

人民币汇率变动机制与境外资本流入相关性研究

孙雅静, 张庆君

(渤海大学 商学院, 辽宁 锦州 121000)

摘 要:在开放经济中,汇率是连接各国经济的重要纽带,成为影响国际资本流动的重要因素。人民币汇率问题一直是国际关注的热点,人民币汇率变动将直接影响人民币和外汇资产未来收益率之差,因而对境外资本流入产生很大影响。在现行人民币升值压力下,人民币汇率变动与境外资本流入的关系值得探讨。

关键词:人民币汇率;人民币升值;境外资本流入

中图分类号:F822 **文献标识码:**A **文章编号:**1005-1007(2007)12-0023-03

Abstract:The exchange rate which links the economy among any nations has become a important factor which affects the flow of international capital. Exchange Rate of Renminbi is a hot spot concerned by international society, which affect the difference between Renminbi and rate of profit of foreign exchange, so the fluctuation of Exchange Rate of Reminbi will affect inflow of foreign capital. The paper explores the relationship between fluctuation of Exchange Rate of Reminbi and the foreign capital.

Key Words:Exchange rate of Reminbi; Exchange Rate revaluing; Inflow of foreign capital

一、三十年间国际资本流动一波三折

国际资本流动是指私人或官方资本为了追逐高额利润、规避风险、提供国际援助以及互利互惠等目的跨越国境而形成的国与国之间的流动,它是伴随着国际贸易和国际投资等活动发展起来的。国际资本大量流入发展中国家是从 20 世纪 70 年代石油美元时期开始的。当时随着石油价格的大幅度上升,OPEC 成员国的国际收支经常项目出现大量顺差,巨额石油美元为了保值增值开始以银行贷款形式流向发展中国家。石油美元时期,流入发展中国家的国际资本数量呈成倍增长,但是在随后的债务危机期间,发展中国家的筹资条件普遍恶化,国际资本流入并没有扩大,反而大规模流出。1988 年以后,发展中国家进入国际资本市场的条件显著改善,资本市场进入障碍逐渐消除,使得发展中国家再度成为国际资本流入的重要对象。这种扩张态势一直持续到 1997 年东南亚金融危机前夕。此次危机的爆发,不仅使得亚洲新兴市场国家成为外资流入的险境,而且使得拉美等发展中国家都失去了吸引外资的能

力。于是国际资本陆续逃离这些地区转向欧美等发达国家。随着亚洲金融危机的逐渐平息,发展中国家经济的逐渐振兴和发展,流入发展中国家的国际资本数量又逐渐增长起来。

二、我国境外资本流入的态势分析

自改革开放以来,我国不断加快改革和对外开放的步伐,并对吸引外资采取了许多优惠政策和措施,吸引了大量外资流入国内。资本流入逐年增加,呈上升态势,尤其是 1992 年以来资本流入急剧上升。自上世纪 80 年代始,迄今我国资本流入可分为以下三个阶段。

第一阶段(1985-1992):我国处于资本净流入状态,流入量也处于平稳发展态势。从 1985 年开始,我国连续下调汇率,因而出现了持久的资本净流入,流入绝对额基本呈上升趋势,长期资本流入额每年保持在 100 亿美元左右水平,资本净流入亦保持顺差(除 1992 年外)。其主要原因是资本流入增长速度加快,尤其是对外借款增长较快,以至每年外商直接投资数额低于对外借款数额。另外,国际收支中

收稿日期:2007-02-04

作者简介:孙雅静(1965-),女,渤海大学商学院副教授,博士,中国人民大学博士后;张庆君(1974-),男,渤海大学商学院讲师。

的经常项目在此期间出现几次逆差状况,但由于大量资本流入,弥补了四年(1985、1986、1988、1989年)经常项目出现的逆差,也弥补了短期资本出现的逆差,平衡了国际收支的差额。因此,在这一阶段,资本流入已经成为我国国际收支平衡的主要手段。

第二阶段(1993~1997):资本流入急剧上升,并成倍增长,资本项目及结构发生了巨大变化。在此期间,资本流入和经常项目与国际收支平衡居于同样重要地位。首先,总资本净流入成倍增长,如1993年资本净流入是1991年的2.9倍,1994年比1993年增长130%,1995年比1994年增长106%,数额高达382亿美元;其次,长期资本流入数额成倍增长,如1993年长期资本流入数额是1991年的近4倍,是1992年的1.8倍;再次,在资本流入中外商直接投资增长速度远远快于对外借款,且投资数额也远远超过对外借款额,这也是资本流入急剧上升的原因所在。因此,这几年的资本流入状况与80年代和90年代初的较低水平的资本流入有重大的区别。在这三年里,资本项目之所以保持高流入态势,主要原因就是1992年邓小平南巡讲话以后,我国进一步加快了对外开放步伐,外国投资者看好中国的良好经济发展状态和良好的投资环境。

第三阶段(1998~现在):资本流入受到东南亚金融危机的严重影响,在经历了1998年的低潮之后,我国的资本流入又逐渐增加。2004年我国经历了较大规模的资本流入,在贸易顺差只有200亿美元,其中商品贸易顺差320亿美元,服务贸易逆差120亿美元的情况下,外汇储备增加了2067亿美元,资本净流入达到1120亿美元左右。

三、汇率机制与境外资本流入的相关性

关于发展中国家或新兴市场经济国家资本流入主要有哪些相关因素,比较普遍的看法是,短期资本流入主要受国际间税后资产收益率差异的影响,资本一般从收益率低的经济体流向收益率高的经济体而进行套利。但由于国外投资不确定性和风险较高,以及资本流入国对资本流动进行限制、资本流出国对国外投资实行限制等原因,短期资产收益率差异并不必然导致套利资本流动,对长期资本流动的影响更不明显。相比之下,宏观经济基本面因素对短期资本流动的影响较小,却是长期资本流动的决定因素。这一结论得到大量实证研究的支持。就资产收益率而言,利率显然是最重要的方面。国际利

率变化是影响资本流动最重要、最直接的因素之一。当人民币利率较高时,可能会吸引更多的外汇资金流入结汇,享受人民币高利率的好处;反之,当美元利率较高时,企业和个人持有外汇的动因增强,表现为结售汇差额减少。除利率以外,汇率也与短期资产收益率差异密切相关,对资本流动有着显著影响。

理论上讲,人民币汇率预期将直接影响人民币和外汇资产未来收益率之差,因对资本流动有很大影响。而汇率预期的形成则受外汇市场供求、中央银行汇率政策等因素的影响^[1]。在一国实行固定汇率条件下,通常资本账户未能完全开放,假定其他经济因素不变,汇率变化是可以作为国际资本流入流出的一个调节手段。即便如此,汇率变化对直接投资活动与间接投资活动发生作用的敏感程度也很不同。从汇率变化的单项因素分析,一国货币升值,意味着外国直接投资在本国购买力下降,因此不利于此类外资流入;而汇率升值预期又会刺激间接投资的资本流入。但一国货币升值,意味着其海外购买力提高,有利于本国企业对外投资。相反,一国货币贬值,虽然有利于吸引直接投资,但贬值预期会阻止间接资本流入,又不利于本国企业到海外投资。

然而,在一国实行浮动汇率条件下,资本账户开放会使直接投资与间接投资的联系更加密切,资本跨境流动更活跃,汇率变化越来越成为国际收支变化和国内货币市场供求变化的直接因素,把干预汇率变化作为一国国际收支,特别是资本流入流出的直接调节手段的成效已大打折扣。影响资本跨境流动方向的主要因素愈来愈让位于其他^[2]。首先汇率是本国货币与外国货币在市场上供求关系的价格对比,而利率则是本国货币资金在市场上供求关系的价格表现。在资本账户开放条件下,本外币货币市场是互通的,利率的变化不仅对外资流入流出有较大影响,而且会改变本币的供求,进而影响汇率变化。所以,实行浮动汇率制的成熟市场经济国家往往用利率手段作为干预资本项目收支和汇率变化的主要措施,再通过汇率变化影响经常项目收支及资本项目收支。其次,在通货发生膨胀或收缩的情况下,对价格关系产生实际上的矫正,因此会形成名义利息率(汇率)和实际利息率(汇率)的差别。这种差别有多大,也取决于货币当局的货币政策,过度放松银根,就有发生通胀的可能性,反之亦然。再次,货币当局在外汇市场采取收购与出售,或采取货币工具对冲等手段,都可能直接影响汇率变化和资本流入流出。当然,一国政府的税收政策、对外资的优

惠政策,也会影响外国直接投资的流入规模,但这与汇率没有太大的关系。可见,在浮动汇率条件下,汇率变化的因果关系与固定汇率制度下相比已发生倒置,它本身是国际收支变化以及货币当局实施各种干预手段的结果,当然这种结果也会反过来影响国际收支的变化,其中特别是经常项目收支的变化,一定程度上也包括资本流动的变化。

四、政策选择:消除人民币升值预期

我国目前现行的汇率制度是以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度。它是一种介于固定汇率制和浮动汇率制之间的且更倾向于前者的汇率制度,实际上就是固定汇率制度。那么我们以人民币固定汇率制的前提出发,分析我国资本账户开放之后资本流动与人民币汇率之间的关系。假设人民银行认为,当前国民经济偏热,而且存在通货膨胀压力,需要采取紧缩的货币政策,从而想通过提高利率,最终达到减少货币供应量的目的^[3]。决策之后,利率会迅速上升,由于资本完全自由流动,国际投资者会利用这一机会安排资产组合,大举进入我国市场,大量的国际资本流入国内,使我国的国际收支呈现巨额盈余,造成汇率升值压力。从过去二十多年发展中国家的资本项目开放经验来看,各种管制措施被取消后都会引起大规模资本流入,从而出现本币汇率升值。估计我国实现资本账户开放之后,同样会带来比现有规模更大的外资流入。

我国于1994年结束人民币汇率双轨制,建立银行间外汇市场,实行有管理的浮动汇率制度。十多年来,人民币汇率从8.7元兑换1美元缓慢上升为8.2元左右。在其他优惠政策的配套下,这个汇率水平对吸收外商直接投资是有利的。但对比起来,汇率的作用可能不是主要的,因为人民币汇率究竟是否低估,低估多少,还有待进一步证实。上世纪90年代中后期,除1997年和1998年我国经常项目收支顺差处于300多亿美元高位外,其余年份大约在200亿美元甚至更低。进入21世纪后,除2002年和2003年分别达350亿和450亿美元以外,2000年仅205亿美元、2001年则降为174亿美元,2004年维持在200亿美元左右。对比日本经常项目收支顺差规模与日元汇率的关系,人民币汇率被低估的幅度至少是不大的。如果把我国出口退税因素考虑在内,还很难下结论说人民币贸易汇率被低估,当然如

果按照购买力评价方法,人民币汇率是大大被低估了。但是无论发达国家,还是发展中国家,审视本币汇率水平并考虑干预,都是以贸易汇率为着眼点的,没有人拿购买力评价汇率做文章。世界银行专家提供的资料说明,如果考虑通货因素并以实际有效汇率来衡量,1995年1月到1998年初之间,人民币对美元汇率被高估,1998年上半年形成均衡汇率。此后再次被高估,到2000年年中形成均衡汇率。从2000年年中到2003年上半年这个期间,人民币汇率被低估,幅度约为10%~15%,2003年下半年以后,人民币实际汇率升值,偏离均衡点再次被高估。按照这个观点,要求人民币升值并没有内在根据。

问题出在国际游资大量进入中国,形成外汇供大于求的形势。国际游资在西方舆论影响下形成人民币升值的预期,企图进入我国套取人民币升值的收益。同时,由于国内人民币贷款利率要远远高于国际信贷市场的借款利率,国内一些企业从国际市场以较低利率获得外汇贷款,然后在境内结汇后偿还人民币贷款,从而达到节约财务成本的目的。另外又由于境内外美元利差扩大以及本外币利差变化等原因,造成国际资本流入加速。国际游资一般是指为追逐较高的利润而经常在国际金融市场之间调入调出的短期资本,因为高利驱动,国际游资的流动方向是从利率低的国家流向利率高的国家,从汇率有下跌趋势的货币流向有汇率升值趋势的货币。由于人民币升值的预期,我国近年来的资本流入中有一部分国际游资。国际游资具有高流动性的特点。大量集结在某一国家的国际游资一旦领略到市场上出现对投资收益率不利因素或关系到资本安全的信息时,会迅速撤出该国市场,留下的资本真空足以破坏该国的金融市场平衡。作为政策抉择,应该能应付最坏的形势,当务之急是尽快消除升值预期。鉴于市场预期给人民币汇率改革带来的复杂性,汇率改革应该包括一整套措施,不能仅限于汇率水平一次性调整或增加弹性。

参考文献:

- [1]王信.近期我国短期资本流入的主要相关因素[J],国际金融研究2003,(1):59-64.
- [2]孙建平.汇率弹性化与资本市场的风险控制[J],金融研究2004,(9):101-107.
- [3]刘菲.资本流入、货币内生增长与物价稳定[J],财经问题研究2003,(11):35-38.

责任编辑 刘治泰