

■财经时评

# 人民币对外升值是美元贬值结果

如果以汇率走势来判断一国货币的对外价值,除了需要考察其本国的货币购买力,即价格水平的变化以外,还要考察其他国家的价格水平变化。近两年来,虽然我国的价格水平上升幅度较大,但美国的价格水平上升幅度更大。因此,人民币对美元的升值在很大程度上是美元贬值的结果,而不完全是人民币价值变化引起的。

◎奚君羊

7月18日,我国人民币对美元汇率又创新高,1美元对人民币7.5661元。这是自2005年7月我国宣布汇率制度改革以来创出的第52个新高。这意味着按照汇改时8.11的汇率计算,汇改以来人民币累计升值幅度已超过7.2%的水平。2005年7月,我国宣布实行汇率制度改革,人民币对美元一次性升值2%,此后,人民币参考一篮子货币定值,人民币对美元汇率不断走高。人民币的这种升值幅度,意味着人民币相对美元,其购买力出现了大幅度上升;如果不考虑中国和美国的物价水平变动,那么同样数量的人民币在美国可以买到比原来多7.2%的商品。

一方面,人民币对美元升值说明了人民币在国外的购买力日益提

高,但另一方面,近两年来,我国的价格水平却在持续上升,消费价格指数(CPI)不断攀高,而且上升速度也在加快,月度同比数据从1%上升到目前已高于3%,这又说明人民币的购买力在不断下降,也就是所谓的货币贬值。由此就引出了一种背反货币现象:人民币在对内贬值的的同时,为什么对外却在升值?

为了说明这种背反现象,我们首先必须把握货币的对外价值和国内价值的不同成因。

一国货币的价值可以有两种不同的表现形式,一种是对外价值,另一种是对内价值。货币的对内价值可以直接从价格水平的变动上得到印证,这就是货币的购买力。价格水平与货币购买力呈倒数关系:价格水平越高,货币购买力就越低,货币的对内价值也就越低,这就是所谓的货币贬值现象。反之,则是货

币升值。

我们再来看货币的对外价值。货币的对外价值主要表现为其能换取多少外币,一定数量的货币能换取的外币越多,其对外价值也就越高。因此,通过观察一国货币的汇率变动就可以了解其对外价值的变化。按照购买力平价理论,两种货币的购买力大小的比较:一种货币的购买力越大,同样数量的货币能买到的商品就越多,其换取的另外一种货币的数量就越多,这种货币的汇率也就越高。显然,一国货币的对内价值会直接影响其对外价值。

由此可见,如果以汇率走势来判断一国货币的对外价值,除了需要考察其本国的货币购买力,即价格水平的变化以外,还要考察其他国家的价格水平变化。近两年来,虽然我国的价格水平上升幅度较大,

但美国的价格水平上升幅度更大。例如自2005年7月到2006年年中,我国的价格水平只上涨了1%,而美国却上涨了4.1%。即使最近一段时间我国的价格水平加速上升,但仍然远远低于美国约5%的水平。换言之,两年来人民币和美元的对内价值都在不断贬值,但由于美元的对内贬值幅度更大,因此,人民币对美元汇率出现持续上升的走势也就不难理解了。

一国货币的对外价值除了要受到对内价值的影响以外,还会受到其他许多因素的影响。近两年来,我国出口商品的国际竞争力迅速提高,而对进口的限制虽然也在不断放开,但速度相对较慢,以致出口额大大超过进口额,结果是收进的外汇比付出的外汇多出数千亿美元,外汇市场上外汇严重供过于求,大量的外汇需要换成人民币,由此推

动了人民币对美元汇率的不断上升。

长期以来,我国一直实行吸引外资的政策,近年来,国外又逐步形成了人民币对外升值的预期,导致大量国际资本流入我国,试图通过人民币汇率的上升获得收益。另一方面,我国对资本流出却历来采取严格管制的措施。这就引起我国的资本流入大大超过资本流出,差额也在数千亿之巨。这部分资金不断进入我国外汇市场,进一步加剧了人民币对外升值的压力。

造成人民币对外升值的另外一个主要因素是美元汇率在国际外汇市场上的持续下跌。长期以来,美国的外汇收支始终呈现巨额逆差的态势,同时,美元的对内价值也在不断下降,以致美元对英镑和欧元等货币的汇率相应走低。在这种情况下,如果人民币对美元汇率保持不变,这就意味着人民币跟随美元对英镑和欧元出现贬值。可见,人民币对美元的升值在很大程度上是美元贬值的结果,而不完全是人民币价值变化引起的。

(作者为上海财经大学现代金融研究中心副主任)

■看法

## 应将扩大进口提升为降低通胀预期的重要策略

◎张巍柏

对于一个经济体来说,可怕的可能不是快速上涨的通胀,而是快速上涨的通胀预期。一旦形成一致的通胀预期,市场信心就会濒于崩溃,就像人人都看到末日前景一样恐怖。因此,现在许多国家都非常重视调控通胀预期,而不是调控通胀本身。

近期,中国的物价上涨速度很快,继5月的猪肉价格出现大幅上涨,并导致市场出现较高的通胀预期以来,最近的北京、广州猪肉价格又再次创新高,这使得市场对通胀的担忧进一步强化。对此,不仅各级官员都出来表示,国家将严控物价涨幅,增加储备肉,并在对物价做出解释的同时还指出,扣除粮食和能源的核心物价指数涨幅并不高。甚至国家还因此放缓了一部分价格体制改革的步伐,以求避免相关改革刺激价格的进一步上扬。

应该指出的是,国家所做的这一切,无非是希望公众降低物价上涨的预期罢了。但是不是做了这些之后,通胀预期就真的能够如政府所愿?

在我看来,“话语干预”、“行政管制”都不是通胀预期的治本之策。特别是行政式的价格管制,不过是按下了葫芦起了瓢的做法。这就好像以前计划经济时代,乍看下一似乎没有通胀,实际上,通胀正在地下燃烧,一旦浮出地面,就似火山喷发而不可收拾。

就目前国内的通胀而言,根本问题还是国外在人民币升值的强烈预期之下,狂购人民币资产和商品,导致外汇资金不断流入中国,中国央行则被迫发行人民币来购买这些外汇,结果流动性过剩,价格上涨。为了应对这种情况,中国一方面只能严格资本管制,以降低外国人购买人民币资产的热情;同时抬高出口成本,降低外国人购买人民币商品的热情;另外还可以增加对外投资和进口,以对冲外汇资金的流入。要降低国内的通胀预期,就必须在上述几个方面的行动中,去降低国内的通胀预期,这才是治本之策。

就资本管制而言,中国一直就实施较为严格的资本管制,而且,目前也不太可能将已经开放的资本项再行关闭,因此,资本管制最多只能起到维持现状的作用,很难通过这一措施降低外汇资金流入。这一手段对于降低通胀预期的作用因而有限。

抬高出口成本可以抑制境外的商品需求,这对于降低通胀预期能够起到一定作用。日前国家调低了数千种商品的出口退税,就是这样一种政策思路下的产物。不过抬高出口成本将打击国内企业的盈利能力,于经济发展有负面影响,因此,这一政策也不可能成为频繁使用的主流政策。

增加对外投资看上去比较理想,可以直接对冲外汇资金的流入。早前国家就连续放宽了合格境内机构投资者(QDII)的投资范围,并放宽了企业对外投资的期限限制。但我们也同样看到,在中国经济高速增长预期之下,全球资金都涌向中国,出去的资金很快也将转回中国,而且QDII产品并不热销,企业对外投资的热情同样不高。可以预见,这一政策短期内很难对国内外汇资金流入产生根本性的影响。

剩下的就只有增加进口了。日前包括中央、商务部、央行等部门在内的各级官员都明确表示了中国要增加进口的决心。不过,在此要指出的是,利用扩大进口来改善国际收支失衡状况,步子应该迈得更大一些。

目前在中国的不少产业,还存在着相当程度的进口垄断问题,如能源、粮食等关系到“国计”的商品,也存在着严重的禁止进口以保护国内产业的政策问题,如二手车、金融等关系到“民生”的商品和服务。如果这些问题不解决,那扩大进口就不过是政府和一些垄断国企的自弹自唱,老百姓却感觉不到人民币升值的切实收益,那么扩大进口对于降低通胀预期而言,也就很难起到什么作用。

为此建议,扩大进口应该真正落实到打破进口垄断、清理商品和服务进口禁止政策等实际行动之上。只有这样,公众才能从自我的进口行动中切实感受到人民币升值的作用和价值,才能对通胀预期形成真正的调控效果。

(作者单位:安邦集团研究总部)

## 价格与数量政策并用 紧缩措施影响或增强

◎梁福涛

随着经济增长在高位基础上继续加快,物价持续上涨,货币政策的紧缩预期也在不断增强。在公开市场操作连续两个月投放货币后,央行突然加大回笼货币力度,上周五再次发行千亿元三年期定向票据,紧缩银行体系过剩资金的信号十分明显,随即货币市场1个月以上期限的利率开始上升。这很容易让人想起今年5月份央行发行同样规模定向票据时同样的市场情形。然而,除了市场利率同样上升之外,市场更加关注的是,前次发行千亿元三年期定向票据一周左右(或略长)的时间里央行进一步提高了存贷款利率。无独有偶,数量调控之后再接着价格调控的政策搭配紧缩,同样也发生在3月份。在此基础上,当前市场显然会关心此次千亿元三年期定向票据发行是否意味着再次提高利率已经不远,价格政策与数量政策搭配的原因在哪里?

笔者以为,数量型政策工具紧缩确实可能意味着再次提高利率已经不远,因为价格政策数量政策可能并非偶然巧合。对此,目前市场普遍认同的原因比较直接,即在提高利率之前发行定向央票可以适当降低央行调控的成本。

然而,笔者更愿意从货币政策本身看价格政策数量政策问题。首先,数量政策与价格政策搭配使用存在一定程度上的必然性。目前我国依然还处于货币政策目标由货币供应量向利率过渡的初级阶段,数量政策依然十分有效。而由于金融深化不断推进,货币供应日趋内生性,致使货币政策调控又不得不增加发挥利率价格政策的作用。其次,紧随数量政策后的价格政策的调控作用将增强。2007年前,央行货币政策调控存在明显的数量型工具“偏好”,这主要是因为利率工具有效性较低,导致利率工具有效性的因素则很多,包括价格机制不完善、货币政策传导机制不够畅通等。随着利率市场化、银行等金融机构上市等不断推进,利率发挥价格作用的基础条件正在不断改善。笔者以为当前阶段导致利率工具有效性更重要的因素是,过剩流动性持续增多导致市场主体的利率敏感性低下。一般来说,当金融资金市场处于均衡时,利率等价格型货币政策工具调节效果更加明显,当失衡较大时价格型工具的效果会较低。当资金供给较大高于资金需求时,利率调节对资金供求的影响自然十分有限。由此可知,在数量政策对多增流动性有所回收的情况下,实施提高利率等价格政策的有效性将会增强。今年以来3月份、5月份两次上调存贷款利率政策,均是在央行发行千亿元定向票据后不久实施的。

如果近期再次提高利率的预期得到印证,显然对债券市场的影响依然是巨大的。尽管短期内对股票市场的影 响可能依然较为有限,但连续三次数量政策加价格政策的搭配紧缩带来累积影响不可忽视。这种影响主要体现在,一是市场流动性供给速度可能进一步减缓;二是影响资产定价预期的市场基准收益率将进一步上移。

(作者系申银万国证券研究所博士)

## 以民生为重,应给小产权房一条出路

◎时寒冰

倘若不是出于无奈,没有谁愿意去购买小产权房。小产权房在远离城市的农村,公共设施落后,交通成本畸高。并且,购买小产权房,难以办理土地使用证、房产证、契税证等合法手续,潜藏着房屋质量、物业管理、违规拆迁等诸多风险。

但是,尽管风险巨大,小产权房依然热销。据调查,小产权房市场的交易量已经达到全北京市商品房交易量的两成。人们购买小产权房的首要理由是便宜。小产权房是城镇居民被高房价产生的“挤出”效应驱赶的结果:从市中心到市郊,再从市郊到周边农村地区,他们距离城市越来越远,其中的酸楚难以名状。

有一个观点必须得到纠正,有人认为是小产权房之所以便宜,主要在于小产权房没有缴纳土地出让金。这其实忽略了小产权房价格的真正构成。目前,商品房的建筑成本一般在每平方米1000元左右,而小产权房的售价一般在每平方米3000元左右,这个2000元的差价中实际上已经包含了相当于土地出让金(全部或部分)的费用和开发商不菲的利润。因为农民建房出售,必然要把其几十年土地收益累加起来计入成本。一亩等于6666.7平方米,倘若建成住房,假设容积率为3,理论上可建住房2000平方米,这样,一亩地的理论收益大约为400万元,远超过土地100年的正常收益。倘若容积率再高一些,这一



漫画 刘道伟

亩地带来的收益将更大,因为北京市不少经济适用房容积率超过10。

所以,小产权房不仅映衬出了商品房的真实价格及其巨额暴利,还间接映出了土地出让金和税费的合理界限。如果说前者让开发商愤怒和愤怒的话,后者则让从土地出让中获益的有关部门深感不安。于是,小产权房遭到了来自于既得利益集团和权力部门的双重压力。有开发商主张拆除甚至炸毁小产权房,意在延续高房价局面,获取高额垄断利润。而有关部门也曾对小产权房作出严厉表态,这一度引发公众的质疑。

首先,小产权房不是一夜之间突然建造起来的,此前有关部门为何不予以制止,却拖延到房屋建好、销售一空,甚至已经住人的情况下

才表态严厉查处?在这种看似严厉的执法背后,实际上包含着对固有职责的懈怠和从不作为到乱作为的无序跳跃,不仅执法难度大,所导致的不确定性风险(比如对社会稳定的危害等)也非常大。

其次,查处小产权房的执法依据甚至执法主体都存在争议。中国人民大学法学院教授王轶认为:“小产权房建在农村土地上,并不适用《城市房地产管理法》,如果非说违法,北京国土资源局的此次叫停就缺乏法律依据。”按照他的解释,国土部门管理范围是国有土地和被征用为国有的农村集体土地,集体土地缺少一个统一的管理部门,尚处在灰色地带。

因此,对小产权房一拆了之,不仅可能造成局部性的民生恶化,危

■上证观察家

## 提高消费水平是解决流动性过剩根本之路

◎陈道富

当前,国内对流动性的讨论很多。一般来说,在微观上可将一种资产转化为现金的能力与方便程度视为流动性,而在宏观上,则可以将社会上存在的可转化为社会购买力的资产总和,视为流动性。

我国的过剩流动性是如何产生的。金融系统自身是不会凭空创造出流动性的。只有以经济体需求为基础,金融系统在其供给能力限度内,才能产生相应的资产,并由此资产创造出相应的负债(流动性)。在金融系统不完善,受到压抑的情况下,即使有大量的真实需求,金融系统也不能相应的创造出流动性予以满足(或者缺乏相应的资产做保证,或者由于基础设施、经济前景不明朗,要求较高的风险补偿影响了信用扩张的能力,或者由于效率问题根本就无法觉察到相应需求)。这就是我国长期大量供给基础货币(再贷款、政府直接借款等),却没有产生流动性过剩的一个重要原因。但近些年不断推进的金融体系改革,尤其是2002年开始主动推进金融改革,使得金融微观基础发生了巨大变化,金融效率大幅提高,原来限制金融体系按照实体经济需求创造流动性的约束因素逐步消除,效率逐步提高。或者说,在传统的经济领域,只要实体经济有需求,金融体系

就能创造出相应的流动性予以满足。

但以下三个因素的存在,使得在传统领域,社会产生超过国内实体经济真实需求的流动性。一是在1992-1996年期间货币供应量每年平均增长31.6%,1998年之后的几年经济紧缩,政府为了刺激经济增长,又超过经济需要多发行了货币,相当部分以不良贷款形式存在于经济体中。此后巨额不良贷款的划转和政府对于银行、非银行金融机构大量注资同时进行,这本质上是财政赤字货币化,是没有经济需求基础的。二是经常项目顺差的长期大量存在,产生相应的对外债权,这部分债权经银行和央行的操作,转化为央行的外汇储备和企业、居民的人民币资产,这部分对应的是国外需求,相对于国内需求而言是过剩的。此外,虽然人民银行不断在进行对冲,但受制于过于担心利率上升可能引起海外热钱的涌入,并未彻底,也仍产生一部分过剩的高能流动性(基础货币)。三是房地产、股市等资产价格的膨胀,导致货币的

投机需求大量增加。当资产价格趋于不断上涨的自我循环阶段,产生的流动性是超过实际需求的,实际上是过剩流动性在不恰当的货币参数(较低的市场利率)下产生自我创造过程。

其中,第一方面的因素主要是历史造成的,通过货币紧缩能加以解决。第二方面的因素是流动性过剩自身产生的,与我国的人口特征密切相关,是跨国国内储蓄投资缺口,是产生流动性过剩的根本原因。当前我国的国际收支双顺差是国际环境和国内发展阶段相结合的结果,这种不平衡具有一定的必然性和可持续性。

过剩的流动性能否“变废为宝”。与其他国家流动性过剩不同的是,我国同时并存流动性过剩和资金不足,这主要是由于我国金融市场发展仍不平衡,直接融资市场,尤其是服务于企业生命周期前端的、服务于三农领域的各类金融

工具、金融市场还很不发达,这使得我国在中小企业、高新技术及三农等领域的资金配置效率极其低下。这是一个结构性的流动性过剩格局。虽然,从流动性产生的原因上,这些流动性是国内经济体并不真正需要的,但流动性的创造过程与配置过程,在一定程度上是可以相互分离的,由于金融体系的限制,相当部分实体经济的需求,金融体系仍无法创造出相应的流动性予以满足。在存在大量损耗(交易成本,金融体系的效率并不高)的情况下,通过发展金融市场,提高储蓄向投资的转化效率,过剩的流动性是有可能被引导到经济体所需的环节的。当然,这个过程并不仅仅是一个简单的金融过程。

提高国内消费水平是根本之路。流动性过剩是一个相对概念,是相对于我国当前的国内经济需求而言的。如果金融市场发展了,资金配置效率提高了,提高了国内经济体的需求,就能在一定程度上缓解流动性过剩的状况,将资金配

置到社会所需的部门去。但如果金融市场短期内难以大幅度发展,过剩的流动性就有可能冲击实体经济或虚拟经济,带来通胀或者资产泡沫。因此在短期内有必要采取紧缩性的货币政策来加以回收,避免其负面影响。但从中长期来看,贸易顺差与国内储蓄投资缺口是一个问题的两个方面,而流动性过剩只是这个问题在金融领域的表现。在投资无法充分吸收储蓄的情况下,对投资增长速度的担忧,将加大储蓄投资缺口,从而增加了贸易顺差。解决这个循环怪圈的根本之道,在于提高国内消费。而提高居民消费水平的根本之道,在于消除对居民创业的各种束缚,发展多层次资本市场,建立真正以民生为本的社会。即以“疏”的方式而不是“堵”的方式,将蛋糕做大,实现经济结构均衡下的良性循环,以解决流动性过剩问题。(作者系国务院发展研究中心金融研究所综合研究室副主任)