国内外金融市场上借款、以期限相同的外币债权、债务与之相对应以避免汇率风险的做法。出(进)口企业利用金融交易达到避免汇率风险的主要优点是:在签订出(进)口合同到收到(支付)外汇货款这段时间内,无论汇率发生什么变化均与出(进)口企业无关。

(十一)采用远期外汇交易。远期外汇交易是指在现汇市场上外汇买卖双方预先确定好外汇汇率、交易金额和未来交割时间的远期交易。远期外汇交易除包含金融交易的主要优点外,还具有无需负债,手续简便和交易费少的特点。因此,远期外汇交易是国外外贸公司中普遍流行的防避汇率风险手段。

(十二)运用“福费廷”交易。对于专营成套技术设备的外贸企业,可以运用“福费廷”交易来规避汇率风险。“福费廷”交易是指在延期付款的成套技术设备交易中,出口商将经过进口商承兑的远期汇票无追索权地向本地银行贴现以便提前取得货款的一种贸易融资方式。由于这种融资方式使出口商可以在进口商付款之前取得货款,所以出口商的外汇收入不受汇率变动的任何影响。

注:

①《中国统计年鉴》1995年,第578页;《上海证券报》1996年1月13日。

②《上海证券报》1996年2月16日。

③④《上海证券报》1996年1月22日。

⑤《人民币汇价持续大幅下跌是近两年中国通胀加剧的新要素》(陈伯泉),《国外社会科学情况》双月刊,1995年第3期,第42—47页。

⑥《上海证券报》,1996年2月11日。

⑦1973年的数字来自《外汇风险防范与利用》,第95页;1995年数字引自香港《文汇报》1995年4月22日。

主要参考文献:

孙成刚编著:《外汇理论与实务》,中国审计出版社,1995年1月。

任正晓等编著:《外汇风险防范与利用》,中国经济出版社,1995年4月。

黄鲁成主编:《国际金融——理论·实务》北京大学出版社,1995年3月。

黄荣灿著:《外汇买卖指南》(第三版),香港《明报》出版社,1992年8月。