

调整经济结构、加快经济结构转型，汇率应为重要政策工具

导读：

人民币汇率为何要调整？并不仅仅是因为随着美元贬值巨额外汇资产面临缩水的风险那么简单。汇率调整僵化对实体经济的不利影响可能更值得我们关注。汇率过低等于劳动力价格低估，变相补贴企业，降低企业的自我创新能力；汇率的低估虽然可以提高企业的竞争优势，但也通过固定汇率制度推升物价水平；最为关键的是，汇率调整僵化束缚了汇率作为杠杆调节经济结构优化的功能。

在以粗放式为主的经济增长阶段，上述不利因素都可以忽略，但在以经济结构转型为主导的现在，到了应该重启汇率工具调节经济作用的时候了。尤其在热钱流入预期趋缓的下半年，或许是升值的良好时机。

首席经济学家：李康

执业编号：S0500511010013

联系人：罗文波

(8621) 68634510-8273

lwb3323@xcsc.com

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路
958号华能联合大厦5层湘财证券研
究所

<http://www.xcsc.com>

➤ 人民币为什么要升值？

人民币汇率为何要调整？我们觉得并不仅仅是因为随着美元贬值巨额外汇资产面临缩水的风险那么简单，汇率调整僵化对实体经济的不利影响可能更值得我们关注。汇率过低等于低估劳动力价格、变相补贴企业，降低企业的自我创新能力；尽管汇率的低估可以提高出口企业的竞争优势，但同时通过固定汇率制度迫使央行被动投放货币，推升整体物价水平；最为关键的是，汇率调整僵化束缚了汇率作为杠杆调节经济结构优化的功能。数据显示，02-10 年我国积攒了大量的贸易盈余，但这是在贸易条件逐渐恶化的过程中实现的，贸易条件的恶化与贸易盈余的同时存在，在一定程度上说明我国出口贸易对贸易国具有某种“补贴”性质。

➤ 汇率调整，我们重点应该关注是什么？

首先，从长期来看，人民币想要成为国际货币，必须实现自由浮动。但短期来讲，在美元走势持续低迷的趋势下，改变人民币以“美元为基准”的波动方式可能对中国更为有利。我们认为，在美元走势疲软的情况下，摆脱以美元作为升值之锚，采取爬行盯住一揽子货币的汇率制度更适合中国汇率调整。

其次，货币升值可以有利于本国产业结构高端化，抑制单纯依靠劳动和资源密集型投入的产业发展，降低经济增长对生产要素的投入，特别是对劳动和自然资源投入的依赖度。如此一来，经济增长的动力更依赖于技术进步和劳动生产率的提高，实现经济增长方式由外延式增长向内涵式增长倾斜，文中数据亦证明汇率升值对优化我国出口贸易结构具有较为显著效果，而这恰恰是政府结构转型所想实现的结果与目标。要保持中国经济稳健增长，改变经济增长结构的路径依赖，实现经济结构转型与经济增长的内生性，加快汇率调整是必由之路。

➤ 汇率或成重要调控工具，积极财政政策缓解冲击

在过去的近 10 年的时间，我们利用价格水平与名义汇率升值的双渠道化解了部分升值的压力。必须承认，只要中国经济保持较高速度增长、中国劳动力生产率增速高于美国，人民币升值的趋势就不会改变。在廉价劳动力优势不在、资源税费改革等相关成本上升的将来，利用适当通货膨胀化解升值压力的空间越来越小，较为灵活的汇率调整将成为常态。人民币升值在一定程度将会影响中国可贸易部门甚至非可贸易部门的就业。对此，我们建议实施积极的汇率政策的同时，可以利用积极的财政政策来抵消汇率升值带来的负面影响。譬如，给予具有技术创新优势或具备创新性的企业补贴。其次，积极的税收减免政策也是十分必要的，包括诸如营业税改为增值税等变相减免等相关政策。

目录

引言.....	4
1.人民币汇率为什么要调整.....	4
1.1 加大汇率弹性，保持货币政策独立性.....	4
1.2 汇率低估资源禀赋，推升物价水平.....	5
1.3 粗放型外延式增长，降低企业的创新能力	6
1.4 贸易条件日益变差，意味着福利的损失.....	7
2.汇率调整，我们重点应该关注是什么	8
2.1 “盯住”一揽子货币，脱离“钉住美元”	8
2.2 重点利用汇率工具在结构转型中的杠杆作用.....	9
2.3 调整的路径：提高升值的灵活性.....	10
2.4 作为最后的屏障：资本账户开放要缓行.....	11
3. 汇率或成重要调控工具，积极财政政策缓解冲击	12
3.1 环境相同却政策迥异，汇率作为调控工具意图明显.....	12
3.2 实施积极财政政策，缓解升值对经济的短期冲击.....	14

图目录

图 1 外汇占款冲销制约货币政策	5
图 2 新增外汇占款与人民币汇率	5
图 3 在大量的贸易盈余的同时，中国的贸易条件逐渐恶化	7
图 4 人民币升值、NDF 与人民币升值预期度	8
图 5 人民币升值很大程度建立在美元贬值基础之上	8
图 6 即使处在全球分工的中下端，升值仍可以优化产业结构	9
图 7 升值预期与热钱流入拟合关系长期优于短期	13
图 8 利差与热钱流入并无绝对的相关关系	13
图 9 9 月美元指数走强，人民币升值趋势依旧	13
图 10 升值加速情况下，避险情绪无碍热钱流入	13

引言

2011年8月份美债危机爆发以后,央行一改08年次贷危机期间的做法,明显加快了人民币对美元的升值步伐。2011年8月8日-11日人民币兑美元名义汇率从6.43下降到6.40,这一幅度明显超出市场预期,同期的12个月人民币远期汇率NDF也从6.39跳到6.27。尽管就大多数货币的波动标准而言,这只是很小的升幅,但对受政府严格管控的人民币来说,其升值的幅度与时间节点的选择可能具有很强的政策含义。金融时报认为:中国政策已经宁可让人民币加快升值步伐,由此承受出口受损和经济增长放缓的后果,也不愿冒险继续快速积攒美国和欧洲国债,这是两害相权取其轻。

但与此同时,部分美国官员却把贸易失衡、失业率高企的原因怪罪于中国人民币汇率,指责中国压低汇率获取贸易的竞争优势,导致全球贸易失衡,并要求美国政府对所谓“汇率被低估”的主要贸易伙伴征收惩罚性关税。外界普遍认为,此举主要针对中国,旨在逼迫人民币加速升值。我们认为,这种指责是有悖经济学常识的,中国作为一个追赶型新兴经济体,劳动生产率增速高于发达经济体,货币升值无可厚非,但货币重估除受到劳动生产率增速差异影响外,还有其他诸多的影响因素需要考虑。尽管美国政府指责人民币人为压低纯粹是场政治闹剧,但从中国宏观经济的实际情况来看,人民币汇率改革背后的确存在诸多值得思考的深层次的问题。

1.人民币汇率为什么要调整

1.1 加大汇率弹性,保持货币政策独立性

众所周知,一个国家不可能同时实现资本自由流动、货币政策独立和汇率稳定,这是诺贝尔经济学奖获得者罗伯特·蒙代尔著名的“不可能三角”。

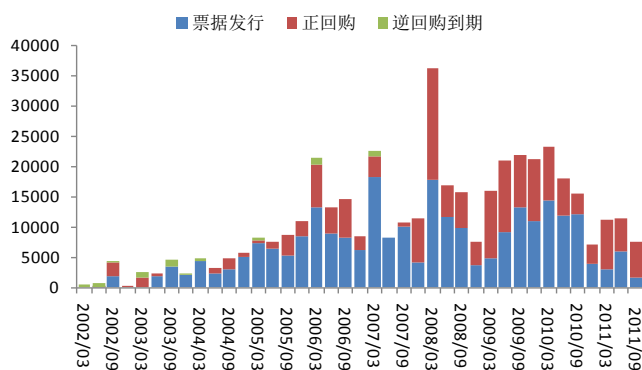
长期来看,中国要提高货币政策的独立性,必须从中国自身的利益角度出发,逐步建立由市场供求决定的浮动汇率制度。短期来看,适当放大汇率的波动区间,可以提高央行货币政策相对的独立性。但在目前“有管理的浮动”汇率制度下,受到我国盯住美元的汇率制度的约束,汇率稳定优先的考虑使得央行在一定程度上丧失了货币政策的独立性。

一般来说,货币政策具有总量调节和结构调整的双重功效。在资本管制非完全有效的情况下,中国的货币政策的多重宏观政策目标具有自相矛盾性。就目前来说,中国货币政策的目标是汇率稳定下的经济增长,而这与控制通

货膨胀水平的另一目标存在冲突。在汇率存在低估以及资本管制非完全有效的背景下，贸易盈余与境外投机资本推升外汇占款，迫使央行被动投放基础货币导致货币扩张。为了控制基础货币的投放量，央行又得利用央票、正回购以及债券进行被动冲销，货币政策的主动性逐渐丧失。

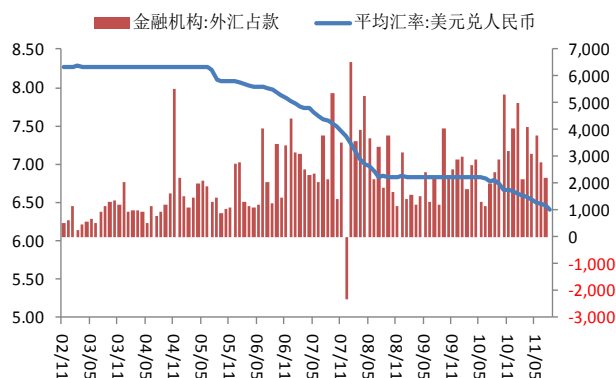
据央行公布的数据，到 2011 年 7 月末，金融机构外汇占款余额已达 24.89 万亿元。为控制货币供应总量，央行不得不被动回笼资金：一方面，不断提高商业银行法定存款准备金率；另一方面，发行央行票据与正回购回笼资金。从 2000 年至 2011 年 9 月，央行累计发行央票超过 26.36 万亿，正回购累计总量达到 16.72 万亿。

图 1 外汇占款冲销制约货币政策



资料来源：CEIC，湘财证券研究所

图 2 新增外汇占款与人民币汇率



资料来源：CEIC，湘财证券研究所

1.2 汇率低估资源禀赋，推升物价水平

国际收支平衡可以衡量一个国家出口竞争力的水平。金本位制下，贸易具有自我调节的能力，通过休谟“物价—现金流动”机制实现各国的贸易均衡。在开放的宏观经济体系中，贸易可以通过非干预的市场汇率波动进行自我调节，而封闭条件的固定汇率制度则完全不同，政府可以利用资本管制人为控制汇率水平，调节国际收支。

一般来说，产品的价格与附加值决定产品的国际竞争力。假如产品同质，那么贸易产品的投入可以分成两个部分：一个是原材料的投入，另一个是人力资本投入；原材料作为可贸易品遵循一价定律；人力资本作为非贸易品，价格是工资。人力资本的定价基础是单位劳动产出，也就是劳动生产率。若贸易品遵循一价定律成立，那么劳动生产率水平决定汇率高低。落后经济体

经济在追赶成熟经济体过程中，随着资本与技术的大量投入，落后经济体的劳动生产率增速将显著高于成熟国家，对应着汇率的升值。若汇率的增速低于落后经济体与成熟经济体的劳动生产率增速差，在某种意义上说，这种汇率的低估相当于劳动力资本较低的定价水平，低劳动力定价优势可以为国家获得贸易竞争优势。与此同时，这种劳动力价格的低估也在变相补贴出口目的国家。

实际的经济活动中，在追赶型与成熟型经济体间劳动生产率差距缩小的同时，一价定律将推升国内、外贸部门工资价格的趋同。这种趋同可以通过两种方式完成。在浮动汇率下，汇率的升值带动劳动生产率增速较快的国家的实际工资上涨，价格水平不变；在固定汇率制度下，如上文分析，汇率低估赋予了贸易产品的价格上的竞争优势，贸易盈余在汇率调整不足时迫使政府干预市场时投放相应的流动性，推升相对价格的上涨，也就是通胀水平的提升，这是我国人民币目前表现为“对外升值对内贬值”的原因。

1.3 粗放型外延式增长，降低企业的创新能力

开放宏观经济框架下，汇率不单单是货币政策的中介目标，还可以作为货币政策发挥影响经济增长方式的杠杆作用。成熟的经济增长理论认为，经济增长方式可以分为两种：一种是依靠劳动、资本等生产要素投入为主的外延式增长，另一种是依靠技术进步带动劳动生产率提高的内涵式经济增长。汇率作为两国货币的比价，可以通过支出转换效应影响一国的经济增长究竟以何种方式为主导。

经济增长以何种方式为主导，受到一国资源禀赋与经济增长所处阶段影响。改革开放以后，作为追赶型经济体，中国凭借人口资源禀赋优势，依靠维持劳动力增速水平在一定程度上化解了资本产出边际递减效应，以劳动与资本的要素投入为主导，充分发挥了以外延式经济增长为主导的经济增长模式，取得举世瞩目的经济成果。随着人口红利即将殆尽与劳动力增速的放缓，资本边际产出递减效应将逐步强化，这使得我国依靠要素投入为驱动力的外延式经济增长不可持续。

在劳动力增速维持较高水平时，汇率升值幅度过缓相当于出口产品的低定价，在一定意义是具有某种补贴的性质，等于通过压低价格变相补贴企业的产品，提高企业出口竞争优势，这种变相补贴使得大量缺乏竞争能力、低效率的企业存活下来。正是因为低盈利能力企业的大量存在，使得我国目前宏观政策调控举步维艰。这些依靠汇率低估存活的制造业企业可能无法承受

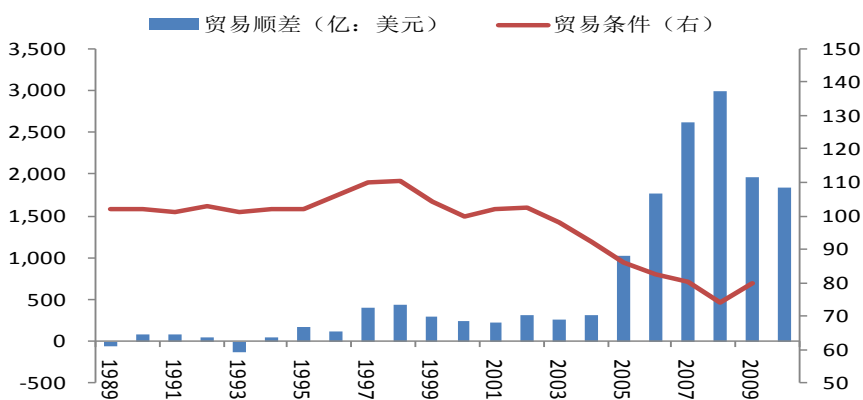
转型之痛，而企业的低盈利能力也承受不了汇率升值、劳动力成本上升甚至货币紧缩的冲击。

1.4 贸易条件日益变差，意味着福利的损失

不容忽视的是，在获取大量贸易盈余的同时，中国的贸易条件正在逐渐恶化。贸易条件是指一国进口价格与出口价格的比值，衡量的是一单位的出口贸易物品换回进口物品的量。一般来说，一国贸易条件与产品附加值及技术创新能力成正比，代表产品在国际贸易中的竞争力强弱。数据显示，若以2000年为均衡贸易条件（贸易条件2000年=100），中国加入WTO后，尽管贸易顺差逐渐增加，贸易条件却在逐渐恶化。截止到2009年，中国贸易条件相对2000年下降20.27%。倘若考虑到贸易结构中加工贸易较大的比重，实际的贸易条件更为恶劣。毫无疑问的是，2002年以来，我国大量的贸易顺差的积累是建立在持续恶化的贸易条件基础上的，这也间接说明以汇率低估换取的贸易盈余在很大程度上并不是一件好事。

在进出口供给弹性与需求弹性未知的情况下，汇率升值是否改善我国的贸易条件不得而知。但可以肯定的是，即使汇率调整不能通过改善我国贸易条件以降低福利的损失，也能通过降低低贸易条件下的外贸盈余数量来减少福祉的损失。

图3 在大量的贸易盈余的同时，中国的贸易条件逐渐恶化



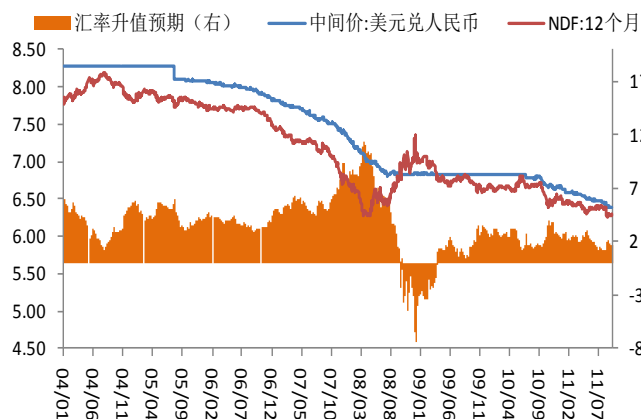
资料来源：WBI，湘财证券研究所

2. 汇率调整，我们重点应该关注是什么

2.1 “盯住”一揽子货币，脱离“钉住美元”

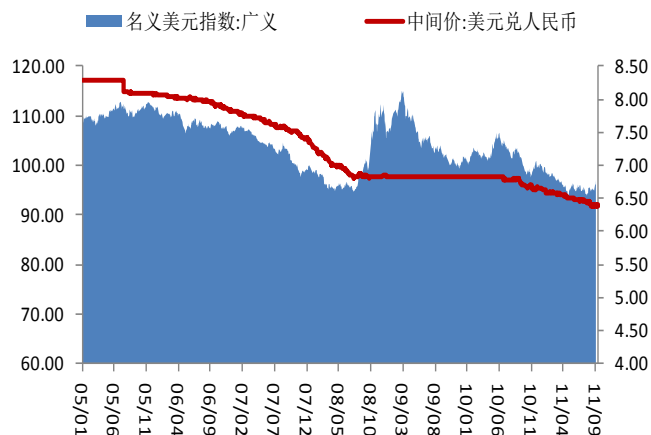
自 2005 年 7 月 21 日起，我国开始实行以市场供求为基础、参考一揽子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，2008 年年中爆发的金融危机令汇率的浮动过程陷入停滞，直到 2010 年 6 月才开始再现具有实际意义上的波动性，重回官方所宣称的升值过程中。数据显示，2010 年 6 月到 2011 年 7 月，人民币兑美元名义汇率升值 5.19%，但国际清算银行（BIS）上周报告公布数据，同期人民币对一篮子货币贸易加权汇率贬值 4.71%，清晰的体现出人民币波动依旧以美元为基准的特征。

图 4 人民币升值、NDF 与人民币升值预期度



资料来源：CEIC，湘财证券研究所

图 5 人民币升值很大程度建立在美元贬值基础之上



资料来源：CEIC，湘财证券研究所

回顾人民币以美元为基准的升值方式的历程，自 2005 年汇改以来，人民币兑美元升值超过 30.23%，但同期的 BIS 数据显示，人民币兑一篮子货币贸易加权名义汇率升值仅为 11.5%，加权实际汇率为 20.85%。这说明中国汇改以来的升值很大部分是在美元贬值的基础上实现的。这也解释了为什么人民币兑美元一直升值，而贸易盈余却没有出现大幅的下降。

基于竞争优势与经济结构增长方式的调整，美国可能将在未来相当长的一段时间内维持较低汇率水平。金融危机过后，美国经济复苏疲软，与中国必须进行经济增长的结构调整相类似，美国过度依赖高消费的经济增长模式

亟待改变。政府债务问题制约着美国财政政策的实施空间，政府投资与支出受到严格限制。为了拉动经济增长，私人部门消费将不会再是未来经济增长的主要力量，投资与出口的增加或许能成为支撑美国经济增长的新引擎。美国政府未来实施疲软的美元政策提升美国出口贸易竞争力或是大概率事件，再加上美联储已经表态有意将联邦利率压在超低水平至 2013 年中期，在未来相当长的一段时间内，若剔除避险需求，美元汇率将会维持低位徘徊。

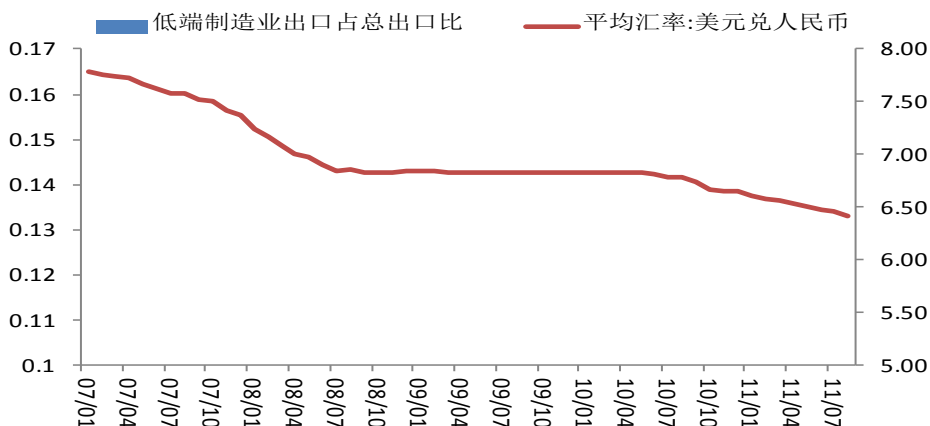
从长期来看，人民币想要成为国际货币，必须实现自由浮动。但从短期来讲，美元走势持续低迷的趋势下，改变人民币以“美元为基准”的波动方式可能对中国更为有利。我们认为在美元走势疲软的情况下，摆脱以美元作为升值之锚，采取爬行“盯住”一揽子货币的汇率制度可能更适合中国汇率调整。但值得注意的是，在制定一揽子货币时，货币种类及赋予的权重的选择也非常重要，不仅要考虑现期贸易伙伴的相对重要性，而且需要重点考虑具有潜在重要性的贸易伙伴，以优化对外贸易产品结构与地区分布的双重调整。

2.2 重点利用汇率工具在结构转型中的杠杆作用

从目前数据与国外发达国家增长经验来看，中国经济增长的内生性因素，决定了经济未来的增速将逐渐趋缓是大概率事件。虽然从长期看，中国经济仍然存在高增长的机遇，但目前受到中国的环境、资源的制约因素，尤其是劳动力成本逐渐上升的影响，在外需增长水平具有很大的不确定性的情况之下，中国经济未来增长水平将出现一定程度的回落。这个趋势是受到中国经济增长结构旧范式的路径依赖决定的，不是国家的短期的货币政策所能改变的。在未来劳动力增速放缓预期下，资本边际产出递减规律注定我国以高投资拉动的增长模式难以为继，经济结构转型迫在眉睫。

毋庸置疑，货币升值有利于本国产业结构高端化，可以抑制单纯依靠劳动和资源的密集型投入的产业发展，降低经济增长对生产要素的投入，特别是降低对劳动和自然资源投入的依赖度，使经济增长的动力更依赖于技术进步和劳动生产率的提高，实现经济增长方式由外延式增长向内涵式增长倾斜，而这恰恰是政府结构转型所想实现的结果与目标。

图 6 即使处在全球分工的中下端，升值仍可优化产业结构



资料来源：CEIC，湘财证券研究所

2007 年以来，随着人民币兑美元汇率的上升，我国出口结构得到明显优化。数据显示，在 2007.01-2008.04 期间，人民币汇率升值 10.13%，以纺织品制造业等为指标的低端产品出口占总出口比例下降 1.5%，汇率升值贸易结构优化弹性为 0.15（这里主要考虑了五个低端制造业数据，分别为：纺织业；纺织服装、鞋、帽制造业；皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业；木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业以及家具制造业）。2010 年 6 月份汇率重启调整至今，人民币累计升值 5.97%，同期贸易出口结构优化率上升 0.7%，汇率升值的贸易结构优化弹性为 0.12。相对比的是，2008.07-2010.06，为防止金融危机后贸易失衡对经济增长的拖累，人民币盯住美元汇率，停止了汇率调整，同期贸易结构也在均衡位置波动，没有明显的变化。以上数据说明，人民币汇率升值对我国出口贸易结构以及经济结构调整具有显著的优化作用。

故此，要保持中国经济稳健增长，改变经济增长结构的路径依赖，实现经济结构转型与经济增长的内生性，加快汇率调整是一条必由之路。

2.3 调整的路径：提高升值的灵活性

对于人民币升值路径，目前理论界主要有两种改革思路：一次性重估和小幅、稳健式升值并逐步放开波动区间。我们对“一步到位式”的升值方式的合理性持有审慎态度。支持这种逻辑的论据认为，目前小幅升值的做法无疑相当于给国际资本一个稳定的升值预期，并在升值过程中逐步强化。如此以来，人民币慢节奏升值无法改变投机性资本流入，对外汇储备规模的控制有害无疑。但是一步到位的升值方式忽视两个潜在的严重的危险。首先，对于人民币升值到何种水平才算合适，无论是学术界还是世行等权威机构都没

有精确的目标区间。即使是 IMF 也得出三个截然不同的目标区间。IMF (2011) 认为人民币按均衡实际有效汇率法、外部可持续性法和宏观经济平衡法衡量的低估程度分别为 3%、17% 和 23%。鉴于人民币还未实现自由兑换，估算方法是否合理没有固定标准，虽然我们认为人民币汇率被低估是肯定的，但合理的目标区间很难确定。尝试性的、大幅度让汇率一步到位，等于把汇率的定价权完全交给国际资本，很容易造成超调。其次，当前阶段，中国经济增长还是以粗犷式的资源投入及低劳动力成本的加工型贸易为主，中国经济目前的增长方式很可能承受不了汇率一次性重估带来的影响。根据我们测算，如果按照 IMF (2011) 所宣布的中国汇率低估了 3-23% 的中间值 13-15%，汇率一次性重估将降低中国就业 2-2.3% 左右，再考虑到企业的破产成本与对我国国际收支的影响，如此规模的冲击是目前中国经济很难承受的。

小幅稳健的升值方式、逐步放开汇率的波动区间，让市场寻找合适的目标汇率，或许更适合中国的国情。毋庸置疑的是，小幅缓慢、长期升值的预期将伴随着资本流入的增长，可能将会使得升值控通胀的政策目标无法实现。很多人认为“如果升值没有减少外汇占款尤其是投机性资本流入，人民币汇率将承受更大的升值压力”，这种逻辑仅限于短期成立。中长期来看，随着升值幅度的加大，海外投机资本对人民币升值的预期将逐渐减弱，热钱流入动力与汇率升值成正比的关系将会弱化，倘若再考虑到严格的资本管制，这种压力将会比我们所担心的多。

目前来看，人民币升值的对象是美元，美元暂时充当人民币波动的“价值锚”功能，但我们强调的是，人民币汇率作为价值改革的重要一环，就要摆脱与美元挂钩以美元为“价值锚”的现状。历史经验看到，美元与德国马克在走向国际货币的历史过程中，有着非常稳定的国际金融体系锚，那就是黄金。黄金做锚，可以在一定程度上保持货币体系的稳定性与方向性。遗憾的是，随着布雷顿森林货币体系的崩溃，美元与黄金的脱钩，全球丧失基本的货币锚。许多学者及 IMF 建议采用“一揽子”货币做锚，虽然这一篮子的货币本身具有的非稳定性，大大降低了“锚”的作用，但这种篮子的稳定性要显著好于单一美元货币的稳定性。

2.4 作为最后的屏障：资本账户开放要缓行

作为汇率改革的重要一环，资本账户开放的时间节点尤其重要。资本账户管制可以有效隔离国内外市场资金，防止汇率波动下投机性资本对宏观经济的冲击。与此同时，作为浮动汇率的前提，资本账户开放也势在必行。美

国斯坦福大学教授麦金农曾经提出一个简单的次序，即财政改革、金融与贸易自由化、汇率改革、资本项目开放。而就目前结合中国的现状来看，为防御风险、维护中国金融体系的稳定，中国资本账户开放暂要缓行。

资本账户开放前，利率市场化必须先行。在利率完全市场化的环境下，利率可以作为套利资金流入流出的调节杠杆，自我实现“利率-资金”调节机制。如果资本大规模流入，境内流动性增强，人民币市场利率应该出现相应下降，随着人民币利率下降，外币的利率如果保持不变或者升高，资本将选择流入收益率更高的经济体，那么，流动性将流向境外，以此完成一次以利率为杠杆调节资本流动的循环（刘利刚，2011）。

众所周知，中国利率仍处于官方管制之中，尽管已经建立了银行间的拆解利率市场，但存贷款利率之间、短长期利率之间仍相互分割，离市场化的利率形成机制很远。离开市场化的利率调节，相当于减少了一层外生冲击的保护层，此时盲目放开资本账户管制，风险加大。

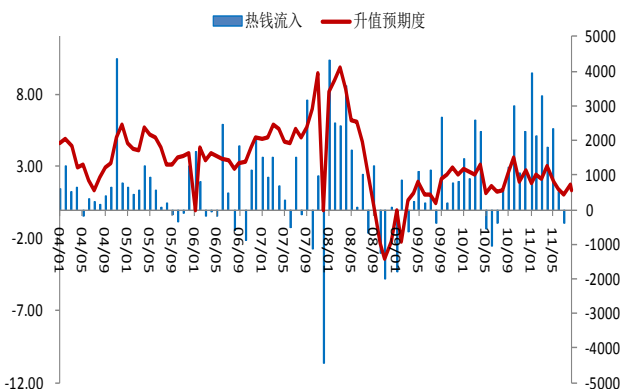
但值得注意的是，根据日韩国经验，利率市场化一般在国内金融体系与制度体系逐渐完善、债券市场具有相当深度后才能择时推出。利率市场化的焦点关键在于建立以市场供求为基础的拆借市场（短期）利率和债券市场收益率（长期利率）。加快中国的债券市场的建设，增加市场的广度与深度，形成完善的债券市场长期利率或是当务之急。

3. 汇率或成重要调控工具，积极财政政策缓解冲击

3.1 环境相同却政策迥异，汇率作为调控工具意图明显

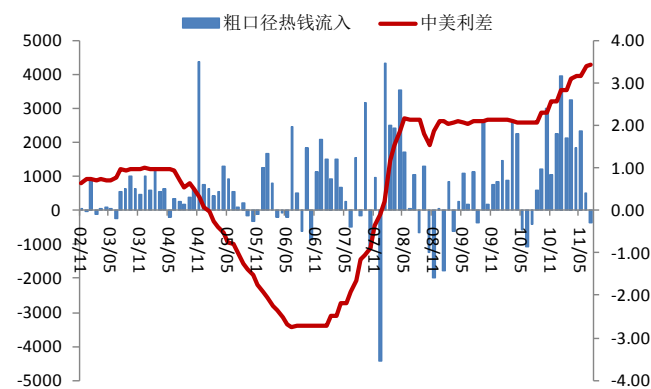
2008 年危机期间，为了减小海外风险可能导致的外生冲击，人民币基本钉住美元，直到 2010 年 6 月份汇改重启。与此形成鲜明对比的是，2011 年 8 月份，美国预算导致的债务问题 8 月份开始爆发，外界纷纷担心欧美债务风险可能导致全球经济二次衰退，但人民币升值速度却明显加快，单月升值 0.90%，折年率高达 11.36%。相比之下，2011 年 1-7 月，人民币兑美元从 6.62 升值到 6.37，累计升值幅度只有 2.77%，折年率约 4.80%。9 月份，在欧债危机的带动下，欧元走低，海外避险情绪推动美元指数强势反弹，名义美元指数（对广义货币）从 8 月末的 94.98 上升到九月份的 100。值得注意的是，在短暂回调后，九月份人民币兑美元中间价继续走强，截止到 9 月底，单月升值 0.50%，折年率达到 6.17%。在美元走强基础上，人民币走势如此强劲，政府动用汇率作为调控工具的政策意图十分明显。

图 7 升值预期与热钱流入拟合关系长期优于短期



资料来源：CEIC，湘财证券研究所

图 8 利差与热钱流入并无绝对的相关关系



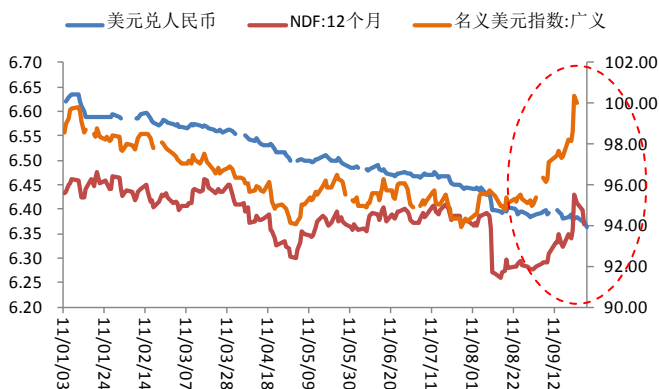
资料来源：CEIC，湘财证券研究所

人民币小幅、稳健升值最担心的是升值预期下的资本流入。如此一来，人民币升值节奏与时机的把握将显得尤其重要。现实中，中国热钱流入压力与中美利差的同步性并非像经济学理论中吻合的那么好，但不可否认升值预期是影响热钱的最大推动力。值得注意的是，海外金融风险增大在一定程度上可以减少升值预期下的热钱流入压力。数据表明，在金融非稳定时期（尤其是 08 年金融危机之后），热钱流入压力与海外避险情绪存在明显的负相关。当海外金融风险加大时，避险情绪上升，热钱流入的压力显著变小。

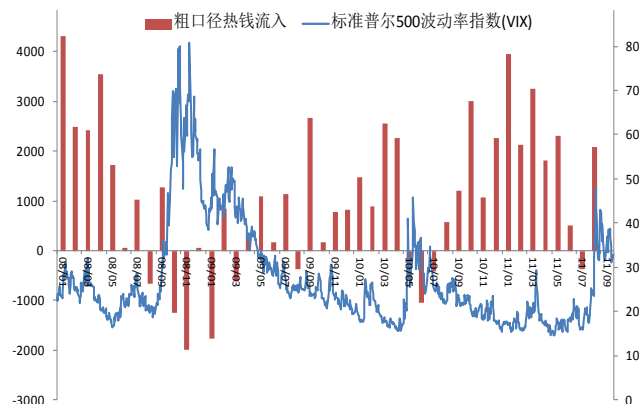
必须承认，8 月份以来人民币升值加速与海外金融风险上升并不是一种巧合，而是政府汇率政策审时度势能力的体现。首先，在海外风险显著上升的情况下，敢于采取更加激进的汇率政策，体现政府对人民币升值具有坚定的政策执行意图；其次，外汇占款粗口径分项数据显示 7 月份资本净流出超过 300 亿元人民币，海外金融风险在一定程度上可以降低资本流入压力，政府在此时加快汇率升值的步伐，降低了升值带来的资本流入压力，显示政府对汇率政策实施时点较强的把握能力。

图 9 9 月美元指数走强，人民币升值趋势依旧

图 10 升值加速情况下，避险情绪无碍热钱流入



资料来源：CEIC，湘财证券研究所



资料来源：CEIC，湘财证券研究所

3.2 实施积极财政政策，缓解升值对经济的短期冲击

目前调结构与经济增长转型已成为中国宏观调控的主基调，管理层也有意识的压低了中国经济增长的速度，未来中国经济的增速可能回落到 8% 左右的中枢水平。在过去的近 10 年的时间，我们利用价格水平与名义汇率升值的双渠道化解了部分升值的压力，必须承认，只要中国经济保持较高速度增长、中国劳动力生产率增速高于美国，人民币升值的趋势就不会改变。在廉价劳动力优势不在、资源税费改革等相关成本上升的将来，利用适当通货膨胀化解升值压力的空间越来越小，较为灵活的汇率调整将成为常态。人民币升值在一定程度将会影响中国可贸易部门甚至非可贸易部门的就业。对此，我们建议实施积极的汇率政策的同时，可以利用积极的财政政策来抵消汇率升值带来的负面影响。譬如，给予具有技术创新优势或具备创新性的企业补贴，帮助其迈过初期门槛，这类企业的经济效率高，产品附加值高，劳动生产率提高潜力大，对中高端技术人员需求大，不但可以从产业以及围观层面助推我国经济结构转型，也有助于改善我国高学历劳动力供过于求的现象。其次，积极的税收减免政策也是十分必要的，甚至包括诸如营业税改为增值税等变相减免等相关政策。我国财政收入增速较快，具备较大规模的减税的财政基础。税收的减免可以在一定程度上提高社会整体收入水平，促进消费，抵消升值对宏观经济短期影响。

非常欣慰的是，政府已经在我们呼吁的上述两个建议领域开始了积极的行动，国务院在 10 月份提出了 9 条支持小微企业发展的金融和财税政策，在一定程度上缓解了小微企业生存环境。但毫无疑问是，任何的改革都存在机会成本，汇率调整亦如此。提高汇率升值空间和劳动生产率增速之间的匹配程度，可以释放汇率在实体经济中的优化作用，倒逼产业结构的转变，改

善劳动力市场的内部失衡，解决目前中国高学历劳动力过剩的问题。在提高汇率波动的同时，辅以积极的税收政策，平滑升值带来的短期经济波动，促进内需产业的发展。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明：

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。