

# 人民币应在更大平台上与美元共舞

◎主持人:邹民生 乐嘉春  
嘉宾:陆前进(复旦大学国际金融系副教授)

## 人民币汇率变动对美元币值变动何以如此敏感

主持人:与人民币持续多日的回调相对应,近些日子,美元的走强引起了各方关注。美元问题不只是一般的货币问题,还涉及石油、原材料等重要生产资料价格走势。今天,我们只谈人民币与美元之间的相关关系,以及对它们今后走势的影响。

陆前进:最近,随着美元走强,人民币对美元又开始出现贬值。目前,人民币对美元汇率基本上是美元升值,人民币贬值,美元贬值,人民币升值,人民币汇率跟着美元的币值变化而变化的迹象明显。也就是说,人民币与美元之间仍然存在千丝万缕的联系。

首先,长期以来,人民币一直是钉住美元的,美元对人民币币值的影响最大。同时,在目前人民币汇率参考的篮子货币中,美元所占权重也最大。因此,人民币币值在短时间内的变化仍然会更多地参考美元币值的变动。

其次,美元在国际货币体系中仍占有重要地位。美元不仅是世界上主要的国际货币,也是国际贸易和国际投资的主要的计价和结算货币。实际上,不光

是人民币,世界上很多国家的货币往往也是和美元挂钩的,这是与美元的国际地位有关。

第三,由于美元币值在人民币汇率中间价的决定中起着重要作用,因此美元币值的变动对人民币汇率中间价的确定是至关重要的。

第四,目前人民币对美元汇率在我国汇率体系中处于主导地位。因此,人民币对非美元货币的汇率主要受人民币对美元汇率和国际金融市场上美元对其他非美元货币汇率的影响,是由这两个汇率共同决定的。美元在我国非美元货币汇率的决定中起着桥梁和纽带的作用。

第五,美国是我国的第二大贸易伙伴,我国外汇储备中大部分资产是美元资产,中美两国也正在逐步开放金融市场,相互间的投资也在不断上升。因此,人民币对美元汇率在中美经济联系中起着重要作用,人民币对美元汇率变动对两国经济的往来影响也较大。

最后,短期内美元币值变动对人民币汇率影响显著。除了受宏观经济基本面影响外,人民币汇率的日常变动对美元币值变动非常敏感。

## 人民币跟随美元变动并不能充分反映两国经济的变化

主持人:人民币与美元的关系与中国两国复杂的社会经济状况高度相关。

人民币和美元之间之所以会有这样的紧密联系,其实是由人民币汇率制度的演变、人民币汇率体制的特点以及美元的国际地位和两国经济的联系等多种因素共同决定的。在一定程度上,这也反映了现今人民币汇率制度仍有待进一步完善。

陆前进:从目前来看,人民币汇率制度确实面临了一定的困境,这主要体现在:

一是人民币跟着美元走,市场自身的调节能力不足。人民币对美元汇率的中间价采取询价的形式确定,一旦询价确定的汇率中间价不能够充分反映外汇市场的供给和需求,汇率变动的弹性较小,往往不能够充分反映市场供求的变化。

二是非美元货币被动地随美元币值变化而变化。由于人民币与非美元货币之间的汇率是由人民币和美元之间汇率以及美元与这些货币在国际金融市场上的汇率折算而来的,一旦人民币对美元的汇率偏离市场价格,人民币对非美元货币汇率的中间价也必然会偏离市场价格。

三是人民币跟随美元变动并不能充分反映两国经济的变化。实际上,美元汇率指数的篮子中并不包含人民币,美元汇率指数变动更多地反映了对欧元、日元和英镑等6种货币币值的变化,它是由这6种货币的几何加权平均

计算得出的,因此人民币随着美元指数的变动而变动可能并不能够充分反映两国经济和金融市场等的变化。

四是人民币跟着美元走,美国经济变动对中国的影响大。一旦美元持续的升值或贬值,会导致更多的投机冲击。

五是宏观调控会受美国经济的制约。例如,美联储在次贷危机爆发后持续下调利率,导致美元贬值和人民币升值,从而限制了我国的利率工具使用。也就是说,人民币跟着美元走的同时,央行丧失了货币政策的部分独立性。

## 实施人民币“走出去”战略,促进人民币国际化

主持人:那么,如何完善人民币汇率的形成机制,深化人民币汇率形成的市场化改革,促进人民币的国际化呢?

陆前进:就人民币的发展走向而言,当前,应不断完善人民币汇率的定价机制,不断提高汇率的市场化程度,使汇率变动能更多地反映市场供给和需求的变化。同时,应实施人民币“走出去”战略,提高人民币的国际地位,发挥人民币自身在国际贸易和投资中的重要作用。

一是深化汇率的市场化改革。人民币汇率双向变动,需要人民币汇率市场化程度的提高,需要外汇市场的深化、

人民币汇率形成机制的完善、利率市场化改革等多项措施配合。

二是逐步扩大人民币对美元及非美元货币汇率的浮动幅度。人民币对美元汇率在我国汇率体系中处于核心地位,因此央行应不断扩大人民币对美元汇率的波动幅度,深化人民币对美元汇率的市场化改革,这样才有利于确定合理的人民币对美元汇率水平。同时,也要逐步完善人民币对非美元货币市场化汇率的形成,及逐步完善人民币汇率定价体系,最终实现人民币不同汇率之间的变动由市场供给和需求自动调节。

三是实施人民币“走出去”战略,促进人民币的国际化。我国可以和一些贸易往来密切的周边国家或其他一些发展中国家签订有关贸易和投资下的货币协议,推动人民币在贸易和投资方面的计价和交易功能,如从这些国家进口或对其投资,可以直接用人民币结算和支付。从某种意义上来说,这种方法是可行的。

四是摆脱人民币对某一国货币的依赖,尽快建立反映人民币币值变动的人民币汇率指数。目前,人民币经常是对美元升值,但对欧元等货币却贬值,单一的人民币对美元汇率并不能够真正反映人民币币值的变化和走势。因此,应尽快建立反映人民币币值变动的人民币汇率指数,并根据我国经济的实际情况,科学地确定篮子货币的种类以及每一种货币的权重。

## 今日看报

## 不必过分悲观 中国经济前景

◎乐嘉春

在北京奥运前后,市场特别是部分经济学家对未来中国经济前景的预期相当悲观,将目前中国经济增长放缓,视为可能会转化为趋势性扭转或经济衰退。这种悲观情绪对国人对经济前景的心理预期与行为选择也产生了不小的负面影响。但是,在笔者看来,当前对中国经济的悲观预期是没有道理的。

在一定程度上,这种悲观预期是人为地放大了对未来中国经济面临诸多挑战的宏观风险,即中国经济增长有可能会发生趋势性转变,并有可能由经济增长放缓逐步转向经济衰退。

这种观察与判断来自于今年以来能反映中国经济增长现状的一些数据,如季度GDP增长放缓、CPI等物价指数波动、净出口数据、人民币升值及国内企业(尤其是中小型的外向型企业)面临的经营困境等。还有,来自于对美国经济为代表的发达经济体前景的悲观预期,以及对国际金融市场动荡担忧等。

事实上,这种观察突出了外部环境对中国经济增长前景的深刻影响。因为,我们仍然习惯于将中国经济的增长方式定义为外向型增长模式,尤其是净出口因素对经济增长的作用或贡献率更为显著。当以美国为主的发达经济体出现经济增长放缓甚至出现衰退迹象时,自然就会担忧外部需求的减少对中国经济增长突发性下降会产生很大影响。

另外,外部世界的施压是否会导致人民币进一步升值、弱势美元是否会转强、国际大宗商品价格走势如何、次贷危机的后续影响是否进一步拖累国际金融市场动荡不安等,这些不确定因素也会对中国产生很大的制约与影响,如人民币升值趋势和输入性通胀压力等。

但是,在上述这些观察与分析中,却忽略了一个重要的问题,即经过30年的改革开放,中国经济的灵活性已大大增强,对不可避免且难以预测的各种冲击的自我调节能力也越来越强。也就是说,目前中国已具备足够的灵活性来应对内外经济因素对未来中国经济构成的诸多挑战,并将这些挑战转化为新的发展机遇。

在笔者看来,最近,宏观调控政策与目标由“两防”向“一保一控”的转变,其实就显示了根植于中国经济内在的这种自我调节的灵活性。这表明,未来中国经济前景并没有像市场或部分经济学家预期的那样悲观或那么脆弱,中国经济仍将维持持续、稳定增长的发展态势。

在此,我们不能过分夸大目前中国经济增长放缓的宏观风险,尤其是不能将这种增长放缓现象“偷换”成似乎中国将步入经济衰退的概念或预期。

其实,当下对中国经济的悲观预期,在很大程度上又影响了市场对中国股市的悲观预期。“覆巢无完卵”,此语恰恰能反映目前人们由普遍担忧中国经济前景转而不看好中国股市的部分预期。

如果我们消解了对未来中国经济前景的过度担忧,那么这至少可能会有助于我们增强对未来中国股市的投资信心。

## 特别报告

# 美元汇率反转 进入升值周期

导致美元低估的环境正在发生变化,有利于美元升值的因素增加。有利于美元升值的因素包括:美元货币发行增速低于欧元、美元利率未来将上升、贸易逆差有所改善、资金开始流入美国与美国大选需要强势美元等,都将支持美元走强。

因此,美元汇率将出现反转,并进入到一个升值周期。受此影响,未来三年人民币兑美元升值速度将放缓,人民币兑欧元升值速度则有望加速。

◎滕泰

美元作为国际贸易的主要结算货币与最重要的储备资产,其走势对国际贸易与国际货币体系、进而对全球经济都有着重要影响。自2001年以来,美元指数一度大跌超过45%,美元贬值,是造成国际大宗商品价格暴涨的重要推动力量,也是导致全球通货膨胀率上升、国际流动性过剩的原因之一。

在美元兑主要货币的汇率中,欧元是最重要的。假定欧元向世之初确定的1为美元的合理汇率水平,那么当前美元汇率是否合理对美元的未来至关重要。

从直观的经济基本面分析,欧美的经济差别不支持美元如此大幅下跌。另外,导致美元严重低估的经济、政治因素已开始发生变化,特别是欧美经济增速相对变化、未来利率预期、美国政治经济需要强势美元等原因,未来的美元汇率将向由购买力所决定的均衡汇率靠拢。从购买力平价出发,我们认为理论长期美元的上涨区应该在14.9%到30%。

## 欧元对美元汇率波动呈三大周期

以PPP(Theory of Purchasing Power Parity,购买力平价理论)模型来计算的历史均衡汇率,我们可以通过美元市场汇率与均衡汇率之间比较,分析画出美元汇率在各种经济政治市场心理等因素冲击下,围绕均衡汇率波动的过程。可以看出,市场汇率尽管波动很大,但基本围绕均衡汇率上下。

通过对美元高估或低估过程的分析,可以看出,1999年1月欧元正式问世到2006年以前,美元市场汇率在均衡汇率正常范围之内上下波动。而此后的美元加速暴跌,是受到次贷危机等因素冲击后的非正常偏离。

自1999年1月到今年6月,欧元对美元的汇率总体走势大致可分为三个阶段:

(1)在1999年1月至2001年6月:美元高估。期间美元上涨,市场汇率高于均衡汇率。造成美元高估、欧元下跌的主要原因有:美国经济增长好于欧元区,美国利率高,北约发动对南联盟的军事打击,使得本来就弱势的欧元雪上加霜,当时欧元刚刚问世,市场对欧元能否顺利推行、刚组建欧洲央行能否正常实施货币政策存在怀疑。

(2)2001年7月至2004年12月:美元下跌并低估。美元市场汇率从高于均衡汇率开始下跌,并进一步波动到相反方向,市场汇率低于均衡汇率。造成美元汇率下跌、欧元上涨的原因有:欧元利率高于美元利率、资产配置需要导致对欧元需求增加。

(3)2005年1月至2008年6月:美元过度低估。美元在2005年11月前,是一个回归均衡汇率过程,但在回归到均衡汇率之前,由于美国房地产市场崩溃以及由此导致的次贷危机发生后,市场反应过度,自2006年下半年开始,美元汇率开始更大程度的低估。

## 造成目前美元汇率低估有五个原因

从目前来看,导致美元汇率下跌、欧元汇率上升的原因是多方面的,主要有以下五大影响因素。

第一,欧美经济不同步。美国先于欧元区进入经济增速下滑期。美国由于先是受到房地产泡沫破裂,然后是次贷危机爆发重创金融系统,经济增速首先进入下降期。而欧元区由于房地产涨幅低于美国,金融创新也远不如美国,又没有发生严重泡沫,因而在美国经济首先下滑以后,尚能保持一定的增长。

第二,次贷危机打击美元。2007年8月爆发的美国次贷危机,席卷世界主要金融市场,美国作为次贷危机的发源地,美国经济受到重创或影响最大,严重打击了市场对美元的信心,导致美元严重低估,使得持有美元的风险溢价突然大幅增加,投资者出于回避风险的需要,抛售美元,转向欧元以及商品货币,从而导致美元过于低估。

第三,阿富汗战争和伊拉克战争的拖累。两场旷日持久的战争消耗了美国大量财富,美国财政赤字大量增加,2002年至2007年财政赤字合计17588亿美元。财政赤字大增影响到投资者对美国经济的信心,从而也打压美元。

第四,美国贸易逆差持续大量增加。20世纪90年代以来,美国不断加大产业结构调整转移的步伐,传统制造业在经济中的比重不断缩小,大量消费品和制成品依赖进口,贸易逆差扩大,结果形成美国等发达国家与新兴市场和发展中国家之间的贸易不平衡,特别是美国与亚洲贸易的严重失衡。

第五,美联储大幅加息与欧元区

率稳定。最近的美元暴跌与美联储的大幅加息有关。美联储自2007年8月连续6次降息,联邦基金利率自5.25%下调为2%,2007年8月,美国联邦基金利率还比欧元区主导利率高1.25个百分点,到2008年4月,比欧元区主导利率低2个百分点。最近欧元区央行在2008年7月3日又提高欧元区主导利率0.25个百分点,至4.25%,欧美元率差扩大到2.25个百分点。

## 五大积极因素有利于美元升值

随着国际经济形势的变化,此前导致美元过度低估的因素出现了变化,预计美元汇率将进入升值轨道。导致未来美元升值的原因,除了美元过度低估将由购买力平价所决定的均衡汇率回归外,还有如下五大原因。

第一,美元货币发行速度低于欧元。市场普遍认为,美国滥发美元导致美元泛滥,美元贬值是美联储滥发美元的恶果。统计数据表明,自2002年美元进入贬值周期以后,以广义货币M2衡量的美元货币增长速度远低于欧元。

美国房地产市场破裂、次贷危机爆发等,导致美元的货币发行增速开始下降和流动性进一步收缩。为缓解流动性紧缩、防止次贷危机导致经济衰退,美联储采取大幅度降息与向市场大规模注资的救市行动。M2也相应开始恢复。

与此相反,欧元的M2增速在加速,两者间的差距进一步拉大。这表明,出于风险回避的需要,资金大规模从美元流向欧元,造成美元过度低估。

但是,货币发行增长早晚要在购买力、从而在汇率中体现出来。美元M2增速持续低于欧元,美元的流动性要远导致欧元紧张,欧元货币增速过快将会导致欧元在未来下跌。

第二,美国贸易逆差在近期开始有所减小。这与美国较慢经济增长速度相关的进口需求下降有关,但更主要的原因是国外需求的强劲增长而带来了稳定的出口增长。截至2008年5月,美国出口的强劲增长将贸易赤字拉低至3.98%。

第三,未来美联储将进入升息周期。从货币政策角度来看,当通胀率攀升至欧元启动以来最高4%时,欧洲央行于今年7月3日做出了加息25个基点的决定。而美国利率现在处于因次贷危机所引起的加息周期的底部,随着经济下滑风险的减小,特别是随着通胀压力的继续上升而进一步扩大。为了控制通胀,预计美联储将于明年进入加息周期。伴随着利差收窄,美元兑欧元将走强。

第四,美国新形势提升美元信心。2008年美国大选,共和党会极力维持美元汇率以提升美国经济的信心,赢得选民支持。因而,在今年下半年,美联储将可能会维持目前的利率水平,但明年可能会逐渐上调利率来控制

通胀。随着美国不断提高利率,美元将会一改目前的疲弱状态,并终结长达7年的漫漫熊市,展开新一轮级别的反弹。

美元大幅贬值40%,这显然不符合美国的政治经济利益。因而维持强势美元政策增强美元信心将会是下届政府的重要经济政策之一。

第五,资金开始重新流入美国。目前,次贷风波造成的美国金融业处于最困难的时期已经过去,资金开始重新回流到美国。同时,外资流入的增加也表明外国投资者对美国资产的信心有所提升,并暗示越来越多的投资者开始相信次贷危机的最糟糕时期已经过去。

## 美元似已进入升值周期

从美元对欧元的实际表现看,目前美元市场汇率较均衡汇率低估了30%左右。在美元指数中,欧元是权重最大的货币,其所占权重达到了57.6%,因此,欧元兑美元汇率水平对美元指数有着决定性的影响。

尽管影响汇率的因素有很多,而且汇率短期的波动性很大,难以用模型来预测。但是,从长期来看,购买力是决定汇率的最根本因素。由于欧元高估了30%左右,因此,从基本面出发,相信欧元兑美元的长期汇率将回到合理水平。

据OECD计算的最近一期主要货币绝对PPP水平的结果表明,在2007年底,以PPP计算的美元对欧元汇率应该为0.862,即一个美元的购买力相当于0.862个欧元。实际上,这一汇率水平是0.685,即美元低估超过了20%。截至今年6月底,欧元对美元升值再次超过7%。以此计算,欧元兑美元约高估29%。

美元低估的幅度如此巨大,加上造成此前美元低估的因素在已发生变化,全球经济形势向着有利于美元的趋势发展。因此,预计美元对欧元及其他发达经济体货币汇率将持续升值,美元指数的底部很可能已经出现,70应该就是美元指数的底部。

对于其他货币,加元、澳元等商品货币因为大宗商品价格下降而下跌,英镑、日元各自经济有进入负增长的危险对下跌,加上全球经济下滑风险增大环境中美元具有的传统避险功能。综合看来,美元指数未来的最终目标有可能会上升到100附近。

美元的升值将对全球经济发生重要的影响,有利于全球控制通胀水平,也将导致全球资金的流向发生变化,从而对全球金融市场产生重大影响。

对于我国来说,美元升值有利于减轻人民币的升值压力。自2005年汇改以来,尽管人民币兑美元贬值幅度高达27%以上,但由于同期美元贬值,人民币对欧元等货币还是贬值的。未来三年,人民币兑美元升值速度将放缓,人民币兑欧元升值速度则有望加速。

(作者单位:银河证券研究所)

## ■声音

# CPI涨幅持续回落 政策调整空间加大

◎徐平生

去年底以来,居民消费价格指数(CPI)同比涨幅快速走高并持续在高位运行,对宏观经济运行和宏观经济政策的制定与实施施加了巨大压力,能源价格扭曲带来的能源供应不足和严格从紧的货币政策是最突出的表现,并在相当程度上制约了我国经济发展。

从目前来看,随着相关政策措施效力的发挥和国际环境的变化,CPI上涨压力已经得到极大缓解,CPI同比涨幅将会继续回落,2008年的剩余月份基本会在6%以下运行,2009年大多数月份都会在5%以下运行。因此,CPI同比涨幅的回落态势将为宏观政策调整提供较大空间。

从CPI环比涨幅看,本轮价格上涨高峰集中在2007年下半年和2008年前两个月,今年3月份以来,CPI的环比涨幅分别为-0.7%、0.1%、-0.4%、-0.2%和0.1%,居民消费价格指数的绝对水平呈现“稳中有降”的波动态势颇为显著,与同比涨幅的高位运行形成了鲜明反差,其关键就在于去年下半年物价持续上涨对今年上半年翘尾影响带来的一种错觉。

由于今年新涨价因素较小,随着去年下半年价格上涨翘尾影响的逐步消除,CPI同比涨幅将呈逐月稳中有降态势。如果不考虑8月份以后的绝对价格水平上涨情况而保持7月份的绝对价格水平,预期今年剩余月份8月至12月份的CPI同比涨幅将分别为5.1%、4.8%、4.4%、3.7%和2.7%,全年平均涨幅将为6.2%。

如果考虑到政策调整、自发涨价压力等新涨价因素,8月至12月份绝对价格水平会出现一定程度的回落,仍将难改CPI同比涨幅的回落态势。

假设8-12月份各月CPI环比涨幅都达0.5%,那么各月CPI同比涨幅将分别为5.6%、5.8%、6.0%、5.8%和5.3%,都要低于前7个月的CPI同比涨幅。按此计算,全年CPI涨幅将为6.9%。因此,今年全年CPI涨幅低于7.0%的可能性极大,很可能在6.6%左右。

不仅如此,2008年的新涨价因素较低,为2009年的价格平稳运行提供了很好的态势。

根据截至2008年7月份的各月CPI环比涨幅可以计算出,2008年已有的新涨价因素对2009年的翘尾影响为2009年1月至6月分别为1.5%、-1.1%、-0.4%、-0.5%、-0.1%和0.1%,其余各月则为零,全年平均仅为零。

如果假设2008年8月至12月各月CPI环比涨幅都为0.5%,那么2008年各月CPI环比上涨对2009年的翘尾影响全年平均将为1.8%。与此形成鲜明对照的是,2007年各月CPI环比上涨对2008年的翘尾影响全年平均高达3.4%。

考虑价格调整等带来的新涨价压力,2009年全年大多数月份的CPI同比涨幅将会在5%以下,全年平均涨幅在5%以下的可能性极大。

从目前来看,在新涨价因素方面,尽管我国仍面临一定的涨价压力,但这些压力在相当程度上已经得到缓解。

首先,随着世界经济的整体放缓,需求放缓或下降正对国际能源原材料价格施加压力。

其次,全球粮食增产和我国史无前例的连续五年粮食丰收使我国粮食及食品价格上承压得到抑制。

因此,今年下半年及明年,我国CPI的运行区间将较为理想,这为宏观政策调整提供了空间和时间。对此,我们必须充分利用这一有利时机,尽量理顺价格机制,解决能源原材料价格扭曲带来的供应不足等问题,进一步放松信贷和货币,为我国经济发展提供良好的环境。