

Sri

人民币汇率改革应谋求效益增长优先

■嘉宾



谭雅玲: 北京大学中国金融衍生品研究院特邀研究员、中国国际经济关系学会常务理事。

◎主持人: 邹民生 乐嘉春

人民币汇改外部因素“绑架”

主持人: 自2005年7月21日人民币汇改实施至今已有整整3年时间。那么, 迄今我国人民币汇改所走过的发展历程有哪些特征值得我们关注?

谭雅玲: 由于人民币汇率与美元汇率变化紧密相关, 因而美元汇率的变化牵制并影响了人民币汇改历程。从以下三个方面分析可见, 人民币汇改似有被外部因素“绑架”的鲜明特征。这一点更值得我们关注与反思。

一是外资舆论鼓噪我国人民币升值“百利无害”。人民币汇改至今, 推高人民币升值的主要因素之一是外资银行与外资机构。它们认为, 人民币升值甚至一次性大幅度升值可以解决通货膨胀等问题, 并不断预期人民币将持续升值。由此, 在强化人民币与美元交易的无风险收益趋势时, 它们也可从人民币升值过程中获得无风险的套利收益。但是, 这最终会扭曲并破坏我国人民币价格的形成基础。

二是境外市场交易对人民币价格形成有重大影响。鉴于目前境外人民币NDF市场已成为人民币价格变化的市场指导信号, 尤其是受新加坡和芝加哥等市场的远期报价影响深远。当今年5月份境外人民币NDF市场出现急速下跌时, 笔者曾建议人民币一次性贬值, 通过贬值策略打消人民币的升值预期, 以及改变和扭转人民币的升值走向。但从中仍可发现, 境外市场对人民币

价格变化的影响非常显著。

三是外部经济环境牵制了人民币汇改趋势。美国次贷危机及预期包括美国在内的全球经济下滑风险, 不仅促使美元继续疲软, 而且也进一步扩大了人民币升值压力。观察今年第一季度美国经济同比增长指标先后从0.6%的增长变为0.9%和1.0%, 以及我国经济增长率逐渐下降情况, 可以发现, 不同的货币政策对导致人民币升值与美元贬值的不同经济结果有显著影响。那么, 这背后是否隐含着主要国家的国家战略呢?

因此, 在人民币汇率变化过程中, 我们似乎始终处于被动地位, 外部因素对人民币持续升值甚至单边升值的影响更为突出。但是, 人民币升值的结果并没有消解通胀压力, 甚至对我国实体经济(如外向型企业)的负面影响与冲击尤为突出。

从这个角度来看, 人民币汇改有被“绑架”的突出特征, 这也预示了如果人民币继续呈现单边升值趋势, 这是非常不利于我国经济长远发展的。

人民币汇率改革将面临内外压力和更严峻挑战

主持人: 尽管3年来我国人民币汇改取得了显著成效, 但当今国内外经济形势又预示了未来我国人民币汇率改革将面临更多的挑战。对此, 你怎么看这一问题?

谭雅玲: 确实如此。从目前来看, 发达国家的国家金融发展战略及金融政策正在改变我们原来遵循的一些基本原则, 并对未来人民币汇率变化的影响也日渐显著。但是, 如果我们对人民币升值缺乏足够的自我评估和认知能力, 那么此时人民币升值将会对我国经济的长期健康发展产生不利影响。

因为, 目前我国经济仍具有外向型特征, 在国内企业(尤其是外向型企业)的实力、规模、竞争力等仍有待于提高时, 人民币的持续、单边升值, 将打击国内企业的企业竞争力、产业发展空间等。从近期沿海地区外向型企业面临大面积经营压力及出口增速快速下降的数据中, 我们似乎可以看到人民币持续升值所带来的负面影响, 这也给未来人民币汇率变化增加了不可预测性。

同样, 人民币升值对我国的金融业发展、金融财富及金融市场发展, 也会带来一定的冲击与影响。道理很简单, 人民币升值与美元贬值将引致我国的输入性通胀压力, 既可导致国内以人民币计价的资产缩水, 也会造成以美元计价的资产(如庞大的美元外汇储备)缩水, 最终会引发我国的金融资产

规模、金融效率、金融体系受到冲击与伤害。

对此, 我们应当反思当前我国金融业发展所面临的一些问题。例如, 我国的国家金融资产和机构金融规模之间存在不可分割的“捆绑效应”, 使得我们难以判断我国的金融市场效率与收益。另外, 迄今我们的金融体系仍处在不够成熟、不够规范甚至不够健全的发展阶段上, 我们缺乏有效应对境外金融机构竞争的针对性战略与策略, 不仅境外金融机构会从我们的幼稚经验中获得巨额利润, 而且也会抑制我们的发展空间与机会。

在这些问题的背后, 也反映了目前我国金融规模、金融效率乃至金融体系还存在着不足和缺陷, 这更需要我们对当前我国金融改革与发展所产生的一系列问题进行反思。

从当前来看, 一是我们对人民币升值缺乏足够的认知与能力, 即政府、企业及市场都缺乏把握人民币价格基础形成的足够能力, 而只能随波逐流; 二是人民币升值预期难以解释通胀压力的现实问题。从实际情况来看, 人民币升值加快, 但通胀压力也加快。那么, 人民币升值能否抑制通胀压力? 这是一个问题; 三是我们缺乏主动性应对危机的能力。美国次贷危机爆发至今, 我们只能在被动中处理相关的经济和金融问题或风险。因此, 现在我们最需要的是要有理性的自我判断和把握能力, 不是被外部环境压力所牵制, 而是要采取主动性政策或策略来推进人民币汇率改革。

从长期来看, 未来人民币汇率变化将逐渐呈现双向上下的自然属性、需求性及市场化。一方面, 随着人民币汇率改革机制的逐渐完善, 汇率产品和工具作用的强化, 人民币变化将从单边钉住美元逐渐转变为钉住一篮子货币的双边变动走势。这样, 就可以逐渐摆脱人民币价格对美元变化的敏感性。但是, 要做到这一点, 特别是要做到人民币汇率变动与实体经济、金融体系之间增进彼此社会福利等, 这意味着未来人民币汇率改革将面临更多的问题可能是挑战。

人民币汇率改革在实施顺序上应作调整

主持人: 既然未来人民币汇率改革具有很大的挑战, 那么, 我们如何从政策选择, 进行人民币汇改改革的政策实施顺序上进行调整, 相信这一问题也是非常重要的。

谭雅玲: 为此, 笔者建议, 我们需要从综合、全面、长远、防范及预见性规划

等方面, 来设计我们的货币战略与应对策略。

第一, 以内制外。当前, 不仅外部经济环境动荡扩大, 而且我国经济金融所面临的自身稳定问题也较为突出, 如经济改革和金融开放都面临巨大压力, 内忧大于外患。因此, 我们必须立足于国内, 通过完善、规范、发展国内金融体系, 并采取组合性和针对性的货币价格调整的战略和策略, 来改变我国当前处于被动性应对外部动荡的基本态势。

第二, 以长制短。针对当前我国经济面临的诸多压力如通胀压力, 我们不能局限于短线的临时性应对策略, 而应当着眼于长期的战略发展规划及策略应对上。因此, 首先是要大力推进农业改革和促进农业的大发展, 以此减轻农业劳动强度和提高农业收益, 并从根本上改变工业和农业发展彼此不协调的现状; 其次是需要树立长远、多元化的应对外部环境的发展战略、有效策略, 来解决当前我国面临的价格上涨压力背后的实质问题。

第三, 寻求效益增长优先。改革开放以来, 我国对外贸易快速增长, 但量大质低的问题仍相当突出, 由此也影响了对外关系和企业竞争力。这一现象背后, 也反映了实体经济背后的金融问题, 如量大质低和同质化竞争等, 因而金融风险值得重视。

其实, 改革开放不能简单追求数量型的增长模式, 更应追求质量型的增长模式。为此, 我们必须从投入成本、质量品质等方面改变自我, 以此来改变我国对外的国家形象, 增强我国对外的国际地位。同样, 我们也需要从观念和机制,

特别是在金融文化背景下改革和改进现有国内金融机构和金融管理, 不能满足于表面上的改变、虚拟资产的繁荣和规模增长, 而更应该在效率、规模等方面促进我国金融业的改革与发展。

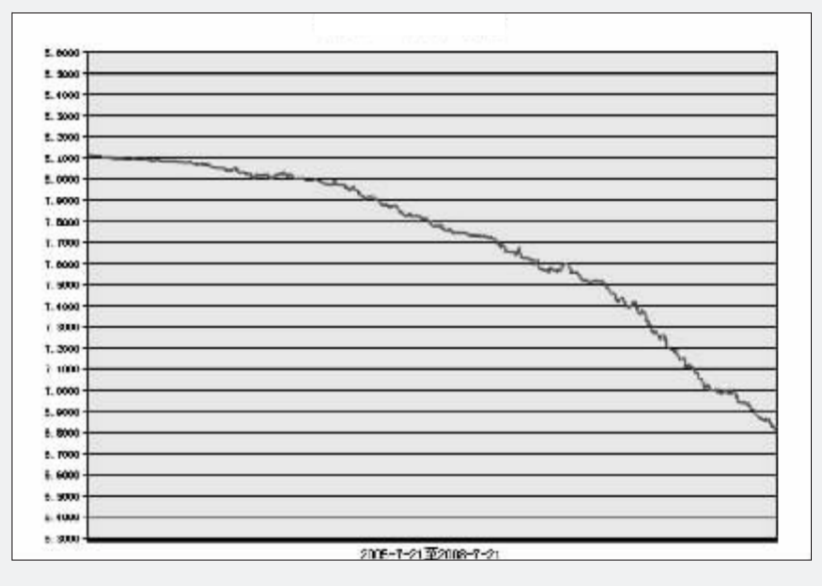
第四, 以动应变。当前, 我们应当采取主动的自我调整, 来推进人民币汇率的双边走势, 打消人民币升值的单边预期, 甚至可以一次性贬值(小幅度改变市场预期和政策预期)来改变市场预期升值心理, 并减小压力。特别是我们要能前瞻性地预见美元的波动趋势, 这样才不至于限于被动调整, 而能实现主动的自我调整和把握。

确实, 对现阶段已进入国际化竞争的国内企业而言, 单边人民币升值无疑将严重伤害它们的企业竞争力, 这是不利于我国企业走出去的海外战略和策略。从成熟市场经济国家来看, 美国的市场经济如此强大、开放和自由, 但在对外资进入金融问题上依然以10%最为安全警戒线, 而我国外资的参股或渗入界限却在49%。以此考量发达国家与发展中国家外资渗入比例, 这也是人民币的综合战略需要参考的指标和认知。

另外, 以动态改变趋势、以动态把握策略和以动态扭转主动, 并强化汇率舆论的功能和市场作用, 使人民币价格和价值在国情需求中能真正体现真实、实力、信用和国力。

综上所述, 我们需要从核心和本质上思考改革的综合性、配套性、协同性、组合性和收益性, 不能简单、单一应对复杂和战略问题, 更不能采取简单的对策, 而应在国际大背景和国内大环境中进行统筹规划。

人民币汇率中间价 对美元



适度分流储蓄进股市有利货币政策主动性

当前应考虑研究通过税收、稳定利息政策预期和进一步促进资本市场发展的有关政策, 适度分流近来迅猛增长的储蓄存款进入股市。为激活股市创造条件的同时, 使目前的货币政策在兼顾内外平衡的选择中适当保持主动。

◎张望

目前, 国内宏观调控面临内外的影响因素较为复杂。国际原油、部分原材料和粮食价格上涨, 美元贬值近三十年来低点, 通货膨胀呈现全球化; 国内面临通胀压力、热钱大量流入、股市低迷、自然灾害等问题, 使当前宏观调控难度加大。尤其是货币政策在经济金融面临国内外这些不利因素影响下, 已经密集使用了三大政策工具, 持续上调存款准备金率、连续加息, 公开市场操作力度加大。为控制贷款过快增长, 甚至对金融机构使用了带有计划体制色彩的贷款规模控制和投放时间控制。但应对通胀压力和人民币流动性过剩等问题成效并未明显显现。市场对未来政策取向和措施也存在争论。笔者认为, 如果继续沿用传统的理论和思路, 未来货币政策将在国内外双重影响环境下始终处于被动局面。为此, 面对开放环境下的新情况和新问题, 调控政策应创新思路, 充分重视资本市场投融资功能对资金蓄水池的吞吐调节作用, 使资本市场对改善当前宏观调控效应, 促进今年经济、金融持续健康发展发挥关键性的积极作用。

当前应考虑研究通过税收、稳定利息政策预期和进一步促进资本市场发展的有关政策, 适度分流近来迅猛增长的储蓄存款进入股市。为激活股市创造

条件的同时, 使目前的货币政策在兼顾内外平衡的选择中能适当保持主动。主要基于以下三方面考虑:

一、跳出传统的理论思路, 努力扭转调控政策所处的被动局面。传统的应对通货膨胀和经济过热等问题是通过紧缩的政策来实现的。就货币政策而言, 往往通过加息和上调存款准备金率, 并通过公开市场操作和窗口指导来进行。但目前中国在开放环境下, 货币政策面临三大难题, 不能简单沿用传统理论的调控思路。

一是全球化背景下的中国通胀压力并不能由加息和货币政策来承担解决。当前除日本以外的主要发达国家八成发展中国家均面临物价上涨的压力。发达国家中, 美国目前通货膨胀率为4.4%, 高出美联储年初1%至2%的预期目标一倍以上; 欧元区通货膨胀率为3.3%, 创欧元问世以来的新高。发展中国家中, 印尼、新加坡、印度、沙特、南非、巴西的通货膨胀率分别为6.6%、7.4%、5.9%、12%、9.3%、4.5%, 阿根廷、委内瑞拉均超过10%。转型国家中, 俄罗斯的通货膨胀率为12.8%。某种意义上讲, 这是第一次全球化背景下的世界性通货膨胀。而越南的通胀达到了25%。在全球性通货膨胀环境下, 任何一个开放国家单靠自身的政策是无法消除通货膨胀的, 全球性通货膨胀问题需要多国政策的共同努力。就国内看, 控

制通胀压力需要税收、改善供给结构、调节需求等多方面的政策搭配来缓解。而且在全球化通货膨胀背景下, 中国对于年内的通货膨胀目标也应有所修订, 对目前的通胀压力也应有一定的容忍度。

二是加息会继续扩大中美利差, 利率政策必需考虑内外均衡和对其他市场的影响。在人民币升值预期不变的情况下, 加息会在一定程度上加剧热钱流入的规模, 使人民币外汇占款压力继续加大, 增加自身调控流动性的难度。同时, 目前对脆弱的股市也会带来更不利的冲击。

三是储蓄存款持续猛增, 增加了当前控制货币供应量的难度。根据银行经营的安全性、流动性和盈利性的“三性”原则, 银行必须为各类存款支付成本, 今年以来储蓄存款迅猛增长, 倒逼银行增加放款, 存贷款的派生效应, 使控制货币供应量难度增加。截至5月末, 我国广义货币供应量(M2)余额约为43万亿元, 同比增长18.07%, 增幅比上年末高1.33个百分点。当月人民币各项存款增加8826亿元, 同比多增约7245亿元。存款准备金率目前已经达到17.5%, 接近银行间市场机构预期18%的上限, 存款准备金率进一步上调的空间已经有限。在大量外汇占款导致的整个社会流动性过剩问题尚未有效控制的情况下, 随着准备金率不断上调, 从银行间市场融资状况看, 已经出现部分机构的流动性紧张问题, 多数机构以融入资金为主。所以出现了一种流动性扭曲的状况, 整个社会流动性依然过剩局面不改, 而银行间流动性已经出现紧张

的迹象。所以, 如果下阶段出现持续过高的储蓄增长状况, 银行放款的冲动和压力将不断增加, 上调存款准备金率的政策将非常局限和被动。所以, 鉴于当前

银行间市场融资状况以及货币政策中数量性调控政策已接近机构预期上限, 下阶段, 对于价格型调控政策应该采取审慎态度, 要稳定并降低市场对当前进一步加息的预期。各种调控政策思路, 应考虑研究适度分流储蓄存款进入股市, 通过激发股市活力, 盘活整个资金流动格局, 使调控政策保持主动, 为改善宏观调控和经济金融运行创造有利条件。

二、适当分流储蓄进股市盘活当前资金流动, 为货币政策的主动性创造有利条件。首先目前储蓄存款分流股市的较好时机。因为随着股市的持续调整, 即便不考虑中国经济在全球领先的高速增长态势, 许多股票的估值水平与国际比较也已到了合理区间, 投资价值重新显现。股市无论从市场自身和政策层面看, 都处于酝酿积极转变的关键阶段。

其次, 分流储蓄进股市有利缓解整体的流动性过剩压力。中国货币供应量的统计口径为: M0=流通中的现金; M1=M0+企业活期存款+机关团体部队存款+农村存款+个人持有的信用卡类存款; M2=M1+城乡居民储蓄存款+企业存款中具有定期性质的存款+外币存款+信托类存款。虽然目前进入股市的客户保证金也计入货币供应量, 但对储蓄存款直接带来的存款和贷款派生效应, 客户保证金对货币供应量的影响相对较小。如果金融机构的存款增长幅度减缓, 存款准备金率政策就具有较多的灵活性。贷款规模和投放时间的调控政策也可以弱化, 更多的可以用窗口指导的方式。

三是有利降低对实体经济的潜在投资需求。大量资金囤积银行, 是潜在的实体经济和市场的投资需求压力, 增加潜在的对当前通货膨胀压力, 适度

分流储蓄进入股市, 由虚拟经济吸收大量的资金, 短期内可以减缓通过实体经济对通胀的传导压力。

四是对于人民币汇率和阻挡热钱也具有积极的意义。虽然激活股市也可能吸引热钱流入, 但控制热钱进股市属于另一层监管问题。缩小中美利差, 增强人民币汇率调控的主动性, 降低人民币单边持续升值预期, 消除热钱低风险套利空间和机会, 是阻挡热钱宏观层面的关键性措施。

三、分流储蓄进股市对当前处于敏感转折时期的资本市场具有积极作用。随着去年10月份以来股市的持续下行, 不少股民和基民出现了大幅亏损。基金行业管理规模出现月度负增长, 无风险套利空间出现“零收益”、“负收益”甚至清盘, 市场信心受到很大影响, 投资意愿下降。

虽然股市起伏在一定程度上是正常的, 但避免股市大起大落, 努力保持股市稳定健康发展是各有关部门必须重视和研究的问题。股市过热有泡沫化积累风险, 但市场持续大幅度下跌也会出现风险。目前市场的状况, 无论从技术面、国民经济基本面和场外资金面等视角看, 已经处于非正常的状况, 过度低迷的股市同样会诱发风险, 如参与股市的企业资金链断裂、投资亏损、理财产品风险等, 股市的风险可能会传递到其他金融和经济领域。

在目前经济处于多种内外不利因素的情况下, 保持资本市场较强的融资功能, 不仅可增强上市公司资金实力, 也可以缓解风险过度向银行集中。同时, 股市摆脱不正常的低迷状况, 有利理顺各金融市场价格, 给货币政策和宏观调控提供重要参考。

(作者为上海银监局副研究员、博士)

■今日看板

宏观经济政策微调 将受七大因素掣肘

◎亚夫

近来, 股市对宏观经济政策走向, 似乎比以往任何时候都要敏感。从“双防”, 防通胀、防过热, 到“保控”, 保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨, 投资人对高层领导最近在东部地区的密集调研, 以及期间发出的政策信息, 特别关注, 并对宏观调控的可能变化, 似乎也有某种期待。

然而, 尽管今年上半年经济增长的情况比预期的要好, 但是由于当前国内外经济形势十分复杂, 经济政策的调整空间非常有限, 而经济增长、就业、进出口、投资、消费, 以及热钱、资本价格异常波动等七大因素, 对宏观经济政策构成的掣肘作用, 更值得观察。

首先是经济增长的影响。上半年我国GDP增长10.4%, 而CPI上涨7.9%, GDP跑赢了CPI。这是在遭受多重灾害冲击下取得的成绩, 既超出大家预料, 也非常不易。特别是这个速度已基本回归正常水平, 接近潜在增长能力, 表明经济过热风险已经得到释放。这是很值得肯定的。但作进一步分析, 一季度同比回落1.1个百分点, 二季度同比回落2.5个百分点, 整个上半年同比回落1.8个百分点。这种回落幅度是否有下滑过快的危险, 需要高度警惕。因此成为影响经济政策微调的重要因素之一。

其次是出口和就业的影响。为什么要把出口和就业放在一起呢? 这和近年来东部沿海地区相当一部分外向型企业面临的困境有关。上半年, 我国出口增长21.9%, 回落5.7个百分点; 进口增长30.6%, 加快12.4个百分点。如果说, 从总量上还看不出太大问题, 那么, 从进出口增速倒挂, 以及大量外向型企业面临本币升值加速、原材料及劳动力成本压力, 就凸显出问题了。而外向型企业不仅有经营问题, 还有就业问题, 尤其是与大学生毕业等新就业人口碰头, 对宏观经济政策的压力就更明显了。

再次是投资与消费的影响。投资与消费本来是拉动经济增长的两驾马车。自2006年起, 消费对经济增长的拉动作用逐渐增强。从今年的情况看, 上半年社会消费品零售总额同比增长21.4%, 比上年同期加快6个百分点。其中, 城市消费品零售额增长22.1%; 县及县以下消费品零售额增长20.0%。数据显示, 城乡居民的消费增长势头不减。但是如果考虑居民收入增长及物价上涨因素, 这种势头能否持续, 也是宏观经济政策需要关注的重点。

而从投资情况看, 上半年, 全社会固定资产投资同比增长26.3%, 比上年同期加快0.4个百分点。在城镇固定资产投资中, 三次产业投资分别增长69.5%、26.6%和26.2%, 其中, 第一产业投资增长同比加快32.0个百分点。这个数值表明, 对农业的投资明显加大。而分地区看, 东、中、西部地区城镇投资分别增长22.4%、35.3%和28.6%, 中西部投资增速明显快于东部。这样一种投资结构, 对稳定全局有导向作用, 但其即期效益如何也是宏观经济政策要关心的。

最后, 再看虚拟经济这一块, 主要是“热钱”和资本市场问题的影响。“热钱”的涌入和资本品价格波动, 例如股价和房价的波动, 是今年上半年社会关注度最高的经济话题之一。上半年, 我国实际使用外资比上年同期加快33.4个百分点。6月末, 外汇储备1.8万亿美元, 同比增长35.7%。各项人民币存款余额43.9万亿元, 同比多增1.58万亿元。

在出口增长回落、进口增幅加大的情况下, 外汇储备居然大幅增长, 同期存款余额也超常增长, 说明什么呢? 说明流入国内享受升值和利差的“食利热钱”在明显增加, 而股市以48%的跌幅异常波动, 则预示着资本品在遭遇异常打压之后, 将会面临“食利热钱”的顺势捞钱, 以轻巧手段瓜分现有投资人的资产。由此来看, 如何维护市场平稳运行, 保障国内大多数投资者的投资资产不受侵害, 也是宏观经济政策需要关注的目标。

总体上看, 受国内外多种因素制约, 当前我国的宏观经济政策在总量上进行变动的空间很小, 只有对结构上的病源实施活血化淤, 才能解决日益突出的局部问题。