

人民币“七连跌”难撼升值趋势

马涛

从11月30日至12月8日,人民币兑美元即期汇率连续七个交易日盘中触及交易区间下限,而上一次出现类似情况是在2008年12月初,当时人民币汇率曾连续四天触及跌停,此次“七连跌”为三年来首见。

连续下跌源于多重因素

自2010年6月19日央行重启汇改以来的200多个交易日中,人民币升值幅度约7%,并呈单边升值走势。年初至今人民币兑美元已累计升值超过3.5%,在追踪监测的25个新兴经济体货币中升幅排第二位。本轮人民币汇率逆转,与2008年情况有明显不同,上次下跌主要因为金融危机爆发后欧美市场出现流动性短缺,导致国际资本回流本土市场。然而,本次较上次原因更为复杂,是多重因素作用的结果。

首先,国内经济数据迅速回落,人民币升值预期大幅降低。10月份我国贸易顺差同比收窄36%,近年来“贸易顺差/国内生产总值”已在明显下降,支撑人民币升值的力量已大大减弱。房地产价格普遍下跌,国内金融

体系风险上升,都在削弱市场对人民币汇率的信心。

其次,市场对美元需求增加,企业、银行争相增持美元以套利。每年年末许多大型跨国公司会将人民币兑换成美元汇回本土,出现美元寸紧张现象。自9月底以来,离岸市场人民币NDF和即期汇率多数时候均低于在岸汇率,两者“倒挂”一度高达1000多个基点。在境外美元需求大增的背景下,促使一些企业和金融机构在内地买美元、在境外卖美元,赚取中间的无风险利差。自9月底以来,金融机构也都不愿意卖出外汇而转为持有,仅10月份,央行以外的金融机构就增持600多亿美元的外汇头寸。

再次,随着欧债危机的持续发酵,投资者对未来全球经济预期趋于悲观,纷纷抛售非美资产和货币购入美元。美国11月宏观经济层面好消息不断,制造业采购经理指数(PMI)从10月份的50.8上升至52.7,达到今年6月以来新高,汽车销售保持强劲增长,最关键的指标失业率也降至8.6%,经济呈现复苏迹象,带动美元走强,美元强劲上涨带来了人民币兑美元汇率的下跌。

最后,国际上“做空”中国也是人

民币跌停的重要因素。香港离岸人民币市场出现一系列反常现象,离岸汇率低于在岸汇率,银行人民币额度供过于求,人民币存款规模两年来首次下降。香港人民币存款10月比9月不增,反而减少了37亿元,而前9个月平均每个月增加341.44亿元。当前NDF越来越受香港离岸美元/人民币即期汇率和远期汇率的影响,而后者在很大程度上是由国际投资者的套利活动所决定。在国内利率较高而人民币汇率不能充分升值的情况下,国际投资机构有意唱衰并“做空”中国,导致离岸人民币兑美元即期汇率走低。

市场没必要过度反应

人民币汇率连续跌停是当前外汇市场的正常反应,人民币升值趋缓和下跌是当前中国经济结构趋于均衡的一种体现,市场不必过于恐慌。近年来,我国经常项目顺差占GDP比重显著下降,已从危机前的接近10%逐步降至今年上半年的2.8%,远低于国际上4%的评判指标。11月人民币兑美元已经贬值0.5%左右,汇率有升也有降,说明人民币已经更加接近均衡汇率状态。现在来看,日千分之五的交易波动区间已明显过低,才造成市场屡屡跌停,连续几日的走势尚属汇市的正常波动范围。

人民币的走软不会对中国经济造成明显影响。人民币一定程度走软,对我国出口企业的生产经营利大于弊,有利于稳定出口,进而稳定经济增速。此外,人民币贬值预期的出现还将减轻国

际热钱流入的压力,减少央行基础货币的投放量,有利于抑制国内资产价格泡沫,也有利于央行减轻外汇储备积累和对冲操作的压力。

长期升值趋势不会改变

中国经济的发展前景和增长速度无疑还将继续领先于发达经济体,经济持续增长对跨境资本仍有巨大吸引力,短期资本流出只是暂时的,这决定了本轮人民币连续跌停只是短期市场行情。如果人民币自由兑换的时间点提前,加之超过三万亿美元的外汇储备支撑,人民币将成为全球最具价值的货币之一。在未来相当长一段时间内,人民币兑美元整体升值趋势不会改变,只是升值速度将明显放缓,波动区间也将进一步扩大,呈现出更加显著的双向波动走势。

人民币连续走软正是增加汇率弹性的好时机,政府人为控制升值的节奏并不可取,洞察国内外经济形势,顺应市场的合力,因时而变,增强人民币双向浮动的弹性,才是真正的主动、渐进、可控。在允许双向浮动之时,政策目标要紧紧盯住一揽子货币,扩大人民币对美元的日波幅,给市场力量更大的作用空间。在不久的将来,人们必将看到有升有贬、更加趋于市场化的人民币。

(作者系中国人民大学经济学博士)

欧债危机的性质与欧元的未来



黄小鹏

2009年12月,评级机构调低希腊主权债券评级,揭开了欧洲主权债务危机的序幕。在随后两年中,全球金融市场持续受到来自欧洲的冲击,欧洲主权债务问题更成为今年以来金融市场最主要的风险源。

第一次真正货币区危机

欧债危机尽管被冠以债务危机的名称,但就其实质,并非是传统意义上的债务危机。欧元区的公共债务/GDP和赤字/GDP两个指标在全球三大经济体中最低。负债率和赤字率更高的日本和美国,市场相对平静,即便是今年8月标普降低美国主权债务评级,也仅对金融市场造成微不足道的冲击,自此以后,10年美国国债收益率一直停留在2%左右,其间的9月下旬美联储宣布实行“扭转操作”之后,收益率最低跌到了1.72%。

尽管希腊和意大利债务规模显度过高,但如果不是单一货币使其失去利率和汇率这两大工具,经济总量较小的它们也能够更快降低债务率,更重要的是,其利率不会因金融市场失去信心而飙升。正是因为单一货币的制约,市场才会对希腊、意大利、西班牙等高债务国失去信心,进而在金融市场和债务可持续性上形成负反馈环,这甚至也推升了法国、德国的利率。

将此次危机定性为货币区实践危机,目的在于强调货币区理论与现实的冲突,在于提醒人们认识到:解决这场危机远比想象的要难得多,时间也会长得多。在我看来,真正的难题来源于两个方面:

一是历史上人们从未有过处理如此大规模货币区实践危机的经验,此次危机是欧元诞生以来的第一次重大考验,并且一上来就是生死考验(尽管此前也经历过2004年~2005年德法赤字超标争议之类的小考验);二是即使采取非常激进的措施,在财政联合上有所突破,这条路也绝非坦途。在最理想的情景下,市场的流动性紧张状况有望得到缓解,欧元区边缘国家即“笨猪五国”的债券收益率回到可持续的水平,但短暂的市场稳定之后,欧元区严重的经济不平衡并不会随之得到解决,货币政策、财政政策之间以及经济问题、政治问题之间的冲突也找不到有效答案。救命之后的治病问题,仍然非常棘手,欧元即使被保住,欧洲经济也将继续深受慢性病的折磨。

走向深度财政联合的可能性更小。理论上,深度财政联合也是应对货币区危机的彻底解决方案,但要真正达成这一目标,仅仅加强成员国预算监督之类措施无济于事。在竞争力差异巨大,且无法通过劳动力充分流动来缓解失衡的情况下,没有一个中央税收系统和常规性的转移支付系统,财政上便无法像美国那样一体化。但要实行美国那样的联邦财政,各国都缺乏意愿。欧洲合众国的构想原计划用40年~50年时间走到这一步,很难寄望它在几年内完成。

欧债危机的性质使得传统解决方案失效,拖延时间恶化了政府债务、金融部门和实体之间的交叉感染和反复感染,因此,稳定市场降低利率是阻止负反馈环的关键。因此,联合债券或其它什么形式的财政联合,第一步可以起到巩固市场信心、切断传染源的作用。即使召开在即的欧盟峰会能在这方面取得一定进展,市场因此平息下来,但货币区内冲突将会使欧洲长期陷入困境,高债务国的减债之路仍然漫长,欧洲不再成为一个风险源也需要很长时间。

最优货币区理论错了吗

欧元的诞生,受到了建设欧洲大家庭这一古老梦想的推动,19世纪法国作家雨果就表达了在欧洲流通同一种货币的梦想。但在付诸实施的过程中,1960年代开始兴起的“最优货币区理论”起了关键作用。

在蒙代尔的阐述中,建立单一货币的前提是商品和资金、劳动力等要素的完全流动。不同货币之间的不平衡,可以由汇率来调节,而单一货币区内经济的不平衡,可以通过要素特别是劳动力的自由流动来调节。财政统一并不是单一货币的前提。该理论的阐述者意识到,单一利率政策,会受到财政状况的制约,因此,在欧元设计过程中,对各国财政以法律约束而非统一财政的思路被引入,《欧盟稳定与增长公约》给成员国划定3%赤字率和60%债务率这两条红线。

理论永远是正确而苍白的,因为逻辑很容易成立,但是理论所假设的前提常常很难满足。虽然欧元区早已实现商品、资金的自由流动,但最重要的要素劳动力,却离

中国的贡献率这顶高帽子没什么含金量

余丰慧

商务部国际贸易谈判副代表崇泉援引高盛公司数据说,2000年~2009年中国对世界经济的累计贡献率已经超过20%,高于美国。

中国经济经过高速发展,以国内生产总值(GDP)比较,已成为仅次于美国的第二经济大国,对世界经济贡献度必然大幅提高。然而,我们必须客观对待中国对世界经济贡献度超过美国这顶高帽,必须深刻分析支撑这种“快速发展”的基础是什么?总体来看,是大投资,是粗放式、低端加工出口。大投资背后是对能源、资源、土地等盲目、竭泽而渔式的开发。这种模式一定程度上是在吃着祖先饭、砸着子孙碗。仅仅依靠简单劳动、粗放作业挖地下宝藏,垒高GDP总量、推高经济增速路子的不可持续性已经暴露出来,国内石油生产不能满足国内需求,进口依存度已经攀升到55%以上,铁矿石、水泥等基础产品进口比例在逐年递增。若干年后,中国将面临着资源能源枯竭、挖无可挖的困境,目前资源枯竭型城市在快速递增就是表现之一。

中国多年来的出口导向型经济带动相当大的就业量。但是,由于是粗放、低端的加工贸易,其利润非常之薄,实

际上是在牺牲劳动力价值维持这种低端出口经济。这种出口经济确实推高GDP总量,但含金量却不高,回报非常低。同时,房地产盲目发展,不但使得土地资源被竭泽而渔式掠夺,而且诱惑许多资本资金、各路企业都涌向房地产行业,造成其他实体经济空心化。

中国这种经济增长模式不但牺牲了资源、能源、土地,而且破坏了环境,污染了空气和水质。这种依靠牺牲环境,实际上是牺牲国人健康而推高的GDP总量无论如何都要不得。同时,中国的GDP总量对世界经济增长率超过了美国,但是,国内百姓实实在在的收入水平只是美国的十五分之一。从世界经济总量国家排名第二中居民得到的实惠还有很大提升空间。

我们还注意到,世界银行的数据说,中国对世界GDP增量的贡献率2003年是4.6%,2009年增长到14.5%,成为全球第二大经济体和第一大贡献国。而高盛2000年~2009年中国对世界经济的累计贡献率已经超过20%,不知是何概念,出自何处,是何目的?

针对上述经济发展中出现的严重问题,重要的是大力推进经济转型和结构调整,我们无论如何不能陶醉于中国对世界经济贡献率超过美国这顶高帽,这顶高帽含金量极低并且戴得不牢靠。

印钞=房价上涨?

伯涵

笔者在香港的报纸上看到了一篇文章,作者的基本观点是:在欧债危机日益恶化的形势下,欧洲以及其他地区和国家的央行可能会大量印刷钞票应对,由此会形成热钱新一轮的泛滥。由于实体经济仍在继续恶化,新的热钱会大量流入虚拟经济体并将继续推高诸如房地产等不动产的价格。作者因此建议投资者现在应该继续买进房产。笔者基本赞同该文对经济形势的分析,但是不敢苟同其投资结论。

房价的确是一种货币现象。与人们通常所理解的不同,笔者认为房价是一种综合的货币现象,而不仅仅是由单一货币发行量所决定的。习惯上人们会认为随着央行印刷钞票数量的大幅增加,房价就应该上升。但是实际情况又如何呢?

我们看到,过去二十年里日本中央银行印刷了无数的钞票并投入到经济中,但是日本的房价却一直保持着下滑的态势,而且仍在不断创新低!2008年危机爆发至今,美联储力推两轮量化宽松,结果是人们看到美国的房价还在下滑。为什么会出现这种央行大量印发钞

票,而房价却始终不给力的现象呢?笔者认为:房价除了受货币发行量的影响以外,还会受到一个重要因素的影响,那就是货币流通速度,换言之,在一个正常经济体里,房价由该经济体内的流通货币总量(亦即货币发行量乘以货币流通速度)来决定,而不是单一地由货币发行量决定的。当经济体内的货币发行量大幅度上升而且货币流通速度保持高位时,资产价格会大幅度快速地上升,过去三年里中国房价的飙升就是很好的例证;一旦货币流通因为各种原因失速时,很多资产尤其是不动产的价格将会出现大幅度的下滑,1997年和2008年香港的房价就是明显的例子。

日本泡沫经济破裂后,尽管日本央行毫不懈怠地实施量化宽松政策,但是各种问题的长期并存造成了其经济持续下滑的态势,并致使其货币的流通速度始终难以高企,从而在很大程度上制约了其房价的恢复。美国次贷危机爆发后,伯南克辛勤操纵的量化宽松,实质上就是试图通过大量发行以弥补去杠杆化所导致的货币流通速度的下降,无奈人算不如天算,大量美钞没能挡住美国经济中去杠杆化的大趋势,折腾了三年之后,美国的房价至今仍然处于半死不

活的状态。颇具讽刺意味的是,滥发的钞票里有相当一部分流入到新兴市场经济体去兴风作浪,并炒高了后者各种资产的价格,例如香港房价在过去三年里已经被炒到了超过1997年的天价水平。

回到开头提到的那篇文章,假如欧债危机最终失控并且爆发,届时人们将会看到杀伤力远远超过2008年次贷危机的新一轮海啸,全球金融市场的流动性将降至冰点!为了便于理解,笔者建议读者做个简单的心算:假设现在的货币发行量乘以货币流通速度等于n,一旦欧债危机爆发,货币流通速度将迅速趋近于零,央行必须在短期内印刷出多少钞票才有可能填补由于货币流通速度突然消失所留下的缺口,从而维持目前的n不至于大幅度下滑呢?如果我们回忆一下2008年的次贷危机,应该不难想象出:届时即使各家央行的印钞机一齐夜以继日地加班,也将难以弥补突然消失的流动性,房价大跌将会成为必然的结果!

而且,央行未来印刷钞票的刺激效应也将大不如从前,一个重要的原因在于:2008年西方次贷危机爆发时,新兴市场经济体的总体负债水平仍较为健康,但在过去三年里令人不安的是,新

兴市场经济体国家的通货膨胀水平被大幅度推升的过程中,相关国家在政府、企业和个人层面上的负债水平也创出新高!笔者在各种场合演讲时将此现象称之为:中国老太太已经追上了美国老太太!意思是在过去的几年里,中国老太太出于强烈的通货膨胀预期改变了其传统的储蓄买房的习惯,转而通过负债的途径迅速地搬进了新房,从而追上了同样是借钱买房的美国老太太!只是美国老太太已经开始节衣缩食还债了,而中国老太太则开始砸售楼处了!

笔者建议那篇报道文章的观点不妨修改为:一旦欧债危机失控并爆发,房价将会经历一个大跌的过程,而且何时能够重新回到今天的水平将是一个遥远的未知数,因此,在目前全球经济走势日趋诡异、金融市场波动异常剧烈的形势下,投资者还是谨慎为宜。巧合的是另外一条新闻:某人几年前投资的商铺逆市下跌,该人为了改变负资产的状况,拼命开出租车还债,结果累死在出租车里!该人的悲剧其实与欧债危机本质上一样:过度负债,一旦资金来源出现断流,悲剧必将发生。笔者借此文衷心地祝愿那些中、美老太太们在未来的欧债风浪中能够稳坐钓鱼台!

焦点评论



赵乃育/漫画 孙勇/诗

明年经济不悲观,预测来自社科院。物价走势望回落,发展速度将减慢。国计民生无大忧,欧风美雨有点悬。转型方略要坚持,未雨绸缪迎挑战。