■ 大视野

进入8月后人民币升值呈现加速态势，人民币对美元中间价正式迈入“6.3”时代。在国际金融市场持续动荡，利率、存款准备金率上调空间有限的背景下，汇率政策或成为央行重要的调控工具。但也有观点认为，由于中国没有国际大宗商品定价权，也没有国际外汇市场的汇率定价权，依靠汇率升值抑制通胀恐难成行。

汇率均衡关键在于治理升值预期

□国家行政学院决策咨询部 陈炳才

进入2011年以来，中国外汇交易中心人民币兑换美元汇率的每日中间价不断在波动中创出新高，这也可能意味着人民币日波动趋向政策规定的0.5%范围波动。

对于去年以来人民币汇率持续升值，人们存在不同认识。有些人认为，国内物价上涨，人民币对内贬值，而对外却升值，这个现象难以解释；有人认为人民币单边升值，应该双向波动；还有看法认为在通货膨胀背景下人民币应该贬值而不是升值；更有人担心人民币汇率升值、企业工资成本提高等政策影响企业出口、就业。在混乱的认识中，对人民币汇率政策趋势也是仁智有别。

持续升值源自未达市场预期

人民币兑换美元汇率自2005年7月21日到目前合计升值超过22.6%。但是，如果剔除中国和美国GDP中物价上涨因素，升值幅度要小多了（2010年我国名义GDP比2005年增长117.22%，而实际GDP增长65.5%左右）。就名义汇率来说，1994年汇率改革之前，人民币兑换美元为5.76:1，目前我国经济实力、地位和企业的国际竞争力等，比1994年以前要强，因此人民币汇率升值潜力预期持续存在。

人民币汇率升值持续预期的标志有几个突出指标：一是国内商业银行的外汇贷款远超过存款。2007年超额599亿美元，2010年超额2247亿美元，而到2011年6月超额2454亿美元，超额部分占存款比重达到95.72%，远高于2007年的37.46%；二是银行跨境贷款持续扩张，2008年为4428亿美元，2010年达到5860亿美元；三是企业预收货款和延期付款余额持续增加，2008年为1296亿美元，2010年达到2112亿美元。由于预期人民币汇率升值，企业获得外汇贷款和贸易融资乃至预收和延付在人民币汇率升值6%以上的情况下，企业不仅不需要支付利息，相反能够获得升值的贴水；四是所有企业和个人都不愿意持有外汇，突出表现为国际收支流量扩张的同时，个人和企业的外汇存款增加很少，企业存款大部分是短期支付需要和收汇未结汇的结果，或者是外商投资进入后在账户上的存续。

可见，人民币汇率单边升值预期是因为汇率升值没有达到市场认可的均衡水平，如果中央银行不在市场买入外汇，人民币汇率的市场价格会更市场化。

企业希望明确汇率预期

根据笔者的多次调查，大多数企业认为汇率问题不是影响企业出口成本的主要因素，很多企业甚至认为可以承受一定幅度的升值。一些反对汇率升值，自认为只能承受2%-3%汇率升值的行业如纺织行业、机械行业依然在大量出口，在汇率升值后仍然有盈利，甚至是贸易顺差的主要组成部分。

据了解，企业更希望汇率有一个明确的趋势和预期，这样企业的合同谈判和签署比较方便，企业担心的是汇率不确定，合同价格无法确定。

一般来说，汇率升值3%以上，企业可以把汇率升值的价格打入成本而提高价格。2005年以来汇率升值近23%，很大部分都加入到合同价格中去了。因此，有人担心汇率升值影响企业出口成本，就总体来说，这种担心并不存在。

事实上，从2005年7月到目前，名义汇率升值23%，出口不仅没有降低，而是增长更快，而且不断创新历史纪录，即使在金融危机期间，我国也在2010年7月创了出口历史新高。这表明，我国出口企业产品价格在国际上仍然具有很强大的竞争力。

人民币汇率一定幅度升值对出口企业的利润和就业产生不利影响，是不了解实际、不了解出口价格机制者的臆断，事实根本不是这样。

对外升值抑制对内贬值

汇率与通货膨胀的历史我国都经历了。1979-1994年，是人民币汇率持续贬值时期，贬值导致国内物价持续大幅度上涨，也导致贬值与物价上涨的恶性循环。1994年汇率并轨以后，人民币汇率开始升值，1997年出现了物价下跌情况。2005-2010年人民币汇率升值23%，汇率升值的幅度超过了同期累计的消费物价上涨幅度，有效地抑制了同期的消费物价上涨。如果没有如此大幅度的汇率升值，国内通货膨胀将非常严重。汇率的升值，在一定程度上支持了我国经济的高增长和相对低物价。

金融危机以来，由于投放大量信贷，2010年下半年我国再次出现了相对高物价，2011年出现加剧趋势，而人民币汇率的再次升值，对降低进口产品成本，增加国内供给，抑制部分有色金属和资源出口起到了积极作用，使国内价格上涨幅度趋向缓和。

目前，我国国内从住房到烟、酒、中高档服装和中高档消费品价格远超国际价格，大宗商品价格也出现了国际倒挂。如果人民币汇率有一定幅度的升值，可以增加进口，平衡国内供求和物价上涨，也有利于减少和抑制对国内资源的开采和使用。

因此，总体来说，人民币汇率升值，实际是在抑制和治理对内的贬值。升值速度的加快，趋向均衡的时间就加快，人民币对内贬值问题就解决得越快。

值得注意的是，人民币的均衡价格是多少？谁也无法说清楚，但企业、银行和市场心里有一个价码。当银行不再出现外汇贷款超过存款，企业也不需要海外垫付和代付，银行业不再进行大量的跨境外汇贷款，企业的贸易信贷尤其是预收和延付余额不再增加乃至有所下降，就说明人民币汇率趋向了均衡，而目前显然不在均衡点上。

影响汇率均衡的因素可以是汇率水平本身，也可以是劳动力成本、资源价格、环境和污染治理成本乃至出口退税率等。如果这些价格发生变化，比如彻底取消退税而用于污染和环境治理，这种价格和成本替代也会导致汇率均衡。人民币汇率均衡的途径不是唯一的。

人民币升值并非抑通胀利器

□中国农业银行大客户部 何志成

年初以来，赞成人民币稳步升值的声音越来越盛，认为人民币升值能够提高人民币的国际购买力，此可以抑制输入型通胀。但笔者看来，这种观点未必正确。因为中国没有国际大宗商品定价权，也没有国际外汇市场的汇率定价权。

升值源于劳动力价值低估

人民币中长期升值的基本面在哪？在于中国劳动者的劳动力价值由于历史原因被严重低估，由此造成“中国制造”与全球各国的劳动者进行劳动力价值比较时处于严重不对等状态。这种经济增长模式越来越遭到全世界的诟病，中国自身也越来越感到长此下去不行。

提高劳动者收入，靠企业直接给劳动者加工资并不现实。于是只能采取“国家战略”，让人民币升值，通过汇率升值变相地提高出口产品价格，增加出口的总价值量，实际就是“中国制造”对全世界提价。

中国制造提价带来的好处之一，就是中国出口的结构出现显著调整，出口的主要商品不再是质次价廉，靠低价竞争。这种向好趋势的形成与人民币渐进升值的国家战略相关。更重要的是，当中国制造“涨价”后，不仅是从事出口加工业的企业员工收入在提高，它还带动了全社会劳动者的劳动力价值总体水平的普遍提高。

升值并非抑制通胀利器

有观点认为，人民币升值能够提高人民币的国际购买力，因此可以抑制输入型通胀。其实这个想法很错误，因为中国没有国际大宗商品定价权，也没有国际外汇市场的汇率定价权。

人民币升值，仅仅是对美元升值，人民币对商品货币（主要是澳元、加元），对新兴市场经济国家货币，包括对欧系货币（欧元、瑞郎、英镑）都是贬值的。人民币实际名义有效汇率上半年贬值1.5%。这说明，在所谓人民币升值的大趋势中，我们购买中国急需的大宗商品和战略物资的购买力并没有增长，购买欧洲先进制造业零部件的购买力也没有增长，相反还在下降趋势中。输入型通胀压力并没有因为人民币升值而减轻，抗通胀不能指望人民币升值，这已经被市场证明。

但是只要中国不停止自主提升劳动者劳动力价值的进程，人民币升值趋势就不会停止。

人民币将继续升值

当然，作为国际汇率市场的一部分，人民币汇率还取决于对手国家的货币政策，以及它们之间汇率波动。比如欧美日三大经济体就有不同的汇率战略，相互间也有“汇率战”，因此它们对人民币汇率的升值幅度会出现阶段性不同或曰波动率不同。

笔者预计下半年人民币兑美元将继续保持稳步升值趋势；人民币兑欧元汇率可能出现跳升，原因是欧债危机可能升级；人民币兑日元汇率会保持相对稳定，若考虑到日本重建进程大规模开始后对中国的进口大幅度增加，尤其是日本政府可能采取有限度的干预政策，人民币兑日元汇率将会处于稳步升值水平。

总之，从长期来看，人民币升值趋势不会改变，但是在阶段性加速升值后，人民币升值步伐或将趋缓。

缓解升值压力须约束投资扩张

□中国社科院金融重点实验室主任 刘煜辉

标普调降美国主权信用评级事件之后，人民币对美元升势凌厉，很快破掉6.4大关。在美元指数相对坚挺的情况下，人民币如此升值，其政策的主动性值得关注。

接连受到美国国债上限和信用降级事件的冲击，中国央行显然承受了巨大的压力。3.2万亿美元的巨量储备，考虑到市场的规模和流动性，只要中国的储备是以官方储备形式存在，就不会有实质性比现在更好的结果。

中国要么彻底突破官方储备的外汇管理体制，将外汇分散到需要外汇的私人部门手中，要么考虑如何遏制中国外汇储备持续快速增长的势头。当然将外汇分散到私人部门，等于实质性放开了资本项管制，意味着企业和居民可以自由将人民币资产转换成外币进行全球的资产配置。在时下几乎每一项人民币资产都能轻易地捏出大把的水分的情况下，某种程度上讲，人民币被高估的同义词就是人民币自由兑换。

中国央行若彻底放弃从外汇市场购买美元，储备增长当然能降下来，但人民币汇价会快速升到什么程度，取决于内部累积的人民币实际汇率升值压力的一次性释放。

但凡中国央行还顾及人民币汇率升值进度，储备增长就不一定能实质性降下来。明确渐进升值路径一般会引致套利的热钱增加，除非内部宏观政策发生重大的调整，以此去掉实际汇率升值的“势”。

那么，人民币升值之势来自何方？这是问题的关键。一般经济逻辑是：当名义汇率被低估后，由于进水管的口径太大，一方面刺激了出口，国内产品和服务被过度输出；另一方面货币被大口径输入到国内。

但2010年下半年至今，贸易顺差和FDI以外的贡献越来越成为中国外汇占款增加的主渠道，贸易顺差和FDI占外汇占款增量比例已经下降至35%，三分之二的资金的进入来自于人民币升值的预期。即便我们剔除掉今年人民币跨境结算新因素所造成的800亿美元外汇占款的增加，这个比例也在50%左右。

如果说危机前，中国货币动脉的供血量主要来自顺差，危机后中国贸易顺差从2007、2008年的2万亿人民币的水平下降至2010年的1.22万亿人民币，今年上半年还不到3000亿人民币。

理论上讲，国内累积的人民币实际汇率升值压力，源自劳动生产率的提速。但是我们必须明白，这种变化并非来自于价值型和创新因素所致全要素生产率提升的结果，而依靠的是公共投资的高增长。世界银行最近的报告测算，上一个十年中国国企改制等结构性改革引致的全要素生产率增长效力已经消失。

很显然，今天中国贸易顺差的减少并非经济效能的改善，而是“投资”转化为了“进口”，这非真正的经济再平衡的发生，而是失衡的进一步恶化。2011年第一季度中国罕见地出现季度逆差，高速增长的进口反映出经济增长愈来愈倚重于投资。中国保障房建设、高铁工程、水利兴建以及各级政府反危机政策中已经铺开的在建项目的投资规模累计高达GDP的1.2倍，拉高的国际大宗商品价格导致中国贸易条件快速恶化。

人民币汇率低估是结构的必然结果。因为国际收支失衡本质上是内在宏观经济总量问题，并不直接取决于贸易政策或产业竞争力，最终取决于国民储蓄率和投资率，因为它们决定了资本的国际流动。

改变人民币水管的粗细是否能改善结构的平衡？需要这样的逻辑发生：汇率升值后，中国能够顺利地实现从贸易部门增长转向非贸易部门增长，这意味着产业结构升级和延伸，特别是生产性服务业起来，将现在制造中心格局进化为运筹中心格局。当非贸易部门供给快速上升时，通胀就被抑制住了。就业和工资实质性地增长，经济的再平衡才会快速启动。

逻辑实现的障碍来自于体制，行政垄断和政府经济活动的膨胀抑制了资源优化配置的发生。今天中国可交换部门扮演着一个十分尴尬的角色，其吸收就业的贡献远远超过其对经济速度的推动。升值后，出口行业的盈利能力下降，它们将解雇工人，而工人将随即减少消费。被挤出的资源强化了资产部门的膨胀，中国对出口的过度依赖的下降，转化为对投资的更过度依赖，外汇占款的增长动力不会衰竭，或进一步上升，直至政府的财政和银行的财务严重恶化。

改变结构或只能抑制公共投资扩张，中国已经没有捷径选择。经济逻辑的结论是，只要公共投资还在迅速增长，就需要私人部门提供更多补贴，家庭消费占GDP的比重就将停滞不前。中国离再平衡的道路渐行渐远，“人民币对内贬值、对外升值”的搭配将继续为系统性风险累积势能。

多重调控 汇率担纲

□东吴证券研究所副所长 黄琳

从年初至今，人民币对美元已升值3.4%，进入8月后人民币升值呈现加速态势，人民币对美元中间价正式迈入“6.3”时代。人民币加速升值是内外因素共同作用的结果，未来人民币升值趋势还将延续，但升值速度将有所放缓。在国际金融市场持续动荡，利率、存款准备金率上调空间有限的背景下，汇率政策或成为央行重要的调控工具。

升值阶段性趋缓

虽然人民币升值长期趋势不变，但是在阶段性加速升值后，人民币升值步伐或将趋缓。

第一，汇率的决定体现了交易双方的预期。在目前的时点上，美国经济虽复苏缓慢但进一步下探的空间较小。目前的汇率应该已经部分包含了经济二次探底和美国货币政策再度宽松的预期。而从中国来看，随着前期政策效应的逐步显现，紧缩对实体经济产生了较大冲击，宏观调控政策将步入观察期，在预期难以进一步向着升值方向扩展时，人民币升值或将趋缓。

第二，如果人民币过快升值，可能使得原本就遭遇资金紧张的出口企业更加举步维艰，对出口的担忧也导致人民币不可能长期快速升值。

第三，人民币升值意味着外汇储备的缩水。我国是全球外汇储备最多的国家，人民币每升值1%将导致外汇储备缩水300亿元，这也是抑制人民币加速升值的原因之一。

汇率成为调控新工具

央行日前表示，将继续把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务，但在经济下滑风险增大和通胀连创新高背景下，在保增长、调结构和防通胀的多重目标平衡中，加息和提准空间已经变小，汇率工具或成下一阶段重要的调控工具。

人民币升值有利于抑制通胀。在紧缩与通胀背离的情况下，经济增速开始放缓。央行不得不重新选择新的政策工具。从货币量的角度看，人民币升值有利于减少出口和降低人民币进一步升值预期，一方面减少贸易顺差，另一方面抑制热钱流入，两方面压缩外汇占款规模，减轻央行对冲外汇的压力，减少被动投放流动性的压力，从而抑制不断高企的通胀。从货币比价关系来看，人民币升值使得人民币对外购买力增强，降低进口商品价格，有效抵御输入性通胀；从供求角度看，人民币升值必将导致进口增加，国内总产品数量增加，引起总物价指数下降，部分对冲通胀压力。

人民币升值有利于中国经济结构调整。人民币不断升值将导致出口下滑，降低中国经济的对外依存度。同时，为了降低成本，部分外贸企业从沿海地区转移到内陆，有利于中西部地区发展和东部地区的产业升级，加速产业结构调整。人民币升值还可提高非贸易品的相对价格，引导资金流入服务行业，促进第三产业的发展。

人民币升值是人民币国际化的前提条件。从国际货币体系的演变来看，作为大国必须有一个符合本国利益且自己能控制的货币体系，中国已成为全球第二大经济体，也面临提高人民币国际地位的问题。英镑和美元成为国际货币的经验表明，经济实力越强，贸易顺差越稳定，汇率越坚挺，国际地位越稳固。因此，人民币的坚挺也是人民币国际化的前提条件之一。

本报社址：北京宣武门西大街甲97号 邮政编码：100031 电话：编辑部63070331 发行部63070326、63070324 广告部63072603 传真：编辑部63070483、63070480 广告部63071029 零售价格：2.00元 广告许可证：京西工商广字0019号