

■ 大视野·聚焦汇改重启一周年

# 改变升值预期不妨一次性升值

□中信证券债券销售交易部  
杨辉 傅雄广

央行当前这种“重数量、轻价值”的货币政策调控模式是否会出现转变？如果从重数量到重价格的转变，那么下一个工具是利率还是汇率？我们倾向于认为，未来一段时间汇率政策有望逐步发挥更为重要的作用，政策选择应该首先加强汇率波动的弹性。主要原因在于：

首先，通过人民币升值，扭转当前贸易失衡以及贸易条件不断恶化的局面。一季度我国贸易出现了10亿美元的逆差，但分析会发现，导致这一结果的原因不完全是实际进口额的上升所致，有相当一部分为价格上涨所致，即贸易条件的恶化。贸易条件的恶化，显著地降低了出口产品的相对价值，大幅增加了我国进口成本支付，这无疑对于我国财富积累非常不利。

贸易条件恶化一个重要的因素就是汇率缺乏弹性。当前尽管人民币兑美元持续升值，但人民币有效汇率却持续贬值。据IMF的估算，中

国的出口价格弹性大致为-1.6，进口价格弹性为0.9。如果人民币升值10%，那么实际出口额下降16%，实际进口额上升9%。按这一弹性测算，在其他因素不变的情况下，人民币升值20%左右才能使一季度的实际贸易顺差为零。因此，单纯从平衡贸易的角度，人民币仍有较大的升值空间。

其次，人民币汇率缺乏弹性使升值预期持续高涨，资本流入规模较大。央行数量调整会考虑多种因素，其中一个比较重要的因素就是资产方的变动。由于当前人民币升值预期依然强烈、中美利差持续存在，因此套利资金不断涌向国内。从2002年以来的历史数据看，在人民币升值预期较强烈的时期，往往伴随着资本的大规模流入，而有贬值预期时则相反。

要改变这种局面，就需要改变持续存在的升值预期，其中一个有效方式可能是一次性升值。这样一方面可以有效地改善贸易条件，调节实际贸易顺差，另一方面可以改变人民币单边升值的预期，减少资本流入规模，缓解国内经济过热，抑

制资产价格泡沫。

再次，人民币汇率缺乏弹性也阻碍了利率上升的空间。上调利率的直接后果是扩大了中国与其他国家的利差，人民币升值预期进一步增强，资本也开始加速流入。在这种情况下，为了减少资本流入规模，减弱人民币升值预期，加息的空间也受到了抑制。

最后，缺乏弹性的人民币汇率可能加大了当前人民币国际化虚热。当前人民币国际化已经成为共识，而且也取得了比较显著的成就。尽管如此，当前的人民币国际化更多是建立在人民币升值预期的基础上。例如跨境贸易人民币结算业务接近九成为进口对外付款，这直接减少了进口美元支付，也直接放大了中国外汇储备规模。今年第一季度跨境贸易人民币结算业务量达到3603亿元，超过去年全年业务量5063亿元的70%。贸易结算货币的选择也是基于对人民币升值的强烈预期。

在境外持有人民币资产的主要原因就是人民币升值预期。这也意味着当前我国人民币国际化

步伐加快主要是建立在人民币升值预期基础上，一旦这种预期发生逆转，这一过程是否会出现逆转或者大幅减速，值得高度关注，其中无疑可能蕴含着新的金融安全问题。

综上分析表明，人民币升值是降低央行资产负债表扩张速度、改善国内经济结构、扭转内外失衡、抑制资产泡沫以及通胀上行的有效方式，也是改变央行调控方式的重要选择。

结合前面的估算，同时考虑到一次性升值对经济和就业的冲击，我们认为如果采取一次性升值，一个比较合理的区间是10%以内，同时增强人民币汇率弹性，比如上下2%-3%的波动区间，最终更多由市场来决定汇率的均衡位置。

从政策效果来看，利率尤其是实际利率对于宏观调控具有非常重要的意义。然而，分析表明，短期内，受降低对冲成本、汇率缺乏弹性等因素的制约，央行加息步伐将较为缓慢。但是当央行用准备金替代央票以后，以及如果未来外汇占款增速放缓的情况下，

央行调控余地将增大；再进一步，当央行加大了汇率波动弹性之后，人民币利率波动空间也将进一步打开。

对于利率政策，从短期来看，由于调控目的仍以调控通胀为主，央行仍注重量化工具与价格工具的结合，由于数量政策调控到位，年内加息的空间已经不大。加息可能会是“短期上调幅度大于长期，存款大于贷款”。而从中长期来看，加息的主要目的不仅是调控通胀，也是抑制资产泡沫、改善内外失衡的需要，政策方向是加大利率弹性，即稳步推进利率市场化进程。如果考虑到抑制房地产和投资的冲动，则应该进一步加息，尤其是存款利率，实现实际利率为正，使私人部门选择存款而非购买风险资产。这就意味着，未来利率政策很可能经历一个较长的间歇性加息周期。即如果经济没有“硬着陆”的风险，在通胀下行后，基准利率不动，等待新一轮通胀的触发再进行加息。这一点与我们之前“利率新常态”的判断基本一致。

## 人民币国际化须在升值中完成

□张捷

本轮各国货币竞争性贬值给人民币造成了巨大的升值压力，而中国控制通胀的结果之一必然是加剧人民币升值压力，但这也为人民币走向世界带来了最好的机会。不论是当年的美元，还是二战后的马克和日元，它们之所以能够成为国际金融市场的宠儿，其共同的背景都是在货币升值过程中完成的。人民币要被世界所接受、持有、直到成为国际结算和定价货币，也必须在升值过程中完成。

回顾历史，英国成为世界第一的关键就是英国最先建立了现代央行体制，处于不断的升值之中的英镑帮助伦敦成为世界金融中心；美国成为世界强国则是借世界大战的欧洲货币动荡，参战各国货币贬值的时机使美元成为国际结算货币，将世界的金融中心从伦敦转移到了纽约；中国经济的崛起需要国际金融的话语权。从历史上看，每一次的国际货币话语权的获得都与货币的升值预期有关，在货币的升值预期下取得货币的贸易方都倾向于持有增值潜力大的货币，在市场的自由选择下就自然而然地获得了货币结算权的转变。

当前欧元在欧债危机下信誉降低，美元在美国国债超过警戒线达到新高长期趋势看跌，人民币的升值预期恰恰给市场选择人民币结算以充足的理由，人民币此时开放并争夺结算权，恰恰是最好时机。

人民币取得一定的结算权利和国际储备货币的功能对中国利益巨大：人民币结算的部分不用忍受他国货币贬值的盘剥，中国可以使用自己的货币购买所需物资，也不需要大量的外汇储备。即使将来再有人攻击人民币汇率，届时持有人民币的国际社会也不会袖手旁观。

当然，西方不会放任人民币的“海外扩张”。VISA封杀银联的行为就是在企业层面对人民币国际结算的一个阻击，因为银联是一个人民币结算的系统。在人民币不开放不升值的情况下，即使是鼓励他们也不会有海外银行愿意拿着人民币，现在的情况是VISA的手续费高但是海外银行照样走银联通道持有人民币，所以VISA要借助其市场垄断地位进行封杀，这就是人民币升值预期带动人民币国际结算权的活生生实例。

人民币升值还会收获一个副产品，这就是对于中国反倾销和市场经济地位问题的解决。在人民币处于贬值通道中这样的问题是没有的，因为对于人民币升值预期，西方可以选择一个有货币贬值预期的替代国，得出倾销的结论实际上是源于货币汇率预期的差别而不是真正的倾销。在人民币升值以后这样的情况将得到避免，近期我国的反倾销WTO胜诉也不是偶然的。

在升值预期下，国际热钱套利不但可以得到汇率上的利益，还可能在股市楼市上大赚一把。房地产开发商害怕前期已售业主的退房潮，因此，只能对老百姓有限降价但却以大比例折扣把房屋出让给热钱，这样热钱就具有了更高的套利空间。事实上，人民币国际化就是一个完全百分百合适的时机只存在理论上的可能，而且如果没有得利人也就没有了交易的对手盘，中国独自左右世界的能力尚不具备，天下没有免费的午餐。

人民币国际化对于中国金融独立自主至关重要，否则中国的货币就必须依赖外汇的信誉，金融体系难免不被汇率所绑架，国内市场难免不被外来货币输入通胀，也不得不持有大量外汇储备。而如果货币是国际化的，就可以如西方发达国家一样地印钞输出通胀并且享受全球化货币竞争贬值所带来的货币红利，这是一个食肉动物与食草动物的区别，决定一个国家在世界金融体系架构上的位置，只有成功迈过这一条鸿沟，中国才能够完成历史性跳跃。

## ■“微”言热议

### 汇改重启周年

□吕随启(北大证券研究所所长)：目前的货币政策，一方面，外汇储备不断增加，外汇占款形式的流动性相应增加，另一方面，法定准备金率提高，与企业信贷有关的流动性越来越少；这就提出一个问题，我们的货币供给到底是为企业体系和国内经济增长服务的，还是为外汇占款服务的？而外汇占款增加的基础货币投放更多的只能是推高物价。

□鲁政委(兴业银行首席经济学家)：汇改一年后仍然存在的问题是：1.人民币对美元波动幅度仍然极小，并成为储备快速增长、储备币种过于集中于美元、非美货币交易不活跃、外汇避险市场“发”而不“育”、资本项下不敢开放等问题的根源；2.人民币汇率篮子中的货币对询价交易仅有美元、林吉特和卢布，使人民币对一篮子货币汇率变化虚置。

□谭雅玲(中国外汇投资研究院院长)：应该讨论一下2009年我国人民币盘整在6.82-6.83元与去年至今的人民币升值问题，对于我国很多焦点和热点的定义需要有自己的主观和主张，不能被别人忽悠着或被捆绑着。

□吴晓求(经济学家)：美联储维持QE2政策不变至6月底，在预料之中，这期间加息的几率极小。在防止通胀和美元贬值与推动经济复苏、提高就业率的双重目标中，美联储目前的政策顺序是后者优于前者。全球性通胀看来难以避免，中国通胀的输入性或外部性将更加突出，这将考验中国的货币政策。

□李迅雷(国泰君安首席经济学家)：人民币加速升值属无奈选择。如果提高存款准备金率可以解决通胀，那这是央行最愿意看到的。但严酷事实是，美国不加息，热钱不改变流向。中国陷入热钱流入—外汇占款增加—提高存准率—市场利率上行—被动加息—热钱流入—再提存准的恶性循环。只有升值，让中国企业受伤，经济回落，才可达到抑制通胀目标。

□陈杰(香港亨达金桥投资有限公司市场总监)：自去年6月19日央行宣布重启人民币汇率改革以来，人民币对美元升值幅度，迄今已达5.21%。一年来，人民币汇率进一步向均衡水平靠拢，双向浮动特征明显，汇率弹性显著增强。这一年来，汇率手段在保持国际收支平衡、抑制输入型通胀、促进全面宏观调控等方面发挥了积极作用。(本报记者田鸿伟摘编自腾讯微博)

## 汇率低估不等于政府补贴

□浙江理工大学 何艳华

在人民币汇率上做文章，是美国最爱向中国挥舞的“尖棒”。比如美国国会去年通过的“汇率改革法案”，就被普遍视为针对人民币汇率的一项立法。该法案对1930年关税法进行修订，以便把“汇率低估”行为视为出口补贴，对相关国家输美商品征收反补贴税。根据该法案的规定，如果向美国出口商品国家的货币与美元之间的汇率存在该法案所定义的“根本性低估”，则该汇率可被视为一种出口补贴，美国可以采取反补贴措施；根本性低估的汇率与依据该法案推算的该国均衡真实有效汇率之间的差额则为授予利益，构成补贴程度或数额。此外，该法案还规定了判断一国货币系“汇率根本性低估”的依据与方法。

不过，虽然美国国会通过了这项法案，但并不意味着它可以得到国际社会的认可。事实上，一国汇率是否低估，理应由IMF来认定，美国无权依据本国法律来确定他国汇率是否存在根本性低估，而且汇率低估亦并不构成WTO框架下的补贴，美国将汇率低估视为出口补贴的法律是违反WTO相关规定的。

确实，一国汇率低估会对该国的出口商有利，但仅凭“出口商获得利益”，还不足以证明该国汇率措施构成补贴。事实上，一国汇率是否低估，理应由IMF来认定，美国无权依据本国法律来确定他国汇率是否存在根本性低估，而且汇率低估亦并不构成WTO框架下的补贴，美国将汇率低估视为出口补贴的法律是违反WTO相关规定的。

在此，我们可以明确一个观点，即中国的货币政策有利于出口商这一事实，并不表明中国政府给予出口商以SCM协定中界定的财政资助。

其实，在SCM协定第1条第1款中，只明确四种情况构成财政资助：第一，资金的直接转移、资金或债务的潜在转移；第二，放弃或未征收在其他情况下应征收的政府税收；第三，政府提供除一般基础设施外的货物或服务，或购买货物；第四，政府间接实施上述行为。美国对人民币汇率措施的指责主要是第一种和第三种情况。我们对该条款逐一分析后就会发现，中国现有人民币汇率政策的维持并不体现在公共账户上的支出，并不涉及任何公共资产向出口商的转移，同样也不属于一般基础设施之外的货物或服务，并不符合上述四种情况中的任何一种。很显然，中国现有的人民币汇率措施，并不构成政府的财政资助。

不仅如此，美国将汇率低估视为出口补贴，也与SCM协定有所冲突。SCM协定第1条对财政资助形式的列举是穷尽的，并未将汇率低估视为补贴。且WTO上诉机构在美国出口限制措施的上诉机构报告中明确，将SCM协定第1条并入了政府或其他公共机构提供财政资助的要求作为补贴的一项必须的要素，目的就是限制补贴和反补贴规则范围的政府行为的种类。这种最终的定义明确拒绝了美国提出的将补贴定义为产生利益的任何政府行为的方法，将构成财政资助的政府行为的要求规定在一项穷尽的清单中。

从2010年至今，人民币贸

## 汇率最终取决于真实的资本回报率

□社科院金融所  
中国经济评价中心主任 刘煜辉

2010年6月19日，中国开始重新松动在危机中一度盯着美元的人民币汇率，被称为“二次汇改”。至今，恰好一周年。按照目前人民币兑美元汇率中间价与2010年6月20日比较，同比升值5.24%。而同期美元指数贬值幅度高达12.7%，美元兑欧元更是贬值16.2%。这意味着人民币名义有效汇率（对一篮子货币）基本稳定，在这段时间内，人民币“货币锚”或已发生转换，由美元调整为一篮子货币，可视为新一轮汇改的成果。

### 升值还是压内需

这期间由于中国经济增长强劲，而人民币的名义有效汇率实际升得很缓慢，“巴拉萨—萨缪尔森”效应发酵是必然的。

中国经济高速增长，劳动生产率提高很快，该国货币的价值（实际汇率）就会提升，如果这种货币内在价值的提升未能及时从名义汇率升值中表现出来，那么就会引起国内物价上涨。简单概括一个等式为：实际汇率变化=名义汇率变化+通胀的变化。

就此而言，中国始终面临着升值和压内需的选择。

升值的政策逻辑是寄望于中国能够顺利地实现从贸易部门的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得到发展，现在制造中心的格局将进化为运筹中心的格局。

当非贸易部门供给快速上升时，价格就抑制住了。

但中国的金融、主体运输（从公路网到铁路运输，从航空到远洋运输等）、电信、电力电网的垄断格局短时间内能突破吗？

升值的单向挤压效应，将加剧私人部门的生产资本脱离生产流通而转入不动产投机。升值在旧体制的轨道内会被导向政策目标的反面。

本币的汇率是由这个国家投资的资本回报率所决定。在一个经济体中，如果它的政府和国有企业部门直接或间接掌握了经济增长所需的大部分的要素和资源（资金、劳力、环境、退税），理论上讲，能够生成一个很高的微观投资回报水平，但这不是一个真实的、正常的资本利得，只是名义有效汇率实际升高的结果。

升值的汇率是由这个国家投资的资本回报率所决定。在一个经济体中，如果它的政府和国有企业部门直接或间接掌握了经济增长所需的大部分的要素和资源（资金、劳力、环境、退税），理论上讲，能够生成一个很高的微观投资回报水平，但这不是一个真实的、正常的资本利得，只是名义有效汇率实际升高的结果。

比（OCR）自1994年以来不断下滑，OCR从1992年的0.39一直下降至2009年的0.2。换句话讲，上世纪90年代初，大致2-3个单位的投资能获得一个单位的GDP增量；但近年来需要5个单位甚至以上的投资才能增加1个单位的GDP产出。这意味着大面积的资源错配已经发生，当资源被大量配置在生产率低下的活动上，未来就不会有足够的产品和服务来吸收货币。也就是说，供给恶化的副产品是通货膨胀。

如果成本持续高企，经济增长就会自然减速，这是经济规律，对于投入型经济，在没有技术创新发生而致全要素生产率提高的情况下，要素价格不断上涨（资源、环境、人口等某种无可逃避的大限），产出是会减速的。微观上的结果是资本利得及其预期大幅回落。

这时候，人民币的估值预期将发生改变，跨境资本会发生转向。不过这是一种被动经济调整，意味着经济将发生硬着陆。

2003年中国先失去的是廉价资源，中国的能源和资源无法应付出口需求和政府的大兴土木，而成为了国际大宗原料市场的超级买家。2007年起中国劳动成本优势渐失去，不少新兴国家劳动力比中国便宜。2010年起，廉价土地优势亦失去了。今天浸泡在洼地之中的

出路在于主动调整

这样一个过程能持续