■ 大视野

央行时隔五年再次扩大人民币兑美元的双向浮动弹性。自16日起银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由千分之五扩大至百分之一。汇率弹性的不断增强既是人民币汇率形成机制市场化的必由之路，也是实现央行货币政策独立性以及人民币国际化的必要条件。从更深层次看，弹性汇率机制一直是金融改革要素的重要部分，此次扩大汇率浮动空间也意味着我国经济金融市场化改革已经步入深水区。

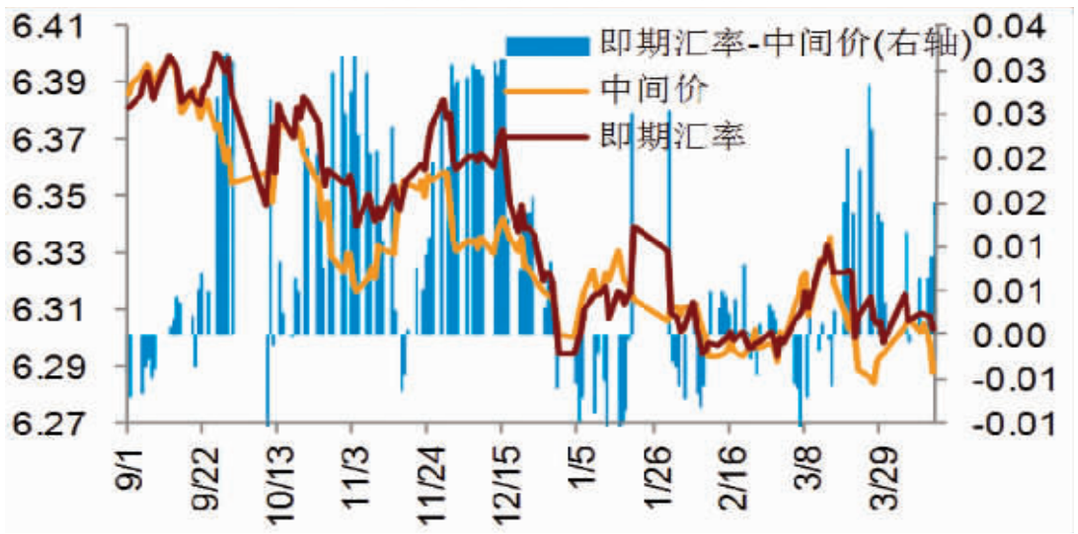
增强汇率弹性打开价格型调控空间

□桃花石投资董事总经理 崔永

近日，央行公告称，自2012年4月16日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由千分之五扩大至百分之一。这是央行于2007年5月21日将人民币对美元交易价浮动幅度由千分之三扩大至千分之五之后，时隔五年再次扩大人民币兑美元的双向浮动弹性。

单纯从汇率改革的角度来看，人民币汇率双向浮动弹性的不断增强既是最终实现人民币汇率形成机制市场化的必由之路，也是增强发挥人民币汇率价格发现功能的必然要求，当然也是实现央行货币政策独立性以及人民币国际化的必要条件。增强汇率弹性还将为政府启动价格型调控手段的打开空间。为了促进国民经济平稳可持续发展，央行在经过降低准备金率、暂停央票发行等政策措施之后，下一阶段将更多地启用价格型调控工具。这包括引导人民币汇率有升有贬、双向浮动；快速推进利率市场化；缩小存贷款利差，甚至在近期会考虑降低存贷款基准利率。

人民币兑美元即期汇率与中间价的偏离



资料来源：Wind，招商证券

汇率弹性增大的三重意义

首先，人民币汇率弹性的增强将有利于维护国际收支平衡。中国经常项目顺差与国内生产总值之比自从2007年达到10.1%的历史高点以来逐年下降，到2011年该比值下降2005年以来的最低水平2.8%。2012年前两个月贸易项目连续逆差，尽管第三个月扭转了贸易逆差局面，但第一季度累计贸易顺差大幅缩减为6.7亿美元。经常项目顺差大幅缩减的同时，资本项目顺差也在大幅缩减。近年来，在欧美债务危机反复冲击以及全球金融市场持续动荡的大背景之下，全球资金的避险动机增强，资本大量撤出新兴市场经济体，美元因此而逐步走出低谷，这使得中国长期面临的跨境资金持续大规模流入压力骤然被释放，包括人民币在内的非美货币必然会面临较大的贬值压力。NDF市场隐含的一年后人民币贬值率数据也表明这一点，2011年10月份以来，人民币总体上一直处于贬值预期之中。在这种情况之下，如果不进一步增强人民币汇率弹性，无论是经常项目顺差和资本项目顺差都可能会因为没有汇率这一价格工具的调整而继续大幅缩减直至出现大幅逆差。一旦人民币汇率弹性增强，汇率的自我调整机制将使得贸易项目活动和资本项目活动不至于明显偏离均衡水平。

其次，人民币汇率弹性的增强将有利于维护物价水平的稳定。经过前期紧锣密鼓的紧缩政策之后，中国的物价水平从2011年年6月份以来持续回落，尤其是生产者价格指数（PPI）的回落速度更为明显。2012年3月份PPI同比增速为-0.3%，这是2009年12月份以来的首次负增长。尽管消费者价格指数（CPI）还保持3.6%的相对高位，但下滑态势已经形成。无论是从狭义货币M1与CPI的关系，还是PPI与CPI，抑或是GDP与CPI的关系等角度来看，CPI必定在未来两三个季度之内持续下行，并且不排除出现负增长的可能。毫无疑问，严厉政策紧缩措施所带来的经济持续下滑意味着总需求的萎缩，而总需求萎缩所带来的货币派生能力下降以及企业订单的萎缩，必然会导致物价水平的持续下降。物价水平的持续下降反过来也必然要求政府提前采取措施预防物价水平的大幅回调，尤其是通货紧缩局面的出现。因此，配合减税增支的财政政策，央行自去年12月份以来也已经连续两次降低准备金率，同时通过连续停发央行票据的方式加大力度向市场投放流动性。然而，央行通过准备金率和公开市场方式向市场投放的流动性，很难弥补资本外流所带来的外汇占款渠道投放流动性的减少。在这种情况之下，要想保证货币信贷的适度增长，以避免通货紧缩局面的进一步出现，央行必须要增强人民币汇率弹性，从源头上抑制资本的进一步外流，从而满足实体经济的正常流动性需求。反过来，在通货膨胀时期，汇率弹性的增强也可以抑制资本的不断涌入，从而缓解央行被动释放流动性的压力，抑制物价水平的进一步膨胀。因此，汇率弹性的增强无疑有助于物价水平稳定。

最后，人民币汇率弹性的增强将有利于维护金融市场和房地产市场的稳定。长期以来，人口红利、制度红利、后发优势以及劳动力由低效率的农业转向高效率的制造业，使得中国的劳动生产率相对于发达经济体要高，从而使得资本大量涌向中国的同时形成大量贸易顺差，人民币汇率因此也长期面临升值压力。这种人民币升值压力在单纯盯住美元的汇率机制之下长期得不到释放，转化为一种长期的人民币升值预期。在人民币升值预期的作用之下，无论是追求投资收益的长期资本还是追逐套利机会的短期资本都大量涌入中国，从而催生股票和房地产的资产价格泡沫。这种资产价格泡沫一旦破裂又会造成资本短时期的大量集中外流，致使外汇占款增量大幅下降甚至负增长。2011年欧债危机恶化以来就是这样，2008年大危机时期和1998年东南亚危机时期同样也是这样。

为此，央行需要不断增强人民币汇率弹性，一旦人民币汇率弹性增强，人民币升值预期就会转化为现实的人民币升值，从而迅速消化掉人民币升值预期。反之亦然，人民币贬值预期也会转化为现实的人民币贬值，从而也会迅速消化掉人民币贬值预期，最终使得资本大进大出的可能性降低，资产价格泡沫膨胀和破灭的概率也会随之降低。毕竟理论上来看，资产价格为未来收益预期的贴现，而贴现率是国内的长期利率水平。从利率平价角度来看，国内长期利率水平等于国际市场利率减去人民币升值预期率。因此考虑到未来收益预期基本稳定，而国际市场利率不会出现大的波动，因此一旦人民币汇率弹性被增强，人民币升值预期率就会得到消化。这种情况之下，除非全球经济体出现大的系统性风险，国内股市和楼市也就不会大起大落。这也就是说，只有资产价格的贴现率被稳定下来之后，或者说人民币升值预期率被消除之后，中国的股市和楼市才能够真正回归到所谓的价值投资的轨道上来。

同时推进利率和汇率市场化

从央行再次增强人民币汇率弹性的上述意义来看，增强汇率弹性是政府启动价格型调控手段的开始。为了促进国民经济平稳可持续发展，央行在经过降低准备金率、暂停央票发行等政策措施之后，下一阶段将更多地启用价格型调控工具。这包括引导人民币汇率有升有贬、双向浮动；快速推进利率市场化；缩小存贷款利差，甚至在近期会考虑降低存贷款基准利率。

究其原因在于，准备金率和公开市场操作等数量型工具治标不治本，只有不断推进利率和汇率市场化才能够从根本上消除中国国民经济运行的不稳定根源，而且利率市场化与汇率市场化是相辅相成的，推进汇率市场化的同时要推进利率市场化。

僵化的汇率制度和利率制度才是中国经济不稳定的根源之一，解铃还需系铃人。盯住美元的汇率体制使得外汇市场难以达到出清，人民币升值预期或者贬值预期迟迟得不到消除，资本持续涌入之后又短暂大幅流出从而造成经济运行的极度不稳定。存贷款利率的持续管制使得国内资金市场也得不到有效出清。当经济复苏，投资回报率提高的时候，大量投资主体盲目追加投资，致使经济过热；而当经济下滑、投资回报率下降的时候，持续居高不下的利率水平又使得投资主体的投资意愿急剧降低，经济萧条和股市大跌在所难免。

进一步来讲，利率市场化与汇率市场化是相辅相成的。只有汇率市场化与利率市场化协同推进，才能有效化解资本大量涌入和大量涌出。当资本大量涌入之时，由于汇率弹性较大，人民币汇率升值，消除汇差收益，资金的大量涌入使得国内资金充裕，市场化程度较高的利率便会不断被降低，利差收益也会被不断消除，资本进一步涌入的动力就会减弱直至消除。反过来也是这样。因此，人民币汇率弹性被增强之后，央行将有序引导人民币汇率有升有贬，双向浮动的同时，快速推进利率市场化。

事实上，最近无论是从温家宝总理关于“国内银行获得利润太容易”，以及周小川行长“推进利率市场化条件基本具备”等言论来看，政府已经下决心要推进利率市场化。而在利率市场化不可能一步到位的情况之下，依然通过政府代替市场调整的方式，降低存贷款基准利率就是必然的选择。

从过去央行调控的经验也能看到这一点，2005年7月21日，央行推进汇改的一年之后，央行开始进入加息周期，尤其是2007年5月12日央行扩大人民币汇率弹性之后的5月19日央行开始进入了几乎每个月加息一次的频繁加息时期。2010年6月19日央行推进二次汇改四个月之后的10月20日，央行重新开启了一轮频繁的加息周期。只不过，前几次中国经济面临的情况是经济过热，人民币升值预期强烈，而当前人民币面临贬值预期。在这种情况之下，人民币汇率弹性扩大之后，必然要求降低存贷款基准利率来配合，以期避免资本的急剧外流以及物价和经济的快速下行。

汇率弹性扩大预示金融改革提速

□民族证券 陈伟

近期，央行宣布将人民币兑美元交易价浮动幅度由千分之五扩大至百分之一，人民币兑美元的日浮动幅度已比较接近当前主要货币之间的浮动幅度。这不仅是加快人民币汇率市场化进程的重大举措，还将有利于增强人民币汇率双向浮动弹性，完善人民币汇率形成机制，更重要的是它对于推进人民币国际化，乃至利率市场化等金融改革都将产生十分积极的影响。

首先，扩大汇率弹性有利于我国完善浮动汇率制度。人民币汇改以来，我国虽然确定了参考的一篮子货币、以市场供求为基础、有管理的浮动汇率制度，但由于人民币汇率波动远小于非美元汇率波动，大大降低了我国汇率制度的有效性，也不利于我国外汇风险的化解。具体来看，人民币对美元波动幅度过低导致汇率缺乏弹性，国内贸易商也就更愿意接受美元结算，而不愿接受非美货币结算，由此导致我国外贸结算货币的币种结构中美元占比畸高，外储最终难以有效分散币种结构；结算货币主要是美元时使得其他非美货币沦落为“小币种”，导致非美货币交易需求偏少、交易不活跃，进而使得我国寄希望人民币更多转向对一篮子货币变化的希望悬空。这都不利于人民币实际有效汇率的稳定。由于人民币同美元的相关性较大，人民币对其他汇率又以其对美元汇率来确定，使得当美元与其他货币大幅波动时，人民币对其他货币的波动也很大。如去年四季度由于欧债危机深化使得欧元汇率贬值较大，我国对欧元升值达到5.5%，由此也导致我国人民币有效汇率大幅波动，影响了我国出口的稳定增长。因此，由人民币对美汇率浮动增大，汇率市场化程度提高，无疑有利于我国进一步完善汇率市场建设，降低经济及金融系统运行风险。

其次，扩大汇率弹性也有利于消除各种汇率风险，提高我国汇率决定的自主权。当人民币与美元浮动区间过小时，人民币对美元的汇率不能及时反映市场真实状况，从而激励境外热钱的套利、套汇冲动，反而不利于我国汇率稳定。例如，去年12月人民币贬值预期较强的时候，由于海外市场汇率波动区间远大于国内，海外机构在离岸市场先借入人民币，在国内外汇市场换取美元，然后在香港市场换取更多境外人民币，最后偿还人民币资金完成套利交易，该过程无疑容易加剧了汇率贬值，削弱了境内外汇市场的人民币汇率主导权。若人民币即期汇率日内波幅扩大，国内与国外的汇率差距因此缩小，这样一方面会增大境外资金套利的成本，另一方面由于人民币汇率更及时、真实地反映了市场一致预期水平，也会减弱境外资金套利的动力，国内汇率能更真实地反映基本面情况，我国的自主汇率决定权也就有了更多保证。

第三，扩大汇率弹性是我国人民币国际化得以健康稳定推进的重要前提。近年来我国通过提高人民币升值预期，推动了人民币在海外的使用。但事实证明，建立在人民币升值预期基础上的“人民币国际化”风险较大，也是不稳固的。例如，进口企业倾向于以人民币对外支付，从而激化外汇储备继续扩大，也强化人民币单边升值预期；一旦预期逆转，又容易造成海外人民币集中回流，人民币在海外的流通锐减，人民币国际化也就容易受挫。因此，当人民币汇率波动弹性更大，市场化程度更高时，人民币国际化的推动也就少了些投机因素，可以更加稳定地发展。此外，扩大汇率弹性还有利于通过扩大我国资本项目开放更好地推进人民币国际化。当汇率更多由市场决定时，人民币资产才具有较高的流动性和透明性，人民币各类金融资产的价格形成才更公允，海外投资人才更愿意交易或持有人民币资产，人民币国际化才能打开更大空间。

第四，扩大汇率弹性还为我国金融领域的其他改革推进创造了较好条件。多年来，由于人民币单边升值，央行被动对冲外汇流入的压力巨大，国内利率政策调整也受到掣肘。汇率市场化程度提高后，央行通过市场对冲外汇流入的压力大大减轻，可以更多获得国内利率的主动调整权，更为积极推进国内的利率市场化建设。

因此，此次人民币兑美元汇率波幅扩大的意义不可小觑。虽然只是汇率弹性迈出一小步，但很可能意味着我国金融改革将以更大的步伐前进。

人民币汇改加快正当其时

□招商证券 谢亚轩 张一平

自2012年4月16日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由千分之五扩大至百分之一。笔者认为，扩大人民币汇率浮动是推进汇率市场化的要求。在当前情况下，推动人民币汇率制度逐步走向自由浮动正当其时。

扩大人民币汇率浮动幅度是推进汇率市场化的要求。去年年末，受欧债危机和国内经济调控的影响，国内市场人民币汇率发生了剧烈波动，波动程度是2005年汇改以来少有的。从制度因素层面分析，随着香港离岸人民币市场不断发展壮大，国内在岸市场人民币汇率形成机制尚未完全市场化，离岸市场上的汇率波动必然造成在岸市场即期汇率与中间价的大幅偏离。扩大人民币汇率浮动幅度有利于推动人民币汇率形成机制的市场化改革，也有利于外汇市场货币价格发现功能的实现。

2011年我国经常项目顺差与GDP之比已小于4%，人民币汇率已接近均衡汇率水平，扩大人民币汇率浮动幅度的内部条件已成熟。一般认为，能够使一国国际收支处于均衡状态的汇率是该国货币的均衡汇率。在这一标准下，经常项目余额与GDP之比在±4%之间时，该国国际收支是可持续的。根据国家外汇管理局《2011年中国国际收支报告》，我国去年经常项目顺差与GDP之比为2.8%。据此来看，人民币汇率已经接近均衡汇率水平，未来将会呈现出更为频繁的双边波动态势。因此，随着内外部经济形势和结构的变化，人民币汇率已经具备了更大幅度双向波动的内部条件。

从外部环境看，欧债危机阴影不散，国际资本的频繁流动为人民币扩大浮动幅度提供了必要的外部条件。自危机爆发以来，欧债危机始终是全球风险偏好的决定因素。当市场逐步接受人民币汇率进入平台期，未来升值速度将放缓，因此一旦外围形势发生变化，国际资金不会再死守已经逐步减小的人民币升值收益，而是更加频繁地流入流出。国际资本流动频率增加的情况下，扩大人民币汇率浮动幅度是当前的适宜之举。

此外，香港离岸市场放大了人民币汇率的波动，推动了汇率形成机制的改革。随着香港离岸人民币市场的发展，拓宽了资金在境内外周转的渠道，一定程度上也加剧了顺周期的跨境资本流动冲击，放大了资本流动对人民币汇率影响。国内外汇市场上人民币汇率的波动性和振荡幅度中已不可避免蕴涵了香港因素。由于离岸市场人民币汇率是自由浮动的，因而更能反映市场情绪变化。当在岸和离岸市场对人民币发生分歧时，受到更多管制的一方自然会向更加自由一方的汇率靠近，故而国内市场人民币汇率会出现异动，也为资金在两个市场套利提供了机会。随着人民币汇率浮动幅度的逐步扩大，在岸和离岸市场上人民币汇率将逐步趋同。

更重要的是，扩大汇率浮动幅度有利于减少外部因素对我国货币政策的扰动。根据三元悖论，一国货币政策的独立性、资本自由流动和汇率的稳定性只能同时实现其中的两个目标。我国尚未开放资本项目的自由流动，又由于美元是当前国际货币体系中最为重要的国际货币，美国在中国参考篮子货币中的比重最大，那么为了保证汇率的稳定，中国货币政策的独立性必然受到美联储政策的影响。

过去，我国出口商品技术含量低，国际分工格局中也处于较低的低位，为了保证出口，我国不得不实行盯住美元的固定汇率制度。随着我国经济的发展和经济调整转型的要求，我国外贸可以逐步承受人民币升值的成本，经济对汇率波动的承受能力也在不断加强。与此同时，金融危机后现行汇率制度浮动幅度过小导致的被动货币投放，对经济负向冲击愈演愈烈。在资本项目方面，我国吸取亚洲金融风暴的教训，在资本项目的开放问题上始终保持谨慎。因此，为了保证我国货币政策独立性，当前推动人民币汇率制度逐步走向自由浮动正当其时。

经济市场化改革进入深水区

□何志成

央行日前决定扩大外汇市场人民币兑美元汇率的浮动幅度，从4月16日开始，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易日波动幅度由千分之五扩大到百分之一。笔者认为，人民币汇率扩大波动幅度与近期温州金融改革试点一样，都是中国经济市场化改革进入深水区的标志性事件，对当前宏观经济环境改善有着积极作用。

改革只要启动，就会按照其内在逻辑稳步推进，随后的改革不可逆转。人民币汇率扩大波动幅度是人民币汇改的关键一步，它既是为人民币走向自由浮动汇率制试水，也是为建立“人民币交易”大市场进行必要的准备。众所周知，人民币市场化是中国经济体制市场化的最重要推手，也是最大的难点之一。之所以难，关键在于牵一发而动全身，人民币市场化意味着中国经济微观主体必须适应市场化大趋势，实现适度的“国退民进”，“市场化调控”要向前走，政府“管制力度”要向后退。因此，扩大人民币汇率日波动幅度，必须与扩大“人民币交易市场”规模和交易者队伍相辅相成，不仅要吸引企业进入这个市场，而且也应容许普通投资者进入这个市场。

人民币兑美元汇率扩大日波动幅度，这对很多希望借助人民币汇率期货实现套期保值的企业和投资者有了“可操作空间”，随之必然带来人民币汇率的市场化“炒作”。不要以为炒作不好，没有炒作，就没有市场，也就没有市场化改革。笔者预计，未来不久，人民币汇率不仅只对美元波动幅度扩大，对其他主要货币的波动幅度都将扩大（目前欧元日元的波动幅度都比美元大）。3-5年之后，人民币汇率很可能实现“准”自由浮动，“人民币汇率市场”将逐步对广大投资者开放，并成为中国最大的虚拟金融市场。

虚拟金融市场是实体经济高速发展的伴生物，是市场定价体系的关键环节。市场经济最大意义是具备充分市场化的交易性定价体系。这个体系不仅要求实体经济市场化，还要实现虚拟金融市场的真正市场化。随着中国经济的对外开放，进出口规模已经跃居世界第一，必须有一个可以对冲汇率波动的虚拟金融市场。中国经济发展，人民财富增加，也必须有一个可以实现劳动力价值“跨时空”交换的市场，形成一个储备劳动力价值的市场。两个水库相互调节，价格形成机制才能稳定运行。与全球最大的虚拟金融市场对接，一定是中国经济市场化的必要步骤。未来人民币汇率交易市场将是与全球外汇市场对接的市场，由此人民币汇率市场将成为全球最大的货币市场之一。人民币将走向世界，成为世界货币体系中的支柱性货币。

更重要的是，中国经济需要更清晰、更敏锐、更及时反映宏观经济环境的信号。人民币汇率的日波动率将及时反映市场各方参与者对未来中国宏观经济运行的心态，甚至可以反映微观经济领域的运行情况。这就人民币汇率的“信号”作用。

人民币汇率日波动幅度加大，也是当前宏观调控的需要，是预调微调的具体举措。更多使用汇率工具，通过人民币汇率适度升值或贬值对微观经济进行调控，是市场化管理宏观经济的一大进步。人民币汇率波动方向将很快地影响到股市和楼市，随即会影响到投资和进出口，也会间接影响全球资本流动和物价水平，让宏观经济管理者能够更早、更灵活地预调微调宏观经济。

有人认为，人民币汇率扩大波动幅度会引发人民币汇率贬值，笔者的看法恰恰相反。此次扩大人民币兑美元的日波动幅度，短期可能引发人民币贬值预期，中长期将支持人民币升值。因为人民币升值是中国劳动力价值逐步与国际接轨的必然，也是“中国制造”必须涨价的必然。同时，人民币适度升值，也可以抵消部分输入性通胀压力，鼓励增加进口。今年一季度中国经济表现最差的可能就是进口，此时出台人民币汇率扩大波动幅度举措，有助于增加进口，抑制物价上涨，使中国经济实现软着陆。

还有人分析，人民币汇率扩大波动幅度会对股市和楼市造成很大压力，根据就是热钱会因此撤离中国，而笔者看法与之相左。中国经济市场化改革对全球资本的影响一定是正面的，尤其是对中国民间资本的影响更正面。去年四季度以来，热钱持续流出境内，其实是民间资本在流出，这是对中国经济缺乏信心的表现。人民币汇率扩大日波动幅度和温州金融体制改革试点，都是中国经济体制市场化改革进程加快的信号。这场大改革的启幕对中国经济是大利好，也将吸引全球资本的流入，对民间资本更是利好，对A股、楼市来说也不会是利空。中国经济将因市场化改革深化而催生内生增长动力，民间资本将更加活跃，宏观经济有望恢复较快增长趋势，中国股市也将迎来新一轮上涨。

地址：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