

# 人民币汇率仍将趋势性升值

未来两三年间,经常项目余额与GDP之比仍将维持在4%之内,人民币汇率将继续接近均衡水平,但升值速度放缓

谢亚轩

过去7年间,人民币汇率累计升值超过20%。但是,自去年下半年起,人民币汇率的升值速度明显放缓,今年上半年甚至一度贬值。那么,未来人民币汇率又将如何发展?

## 国际资本流动 致汇率短期波动

汇率是资本流动的结果,资本流动的方向则主要由国际间利差决定。按利率平价理论,两国利差等于两国货币的双边远期汇率之差,若一国利率上升则该国货币的远期汇率应贬值,意味着未来高利率国家的货币应贬值。然而实际中,若A国利率高于B国,则资本应该从B国流入A国套利,从而导致A国货币供不应求,推动A国货币升值。这正好与理论相反,是当前国际金融领域的待解之谜。

由于美元对我国台湾地区的新台币汇率使用直接标价法显示的,这意味着汇率下降,新台币升值。1986年,新台币对美元汇率从1美元=39.59新台币升值到1美元=36新台币左右,同期美国和我台湾利差则逐步缩小,即1986年年初美国半年期商业票据的利率高于我台湾同类票据利率约4.28个百分点,而在当年年底利差已缩小至1.84个百分点。换言之,在这一年间我台湾的利率逐步上升,自然会吸引更多的资金流入,从而推动新台币的升值。

1992年至1993年之间,韩元贬值则伴随了韩美两国之间利差的逐步缩小。进入1990年代后,韩国开始实施管理浮动汇率制度,韩元汇率在经历上世纪80年代末期的快速升值后逐步走弱。同期,韩美两国利差有收窄趋势,当时韩国商业票据贴现率由1992年初的15.9%回落至1993年末的12.20%,因此这一时期韩国利率减去美国利率之差由11.83%下降至8.84%。这是1992-1993年间韩元对美元汇率由1美元=762韩元贬值为1美元=808.10韩元的原因之一。

## 贸易余额变化 促进汇率中期调整

经常项目余额的调整,是一国国际收支平衡的重要组成部分,贸易项下的平衡是经常项目的重要组成部分。那么,汇率变动有助于各国国际收支的再平衡,同时贸易盈余规模的扩张确实是一国货币升值的重要原因。

1985-1995年,日汇率快速上升,主因是与国际收支失衡有关。1980年日本贸易盈余与GDP之比还为-0.84%,但到1985年,日本经常项目余额与GDP之比已升至3.69%,

编者按:美国总统大选期间,中美贸易政策成为竞选话题,人民币汇率异动。与此同时,第三轮量化宽松政策(QE3)之后,香港热钱涌动,港岛金管局多次实施政策干预。在全球经济再平衡过程中,人民币汇率会如何发展,这使中国正承受其带来的政治经济等多重压力。



崔超/制图

1986年突破了4%,达到4.8%。这意味着日元汇率存在着低估。因此,美国政府才能借口日美贸易的不平衡迫使日本政府签订广场协议,日元在随后大幅升值。

1985年,美元对日元还在1:260的水平上波动。然而到1995年,美元对日元的汇率已是1:79.75。首先,日本自身已经累积了升值的内在基础。1985年美国提出“广场会议”,就是想要改变美日贸易中美国长期的贸易出超地位。然而,“广场协议”后美日国际贸易中继续存在美国对日本的贸易逆差问题。1995年,克林顿政府采取严厉态度以力图改变贸易不平衡状况,日元对美元汇率从1993年的1:120迅速升到1:79。至此,日元升值达历史最高峰。

进入1980年代后,随着第二次石油危机冲击的结束以及里根政府对汇率政策态度的转变,德国经常

项目余额与GDP之比逐年走高,1980年仅为-1.7%,1989年已上升至4.21%。从1980年1998年德国马克汇率与经常项目盈余/GDP关系看,基本上反映了贸易盈余规模扩大与本币升值的关系。

## 经济增长 是汇率升值长期核心因素

巴拉萨——萨缪尔森效应(BS效应)认为,可贸易品部门劳动增速更高的国家将面临本币实际汇率的升值,BS效应的重要推论是实际汇率升值伴随着经济增长。采用实际有效汇率作为实际汇率的研究指标,用人均GDP作为劳动生产率的代替指标,分别将德日韩四个国家或地区人均GDP与美国人均GDP增长率之差与实际汇率升值幅度比较,结果基本符合BS效应的结论。需要说明的是实际有效汇率指数的上

升意味着升值,下降则代表贬值,故德国人均GDP与美国人均GDP之差上升,马克实际汇率升值幅度扩大。

长期中劳动生产率增速差与实际汇率升值幅度的拟合程度是较好的。而利差与汇率、贸易盈余与汇率之间在长期的走势并不能完全符合我们上文的分析。因此,我们认为经济增长确定了汇率的长期趋势,究竟处于升值区间或贬值区间就由此判断。贸易盈余反映了汇率偏离均衡汇率的程度,只有回到均衡汇率水平国际收支才能实现再平衡,故经常项目余额与GDP之比决定了汇率的变动速度。而具体短期汇率波动的主要动力则来源于国际资本在全球范围内的流动。

此外,分析一国汇率走势,政治因素是绝对不可忽略的变量。经济基础决定上层建筑,而上层建筑对经济基础也有反作用。汇率决定因素中的政治因素恐怕是最常见的反作用因素之一。

## 人民币汇率 仍将维持升值趋势

第一,中国经济增速决定人民币汇率仍将维持升值趋势。目前中国经济增速放缓主要受周期性因素影响,潜在增速下滑仍较为缓慢,逆周期政策对于稳定经济依然有效。反观外围国家,美国经济复苏进程缓慢、欧洲深陷债务危机泥沼。未来两三年间,中国经济增速仍将明显快于其他世界主要国家。其次,维持物价稳定是我国货币政策执行最重要的目标,前期过高的货币存量推高了未来的通胀压力,央行必将更加重视对通胀、通胀预期的管理。因此,人民币实际汇率的升值通过更高的物价水平来实现的可能性低。人民币汇率仍处于升值通道之中。

第二,贸易盈余规模缩小,意味着人民币升值速度放缓。根据国际通行标准,经常项目余额/GDP在[-4%,4%]的区间内,一般意味着该国汇率已接近均衡汇率水平。根据《2011年中国国际收支报告》,我国去年经常项目顺差与GDP之比为2.8%。据此,人民币汇率已接近均衡汇率水平。其次,展望未来两三年,外需较为明显恢复的可能性低;而目前国内政策取向已转向稳增长,未来新领导层上任后,内需恢复速度将快于外需。当内需相对于外需更加稳定时,贸易盈余规模将逐步缩小,甚至出现逆差。未来两三年间,经常项目余额与GDP之比仍将维持在4%之内,人民币汇率将继续接近均衡水平,故人民币升值速度放缓。

第三,短期资本流动导致人民币汇率波动性上升。一方面,人民币汇率已接近均衡水平,大幅升值可能性降低;另一方面,随着人民币汇率机制的改革进一步深化以及资本项目的逐步放开,人民币汇率已具备波动性增强的内在条件。外部因素看,欧债危机阴影不散,挑动全球风险偏好的神经,而且未来两三年内看不到欧债危机彻底结束的可能性。综上,欧债危机背景下,人民币汇率未来在短期内将更加剧烈的波动。

第四,政治因素方面,金融危机爆发后西方国家增长乏力,迫切希望通过扩大净出口来刺激经济,这种压力不仅来自发达国家,还来自部分新兴市场国家。若未能妥善处理,人民币升值压力将会不断加大,且有从双边压力上升为多边压力的可能性。因此,每逢G20峰会或中美战略经济对话,人民币即期汇率就会短期内加速升值。目前,这轮人民币升值也不能排除与美国总统大选进入关键时期有关。香港金管局前总裁任志刚也认为,许多人在解决国际收支失衡的过程中,将政治焦点转移到人民币汇率上”。可见,在全球经济再平衡的过程中,我国将承受更大的人民币升值政治压力。

(作者系招商证券宏观研究主管)

## “国酒”之谬



金石岩

茅台酒厂申请“国酒茅台”的注册商标涉嫌垄断,五粮液等酒厂联名抗议,商务部举棋难下,提出了一个“国”商的问题。俗话说:“酒香不怕巷子深”,好酒何须再添香。茅台酒的市场地位本来已无可争议,再冠以“国酒”之名不仅未必增加溢价,反而可能躺在“国酒”商标之下丧失竞争之心。此外,茅台驰名中外,已经有了“特供”英语——MaoTai,茅台酒的商标如果再加上“国酒”二字将如何翻译?

中国的酒文化源远流长,“国酒”之名有三重含义:其一是“官酒”,即所谓“特供酒”,美其名曰国宴指定用酒;其二是“贵酒”,代表同类酒产品的高端市场定价;其三是“名酒”,不仅有品质,还能讲故事。1952年周恩来总理亲自主持了中国第一次名酒评选,选出的是“四大名酒”,并没有给任何一家冠名“国酒”。其实,茅台酒早已名播海内外,再加上“国酒”二字,反而说明茅台酒厂缺乏自信,似乎是担心人们不知其名,或者不尊其贵,这显然多此一举。

如果注册“国酒茅台”是为了获得“官酒”的地位,那就是经营理念的常识性错误。第一,所谓特供或国宴指定等做法如果真有,那么迟早将被明令禁止,因为这是中国政府机构的特权遗风,是对同类酒产品市场上的不公平竞争;第二,伴随着政府接待活动的职业化水平不断提高,接待用酒的规格将逐渐走向中档。在现代国家,政府都不会用最贵的酒做接待,这是政风清廉的基本常识,否则则会遭到选民或纳税人的非议。总统盛宴时有可能选用名贵佳酿,通常会声明自费,绝不滥用公帑,这是借官方宴请之名增加一份私交。所以在不久的将来,今日所谓特供“官酒”将是中档酒的市场,茅台加上“国酒”的标示岂不是自贬身价吗?

换个角度看中国白酒,名酒之名其实更优于“国酒”商标。因为,名酒之名在酒品质量之上还有文化故事,这就是酒的文化传承。中国的酿酒技术源于夏禹时期即公元前二世纪,《吕氏春秋》中提到“仪狄作酒”,认为仪狄是中国酒的发明人。在夏禹时代,大禹喝的是黄酒,流传至今依然有古越龙山等,主产地是浙江省等地。三国时期,曹操对酒赋诗,留下“唯有杜康”的雄伟诗句,据考证,曹操喝的杜康酒是第一代高粱酒,时称“秬酒”。今天以茅台为代表的白酒以高粱为主原料,但其蒸馏技术是在元朝年间才从西域引进中国的。李时珍在《本草纲目》中记载:“烧酒非古法也,自元时始创”。据说,蒸馏法酿酒进入中国的确切时间为金世宗大定年间,即公元1161年。在杜康酒之前,还可称为国酒的名酒应为陕西省凤翔县柳林镇的西凤酒,始于殷商,盛于唐宋,距今逾三千年,在苏轼的饮酒诗中曾经提到。这样说来,若以高粱酒为标志,中国的第一国酒应为杜康酒,第二国酒应为西凤酒,也对应了中原两代帝国的实际控制人是一龙一凤:龙为曹阿瞞,凤为武则天。三国时期,曹操名为相国,实为君王,他将汉皇帝玩弄于股掌之中,所以曹操爱喝的酒就是国酒,这应该没有争议。陕西人古称秦人,以秦岭得名,所以西凤酒又名“秦酒”,或许还与秦朝有关联,当年秦始皇修建骊山宫时所造的兵马俑侍多属陕西大汉。从三国、秦汉,再到唐宋时期,贵州的茅台镇何时酿造高粱酒姑且不论,贵州地处边陲,几乎不可能把茅台酒运送到中原。美酒虽好难登国宴,讲历史故事的国家级名酒轮不上茅台。直到中央红军屯兵贵州,有遵义会议,还有毛泽东指挥的“四渡赤水出奇兵”,贵州茅台才跟随中央红军进入北京,成为中国名酒的一段新故事。

“国酒茅台”的注册商标之争,凸显中国酒业的经营理念缺乏远见。酒文化是民间消费者的故事,将来还会在酒酣耳热之中继续传承。政府接待用酒的消费量毕竟是一个小众市场,为了一个小众市场的虚荣而让民间消费者敬而远之,是抓了芝麻丢了西瓜”,将来饮酒道边讲故事的人就少了。此外,一旦“国酒茅台”注册成功,以“国”为重的企业势必竞相仿效,“国米国面国猫国犬”将蜂拥而来。如果重“国”轻“民”的商业文化甚嚣尘上,必将酒将不酒,商亦非商。

# 奥巴马与罗姆尼较量的经济含义

叶勇俊(Hartmut Issel)

今年美国的总统大选仍有许多因素悬而未决,与过去几届相比,可能更多地体现在政策因素上。近期,一项民意调查显示11月6日将是一场旗鼓相当的选举。巴拉克·奥巴马与米特·罗姆尼两名候选人在剩下的两场辩论会上表现如何特别值得关注,目前阶段断言谁输谁赢不太明智。

## 两党派之争

这两名候选人无论谁当选,都不会改变现在的格局。参议院还将处于奥巴马代表的民主党控制下,而罗姆尼代表的共和党将继续控制众议院。由于两党派都受到一定牵制,不会发生真正的激进改革,包括在财政支出、社会福利和商业等重大领域。然而,不论谁入主白宫,将对投资产生不同的影响。

美国当下面临的挑战是如何解决财政问题,这是2011年美国失去3A主权信用评级的症结所在。两党派可能都将努力缩减赤字,但缩减渠道将明显不同。如果奥巴马连任,民主党

将可能通过增加税收来巩固预算,而共和党将可能着力于减少开支,短期内这可能影响GDP(国内生产总值)增长,但将有利于长期增长。两党派可能都将推行企业税收改革,民主党的目的是堵上漏洞,从而有效增加税收,而共和党将寻求以税收中性的方式增加收入。

另一个关键问题是医疗方案,这也与预算密切相关,因为美国有数十亿美元的未备基金医疗债务。民主党将倾向于继续推行现有方案,奥巴马在任期内已经对这一方案进行了重大改革,扩大了医疗补助计划范围,使低收入人群从中受益。共和党很可能缩减成本,阻止这些福利的进一步扩大。

在商业领域,能源和金融有可能起重大改变。如果奥巴马连任,民主党将可能推进绿色能源计划,并促进可再生能源的应用代替高碳化化石燃料,向煤炭使用施加更大压力。他所推行的多德·弗兰克(Dodd-Frank)金融改革法案将得以全面实施,其中包括饱受争议的沃尔克法则(VolkerRule),使大型银行的自营交易受

限。而罗姆尼则将减少或简化一些环境法规,并鼓励陆地和近海钻探。沃尔克法则很可能夭折,可能还会放松对银行资本的管制。

## 对投资的影响

共和党主张放松监管、广泛控制福利范围及更有利于商业的税收改革。因此,罗姆尼的胜出将刺激股票市场。而奥巴马的胜出将可能造成更高的股利和资本收益税,使股票市场受到轻微影响,特别是电信和公用事业等高收益股票。

如果奥巴马胜出,金融股可能不会受到影响,因为市场价格已经反映了更严格的监管。但是,罗姆尼的胜出将使大型银行、证券商和保险公司的市盈率估值增加。而这些机构几乎占整个金融业规模的65%。奥巴马连任将不会对医疗行业产生重大影响,目前格局将得以保持。而罗姆尼胜出,受益范围缩小意味着健康服务供应商的收入减少。制药、生物技术和医疗设备等领域的公司占整个医疗行业市值的80%,医疗保险覆盖人群的减少将使这些公司蒙受损失。

如果罗姆尼当选,由于更大幅度的财政缩减使GDP增长受限,国库收入将存下行压力,但1~2年后将出现扭转。信用评级机构将关注预算问题的解决效果。无论大选结果如何,美国能推出令人满意的减赤计划并提高美国国债上限。

## 对中国及亚洲区的潜在影响

至于对亚洲的影响,两名候选人对中国的立场将是重点关注领域之一。罗姆尼以把中国列为汇率操纵国问题向奥巴马提出挑战,并承诺如果当选,上任第一天就会这样做。虽然在官方报告中奥巴马不再持这种观点,但也向世界贸易组织提出申诉指责中国对汽车出口提供非法补贴。

虽然对于如何确定人民币对美元的公允汇率没有一个普遍接受的方法,但今年以来中国的外汇储备几乎没有变化,意味着人民币并未被严重低估。事实上,中国很可能在最近进行了外汇干预,以防止人民币加速走软。

因此,罗姆尼的指责证据不足。有人甚至认为,美联储推出第三轮量化宽松措施(QE3)正在使形势发生

转变。QE3没有时间限制,这意味着美联储的印钞行动将无限量进行下去,从而可能损害美元的长期价值。因此,未来几年人民币将按照自己的步伐升值。

同时,无论奥巴马还是罗姆尼当选,都不太可能冒险与中国在贸易问题上闹僵。2011年美国对中国出口增长13%,大于9.4%的美国从中国进口增速。作为美国的第三大贸易伙伴,中国已经成为美国重要的创造就业来源,这是两名候选人都可能承认的事实。因此,只要不采取严重的贸易战措施,总统大选就不会对中国股票产生重大影响。

但亚洲债券受到的影响则不一样。罗姆尼倾向于通过削减支出方式来固定预算,或在上任初期导致美国国债收益率下跌,从而使得以美元计价的亚洲债券更具吸引力。而亚洲本币债券则不会受影响,因其价格更多是受国内因素驱动。

而奥巴马和罗姆尼的共同之处是:面临增长缓慢的经济现状,不得不实施一定的财政紧缩措施。正因为如此,美国艰难的经济现实都不会改变。

(作者系瑞银财富管理投资总监研究部亚太区主管)