

■ 财经时评 | Finance Commentary

# 人民币阶段性升值即将到位

□桃花石投资有限公司董事总经理 崔永

截至2011年8月15日，人民币对美元相比2005年7月21日央行启动汇改之日已经升值29.4%；即便相比2010年6月19日央行重启汇改之日，人民币对美元也已经升值6.8%。这么大的升值幅度除了巴西里亚尔、瑞士法郎、日元和泰铢等少数货币之外，人民币已经是该期间各国货币对美元升值幅度最大的币种。

目前来看，人民币升值态势似乎还要延续下去。央行于8月12日发布的《中国货币政策执行报告》中首次将汇率作为一种政策工具来表述，这表明央行可能还会进一步利用汇率工具。毕竟2010年以来央行已经连续上调准备金率12次，由于准备金率不断提高所带来的国内信贷萎缩不可能持续下去，进一步上调准备金率来对冲外汇占款渠道投放流动性的空间已经不大。与此同时，受到社会融资总量受到严格抑制等因素影响，央行债券发行量也很难放量。在这种情况下，央行需要更多地依赖通过加速人民币升值的方式来避免外汇资金的进一步涌入，以期缓解央行的对冲压力。

对于将汇率作为政策工具的中国而言，人民币升值幅度已经不再与外汇市场供求关系完全挂钩。当人民币供大于求或者存在资本外逃风险的时候，央行可能并不会主动让人民币贬值以免贬值预期强化资本进一步外逃。比如1998年金融危机时期，尽管其它新兴市场经济体货币竞相贬值，央行却主动收窄人民币波动区间，将人民币对美元汇率稳定维持在8.27附近。再比如2008年9月全球性金融危机恶化之后，央行尽管停止人民币升值步伐，但并没有让人民币主动贬值，而是将人民币对美元汇率稳定维持在6.83附近。当人民币供小于求或者存在大量热钱涌入的时候，央行也不会轻易让人民币大幅升值，而是按照主动性、渐进性和可控性原则，人民币对美元每年小幅升值7%左右的节奏缓慢推进。比如，2005年7月21日至2008年7月21日，三年之内升值了21.0%，平均每年升值7.0%。而2010年6月19日至今的一年之内也升值了6.8%。照此来

人民币对美元汇率有可能会在6.0附近实现有管理的浮动，人民币汇率弹性也将显著增强。

热钱涌出一旦常态化，在很大程度上说明人民币升值已经基本到位。

随着物价在今年三季度见顶回落，央行通过人民币升值来抑制输入型通胀的压力会大大减轻。

看，央行一旦决定继续使用汇率工具，无论外汇市场供求失衡的程度有多大，人民币每年会保持7%左右的升值幅度。然而，当前人民币阶段性升值即将到位，也就是说如果人民币汇率存在合理均衡水平，这一合理均衡水平也基本达到了。在未来一年左右的时间里，人民币对美元预计最多还会升值7%，人民币对美元汇率有可能会在6.0附近实现有管理的浮动，人民币汇率弹性也将显著增强。事实上，我们可以从以下几个方面看出这种可能性。

首先，尽管当前人民币对美元不断创新高，但人民币升值的资产价格泡沫效应不再显现。我们知道，资产价格是未来盈利预期的贴现，而贴现率一般是国内中长期利率。按照利率平价，国内中长期利率等于国外市场利率减去人民币预期升值率，再加上风险溢价因子。所以，当一国货币存在升值预期的时候，资产价格贴现率就会被压低，资产价格泡沫就会出现。

1985年“广场协议”之后，日元大幅升值也伴随着日本资产价格泡沫的不断膨胀。中国2005年7月份启动汇改之后，伴随着人民币兑美元逐步升值，尽管政府也在不断加息和提准，但国内资产价格泡沫仍然在不断膨胀。然而，2011年以来尽管人民币不断升值，资产价格泡沫效应却并没有显现，股市反而持续低迷。这在某种程度上反映了投资者预期人民币进一步升值空间已经有限，甚至已经基本达到合理均衡水平。在这种情况下，人民币预期升值率会降低甚至逆转，进而抬高国内贴现率水平，从而不仅不起到催生资产价格泡沫的作用，反而可能会刺破资产价格泡沫。

其次，尽管贸易顺差和FDI等长期资本流入规模在扩大，但人民币预期升值率在弱化，短期资本流入规模在萎

缩，热钱甚至在7月份再次出现净流出。从NDF市场隐含升值预期来看，当前人民币隐含升值预期明显弱化，一年期NDF隐含升值预期率已经从4月份的3%左右下降到8月份的1%左右。与此相对应，短期资本流入规模也在明显下降。热钱涌入规模由今年一季度平均每月3000亿元以上的规模，下降到今年二季度平均每月1600亿元左右，尤其是7月份热钱再次由涌入转为涌出，7月份当月热钱净流出规模428亿元。

热钱涌出在历史上曾经在2008年全球性金融危机期间集中出现过，在2010年4月欧债危机期间，热钱净流出也曾短暂出现过。目前再次出现热钱净流出的迹象，而且这是在7月份贸易顺差再创新高情况之下出现的，这在某种程度上意味着投资者对人民币进一步升值的预期在明显弱化。而且如果热钱持续净流出，人民币升值预期就有可能发生逆转。事实上2008年9月份至2009年6月份期间，热钱持续净流出，人民币就出现过大幅的持续的贬值预期，当时一年期NDF市场所隐含的人民币贬值率最高甚至达到6%以上。热钱主要是套取利差、汇差和投资回报率差。不过，目前中国的利率已经上行到历史较高位置，投资的财务成本较高，人民币也升值到一定程度，通货膨胀也攀升到历史高位，风险溢价较高，甚至这种风险溢价已经开始覆盖掉利差、汇差和投资回报率差所带来的收益，所以热钱涌出有可能会再次常态化，而热钱涌出一旦常态化，就会在很大程度上说明人民币升值已经基本到位。

最后，尽管美联储的超低利率政策使得美元短期之内继续维持弱势地位，但是美元已经很难再继续下探，随着美联储低利率所带来的经济复苏，下一阶段美元会逐步摆脱弱势美元状态，这会

使得人民币升值预期逐步弱化甚至逆转。人民币汇率形成机制改革很大程度上要看美元走势。如果美元不断走强，人民币升值压力减轻，央行一般会启动汇改步伐；而如果美元持续疲软，人民币升值压力加大，央行此时启动汇改，人民币升值幅度就难以控制。

目前来看，尽管美联储宣布超低利率政策至少要持续到2013年中期，但汇率作为货币的相对价格，并不会因此而使得美元就此一蹶不振。无论从财政赤字率、失业率、通货膨胀率等经济指标来看，美国经济并不比欧元区和日本要差，美国的低利率政策承诺反而可能会带动美国消费和投资，刺激美国经济反弹，从而逐步带动美元中期走强。再加上人民币升值幅度已经很大，中国政府也在积极鼓励对外投资、削减不利于对外投资的资本管制措施，并且逐步完善外汇市场管理体制，外汇市场供求力量失衡状况也将得到改变。

在这种情况下，人民币兑美元汇率有可能逐步实现有管理的浮动，而不再是单边升值状态。更何况随着物价在今年第三季度的见顶回落，央行通过人民币升值来抑制输入型通胀的压力也会大大减轻。

■ 记者观察

## 成品油定价背后有“玄机”

□本报记者 郭宏

现行成品油定价机制有利于理顺国内成品油价格，发挥炼油企业的积极性。但是，这项机制在实施过程中也引发诸多争议，如炼厂成本如何核算、机制透明引发投机等。

股票投资者都知道，股票价格在一个涨停板之后再来了一个跌停板，价格不是回到原来的起点。比如假定某只股票价格为100元，一个涨停板之后达到110元，再一个跌停板股价却是99元，这主要是由于基数不同所导致，实际上股票价格回落到100元只需下跌9%。

目前实施的成品油定价机制的核心是，当国际市场原油连续22个工作日移动平均价变化超过4%时，可相应调整国内成品油价格。假定当前国际原油价格是100美元/桶，当原油价格每桶上涨4美元达到104美元的时候，涨幅为4%，触发成品油调价窗口，这时油价应该上调。然而，当国际原油价格从104美元/桶回落至100美元/桶的起点，这个时候由于基数“变”成了104美元，跌幅却只有3.84%，所以油价不必下调。于是，尽管原油价格回到起点，成品油价格却回不来。从理论上讲，每经历这样一个波动周期成品油价格可能就会提高一次，如此反复，国内成品油价格相对国际原油价格将可能出现涨多跌少的局面。

隐藏在“数字魔方”背后的还有汇率变化对原油价格的影响。一般来说，如果美元贬值，以美元计价的所有商品价格都会上升，即使这些商品本身价值没有变化。而由于人民币相对美元的升值，这些商品的价格相对人民币并不会改变的。

同样可以用数字说话。假定美元兑换人民币的汇率为100:640，原油价格为100美元/桶，也就是人民币640元/桶。如果美元相对人民币贬值5%，抛开其他影响因素，原油价格将上涨至105美元/桶，而由于美元贬值人民币升值，这时需要105美元才能兑换640元人民币，也就是说原油价格仍为人民币640元/桶，并没有发生变化。而国内的消费者却是在使用人民币购买汽油。

据了解，新的成品油定价机制调整方案，可能将22个工作日的调价时间界限缩短为10个工作日或14个工作日。如果新的定价机制只是在时间界限缩短上做文章，想通过以缩短调价周期的方式，使国内成品油价格与国际原油市场接轨的良好愿望恐怕难以实现。

成品油需要一个透明、合理的定价机制，让普通民众明白国际原油价格与国内成品油价格的对应关系，明白油价为何涨、为何跌、涨跌幅度应该是多大。长远来看，成品油价格终将会放开，由市场竞争形成，而这要求在定价机制进一步改善的同时推进成品油流通体制的改革，培育多元化竞争主体的市场格局。

最后的报名机会

\$

巨奖出击

赢iPad2电脑月月送 参赛兑换购物券

更有高薪职位等着你

winhk.jrj.com

港城

国泰君安国际杯 第二届中国港股高手争霸赛

比赛时间：7月4日至10月31日  
报名网址：winhk.jrj.com

客服电话：010-58325388-1587

『娜』样赏中秋

法国冠军李娜

Häagen-Dazs

同一个世界 同一个中秋

哈根达斯月饼冰淇淋 2011 臻情献礼

脆皮月饼冰淇淋·创意呈现

全国销售热线：400-820-9815

哈根达斯中国官方网站：  
www.haagendazs.com.cn