

人民币汇改进程或加快

□何志成

近期人民币对美元汇率出现回调，对欧元日元等非美货币（风险偏好型货币）则出现上升趋势。笔者认为，人民币对美元汇率只是暂时回调，未来几个月中国对外出口不会持续下降，美国经济复苏也不可能一帆风顺，人民币对美元汇率走向有可能出现逆转。两会后人民币汇改进程或加快。

按照国际惯例，一国货币要成为世界货币的前提是必须实现完全自由兑换。但当前中国正探索一条新路，即在没有实现完全自由兑换之前先成为国际货币体系的一员，再通过实现完全可自由兑换而成为世界货币体系的支柱性货币，人民币汇改将开创世界货币新道路。

世界货币不是自封的，它的选择也是双向的。首先是本国货币愿意成为世界货币，愿主动地实现自由兑换。例如缅甸政府最近就宣布废除固定汇率制，让该国货币成为世界货币大家庭中的一员；其次，绝大多数国家急切地希望该国货币成为世界货币，愿意选择该货币，即使它暂时还不能自由兑换。人民币有可能属于后一种。实际上，由于中国经济高速增长，中长期国际贸易量持续高速增长，GDP增

以全局改革缓解分配失衡

□国家信息中心预测部 张莱楠

与近年来的“两会”一样，分配失衡依然是“两会”焦点话题中的“焦点”。然而与往年不同的是，人们期盼的不仅仅是个起征点、减税等浅层次的改革，更需要触及财富分配更深层改革。

一般而言，贫富差距包括收入差距和财富差距两个方面。收入差距是一种即时性差距，是对社会成员之间收入的比较；财富差距则是一种累积性差距，是社会成员之间物质资产和金融资产的对比。从税收本质上看，个税是对收入所得一段时期的流量征税，并非对额度巨大的资产存量的调整，因此并不能根本上改变财富分配失衡格局。

当前中国财富分配失衡的程度要远远大于收入分配的失衡。中国财富向富人的集中度正以年均12.3%的加速度增长，是全球平均增速的两倍。招商银行与贝恩咨询公司联合发布的《2011中国私人财富报告》显示，过去两年中，资产规模在1000万-5000万的高净值人群在5000万-1亿的高净值人群的增速更快。再进一步分析中国富裕人群的资产构成来看，根据安联《全球财富报告》发布的数据，中国富裕人群人均拥有房产3.3套，房产价值占全部资产的72%，房地产已经成为主导财富分配的主渠道。

财富分配的失衡会比一般收入分配差距带来的危害更大，因为它不仅进一步扩大了不同收入阶层在财富创造和财富积累上的差距，即所谓的“马太效应”，并且这种财富积累会一棒接一棒地继续“传递”下去，通过代际之间的财富转移，进一步恶化代际之间的“分配不公”。

由于资本要素在收入分配中的地位不断上升，加之富人阶层拥有的金融资产过多，就会出现贫富者愈富，富人愈富，这样一来，可能导致投资与消费的内生性失调，因为，根据不同阶层的消费弹性结构，收入层次较低的阶层消费偏好高于收入较高阶层。贫富差距越大，经济将越发依赖资本积累和投资，而消费将被边缘化，这将导致资产泡沫化。而且，贫富的代际转移也很可能将一个社会的贫富状况固化、结构固化。

如何避免这种财富分配失衡的“马太效应”不断激化？的确需要更大的制度性改革，不过所有的改革都是一项利益调整，绝对是一项复杂而艰难的系统工程。首先，应提高劳动报酬比重，扭转初次分配失衡。初次分配包括资本所得、政府所得和劳动所得三个部分。在当前政府主导的经济增长过程中，较强的政府控制力需要高比重的政府税收比，而当前企业的高利润源于垄断利润。当前国内产业呈现起超工业化化和资本密集化，使得国民收入的初次分配越来越偏向于政府和资本，劳动报酬和居民储蓄所占份额越来越萎缩。

近十年来，我国宏观经济总量持续高速增长，但劳动报酬占GDP份

额却呈现下降趋势。1997年-2007年劳动报酬占GDP份额从52.7%下降到39.74%，下降了近13个百分点。与此同时，资本回报占GDP比重不断上升，提高到2006年的30.6%。发达国家劳动者报酬占GDP比重大致在65%-80%，我国不仅低于所有发达国家，并且低于同处中等发达水平的国家。因此，应通过大幅减少宏观税负，以及建立国企分配制度和工资正常增长机制等措施实现利益的重新分配。其次，打破垄断，缩小行业间分配差距，着力建立一种有利于提高和维护资源配置效率和劳动效率的社会公平机制。这种机制追求的并非取得收入和财产分配的均等化，而是取得收入的机会均等和创造收入过程中条件均等。尤其是改革垄断行业收入分配改革。一直以来，金融、电信、电力等垄断行业的高收入备受公众诟病，并成为分配制度改革中非常巨大的一道阻力。我国行业收入差距最高与最低的比值逐年拉大。在我国初次分配中，收入最高和最低行业间的差距已扩大到15倍，而这种差距约1/3是垄断因素造成的，因此必须加快垄断行业收入分配改革，对部分行业工资总额和工资水平实行双调控，缩小行业间工资水平差距。

再次，强化税收对贫富差距的调节机制。去年调高个税起征点的税收改革已经启动，但这只是调整收入分配，应建立更加完备的财产税调节体系。在发达国家主要是依赖税收对财富分配的调节机制，遗产税、不动产税、固定财产税等对财富分配的调节体系已经相当成熟。世界上130多个国家和地区对住房征收房产税，把房产税作为调节收入和财富分配的重要手段。因此，从这个意义上讲，征收带有“均贫富”性质的房产税不但要征，而且要征得科学，让它通过对贫富拥有的金融资产过多，就会出现贫富者愈富，富人愈富，这样一来，可能导致投资与消费的内生性失调，因为，根据不同阶层的消费弹性结构，收入层次较低的阶层消费偏好高于收入较高阶层。贫富差距越大，经济将越发依赖资本积累和投资，而消费将被边缘化，这将导致资产泡沫化。而且，贫富的代际转移也很可能将一个社会的贫富状况固化、结构固化。

如何避免这种财富分配失衡的“马太效应”不断激化？的确需要更大的制度性改革，不过所有的改革都是一项利益调整，绝对是一项复杂而艰难的系统工程。首先，应提高劳动报酬比重，扭转初次分配失衡。初次分配包括资本所得、政府所得和劳动所得三个部分。在当前政府主导的经济增长过程中，较强的政府控制力需要高比重的政府税收比，而当前企业的高利润源于垄断利润。当前国内产业呈现起超工业化化和资本密集化，使得国民收入的初次分配越来越偏向于政府和资本，劳动报酬和居民储蓄所占份额越来越萎缩。

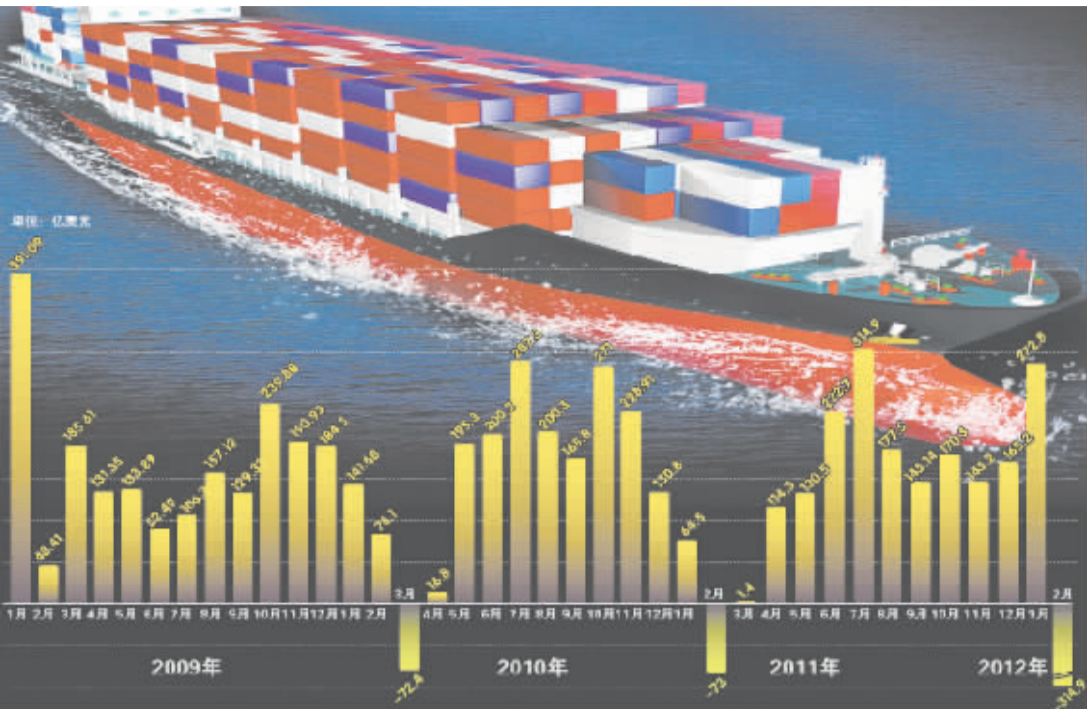
近十年来，我国宏观经济总量持续高速增长，但劳动报酬占GDP份

贸易逆差和资本逆流加剧人民币波动

□梅新育

国务院总理温家宝14日在回答记者提问时表示，中国人民币汇率可能已经接近均衡水平，将继续加大汇改力度，较大幅度地实现双向波动。笔者认为，多年来，外汇市场上人民币汇率走势及其预期几乎一向是单向升值，然而这一特征在2011年被彻底打破。人民币双向波动特征在这一年得到相当充分的体现。由于贸易差额波动、实际使用外资下降和其他新兴市场经济体经济波动加剧，未来人民币汇率的双向波动特征将更加明显。

先看贸易差额的变动。出口增长和持续的贸易顺差是人民币汇率的支撑力量，出口减少和贸易逆差则反之。2012年中国对外经贸恰恰以进出口“双降”和创纪录单月贸易逆差开局。1月外贸进出口总值2726亿美元，同比下降7.8%；其中出口1499.4亿美元，下降0.5%；进口1226.6亿美元，下降15.3%。进出口“双降”局面时隔数年重新出现，在国内外经济界引起了广泛关注。由于消除了“春节效应”干扰，全国外贸1、2月合计数据比1月份好了许多，进出口总值5330.3亿美元，比去年同期增长7.3%；其中出口2643.9亿美元，增长6.9%；进口2686.4亿美元，增长7.7%。问题是2月份当月出口1144.7亿美元，进口1459.6亿美元，贸易逆差超过314亿美元，号称10年以来最大单月逆差，导致前两个月累计贸易逆差42.5亿美元。如此巨大的单月贸易逆差，在外汇市场上一度造成人民币升值压力。3月12日，人民币对美元汇率中间价下跌209个基点，创造一年半以来最大单日跌幅，即期汇率收复跌158个基点。上周，



2009-2012年贸易差额

CFP图片

人民币对美元汇率中间价更连续4个交易日下跌，累计下跌255个基点。

鉴于外部经济环境不利，接踵而来的次贷危机和主权债务危机损害了发达国家和地区吸纳中国大陆出口增长的能力，去年中国对欧盟、美国、加拿大出口增幅分别为14.4%、14.5%和13.7%，均低于当年中国出口总额20.3%的增幅。长期以来，发达国家和地区是我国大陆传统的主要出口市场，尽管预计今年全年贸易收支仍将维持顺差格局，但逆差月份可能会增多。在这种情况下，人民币升值走势将更多、更有力地，被贸易差额波动所打断，或发生一定时期的逆转。

经济基本面、初级产品行情走势、资本流动性等因素，预示着

今年新兴市场经济体经济增长和货币汇率将出现比较剧烈的波动。其他热门新兴市场经济体宏观经济的波动将通过金融市场的传染效应进一步加剧人民币汇率的波动。

2011年，除中国外，其他几乎所有热门新兴市场货币对美元汇率都经历了两位数字幅度的贬值，俄罗斯、巴西、印度、南非、肯尼亚等。这些国家货币汇率贬值有着深刻的基本面因素。如印度，其独立以来持续数十年的经常项目收支赤字造成了卢比汇率的疲软。由于能源75%依靠进口，输入型通货膨胀压力巨大，尽管去年经济已经明显减速，高利率对实体经济部门的“自毁”作用日益凸显，印度货币当局不得不延续其严厉的紧缩货币政策，造成了史上最长加息周期，导致实体经济部门进一步减速，卢比汇率更加疲软，由此引发的资本外逃又给卢比贬值火上浇油。2012年前两个月，尽管印度出现了大规模的资本回流和汇率回升，但印度经济的上述基本机制并未根本改变，这就决定了印度前两个月的汇率回升和资本流入并不稳固，很容易发生逆转。而且，年初的资本流入越是规模巨大，逆转时的资本流出冲击力就越强。

由于许多热门新兴市场经济体近几年的经济繁荣直接间接源于商品牛市，今年初级产品行情不看好，大宗商品进口价格将继续下跌，进一步加大了新兴市场经济体的压力。2011年初级产品行情已经明显下跌，路透一杰富瑞

来加以衡量。西方发达国家的经济发展历程表明，一国经济增长率往往与该国内需率呈一定的反向关系（即在城市化率较低阶段的经济增长率往往较高，而城市化进程后期的经济增长率通常趋缓）。相对于美国高达85%以上的城市化率，我国目前城市化率约为50%并且有着庞大的内需升级空间，因此可以推断在未来较长时期内，中国仍将保持明显高于美国的经济增长率。这也就意味着中国会存在较美国总体更高等的平均资本回报率。因此，随着中国未来逐步放开资本项目外汇管制，对人民币的潜在投资需求将很可能快速转化为现实需求，从而对人民币汇率产生较强的长期升值驱动力。

综上所述，在贸易性需求、投资性需求和政府降低过高外汇储备政策倾向的共同作用下，人民币对美元汇率长期升值的潜力仍然存在。仅根据目前出现的贸易逆差和人民币汇率下跌现象，并不足以得出人民币汇率水平已趋于长期均衡的结论。

人民币长期升值潜力仍存

□华西证券研究所 沙伟斌

近日披露的经济数据显示，我国2月贸易逆差达到315亿美元，创下自1989年以来的新高，与此同时，人民币对美元汇率近期也出现了明显下跌。一些研究机构根据这些现象，判断人民币长期持续升值的时代可能已经结束，人民币对美元汇率水平已开始趋于均衡。

但笔者认为，就长期来看，在我国外贸出口因比较优势而保持稳步增长，政府适度降低外储和资本市场逐步开放带来人民币需求稳步上升等因素的共同作用下，人民币汇率仍具有较强的长期升值潜力。

两国之间货币的汇率水平，从根本上是一种价格问题，可以通过供求框架加以分析。由于一国对外币的需求引发了对国外的本币供给，因此汇率水平最终取决于国家之间彼此货币的需求强弱对比。进一步分解这种他国货币需求的根本原因，则可以分为贸易性需求和投资性需求。前者指为购买他国商品（包括产品和服务）而产生的他国货币需求，后者指为在他国投资（包括直接投资和间接投资）而产生的他国货币需求。两国货币之间的汇率，也就从根本上由彼此货币总需求决定，人民币兑美元的均衡汇率水平也由此决定。

就贸易性需求而言，由于具有人口数量大和人均资本存量相对较低的特征，决定了中国所生产的商品总成本构成中，劳动力要素资本要素的比例要明显高于美国。这种要素结构上的比较优势，以及由此而来的中美在商品生产上的分工，就为两国之间的贸易贸易带来了创造的可能性。同时，中美两国分别为商品生产大国和消费大国，世界其他国家受自身要素资源总量和构成比例的制约，均无法完全取代中美彼此间的贸易需求，这就决定了中美之间的贸易额将随着两国经济的发展，总体上仍将进一步增长。作为结果，中国对美国的贸易出口总量未来也将稳步增长，这将为中国对美元

货币的需求提供一个长期稳定的供给渠道。

中国在扩大贸易出口规模的同时，正在快速扩大进口规模，而且就今后来看，类似今年2月份这样的贸易逆差现象很可能持续产生。由此带来超出即期美元供给的即期美元需求，在未来很长一段时间内将会由中国政府所持有的巨额美元外汇储备加以满足。

截至2011年底，我国外汇储备总额约为3.18万亿美元，这些额外外汇储备在美国深陷“次贷危机”并采用定量宽松政策后，面临着很强的贬值风险。今年政府工作报告已明确未来将采取措施扩大进口，其目的就是通过扩大外贸进口规模，一方面可以通过进口国外物美价廉商品来改善国内民生，另一方面更可以通过对外贸易支付来有效降低过高的美元外汇储备，防范储备货币信用风险。

相对于我国目前的美元外汇储备规模，即便按照近期贸易逆差来估算外储减少速度，要想将外储规模降至合理水平仍需要较

长时期，因而在此期间内贸易需求因素驱动人民币汇率出现明显下跌的可能性不大。而且如果未来中国产业结构优化升级能逐步实现中国部分原有外贸产能转向满足内需，那么贸易需求驱动人民币对美元汇率升值的可能性依然较大（因为对原来自来出口初级资源型产品、进口高技术产品的国家而言，随其技术水平的提升，实现进口替代的可能性要大于其贸易易对手国，因而进口需求的弹性会趋向高于出口需求）。

特别值得注意的是，我国目前仍对资本项目进行管制，特别是对境外资本流入的管制要明显严于对境内资本流出的管制。这意味着国外对人民币的投资性需求仍然受到数量控制，现有的投资规模（如QFII等）并未体现其真实需求。

由于对一国货币的投资性需求从根本上取决于资本在该国所能得到的投资回报率（如存款利率、企业经营利润率、证券投资收益率等），而一国的长期投资回报率又可以该国的长期经济增长率

电子币，在作为货币时，它们的本质都一样，都在打欠条。无论什么货币，全都是建立在信用基础上。只要有信用，它们的地位就是平等的。

美联储发行货币的基础，是通过政府大量发行短期和长期债券建立的，在其债务偿还时才能被销毁，由此形成债务货币。所以，发行货币的形式并不会消除债务，债务会持续躺在美联储的资产负债表上。

有些经济学家认为，只要货币宽松就必然会通胀，货币也就越来越不值钱。但这两年欧美情况令人大跌眼镜。这是因为金融机构虽然得到大量资金，但信贷造成严重的信贷萎缩，缓解了通胀威胁。随着欧美经济进一步衰退，银行将更加惜贷。因此无论货币如何宽松也不会通胀，一旦宽松停止，就将进入通缩。别说推行QE3了，就是再来QE13对经济也起不了多大的作用。所以美联储早已反复暗示暂不推出QE3，除非事态发生戏剧性的变化。

事实上，在这几年的经济危机中，欧美股市特别是美国股市早就见底回升，渐回高位。而一旦投资者的投资逻辑也越来越本末倒置。按说投资者应该希望经济向好，但诡异的是，好些股市、金市的投资者却希望危机越大越好，而最担心的就是美国经济走好，这是因为他们原先认定，欧债越陷越深，美国经济没有好转迹象，美联储即将推出QE3来“救市”。由此继续推高股市和金市，

投资者就可以从中获利，与其说是投资，不如说是投机更确切。说难听些，他们的投资逻辑，真有点儿想发“国难财”的意思。

人的思维时常会非常的怪异。我一个朋友，最先投资黄金是为了防通胀，特别是宽松货币引发的通胀，希望能用黄金来抵抗通胀。但到后来，他却渐渐地开始希望通胀，甚至希望不断推出QE。因为他知道，美联储推出QE就会引发通胀，会有大量的资金买入黄金，金价才会不断上升，他的“投资”才能得到更大的回报。

“经济复苏成利空”的投资逻辑

□加拿大皇家银行 陈思进

伯南克的话，无疑给风险投资市场敲响警钟。伦敦现货金价每盎司在2月29日当天就下跌了近100美元，白银现货收盘暴跌近6%。与此同时，美元开始强劲反弹。

当前美国经济最糟的时候已经过去，复苏的迹象开始显现。一个最明显的数字是，目前市场对美国2月份的失业率预期是8.2%，比1月份下跌0.1个百分点，而美国1月的CPI为1.9%，低于2%的通胀目标。美联储推出QE3的可能性也越来越小。

由于这几年欧美各国政府都企图用“印钞”的方法，解决“印钞”过度带来的危机，使得市场走向离经济基本面渐行渐远，好些投资者的投资逻辑也越来越本末倒置。按说投资者应该希望经济向好，但诡异的是，好些股市、金市的投资者却希望危机越大越好，而最担心的就是美国经济走好，这是因为他们原先认定，欧债越陷越深，美国经济没有好转迹象，美联储即将推出QE3来“救市”。由此继续推高股市和金市，