



编号：2024-01

## 马币持续贬值：我国汇率政策何去何从？

11-3-2024

### 马币历史回顾

在 1967 年 6 月之前，我国货币(马币)为马来亚元，由马来亚货币专员委员会发行，马来亚元也是新加坡和汶莱的官方货币。当时的马来亚元汇率是与英镑挂钩，采用固定汇率制度。1967 年 6 月，马来西亚元(M\$)开始发行，马来西亚元也与英镑固定挂钩。同时，新加坡和汶莱也开始发行其本身货币(新元与汶莱元)，不再使用马来亚元，我国与新加坡和汶莱签署货币等值互换协议，1 马来西亚元兑换 1 新元或 1 汶莱元。

1971 年 8 月，布雷顿森林体系崩溃，金本位的固定汇率制度(美元與黄金挂钩，其他国家货币再于美元，直接或间接挂钩)宣告结束。我国也从固定汇率转向管理浮动汇率制度，就是说在一定的限度之内，马币汇率可自由浮动，超过此限度，国行将干预外汇市场。马币改为与美元挂钩，例如在 1973 年，马币定在一美元兑 M\$2.5376，宣告支撑兑率为 M\$2.4805 至 M\$2.5947。

1973 年 5 月，马来西亚政府宣布退出与新加坡和汶莱货币等值互换协议，马来西亚元不再与新元或汶莱元等值兑换。1975 年 8 月，马币单位名称从“马来西亚元”改为“令吉”。1992 年 12 月，马币单位符号从 M\$ 改为 RM。

### 马币汇率波动

近年来，马币持续贬值，尤其是马币兑美元汇率频创历史新低，近日更是一度跌破 4。80 令吉兑一美元的心理关口，看起来 5 令吉兑 1 美元很有可能成为下一个的贬值心理关口。回看当年与马币等值的新元，如今 1 新元能兑换超过 3 令吉，这叫人在对我国货币的贬值心驚膽顫之余，也让人不胜唏嘘！

图 1 显示自 1960 年以来，马币对美元和新元的汇率。从图 1 中，我们可以清楚看到，在 60 年代，由于金本位的固定汇率制度，汇率没有波动。1970 年期间，布雷顿森林体系崩溃，汇率开始波动，马币对美元升值，并与新元几乎等值。

从 80 年代起，我国货币开始在外汇市场大幅波动。总体而言，马币对美元都一直在贬值。

1998 年，亚洲金融危机爆发，马币贬值 39.5% (与 1997 年相比)，1 美元兑换 3.9244 令吉。1999 年至 2004 年，我国实行固定汇率，1 美元兑换 3.8 令吉。2005 年，我国取消固定汇率后，马币扭转之前贬值的趋势，开始小幅度升值。

不幸，2015 年，一马公司贪污丑闻爆发，马币重回贬值趋势。至今(2024 年 2 月 22 日)，将近十一年，马币总共贬值了大约 44% (2024 年与 2014 年相比)，累计贬值超越了亚洲金融危机时的 39.5%。

图 1 也显示，在同一时期 (1980-2024)，当马币兑美元汇率在贬值时，新元兑美元汇率却在持续升值。这导致马币兑美元与新元兑美元的汇率差距不断扩大。

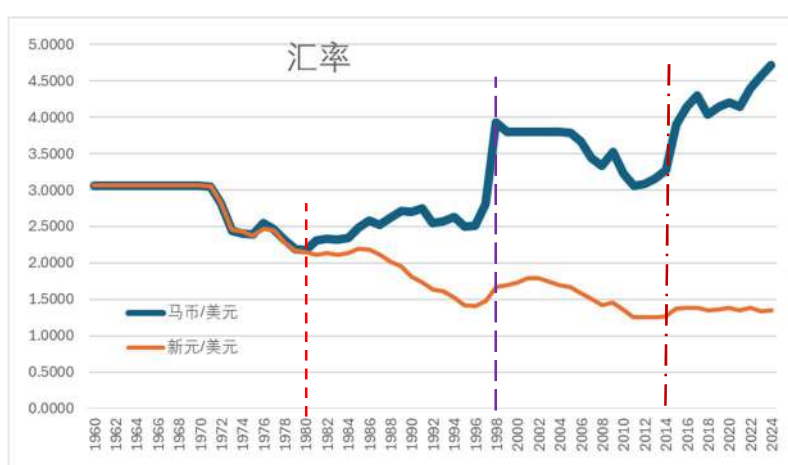


图 1: 马币兑美元与新元兑美元 汇率年度统计 1960-2024

注释:

- a. 年度平均汇率
- b. 2024 年: 从 24 年 1 月 1 日至 2 月 22 日

## 马币贬值因素

“汇率”是一种货币相对于另一种货币的对比价格，体现于外汇市场(不同货币的交易场所)。既是市场，那么经济学的基本理论，**需求和供给**是决定汇率(货币对比价格)的根本因素。

当我们从其他国家购买商品和服务时，我们需要用这些国家的货币来购买。所以，我们将在外汇市场，用马币来交换(马币供应增加)这些国家的货币(外币需求增加)。在其他条件不变之下，这马币供应增加将导致马币贬值。反之，如果其他国家欲购买我国商品和服务，他们将用其货币(外币供应增加)来交换马币(马币需求增加)，在其他条件不变之下，这马币需求增加将导致马币升值。同样的原理，当国外投资和资助金，短期或长期，流入我国，这将增加马币的需求，促进马币升值，反之亦然。

其他宏观经济因素，例如通货膨胀，外汇储备和经济增长等等，只要能影响外汇市场的需求和供应，就会影响马币的汇率。因此，我国的**国际经贸和其他国内经济基本面**表现，是决定马币汇率的基本因素。

然而，由于国际外汇投机活动日益增多，经济基本面表现并不是影响市场汇率的唯一因素。在过去几年，每当马币贬值，跌破心理关口时，政府总是出来喊话，表示我国经济基本面仍然强劲，马币被市场严重低估了。不过，每次笔者都不禁自问，如果马币是被严重低估，那么外汇投机者应该现在就购买马币，然后等将来马币升值时再卖掉以套利，投机本来就是低买高卖！

如果是这样的话，马币早就应该升值，为什么马币仍然持续贬值，频频跌破心理关口汇率？答案是在于外汇投机者的**风险偏好**。

近年来，世界经济受到地缘政治冲突，中美贸易战，新冠肺炎，供应链重组，美国暴力加息，极端天气等等各种黑天鹅和灰犀牛事件的冲击。当世界经济和市场存在较高的不确定性时，外汇投机者的风险偏好是倾向于规避风险，保本为主。因此，低风险货币比如美元和新元，是他们的首选。不幸的是，自一马公司贪污丑闻和随后的政治不稳定，投资者对马币的信心不足，相对来说，马币已经不是避险货币，换句话说，马币的**市场信心不足**。

另外，外汇投机活动，虽是低买高卖，也是意味着**汇率预期**在外汇市场中发挥着重要的作用。试想想，马币被严重低估，我们现在本就该买马币获利，但如果我们预计马币将会继续贬值，谁会买？

从经济理论的角度来看，基本上，汇率预期可由外推性预期和适应性预期所形成。外推性预期是指，汇率预期是根据当前和过去的汇率来构建的，是典型的回顾性预测。这意味着过去的汇率趋势发挥着重要的作用。如果之前的汇率是一直在贬值，汇率预期有很大的可能预计它将来也会贬值。

另一方面，适应性预期是指汇率预期是根据之前的预期误差调整所构建的，是典型的错误学习预测。如果一位外汇投机者犯了错误，他预期马币未来会升值，但实际上马币却贬值。该外汇投机者将从之前的错误中学习，并调整其汇率预期，即预测马币将贬值。

无论外推性或适应性预期，汇率之前的变化趋势发挥着重要作用。如果一个货币持续贬值，通过外推预期，根据当前和过去的汇率来推断，外汇投机者会预期货币将继续贬值。另外，通过适应性预期，如果外汇投机者之前预计货币会升值，但发现这是一个错误（货币持续贬值），外汇投机者将调整预期，即预期货币会贬值。反过来说，如果外汇投资者之前是正确的预计贬值，预期正确，他将会继续预期贬值。

让我们来看看过去十年马币兑美元汇率的变化趋势。从图 2 中，我们可以看到马币兑美元汇率的百分比变化是呈贬值趋势。在这期间，马币仅在 2018 年和 2021 年升值，分别升 6.17%和 1.43%。其他期间，马币都在贬值，贬值幅度从最高的 19.33% (2015

年)到最低的 1.47% (2020 年)。所以, 根据预期理论, 外推性或适应性预期, 外汇投机者将预期马币会继续贬值。

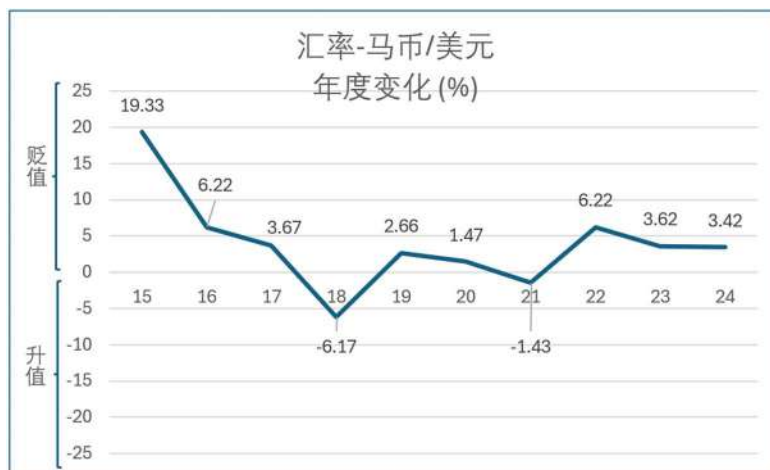


图 2: 马币兑美元汇率年度变化 (%)

注释:

- a. 年度平均汇率
- b. 2024 年: 从 24 年 1 月 1 日至 2 月 22 日

就这样, 在市场信心不足和汇率预期负面之下, 尽管我国经济基本面仍然相对强劲, 马币却持续的贬值, 跌破重重的心理关口。

## 结论

简而言之, 没有良好的经济基本面, 一个国家的货币在外汇市场上将面临贬值问题。但是, 如要确保没有严重持续贬值的问题, 经济基本面只是必要条件, 仅凭它还不能构成充分条件, 我们还需要充足市场信心与正面汇率预期。我国汇率政策的未来方向应当是在确保经济基本面良好之时, 还需管理市场信心和预期。国行可考虑为此设立一个专门单位, 在外汇市场上, 识别, 管理, 与引导市场信心和预期, 让它走向有利于我国汇率的方向。就如 1992 年克林顿竞选美国总统时的知名活动口号, “笨蛋, 问题是经济”, 如今应对马币持续贬值问题的解决政策该是, “笨蛋, 问题是市场信心和预期”。

撰写人:

林福炎 (马来西亚北方大学经济学教授、马来西亚华社研究中心访问学者)