

人民币汇率走势：可能进入第三个17年

■ 杨帆

一、两个17年:1978—1994年贬值;1994—2011年升值

人民币对美元的汇率,按直接标价,在改革初期是1:1.7,至1994年贬值到1:8.7,这主要是计划经济向市场经济转换、纠正国内外价格差异的结果。国内价格远远低于国际价格,就需要一个高估的汇率来平衡。同时,以计划经济保证的出口创汇任务由国家高度垄断,亏损由政府补贴,与货币政策和汇率杠杆无关。向市场经济转轨,就是国内价格向国际价格靠拢即不断上升的过程,出口大规模扩张,国家财政补贴不能持续,只能将人民币汇率不断贬值。这在国内是计划经济体制改革的需要,向外是国际价格靠拢。在1994年以前,人民币汇率在1994年以并轨的名义,一次性地从1:5.7贬值到1:8.7,已属超贬。



杨帆

于是我在1994年第一个提出,人民币进入历史的升值时期,其性质由计划经济的综合出口成本变成开放市场经济的宏观经济参数,其作用由保证出口创汇变成调节国内外经济平衡,调整汇率的决定权由计划经济的出口利益集团——外贸部,向中央银行当局转移。

由于出口利益集团的反对和贬值的思维惯性,又由于亚洲经济危机,使这一过程推迟了12年。直到2005年7月21日宣布人民币实行有管理的浮动汇率,但人民币长期低估,不达到均衡水平是浮动不起来的,宣布浮动,实际上是宣布以浮动方式进行单边升值。

二、人民币升值的根据在哪里?

人民币升值的货币因素,表现在长期以物价变动为标准,来衡量汇率的变化。两国物价对比即购买力平价是决定长期汇率的依据。

理论上说,两国货币的国内购买力决定对外购买力,同一商品在同一国家应该有相同的价格。如果以400种商品为“标准品”样本,在中国值4万元人民币,在美国值1万美元,那么人民币对美元应是1:4。在1990年这个比值是1:1,以后中国物价上升快于美国,人民币购买力下降,成为保持在1:4—5,为人民币升值的长期目标。

人民币中期升值趋势有非货币因素。扣除货币因素,名义汇率就成为实际汇率。实际汇率,是名义汇

率扣除两国通货膨胀率之差;也可以用可贸易品价格与非贸易品价格的比例来表示。

可贸易品,即可移动并参加国际贸易的商品,一般在发展中国家其价格不断下降。非贸易品,即房地产旅游医疗等不可移动的商品与服务,价格不断上升。

决定价格涨跌的非货币因素,称为“生产率比工资弹性”。在可贸易品部门,由于引进外国先进设备,生产率提高速度非常快,工资基本不涨,所以可贸易品价格年年下降;在非贸易品部门,生产率难以提高,但工资却在提高,价格年年上升。用可贸易品价格去除以非贸易品价格,分子越来越小,分母越来越大,实际汇率的值越来越小。人民币采用直接标价,1美元兑换人民币越来越少,说明人民币实际汇率在升值。

人民币实际汇率在30年里对美元升值了40%左右,说明在可贸易品部门,工资长期不涨,而生产率的提高大大超过美国。名义汇率如果不跟随实际汇率升值,就产生升值预期,引导国际投机资本进入,国家一贯实行结汇制度,全部收购外汇,就使外汇储备激增,人民币基础货币过度发行,就只能用货币政策予以冲销。

三、控制人民币升值和房地产泡沫

2005年到2010年,人民币名义汇率兑美元从1:8.2升值到1:6.3,对欧元和日元升值很小。于是人民币与美元脱钩,改为与货币篮子挂钩,即与世界各主要货币的加权平均数挂钩,以减少人民币盯住美元,受美元不稳定和持续贬值的影响。

我主持的世界经济研究所在2010年计算了人民币均衡汇率在1:6.3,理想状态应在2013年达到。

如果美元持续贬值,那么人民币最大的可容忍的升值是1:5.9。

实际情况是:人民币在美国压力下,2011年加速升值,于年底就达到了1:6.3的均衡水平。就是在这

个均衡水平上,出现了1994年以来最大的一次贬值,人民币兑美元连续12个跌停。这个计算是相当准确的!

2011年我们用一般均衡模型进行情景分析,结论是:1:6左右是一个转折点,在此之前,人民币升值对出口影响不大,超过这个水平出口将加速下降。如按美国要求把人民币迅速升值到1:5,中国出口将出现大滑坡,降低40%。

美国政府和国会从2000年以来一直要求人民币升值到1:4,愈演愈烈,制造了严重的人民币升值预期。国际投机资本因而涌入中国。我们可以控制人民币升值,但无法控制升值预期。

最新理论研究(张斌,2006):货币升值预期必定引起股市房地产泡沫,即使严格控制外部资金流入也不能避免。只要国内储蓄大于投资,国家又采取积极的财政货币政策,资产泡沫就会发生。

有专家总结日本教训,泡沫经济发生的深层次根源,是经济高速增长惯性阻碍经济转型。在外部压力下宣布日元升值,即产生严重的升值预期,国际投机资本大量涌入,促使日元升值过快。造成两个弊端:盲目投资海外造成严重亏损,国内资产泡沫形成。此时政府仍追求经济高速增长,采取扩张性财政货币政策,使资产泡沫更加严重。最终,在“日本买下美国,日本第一”的喝彩声中轰然塌陷,萧条长达30年。

因此,中国政府控制房地产价格是完全可以的,在不能消除人民币升值预期时,也只能如此。

四、可喜的转机

人民币连续17年升值,从1994年的1:8.7到2011年的1:6.3,幅度为28%,升值预期不但没有被克服,反而在美国舆论压力下继续加强,引导越来越多的国际投机资本进入,一方面促使中国进入房地产泡沫,一方面迫使中国政府增加外汇储备,再借给美国。更大的风险是:在人民币升值很高,房地产价格很高以后,突然出现人民币贬值预期。此时如美国加息,动员投机资本和腐败资本外逃,造成股票房地产泡沫破灭,将出现大的金融危机。

扭转被动局面的市场条件是改变人民币升值预期。按照金融理论,这只有大幅度“超额升值”以后才能达到,这是不可操作的。

非常可喜的是:2011年底,突然出现了人民币兑美元贬值连续12个跌停板。其原因是欧元危机,扩大了对美元的需求,产生了美元升值预期。

同时中国外汇储备增幅放缓,保持在32000亿美元水平,国际投机资本的流入放慢了速度。国

内资本加速外流,其原因之一是十八大之前政治预期不稳定,国内极左思潮泛滥。

中国运气的确非常好:第一,人民币升值浮动起来了;第二,单边升值预期被打破了;第三,投机资本的进入放慢了。当然这只是开始,不能确定就是拐点。国际金融危机不好转,不会出现不可逆转的大趋势,只有波动不会崩盘。人民币还有升值空间,只是在浮动中大大放慢了升值速度,减少了对出口的压力。投机资本将有进有退。国家外汇储备将不再增加。国内房地产泡沫将失去支撑而受到控制。这在总体上,有利于稳定中国的出口和国内经济,是一个好的趋势。

五、人民币可以出境但不能宣布自由兑换

或许,人民币汇率的新阶段已经到来,这就是从单边快速升值成为在浮动中缓慢升值。只不过要经过一段时间才能确定。

人民币实际汇率仍有升值的压力。可贸易品部门的生产率会继续快速上升,大大高于非贸易品部门。最大的变化是:全社会的工资都会有大幅度的提高,如果超过了生产率的提高,就会造成通货膨胀,从而对实际汇率产生贬值压力。总之,人民币升值预期被大大削弱了。

控制升值速度,保持升值预期,可促使人民币在亚洲出境,在一定程度上消化国内通货膨胀压力。“人民币国际化”,目前应指人民币在亚洲实际出境,不能实行自由兑换。30年来人民币在汇率上都没有宣布自由兑换,限制投机资本对国内经济冲击,限制巨额腐败资本外逃。同时巧妙利用香港,通过两种货币同时流通,一种货币两种标价,默认特区外汇自由市场和汇率,不影响涉外经济效率,这是中国国际化过程中最有智慧最成功的案例,完全可再实行一个时期,不必急于在法律上宣布自由兑换,以免丧失我国维护经济安全的杀手锏。

最后要警告:如果在国内经济过热,大量国际游客进入,泡沫经济盛行时贸然放开货币自由兑换,那么金融危机离我们就不远了,有没有“阴谋”,结果都是一样。

(作者系中国政法大学世界经济研究所所长)



客观冷静看待中国经济：反对唱衰中国

——二十五评发展实体经济

■ 杨帆

不能低估中国的潜在经济增长率

2月6日,IMF把中国经济预期增长率从9%调低为8.2%。比起2010年的10%,2011年的9.2%,每年降低一个百分点。索罗斯在达沃斯论坛上说,连8%也保不住。这些言论对于中国的积极影响,就是督促我们放松货币政策,把保经济增长放在第一位。

对中国经济,我是少数持乐观态度的人之一,在唱衰中国大合唱中,要把中国经济潜力说清楚。中国经济潜在增长率在9%以上,早为历史证明。在这个速度上失业最低,物价不高。似乎不把经济增长率压到8%以下,就不能把CPI控制在6%以下,陷入“停滞膨胀”,虽然这个停滞还是世界第一,意味着GDP9年内再翻一番。

换个角度思考,如果中国经济潜在增长率真的为9%,如现实增长率达不到这个水平,物价也下不去,就说明中国遇到的结构性问题,不是依靠货币政策可解决的。

供给大于需求,也可以说成是需求小于供给;解决办法可以是缩小总供给,也可以是扩大总需求。净出口成为负数,消费没重大改革就难以扩大,这都是常识。但投资需求无论是政府还是私人,还有潜力,即使是传统产业传统发展方式,也没有到山穷水尽。“中国经济减速”预期已炒作几年,股市崩盘70%以上已跌无可跌,再炒作已无意义。

如中国经济增长率真跌到8%,低于潜在增长率,这是政策紧缩过度造成的,如不调整,进一步造成硬着陆也有可能。首先要逐步放松货币政策,保证经济增长潜力得以发挥。控制物价不能依靠货币政策。

七亿吨钢产量：产能未必过剩

2011年经济增长率为9.2%,对应的是7亿吨钢铁产量,平均每人半吨,刚达到发达国家一半的水平。2000年一亿吨已是世界第一,11年以后达到7.8亿吨产能,7亿吨产量,如果能维持意味着什么?说明即使没有新经济、没有净出口和消费增加,仅依靠传统生产方式,投资拉动,也可维持8%的速度。

不要轻谈产能过剩,要看有没有需求。中国重工业化还没有完成,钢铁产量已为美国7倍,存量仅为60%。高速公路40000公里刚赶上美国,铁路是美国1/3,支线飞机刚起步,汽车公里是美国1/7,人均不到1/20。堵车是修路的动力,发展其他交通方式的动力,修建停车场的动力,而不是限制购车的理由。车超过了路,使用率会降低,大家跑步上班常态化。加上全国性整治水土,7亿吨钢产量足可维持一个时期,通过压缩高污染的部分,逐步降低下来。

从供给方面讲,不能低估中国投资能力。储蓄等于投资是宏观经济平衡的假设,储蓄不足外资会净流入,投资不足国内资本净流出,中国20年来恰恰是储蓄大于投资,根本原因是人口年轻造成的“红利”,储蓄率高达45%,比计划经济还高10个百分点。相比之下,美国欧债率在2007年下降为零,依靠借债和外资流入度日,根本原因是人口老化,长期高消费高福利,这是国际经济根本的不平衡,需要中国人提高消费,西方提高储蓄。一时解决不了,中国过剩储蓄必然流出,只不过不一定买美国国债,而要作为国家手段达成战略目标,为兼并优质资产,控制能源资源而使用。

被网络炒作的“中国地方政府债务”,是夸大其词。有统计的中央政府债务占GDP约30%,加上各种其他债务也达不到50%,西方国家已达100%以上。中国还有110万亿元国有资产(不算土地),欧洲经过私有化早把国有资产卖光,到山穷水尽,债务危机才爆发。中国的问题性质不同,即使突然出现金融危机,主要原因应该是利益集团干政造成重大决策失误,而不是没有潜力,但是需要重大改革才能发挥新的潜力。中国人口老化已开始,经济减速是必然的,但教育已成功,10年之内以技术进步为基本动力,逐步取代依靠劳动和资源投入的增长模式,这是真正意义上的发展方式转变。

中国式的停滞膨胀

解释停滞膨胀的一个理论是垄断:工资与价格如果有垄断,就不会随货币紧缩而下降,国际大宗商品垄断造成输入性通货膨胀。中国不存在工资垄断,但长期低工资作为一个历史时期已结束,农民工由过剩转为不足,加上代际交替的社会因素,必将引起工资提高,并推动全社会工资水平大幅提高,这是结构性问题,只能靠财政与社会政策解决;并非经济周期问题,不能依靠货币政策。

卢卡斯的理性预期论加入社会心理因素。政府制造通货膨胀使全社会价格普遍上升,企业出现“货币幻觉”,以为自己企业有了高利润就扩大投资,因而在一定时期通货膨胀可刺激经济增长。很快出现生产过剩,就需要搞更大的通货膨胀,因此利用通货膨胀刺激经济,物价会比经济升得快。当政府控制通货,生产马上下降,而物价却下不来,称为“停滞膨胀”,其微观基础是:企业预期未来成本上升不肯降价,而采取“限价保价”行为。

作为CPI指数大头的食品价格每年稳定上升。中国粮食连续8年增产,2011年总产量11000亿斤,粮食安全基本解决,保障粮食产量主要依靠科技与治水,可减少部分耕地。目前进口的主要是饲料,为解决70%人口饮食升级,猪肉蛋奶酒要耗8倍粮食。扩大玉米大豆进口,就是变相进口水和耕地,需要不断提高国内粮食价格,否则进口亏损,不利于中国利用国际资源。

多方面因素使物价不能与经济同步变化。中国已进入“工资与物价循环上升”时期,再紧缩货币只能打击经济增长而不能降低物价,对此应有清醒认识。

通货膨胀不等于物价上升,前者是经济总量问题,依靠货币政策,后者在中国社会高度分层条件下是结构问题,受打击的主要是城市贫困阶层,应依靠财政补贴和行政限价,对水电煤气实行价格双轨。对于中等收入阶层,要保证实际生活水平不降低,提高收入是第一位的。物价总水平不应超过6%,再低就可能影响经济增长。

在未来5—7年内,中国经济增长率保持8%以上,物价控制在6%以下,能够抵御国际危机的冲击,不发生重大金融危机,在发挥传统产业潜力的基础上,实现产业升级和发展模式转换,是有可能的。关键是能够克服既得利益集团干扰,不发生重大决策错误。

银行整治收费草案难改霸王本色

——二十四评发展实体经济

■ 李宇

长期以来,对于银行业畸形的收费服务,早已是民怨沸腾。一边是银行肆意妄为,想收就收,重复收费、隐形收费现象严重;另一边则是广大消费者,尤其是生存艰难的中小企业,“手无寸权”,只能沦为待宰羔羊。名目繁多的手续费促成了银行暴利的同时,也将银行披着市场化外衣行垄断之实的贪婪本质彰显于众,严重阻碍了金融体制改革的进一步深化。

“3·15”日益临近,对于备受诟病的收费服务,中国银监会、中国人民银行和国家发改委终于“改革”了。2012年2月10日晚,《商业银行服务价格管理办法(征求意见稿)》正式出台,《办法》明确表示,与人民生活关系密切的基本商业银行业务价格,将实行政府指导价或政府定价;商业银行自行制定的价格,必须“明码标价”,保障人民群众的知情权和选择权。

征求意见稿甫一出台,立即引来呼声一片。支持者称,《办法》出台后将改变消费者以往所处的弱势地位,更好地保障消费者合法权益,以此打破金融垄断,推动金融体制改革。然而如若细加分析,我们便不难发现,

种种看似力度颇大的条款,仍难掩其“霸王条款”的本质。表面上打着“规范商业银行服务价格行为,维护人民群众合法权益”的旗号,实质上仍是在为银行谋取私利,消费者的话语权仍然处于被剥夺的境地。

造成这一后果的原因,首先便在于征求意见稿避重就轻,缩小消费者话语权范围。无论是政府定价,还是银行定价,都关乎消费者利益,也都应当及时征求消费者的相关意见。然而诡秘的是,征求意见稿仅在政府定价、政府指导价制定上提及要征求消费者意见;而对于银行可自行制定的市场调节价上,未提及与金融消费者商量或征求消费者意见。如此行径,明摆着是将消费者关在门外,银行则“独裁专制”,一方说了算。

其次,征求意见稿中提出的政府定价、指导价范围太窄,政府对于银行收费的干预、监管力度还太小;而在市场调节价方面,给予银行自由调节空间过大。例如,征求意见稿未规定商业银行实行市场调节价时应遵守的必要性原则,即明确界定哪些服务项目属于不应该收费范畴,这样在执行阶段,容易给商业银行“可乘之机”,以实行市场价格的为名行收费之实。此外,征求意见稿并未涉及部分客户的投诉

热点。例如,国有银行异地转账取现收费过高,理财产品销售不专业等问题。

因此本质上讲,所谓的征求意见稿,不过是从法律上为备受诟病的银行乱收费项目打开了绿灯,为收费合法化提供了依据。银行自主定价权被扩大,消费者本来就乏善可陈的话语权也就随之削弱。

这样的一种结果,对于广大人民群众,对于中国的万千企业来说,并不是一件好消息。尤其是中国中小企业,仍然在清冷的寒风中踽踽独行。面对资金短缺乃至断裂的风险,却苦于求贷无门。目前中小企业向银行贷款,门槛十分之高,融资成本在持续攀升,融资条件极为苛刻。据了解,银行对担保贷款收取的年利率通常在基准利率上浮50%至100%,但高利率并不体现在合同上,而是以贷款融资顾问费的名义一次性收取。银行定价权的扩大,对于一些原本就走投无路的中小企业来说,无疑是雪上加霜。长此以往,处于发展困境中的实体经济将更为艰难。

我国建设的是社会主义市场经济,社会主义市场经济应该是考虑到多数人、广大金融消费、广大投资者的利益,而不是从部分机构利益出发,为少数人谋利益。银

行收费多次被公众质疑,其中焦点之一就是银行业的垄断问题。而征求意见稿则将进一步加剧这种形势。如此一来,何谈金融体制的改革?

制定商业银行服务价格管理办法本应更多向金融消费者倾斜,而不是向银行倾斜。因此,收费价格特别是涉及公众的带有普遍意义的服务项目收费价格如何制定,应该有公众参与机制的配合。收费本身没有问题,既然是商业银行,不提供免费午餐无可厚非。但如何定价、如何向公众告知,是关键问题。银行服务项目收费定价机制有待形成。而新办法并没有解决这个问题。不管是政府定价、指导价,还是市场调节价,都应征求消费者意见。即便是受实际情况所限,银行无法做到与每个消费者单独协商,也应该召开听证会,及时吸纳消费者的意见和建议。

尽管制定商业银行服务价格管理办法,本来就是治标不治本之举,但还是寄希望于能借其东风,推动金融体制的改革,打破金融垄断。不过从实际情况来看,消费者不免要失望了。但愿决策制定者能够进一步从实际情况出发,为消费者着想,中国的实体经济才能回暖。