

# 迎战高烈度货币竞争 人民币国际化策马扬鞭

4月14日,央行宣布银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由5%扩大至1%,显示中国决策层有信心认为当前人民币汇率已接近平衡水平,推动人民币国际化的时机更加成熟。

国际方面,欧债危机第三波冲击面临着,全球货币竞争进入新的格局,中国的人民币国际化或是迎战货币战争的有力武器。事实上,近期除了扩大汇率波幅以外,其他举动包括取消强制结汇制度、增加QFII额度、建立全球性人民币结算中心、探索金融改革试点、推动利率自由化等,同样有助于加速人民币可兑换,更显示人民币国际化的四大步骤正在同步推进,对人民币实现基本可兑换持乐观态度。

邵宇

目前的全球财政危机是2008年危机和反危机的后遗症,即危机第二波,中国也不例外。危机进化的逻辑是流畅的三部曲:私人部门债务危机——公共部门债务危机——货币(央行)体系危机。欧洲选择的作为仍是在买时间,而风险很快会向核心国家蔓延。但在利率真正高企之前,意大利和西班牙仍存流动性风险。在全球化过程中,制造业的重新配置由国家竞争力决定,必然有发展中掉队的经济体,如消费美国、南欧国家等都有类似问题。希腊则是清偿危机,所谓各种救助新方案并没有也不可能改善希腊偿付能力。发展才是硬道理,长期来看,稳定而高速的实体经济增长才是降低公共债务率最有效方式;而公共负债率下降的拐点几乎都离不开债务重组。

预计希腊在今年或者明年有序退出欧元区。这其实是有利于所有各方的理性和风险可控的最佳选择。德国选民和政府不想对欧洲承担更多义务,就如同中国不愿意为美国承担调整的代价。5月上中旬希腊政府换届,目前的民调显示反对党有可能获得更多支持,特别是在宪法广场上的老人悲剧发生以后,这时希腊退出欧元区的预期会达到最强,不要轻视可能由此造成的市场风险情绪

的快速上升。这毕竟是人类历史上最富远见的一次统一货币尝试的重大失败。以希腊退出欧元区为标志的危机第三波必然来临。

与此同时,全球货币竞争的速度和布局正在潜意识地加快。短中长期来看,各种形式的货币竞争,包括量化宽松政策(QE3)对全球股市的影响都是偏正面的。美欧中如同一场货币三国杀游戏,联刘抗曹是中国的明智策略选择。危机中确实有机会,特别是投资欧洲的机会。全球化和货币竞争过程中,现实的中国想要的就是价钱合理的交易,那就是市场经济地位、解除武器禁运、开放核心资产和技术、承认人民币国际地位。先行动起来进行理性扩张的企业将获得未来的竞争优势。

对于即将到来的高烈度全球货币竞争,中国的正面响应就是人民币国际化,其中关键步骤在于资本项目可兑换和汇率市场化。4月10日,外管局表示稳妥有序推进人民币资本项目可兑换。逐步拓宽资本流出渠道,鼓励国内符合条件的机构“走出去”,放宽境内居民境外投资限制。逐步扩大国内金融市场对外开放,构建防范跨境资金双向流动冲击的体制机制。14日,央行决定扩大外汇市场人民币兑美元汇率



翟超/制图

率浮动幅度。16日起,银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由5%扩大至1%,即每日银行间即期外汇市场人民币兑美元的交交易价可在外汇中心公布的当日人民币兑美元中间价上下1%的幅度内浮动。外汇指定银行为客户提供当日美元最高现汇卖出价与最低现汇买入价之差不得超过当日汇率中间价的幅度由1%扩大至2%。

一种可能性正在变得日益明显——改革派正在利用人民币国际化形成的倒逼

机制来推动国内经济转型——汇率、利率和资本管制显然是其中最困难的部分,如同在2001年中国通过加入WTO和所谓的与国际接轨,极大推动了当年的改革,特别是触动保守的国内官僚机构。这次也应该有类似的考虑,不同仅仅在于,现在的目标更为宏大,除了推动几乎停滞不前的经济体制等领域的深层次改革以外,中国力图从一个规则适应者,或者说与国际接轨者变为一个规则动摇者,最终成为一个规则共同缔造者。

(作者系东方证券首席策略分析师)

## 人民币国际化快速道上 哪些风险需警惕?

沈建光 张明明

随着涉外经济的发展,外汇管理部门废止了强制结售汇制度。这意味着企业和个人可自主保留外汇收入,变“藏汇于国”为“藏汇于民”。同时,由于企业可以根据汇率的变化,自主选择留汇还是结汇,有助于其规避汇率风险。

近期,国内金融改革试点方面,金融改革与创新的范围将进一步拓宽,步伐有所加快。目前全国多地包括温州、深圳、上海、天津都在进行积极探索,表明决策层加速金融改革的决心更加坚定。未来或将推出更多举措,但各地重点有所不同。比如,温州以民营经济为主,温州金融改革将作为打破银行业传统的垄断、建立准入机制的试点,同时也将推进海外投资与个人直接等资本项目开放。深圳与离岸人民币中心香港的地理位置接近,与香港的广泛交流能够促进国内外人民币的流通,为国内企业海外融资提供契机,活跃离岸人民币市场,推动人民币国际化。上海立足于建设国际金融中心。而天津出台的多项举措,更加侧重于从发展战略型新兴产业、科技创新、金融创新、教育、卫生、住房等,更加倾向民生。

今年以来,离岸市场建设诸多措施已在有条不紊推出,香港人民币离岸中心的作用正在加强,人民币回流通道更加丰富。具体包括:一是跨境贸易人民币结算推广至所有进出口企业。另外,早前央行表

示组织开展独立的人民币跨境支付系统(CIPS),以提高跨境清算效率,确认交易安全;二是首个RQFII登陆香港。1月11日,香港期待已久的RQFII计划终获推出,并授之以200亿人民币(31.3亿美元)的初始配额;三是人民币点心债券及人民币商业贷款发展迅速。国家发改委官方批复同意国家开发银行等10家银行赴香港发行人民币债券,发行总额为250亿元人民币。另外,发改委批复同意中国广东核电集团有限公司借用中国银行(香港)有限公司30亿元人民币商业贷款;四是证监会、央行与外管局决定新增QFII投资额度500亿美元,总投资额度达800亿美元,新增RQFII投资额度500亿元人民币;五是伦敦金属交易所考虑将人民币纳入结算货币。

人民币国际化的四项进程正在协同推进,但在快速发展的同时,也应注意风险防范。例如,新规定将外汇指定银行为客户提供当日美元最高现汇卖出价与最低现汇买入价之差不得超过当日汇率中间价的幅度由1%扩大至2%,这也将加剧银行结售汇价格双边波动。因此,银行提高对外汇资产的风险管理能力,头寸管理先严后松;企业购买通过金融衍生产品以锁定远期汇率,避免汇率波动风险都是十分重要的。例如,在央行宣布扩大人民币浮动区间后一天,外管局便发布通知对银行结售汇综合头寸实行正负区间管理,明确负区间下限,同时取消对银行收付实现制头寸余额实行的下限管理,防范汇率风险。

(作者系瑞穗银行分析师)

## 六大因素支持扩大浮动幅度 人民币加快汇改正当时

谢亚轩

### 推进汇率市场化的要求

去年年末,受欧债危机和国内经济调控的影响,国内市场人民币汇率剧烈波动,波动程度是2005年汇改以来少有的,央行先后多次对人民币汇率走势进行了干预。从制度因素层面分析,随着香港离岸人民币市场不断发展壮大,国内在岸市场人民币汇率形成机制尚未完全市场化,离岸市场上的汇率波动必然会造成在岸市场即期汇率与中间价的大幅偏离。扩大人民币汇率浮动幅度有利于推动人民币汇率形成机制的市场化改革,也有利于外汇市场货币价格发现功能的实现。

### 体现央行稳步推行汇改意图

2005年汇改时,人民币汇率每日浮动幅度仅0.3%,随后在2007年扩大到0.5%,本次调整是央行时隔五年后再扩大浮动幅度,力度也是历次以来最大的,1%的浮动幅度出乎市场意料。中国一季度经济增速已回落到8.1%,

人民币汇率形成机制改革需要考虑到目前经济还处于筑底调整过程中;另一方面,2005年之后人民币已累计升值30%,各种迹象表明人民币汇率已接近合理均衡区间,逐步扩大人民币汇率浮动幅度既能推进人民币汇率形成机制的市场化改革,又能避免激进改革对中国经济的负向冲击。

### 汇率已接近均衡汇率水平

一般认为,能够使一国国际收支处于均衡状态的汇率是该国货币的均衡汇率。在这一标准下,经常项目余额与GDP之比在±4%之间时,该国国际收支是可持续的。这一标准得到了IMF认同,随后美国在G20首尔峰会提出的大国经常项目余额标准、欧盟在2011年12月出台了旨在提高经济财政一体化程度的“六项规则”均以此标准来衡量国际收支状态。

我国去年经常项目顺差与GDP之比为2.8%,人民币汇率已接近均衡汇率水平。人民币汇率已走出单边升值区间。随着内外部经济形势和结构的变化,人民币汇率已具备更大幅度双向波

动的内部条件。

### 国际资本频繁流动提供外部条件

自危机爆发以来,欧债危机始终是全球风险偏好的决定因素。一旦欧洲局势变化,可以观察国际资金在新兴市场国家整体和欧美市场之间流入流出。我们认为,去年末由人民币汇率异常波动体现出来的资金流出是欧债危机引起的全球美元荒引起的。

当市场逐步接受人民币汇率进入平台期,未来升值速度将放缓,那么一旦外围形势发生变化,国际资金当然不会再死守已经逐步减小的人民币升值收益,而是更频繁地流入流出。

### 香港离岸市场 放大人民币汇率波动

随着香港离岸人民币市场的发展,拓宽了资金在境内外周转的渠道,一定程度上加剧了顺周期的跨境资本流动冲击,放大了资本流动对人民币汇率影响。离岸市场人民币汇率是自由浮动的,当在岸和离岸市场对人民币发生分歧时,受更多管制的一方自然会向更加

自由一方的汇率靠近,故而国内市场人民币汇率会出现异动,也为资金在两个市场套利提供了机会。随着人民币汇率浮动幅度的逐步扩大,在岸和离岸市场上人民币汇率将逐步趋同。去年9、10月间两个市场人民币汇率的异常走势再次出现的可能性会逐步减少。近期两个市场上人民币汇差规模较前期显著收窄,说明目前央行中间价与香港市场汇差在缩小,反映了央行推行汇率市场化的决心。

### 有利于减少外部因素扰动

随着我国经济的发展和调整转型的要求,我国外贸可逐步承受人民币升值成本,对汇率波动的承受能力也不断加强。同时,金融危机后现行汇率制度浮动幅度过小导致的被动货币投放对我们经济负向冲击愈演愈烈,我国又吸取了亚洲金融风暴的教训,在资本项目的开放问题上始终保持谨慎。因此,为保证我国货币政策独立性,推动人民币汇率制度逐步走向自由浮动正当其时。

(作者系招商证券宏观分析师)

IMF对中国贸易顺差占GDP比重的假设存诸多问题,人民币低估理论依据动摇

## 人民币汇率接近均衡水平

沈建光 张明明

一直以来,人民币的合理价值很难判断。由于评估方法不同,有关人民币均衡价值的结论莫衷一是。不少研究成果认为人民币严重低估,此判断是基于中国经常项目盈余占国内生产总值(GDP)比重保持高位的假设得出的。例如,鼓吹人民币严重低估的旗帜性人物,美国彼得森经济研究所主任伯格斯坦早前指出,世界经济不平衡,特别是中美之间的贸易不平

衡,需要通过人民币实际升值10%以上(对美元升值20%以上)来解决。他主张美国应通过多边机制制裁中国,迫使人民币升值,并同时使用世贸组织多边框架协议来通过贸易手段夹击中国。

然而,彼得森经济研究所主要的数据根据来自于该研究所克莱恩和威廉姆森博士关于人民币均衡汇率的预测。根据克莱恩的均衡汇率(FEER)模型推导,实际汇率每升值1个百分点,会减少经常项目盈余占GDP比重0.3

个百分点。而该论文使用的主要数据便是基于IMF每年出版的世界经济展望中对于中国经常项目盈余占GDP比重的预测。

我们认为国际货币基金组织(IMF)对中国贸易顺差的假设存在诸多问题:一是IMF在2008年预测中国在2011年贸易顺差仍将达GDP的10%以上。2010年修正后也预测在6%以上。然而事实证明,2011年贸易顺差占GDP比重只有2%,经常项目盈余仅占GDP2.8%,远低于IMF预测。

二是IMF对中国贸易顺差占GDP比重增加的假设也存诸多问题——一直将中国实际汇率设置为常数,甚至有所贬值,而实际上人民币实际汇率一直有升值趋势。因此,在中国央行宣布扩大汇率浮动范围之后不久,IMF发布的这份向下修正对中国经常项目盈余占GDP比重预测的报告,更加撼动了人民币被大幅低估的理论基础,支持人民币汇率已经趋于均衡水平的结论。

(作者系瑞穗银行分析师)

## 独特的中国故事: 被绑架的央行

邵宇

中国故事的独特性在于其结售汇制度,自1994年的汇率制度改革开始,长达十余年的流动性繁荣如海啸而至。

1994年1月1日,人民币官方汇率与外汇调剂价格正式并轨,我国开始实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制,当时人民币大幅贬值50%。很快东南亚的龙虎们在出口上被纷纷击溃,并引发本币贬值、资本外逃和1997年金融危机。中国则借反危机的积极财政政策拉动基础设施建设保持经济增速,逐渐形成中国增长模式的内核:城市化——房地产——基础设施建设——融资平台——商业银行,这既是今日繁荣的根源,亦是今日中国困境的渊藪。

而中国采用的结售汇制度最终形成了奇特的流动性供给机制。美元一旦结售汇,就形成双重投放:一方面,在中国这些美元成为基础货币,即美国国债成为中国货币基础,中国央行就相当于美联储的一个大储备区分行,中国的货币政策多年被劫持,能做的就是不断对冲再对冲。

从1994年开始,由于国际收支顺差的态势确立且同年实行汇率并轨,改革后外汇向央行集中,我国外汇储备呈现第一次增长高峰。外汇储备持续增长势头确立,而央行货币政策的操作则一直围绕如何降低冲销外汇资产产生的负面影响。对于中国货币政策而言,1998年是一个分水岭。此前采取的信贷规模直接管控方式,容易消除外汇储备增加产生的负面影响;此后转向货币供应的间接调控模式,意味着调控难度加大。从外汇资产占比走势看,2002年是又一个分水岭,此后外汇资产占比直线上升,表明央行在2002年之后缺乏足够的工具进行资产内部冲销。

央行2003年开始被动发行央票对冲,后不断提升准备金进行更廉价对冲。但流动性不断膨胀,刺

激资产价格和投机情绪。2003~2008年,中国制造和贸易的最甜蜜时刻成了赌人民币升值的最高峰,2005年重新打开的升值窗口使全球套息交易产生的热钱滚滚而来,房产和股票价格扶摇直上。中国短短几十年经历经济货币化、资产资本化、资本泡沫化和泡沫全球化过程。此外,中国的巨额美元储备被迫投资到美国国债这种收益微薄的“无风险”金融资产上,过剩资本大量涌入最终搞垮美国地产投机市场,形成全球性危机。

情况正在发生变化,去年10月开始新增外汇占款连续出现负值,除2007年12月外汇占款由于资本外逃出现一次月度负增长外,2001年以后的10年间,外汇占款月度波动一直保持在2000亿人民币上下。原因是,夏纳峰会期间中国领导人表明迄今为止汇率问题上的最强硬态度——增强人民币汇率双向浮动的弹性,而在海外无本金交割市场(NDF)上,人民币由单边升值形态开始转向贬值预期。国内资本市场日渐消失的财富效应和房地产价格日益明显的历史性拐点,这意味着双向浮动和资本双向流动将成为一种新常态。

由此,好消息是中国的货币供应终于由被动转变为主动,不用再仰人鼻息。坏消息是,2008~2009年,世界见识了中国自主货币创造的能力和恶果,如果货币当局保持较中性的货币增长,例如GDP增速+通货膨胀率=8%+4%=12%再给1%~2%的宽裕,也就是13~14%左右,则一定程度上抑制中国资产泡沫的总高度。

(作者系东方证券首席策略分析师)

