

第一部分 经济热点报告

定‘锚’稳乾坤

——中国当前汇率走势简报

- 中国不是联汇制,不排除贬值
- 目前仍存在很多无需贬值人民币的条件
- 也在形成贬值压力
- 1999 年以不贬值为好

一、中国实行的不是完全的联汇制， 所以贬值不能完全排除

人民币汇率主要是由政府政策决定，而不是由市场决定的

中国的人民币汇率是一种有管理的浮动汇率。在一般情况下，由于其受到央行的管制，表现出相当稳定的特点，不论是从其浮动的频

率，还是从其浮动的幅度来看，都是比较小的。但是，从本质上讲，人民币汇率主要还是由政府政策决定的，而不是主要由市场驱动的，所以，一旦从政府政策角度考虑有贬值的需要的话，贬

值就不可避免。

1994 年以来,人民币汇率不贬反升

自 1994 年元月改革外汇管理体制以来,人民币不仅没有贬值,而且还升值了 5%。即使在这次东南亚非常动荡的金融危机中,人民币仍然升值了 0.2%。为此,人民币已成为本地区最强的货币之一。当然,这是与近年来中国很好的国际收支(BOP)表现紧密相联系的。同时,我们也应看到,“有管理的浮动汇率制”中的有管理性对人民币的稳定起到了十分重要的作用。中国的央行——人民银行通过各种手段有效地控制着人民币汇率,因为资本项目对外仍然是关闭的。在这种情况下,汇率被允许的浮动幅度是非常有限的,通常为上下浮动 1%。据说这一变动区间最近有所扩大,但这一点却没有得到官方的正式确认。

人民币目前很难说被高估了

中国的政策制定者现在仍倾向于人民币不贬值,保持人民币 8.3 元兑换 1 美元的水平。主要是因为目前外贸顺差很高、外商直接投资流入中国的数量也不低的情况下,没有理由认为人民币币值是高估了的,相反,这正好说明人民币币值被低估了。正是从这一点出发,中国领导人现在都异口同声地对外公布,人民币不会贬值。

二、目前存在哪些不贬值的条件

实际有效汇率模型

从经济角度来说,有两个因素在决定人民币汇率方面尤为重要:

国内企业的出口竞争力以及与中国贸易有关的其他国家的通货

膨胀率的比较。这两种因素可以通过实际有效汇率模型反映出来。

根据有关资料，我们作出了如下图所示的中国与其他 9 个国家或地区(泰国、墨西哥、菲律宾、新加坡、马来西亚、台湾、印度尼西亚、韩国、香港)针对美国市场所得到的实际有效汇率 (REER)。

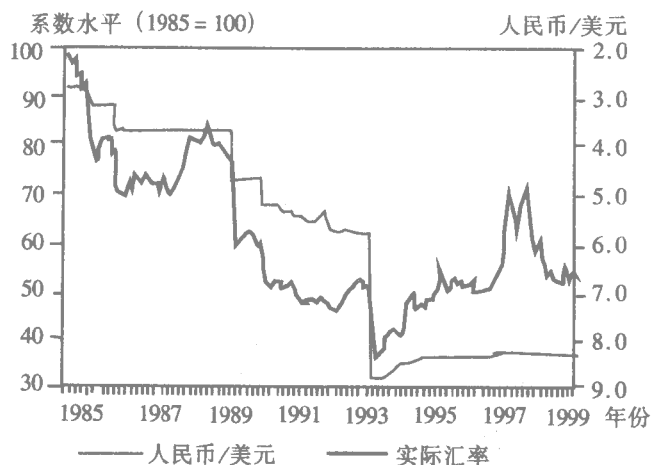


图 1 中国的实际有效汇率 (REER)

从图 1 我们可以看出,1995 年实际汇率上升,但不会持续太久。以来,尽管人民币的名义汇率一直稳定在 8.3 左右,但实际有效汇率

却呈升值趋势。从 1997 年亚洲金融危机以后,这一升值趋势更为显著。到现在为止实际有效汇率比 1997 年 6 月升值 44%,这确实损害了人民币的竞争力:中国的出口增长相应地从去年的 21% 下降到了今年上半年的 7.6%。

这种升值的趋势在 1998 年年初似乎得到了缓解，原因是东南亚地区的货币趋于平稳，同时各国的通胀有所上升。但是在今年五六月份，由于日元贬值引发的新一轮贬值竞赛又将人民币实际有效汇率推到了一个新的高度。

尽管仍有很多不确定性，但中国的实际有效汇率的升值仍将是一种短暂的现象。因为，① 周边国家的金融危机开始引发高通胀，它抵消了货币贬值的好处；② 很多贬值的货币跌到超贬的程度。随着这些国家恢复自身的经济问题，货币币值将回归正常。③ 中国的通胀率处于通货紧缩的状态，这种情况将从 1999 年开始有所好转。

加工贸易使贬值的正面
效应减少

即使单纯从经济角度来看，近期人民币贬值对出口竞争力带来的好处要比名义汇率显示的小得多。

由于加工贸易在中国的出口中已占 50% 以上，所以，每 20% 的贬值所能起到的实际作用只有 10%。

中国出口的主要市场仍
将发挥作用

因此，从实际有效汇率模型可以得出结论，人民币汇率近期不存在贬值的压力。

此外，其他经济因素也很重要。例如，国际收支平衡方面仍为盈余，外债较少以及在主要市场上的出口态势依然较好。例如，在美国的进口商品中，中国的份额在过去的几年中一直呈上升趋势。尽管去年年中亚洲国家货币大幅度贬值，这一趋势仍旧维持不变。从今年克林顿访华后中美关系得以进一步改进，我们估计在今后一两年中国对美国的出口会上升，尽管增长幅度不会太高。同时中国对欧洲的出口也将维持稳定上升的势头。尽管对亚洲的出口减少，至少在今后两年，中国的出口仍将

保持零增长或较低的正增长水平（1%~2%）。

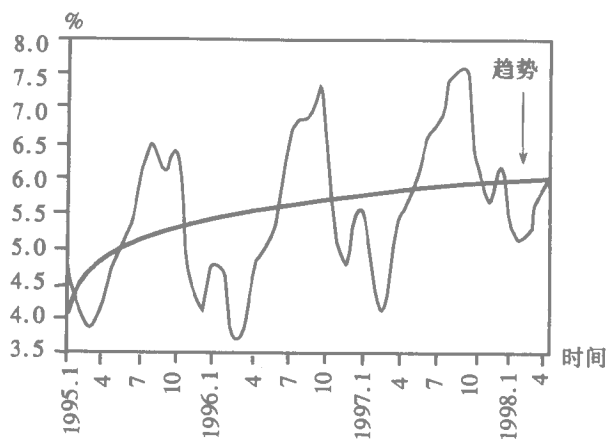


图2 中国对美国出口份额的变化

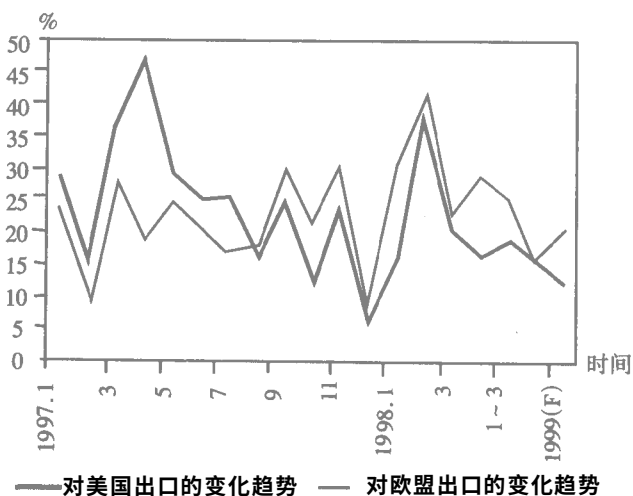


图3 中国对美国 and 欧盟出口的变化趋势

出口竞争力、增长和国
际收支平衡

尽管周边国家货币贬值，中国
的出口企业正努力保持其市场份
额。

(1) 出口企业可以大幅度降价。因为过去利润率较高，泰国和马来西亚出口商的大量传言证实了这点。

(2) 亚洲的竞争者由于资金不足难以将通过货币贬值带来的好处转化成实际的出口优势。

(3) 亚洲各国的政治经济的不稳定因素加重了进口商对交货期的担心，使大量订单从印尼转到中国。

(4) 政府通过其他手段调节人民币的实际贬值程度。这些手段包括出口退税的提高，允许出口商降低价格但维持利润率。这方面，中国仍留有大量余地。

因此，亚洲货币贬值并没有在实际意义上大幅削弱中国的竞争力。出口减速主要是由于处在危机中的亚洲国家（包括日本）的需求减少，而不是中国出口竞争力的丧失。但是，随着信贷条件放宽，出口商产量增加，从明年下半年开始，出口可望恢复增长。随着亚洲危机的减弱，对人民币稳定的政治需要降低，出口继续维持强势的因素也会减弱。

由于人民币汇率并不完全是由
市场因素决定的，政府政策决定的
因素也很重要，所以，政治因素也是与人民币汇率决定密切相联系的。

改革的压力迫使人民币
成为政策稳定器

首先，中国需要维持政治和社会稳定，尤其在改革处于初级阶段之时。中国经济已经进入了一个系统改革的时期，社会和经济压力得以释放，这使政府承受更多的

不稳定的能力下降。决策者需要一只稳定经济系统的“锚”，人民币的稳定可以起到这种作用。国企要改革，人员要精简，银行要改造，住房要放开，货币要稳定，这意味着政府将会尽力避免其他的不稳定因素。所有这些改革造成的社会紧张从现在起逐渐达到顶点，因而降低了人民币贬值的需要。

人民币稳定的区域政治 利益

其次，从区域政治的角度来看，中国力图通过人民币稳定来树立自身作为国际社会负责任的一员的形象。这一策略赢得了美国的合作，但对日本的作用不大。随着亚洲危机日趋稳定，亚洲国家的货币与人民币的关系减轻，对人民币稳定的区域政治需要也将减弱。但这一点要到 1999 年以后才可能发生。港币联汇制的稳定与澳门回归中国也是决策中的重要因素。

加入 WTO

此外，在今后两年中，中国需要加强中美关系。这两年两国达成共识的重要阶段。美国的一个要求是减少与中国的贸易赤字，因此在亚洲从危机中恢复之前，美国不希望看到人民币贬值。另一方面，中国正在就台湾问题、永久最惠国地位等问题与美国磋商。中国加入世贸组织与人民币稳定联系在一起。如果入关问题没有得到解决，中国的出口将受到其他国家对非世贸组织成员的关税和进口配额的限制。

三、人民币也逐渐开始显现出一些贬值的压力

宏观上的贬值压力

从宏观上讲，贬值的因素主要源于以下几个方面。

第一,随着银行结售汇制度逐步向外汇自由可兑换制度的转化,外汇的市场供求状况对汇率形成的决定性意义会越来越大,相应地,人民币汇率变化也会越来越频繁。

第二,经过 3 年左右的银行改革,央行对外汇市场的管理办法也会相应地发生变化,垄断的外汇市场形态会逐步地向自由市场过渡,从而引起一定程度的汇率贬值。

第三,与其他发展中国家一样,在从 60 年代到 80 年代的 30 多年间,中国所推行的发展战略也是一种以进口替代为主的工业化战略。在这种背景下,为了限制进口,中国也在相当长一段时期内实行了高估人民币币值的办法。随着外贸在中国经济发展中的重要性日趋显著,中国从下世纪初开始会逐步将外贸作为重要的经济增长源来培育,其中的重要办法之一就是合理地贬低人民币汇率。

最后,从区域经济发展的角度来看,人民币贬值只会发生在整个区域经济稳定以后。这种情况也只会 1999 年以后才逐渐显现。

从一些具体的经济指标来看,经济指标显示人民币升值压力已经减轻与 1993 ~ 1997 年的情况不一样,到今年上半年,不少指标已逐渐显示出这样一种趋势,即人民币升值的压力已经基本释放完毕,贬值压力已开始积累。

表 1 影响人民币汇率的经济条件的变化情况
(1993 ~ 1997 年与 1998 年上半年相比较)

引起人民币汇率升值的条件 (1993 ~ 1997 年)	人民币升值压力得以缓解 (1998 年上半年)
·高经济增长	低经济增长
·高通货膨胀率：高外汇储备增长导致高货币供求增长	通货紧缩：外汇储备的低增长使货币供给增长减缓
·高利率 对外资有吸引力	低利率 引起资本流出
·高出口增长率 高贸易顺差	低出口增长率 贸易顺差减少
·外商直接投资增长快：外币供给多	外商直接投资增长慢：外币供给减少
·高外汇储备增长	低外汇储备增长
·外债增长快 更多的外资进入	外债增长慢 外资进入减少

出口情况变坏直接带来 特别是从今年下半年开始，中国出口连续出现了负增长的情况，贬值压力

与东南亚各国皆具有相当高程度的相似性，主要都是以电子、机械、纺织及其他一些价格敏感度较高的产品，且皆以美国、日本和香港市场为主。这必然使中国的出口在 1998 年的最后一个季度及 1999 年受到更为不利的影响。这样，考虑人民币贬值的政策选择自然会再次被决策者提到议事日程上来。

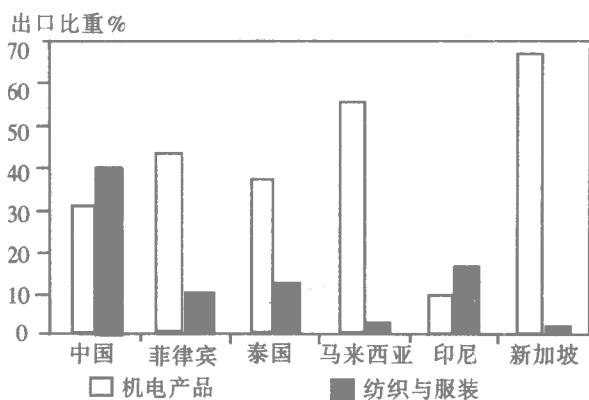


图 4 出口产品比较

资料来源 Datastream

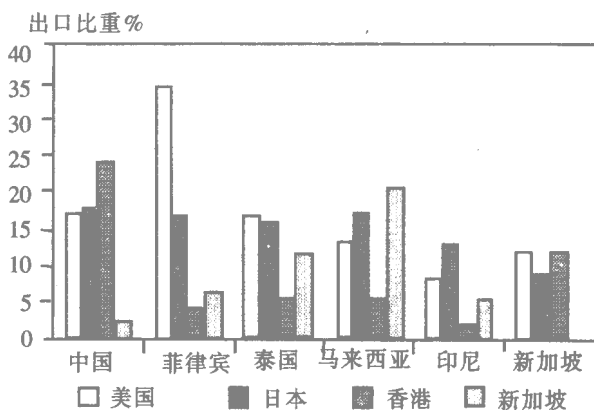


图 5 出口市场比较

资料来源 Datastream

四、1999 年人民币会贬值吗？

理论上讲，不需走到这一步

从理论上讲，中国不仅 1998 年远没有走到需要靠贬值人民币来维持经济增长的最后一步，1999 年也

不会走到这一步。特别是当国内需求已经从 1998 年下半年开始明显启动之后，维护一个稳定的经济增长对人民币贬值的压力已减轻不少；加上亚洲地区经济以泰国和韩国为代表，已经开始出现了回升的迹象。随着这些国家货币币值的回升，人民币实际上也就等于在一定程度上贬了一些。所以，1999 年贬值应该说不是一个必需的政策选择。

现实生活中会遇到困难

但是，我们也感到，如果没有出口的增长，中国的日子也不会好过，

特别是与出口相联系的工业企业及在这些企业就业的员工的日子会很难过。

抓外贸，还是抓外资

假设人民币币值在 1999 年贬了，会出现什么结果呢？当然，这肯

定会引起一系列的政治、经济后果。但如果我们抓主要问题的话，无非会带来两个后果：一方面是积极的影响，即出口增长会因此而回升一些，尽管也很有限；另一方面是消极影响，即外资对中国的进入会减少，这是毫无疑问的。

不贬为好：外贸失利有限 外资受益无穷

如果这样的话，问题似乎也变得简单了，1999 年人民币是否贬值关键取决于中央政府决策者是更看

重外贸呢，还是更看重外资？我个人认为，在目前情况下通过贬值人民币汇率所能从外贸方面得到的好处是很有限的，因为大的便宜早已被东南亚国家捡走了。而且，在贬值汇率之外，还有许多别的办法可行。而外资则不然，一是 1999 年由于美国经济增长走低，大量资金会从美国撤出，需寻找新的投资场所。在欧元启动初期，投资者一般不会急于进入欧洲市场；而拉美市场前景又很不明朗；这样，会有不少外资将重新进入亚洲新兴市场，中国和印度有望成为最大受益者。二是外资进入不像外贸那样受经济周期影响比较明显，如果政策合理的话，外资进入是可以得以持续维持的。

为此，我仍然主张人民币汇率
再坚持 2~3 年为好
需要更长一段时期，至少再过 2~3

年为好。如果人民币币值真的贬了，当然，受打击最大的是外资，受负面影响最直接的将是几年内外资进入的持续下降，因为投资者预期人民币还会再贬下去。到那时，任何承诺都将无济于事。

总之，1999 年不贬值人民币有
“吃小亏，占大便宜”
可能是一种‘吃小亏，占大便宜’的
选择，否则，便可能是占了小便宜，却要吃大亏。

写于 1998.10

福利分房的“最后晚餐”

—— 中国住房制度改革及住宅市场展望

■ 公房私有化

■ 开放二级市场

■ 民用房地产：

短期滞胀,长期前景光明

■ 国内生产总值增长：

短期作用有限,长期刺激作用显著

一、最后的晚餐

即将实行的新房改计划的中心
迈向市场经济的又一步 是住房私有化和“货币化”,主要通
过市场机制替代福利分房。此次改革将有一系列强有力的配套
措施,如提高公房租金,向个人住房购买者提供更多抵押贷款,
并提高住房公积金缴纳比例等。改革定于 1998 年下半年实施,
最早可能从 7 月开始施行,当然可能需要一个启动过程。

表面看来,这些改革旨在刺激中国的房地产市场并因此刺

激整体经济增长，从长期看这当然是正确的。但是，短期的影响将十分有限，尤其是 1998 年下半年，影响甚至可能是负面的。因为机构购买量将会部分缩减，而个人购买者尚未准备好，无法完全弥补这一缺口。

我们不指望 7 月份的改革能够刺激今年的房地产市场或国内生产总值增长。相反，房地产市场可能从 1998 年上半年的高峰有所下降。

考虑到上半年的良好运行情况，我们预期房地产投资会继续增加。所以我们不改变对 1998 年国内生产总值增长率 7.8% 的预测。然而，改革措施至今只是初现端倪，其进程表仍然是个疑问。自从朱镕基 3 月份讲话以来，北京市政府将其私有化的最后期限延至今年年底，其他一些省份也表示出仿效北京市的愿望，推迟了当地房改计划的实施。

如果改革推迟数月，则我们预期下半年的房地产市场将比快速改革情况下要好，住房销售和价格将会继续增长，其对国内生产总值增长率的正面影响甚至可使政府实现其 8% 的目标。

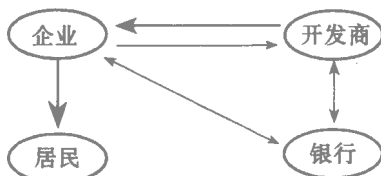
二、7 月之后将会发生的变化

3 月 19 日朱镕基作为中国的新任总理在新闻发布会上指出，未来 5 年内政府将实施五项改革。其中之一是使房地产业成为一个新的经济增长点。朱镕基说今年下半年将颁布新政策。上星期的国务院房改会议证实了这一计划。新的房改措施可能包括以下变化。

1. 公房逐步私有化

中国已开始尝试“货币化分房”这一新方法，这将成为一种标准模式。改革主旨是要取消旧福利分房制度。这种制度被认为与市场经济不符，不利刺激城市居民自己购房。此外，建房和维修对政府来说是一个沉重的负担。原有体制也从社会公平的角度受到了抨击，它使房屋不公平地分配到少数特权阶层手中。

目前的住房体制



拟建立的以市场为基础的住房体制

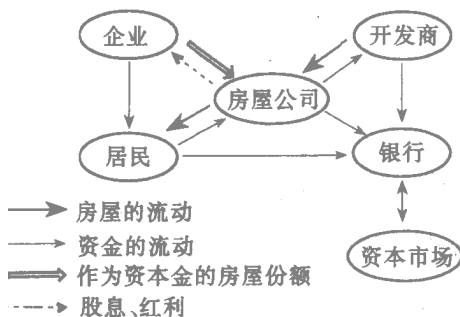


图 1 两种体制比较

资料来源：世界银行。

从现房到现金

这一思路在理论上十分简单。
所有政府部门和国有企业（此次政