

# G20 峰会前美联储收购国债意图何在

美联储意外宣布将收购 3000 亿美元长期债券,导致世界金融市场陷入新一轮动荡。美联储这样做的目的,尽管显示了美国决心刺激经济的迫切愿望,但实际上主要是为了维持美国对美元的主动地位,维持美元及其资产在全球货币储备中的霸主地位。因为,在短期内重建国际货币新体系困难重重的情况下,把美元与美国国债等同起来,美元及其资产自然会成为大家的“自由选择”。据此表明,现行国际经济金融体制下美元及其资产仍是最强的。

◎潘彦彦

自 3 月 18 日美联储意外宣布将收购 3000 亿美元长期债券开始,导致世界金融市场陷入新一轮动荡。当日美元指数狂泻 2.95%,刷新了美元指数 25 年来最大单日跌幅;美元加权贸易指数也重挫 2.7%至 84.595,创下 1971 年以来最大单日跌幅。3 月 19 日,美元指数继续向下跌至 82.832,连续两日跌幅近 5%,距离今年 3 月 4 日最高点 89.624 已跌去 7.57%。与此同时,黄金等国际大宗商品市场闻风异动:国际金价反弹至 960 美元/盎司以上;国际油价一举突破 50 美元/桶,创下自去年 12 月以来新高。

国际社会对美联储的这一决定提出了更多的质疑。特别是在第 2 次国际金融危机前夕,美联储、美国政府这样做,到底想干什么?这很值得思考。

美联储的决定,很大程度上是想维持自己对美元的主动地位。就是说,美

元地位要由美国或者美联储说了算,而不是由国际社会、其他国家或市场说了算。2008 年 9 月以来,在金融危机不断蔓延、加深情况下,美元却逆势走强。去年 9 月至今,美元对 26 种主要货币的贸易加权汇率上涨了 8%。其中,美元对欧元、英镑的升值超过 15%。从金融市场角度观察,美元反弹是有理由的。因为,危机深化使得美元成为一种稀缺资产,这是日元套息交易的投机者集中抛售高息货币的结果。此外,短期信贷市场的信用高度紧缩,利率高企也支撑了美元走高。但是,美元的持续反弹却并非美国所愿意看到的事情。

其一,美元强势不利于美国解决日益严重的赤字问题。尽管美元强势有利于吸引资金、发行美国国债、解决赤字问题,甚至有人认为,赤字是决定美元走势的长期根本性因素。随着美国采取大规模的救市行动,财政赤字将持续扩大,去年联邦赤字已达到创纪录的

4500 多亿美元,今年估计将攀升至 7500 多亿美元。因此,美元似乎应该保持强势以吸引资金。

但我们是否可以反过来思考一下,如果美元走势与赤字一直正相关,美国的负担是不是会越来越重?在一定的条件下,如果美元走势与赤字反向“运动”——即赤字上升而美元不升值甚至有点贬值,美国的“负担”自然而然就缩小了。实际情况也经常如此。这就是为什么美国始终主导美元的走势原因之一。

其二,在面临日益严重但又无可奈何的国际贸易保护主义形势下,美国仍然要主导对美元的影响力。自从今年年初以来,以美元兑人民币汇率为参考,美元兑人民币汇率一直持续保持在 1:6.83-1:6.84 之间,尽管表面上变化不大,但结合其他因素来看,这对美国的对外贸易并不利。而且,市场上也不乏人民币贬值的“呼声”。因此,美国当然要主导美元。

其三,美国仍要维持美元及其资产在全球货币储备中的地位。尽管近年来美元资产在全球储备中比值有所下降,全球化外储备的币种结构也发生了较大变化,从 1995 年到 2008 年第 2 季度,美元比重降至 62.48%,欧元从 8.54%大幅升至 26.99%。但是,美元仍占全球四分之一储备,所占世界贸易份额约为 11%,这表明美元仍然是主要的、不可替代的国际储备资产。

美联储决定购买美元长期国债的

决定,维持国债价格,保持美元资产在全球货币体系中的地位,这将以利于新的国债发行。但更重要的是,美国希望在重建国际货币新体系困难重重的情况下,继续巩固美国在全球货币体系中的地位。因为,国际金融新秩序和金融货币体系的重建是一个长期过程,更是一个全球性的博弈过程。为了维持在全球国际金融体系中的独霸地位,美国不会轻易将美元的发行权拱手转让。而美联储决定收购国债的行动,就是在传统意义上把美元与国债等同起来。虽然美国的国债与美元都是以国家信用作为依托,但实际的区别却很大。在布雷顿森林体系瓦解后,美元发行在理论上已经没有什么直接对应或依靠;而财政部发行国债的目的和依靠则要强得多——即使是现在的超量发行。

美联储决定发行美元收购国债的行动,不仅改变了传统,也改变了规则。美国国债与美元等同起来了。对其他国家而言,不管是储备美元还是美国国债,不管美元贬值还是升值,似乎真的没有太大差别了。这样,从国债有收益考虑,当然应该储备美国国债。在短期内国际货币、金融体系和金融制度改革难以解决的情况下,美元及其资产就自然而然地会被选择——“自由选择”。

当然,美联储在全球金融峰会前夕决定收购国债,也是为了表达其决心刺激经济的迫切愿望。事实上,早在 3 月 5 日英格兰银行也启动了类似计划,购买不超过 750 亿英镑的英国国债,英国

央行通过购买国债达到了压低市场利率的作用。但美联储的行动的作用显然还不止这些。美联储实施这项政策,除了希望通过降低国债收益率、带动各类消费和促使商业贷款利率走低外,更重要的是要刺激国际大宗商品市场价格。

危机爆发以来,以美元计价的石油及其他大宗商品市场价格大幅暴跌,大宗商品市场价格正在脱离价值规律,例如原油价格在 40 美元以下已远远低于成本。价格巨幅波动的背后,已经不仅是供求平衡关系,现在防止价格崩溃与以前控制投机溢价同样重要。而美联储局采取增加美元供应量的量化宽松政策,就是要引导市场关注利率的相对水平而非利率变动的方向。美国激进的政策也可能使美国领先欧洲走出经济低迷。到那时,美元可能重获强势,甚至再次走入加息,美国仍然掌握对美元的主动地位。

美国采取这样所谓的“救市”行为,对提振经济到底能起到多大的作用,目前仍然无法确定。至于今后美联储是否会持续采取这种非常规的手段,现在也不好下结论。但是,从在全球金融峰会前夕美联储、实际上也是美国政府敢于采取这种超常手段,至少反映两点:一是美国新政府是很有“魄力”的,不管国际社会如何反映。二是在现行的国际经济金融体制下,美元及其资产依然是足够的“强”。

(作者系上海社会科学院金融研究中心副主任,研究员)

## 我们更需要创新精神

◎杨奕杰

2009 年新年伊始,华尔街日报便喊出了“我们又成了凯恩斯”。确实如此,在这次金融海啸巨大的冲击面前,无论是发达国家还是发展中国家,都不由自主地成了凯恩斯主义者,都在积极采取凯恩斯所建议的策略应对危机。

在高失业率时期,信誉良好的政府应该通过赤字开支扩大需求;在低失业率时期,政府应该归还因此欠下的债务。通过这样一个表面上看起来非常微小的程序变动,资本主义体系就可以保持稳定,而无须彻底的“外科手术”。这便是写于上世纪大萧条期间出版的凯恩斯著作《就业、利息和货币通论》(1936)中的一个核心思想。诺奖得主保罗·克鲁格曼甚至认为,“上世纪大萧条之所以持续长达 10 年之久,是因为罗斯福的新政支出不够。但他似乎忘了,日本在上世纪 90 年代的巨额开支没有任何收获,除了留下沉重的债务及伴随近乎零增长的经济外。”

凯恩斯有一个很著名的看法,他认为:经济学的思想,无论其正确与否,其力量之大往往出乎常人意料。实际上统治世界者,也就是这些思想而已。许多实干家自以为不接受任何观念形态的影响,却往往早已当了某个已故经济学家的“奴隶”。还说:“对于社会最有威胁的并非经济既得利益,而是错误的经济思想”。由此可见,指导实践的经济思想多么重要。而事实也正是如此。

近日海关公布的出口数据表明,以需求急剧萎缩为主要特征的金融危机对中国的冲击或许刚刚开始。商务部官员也表示,未来数月我国外贸形势依然严峻。在这种情况下,以扩大内需为主要目的的公共投资、信贷投放急剧飙升。国家统计局数据显示,1-2 月,城镇固定资产投资同比增长 26.5%其中,国有及国有控股投资增长 35.6%;继 1 月份新增贷款达 1.6 万亿元之后,初步数据显示,2 月份新增贷款仍然超过 1 万亿元。

简言之,目前我们应对外需急挫的主要手段是扩大内需,依靠公共投资的快速增加来抑制经济增长的过快下滑,国内消费需求仍是处于停滞状态。尽管近年来国家也出台了政策如消费信贷,如近期的家电下乡甚至汽车下乡等,但国内消费仍是步履维艰,其原因不仅仅在于社会保障体系不健全,也不是因为居民储蓄率过高,实在是因为居民收入过低所致。在人均 GDP3000 美元的水平,大谈消费不足,似乎有些奢侈,所隐含的后果必然是极其严重的。

推动经济增长、进而居民收入增加的主要生产要素是土地、劳动和资本。而劳动力是最基本的生产要素,想处于金融危机漩涡中的美国,为什么没有出现资本的大规模外流,为什么美元相对于其他货币没有大幅贬值,答案就是,美国有强大的人力资本为支撑的军事科技实力,还有时刻求新求变、能迅速适应外部冲击的体制机制,绝不仅仅是表面以美元作为主要国际储备货币为标志的金融霸权。

由此,我们想到了与凯恩斯同年出生的经济学家熊彼特。熊彼特强调企业家精神和创新,认为市场经济增长的主要推动力是企业家精神。企业家的职能是把生产要素带到一起将之并组合起来。所谓“资本”,就是企业家为了实现“新组合”、把各项生产要素转向新用途、把生产引向新方向的一种杠杆和控制手段。因而资本的主要社会功能在于为企业家进行“创新”而提供必要的条件和手段。

结合当前中国经济的困局,我们认为,要发挥改革开放 30 年来所积累的来之不易的资本的最大效益,最好的方法是让资本给予那些有创新精神的的企业家,让这些企业家来带动经济走出困境。其中,必然包含着对现有制度的创新,比如彻底打破行政性垄断;再比如,拓展融资渠道,使得资本能够最小成本地流入企业家手中,诸如在加强监管的基础上放开小额贷款公司。等等。

1983 年,在凯恩斯与熊彼特诞辰 100 周年时,美国的《福布斯》杂志写道:“在两次大战期间,没有人比凯恩斯更有光彩、更聪明。而熊彼特则相反,似乎平平常常——但他有智慧。聪明赢得一时,而智慧天长地久。”马克思在《黑格尔法哲学批判》导言》中曾经指出,批判的武器当然不能代替武器的批判,但是理论一经掌握群众,也会变成物质力量。据此,我们发出了如本文标题的呼吁。

(工作单位:中央党校)

## 强化 SDRs 是货币变局的破题之举

周小川行长在《关于改革国际货币体系的思考》中提出了改革国际货币体系的思路和路径,主张创设一种与主权国家脱钩、能保持币值长期稳定的国际储备货币。这一建议的破题之旨在于要改革现有的国际货币体系、推动人民币国际化进程。并且,通过改革国际储备货币,来逐步增强人民币在国际货币体系中最终能作为国际储备货币的可能性,实现人民币国际化的国家战略。

◎吴桐

近日,中国人民银行周小川行长在其署名文章《关于改革国际货币体系的思考》中,提出了改革国际货币体系的思路和路径,主张创设一种与主权国家脱钩、能保持币值长期稳定的国际储备货币——Special Drawing Rights, SDRs),遵循“大处着眼、小处着手、循序渐进、寻求共赢”的改革路径,充分发挥 SDRs 的作用。加强 SDRs 作用的有力手段是要改革基金组织(IMF)集中管理成员国持有的部分储备。这一文章的刊发,无疑是在 G20 会议之前提出了对中国重塑当前国际货币体系的设想和思路,必将在 G20 的伦敦峰会上引起各方的关注和讨论。

什么是 SDRs 呢? SDRs 就是特别提款权,是由 IMF 于 1969 年创设的一种储备资产和记账单位。简单地说,SDRs 代表了 IMF 会员国在基金组织的权利。该权利由基金组织每五年在年会上进行比例的分配和调整,主要分配依据是会员国参加 IMF 时向基金组织认缴的份额。SDRs 在最近的一次调整是 2006 年,下一次调整将在 2010 年的 IMF 年会上。由于在 IMF 中发达国家的认缴份额高,占到了总份额的三分之二,因此也决定了发达国家在 IMF 中所拥有的 SDRs 远远多于发展中国家。

事实上,SDRs 的创立是为了应对上世纪 60 年代以美元和黄金的双挂钩为核心的布雷顿森林体系缺陷而产生的。上世纪 50 年代末,耶鲁大学经济学教授特里芬曾描述过这一体系天生的“缺陷”:如果要保持美国国际收支平衡,就难以满足国际贸易快速发展对美元的需求,美元就会出现短缺,美元就会升值;但如果要满足国际贸易发展的需要,美国国际收支就必须保持长期逆差,美元就会泛滥,美元就会贬值。因此,美元要保持价值稳定就不能作为国际货币,而美元要作为国际货币,价值就难以稳定。这就是著名的“特里芬两难”。上世纪 60-70 年代,美元危机导致布雷顿森林体系崩溃,证明了以美元为本位制的国际货币体系存在缺陷。因此,IMF 在 1969 年年会上正式通过了创设特别提款权方案,其核心是创设黄金和美元以外的一种国际储备资产,以弥补黄金的不足和美元体系的“特里芬两难”。

然而,SDRs 的发展并没有预想的那样顺利和发挥应有的作用。首先,布雷顿森林体系崩溃,国际金融市场快速发展,贸易和投资的需求导致对强势货币的需求。而 SDRs 并不是一种有形资产,仅仅是 IMF 创设的记账单位。拥有 SDRs 的是各国央行,微观主体既不能够在国际贸易中以 SDRs 对交易进行计价,也很难在贸易中实际支付。其次,SDRs 的价值确定也存在问题。在双挂钩体制安排下,1 单位 SDR 与 0.888671 克黄金等价,这意味了与 1 美元等价。布雷顿森林体系崩溃后,SDRs 价值要根据“篮子”货币定价。随着国际货币体系发

展,货币篮子也不断变化。目前,每日的 SDRs 价值由欧元、日元、英镑和美元四种货币的外汇牌价来确定和公布。可见,SDRs 本身价值就存在很大的不确定性和人为性,在国际贸易和投资中也很难推广开来。

因此,笔者认为,SDRs 很难真正发挥储备货币的作用,因为 SDRs 的价值储备能力在短期内很难得到加强。

当然,周小川行长提出这一建议,可能是基于中国经济长远发展的深谋远虑:其一,明年即将召开的 IMF 年会将对 SDRs 的币值重新调整,G20 会议的协议对 IMF 年会形成重要影响。在 G20 会议之前提出该方案,目的是通过对 SDRs 的改革方案促成国际货币体系的重塑,削弱美元在全球货币体系中的单极地位;其二,进一步推动人民币国际化进程。

无论是改变现有的国际货币体系还是推进人民币的国际化进程,关注 SDRs 都是破题之举。之所以是破题,表明了我们不必去讨论 SDRs 目前能否成为可替代美元的国际储备资产,而是要关注其能否起到破题的效果。笔者认为,将 SDRs 作为破题之举是非常恰当的。

首先,金融危机,并没有对美国经济的核心竞争力产生根本性的影响,华尔街在金融产品方面的定价能力依旧是其他经济体或经济机构难以超越的,美国在尖端科技方面的竞争优势依旧存在。

在目前主要国际自由兑换货币中,美元的相对优势没有发生根本性改变,依靠市场的自由选择来逐渐淘汰美元,或者逐渐构筑多极并立的国际货币体系并不可行,必须需要外力的推动来促成对现有体系的改革。这种外力并不是一个国家或一个经济体可以做到的,必须是靠主要经济体的共同推动。

破解美元的霸主难题,必须从削弱美元的霸主地位开始。SDRs 是目前唯一能够得到各方认可的、能够切实可行,且有助于重塑国际货币体系 and 实现国际储备体系多

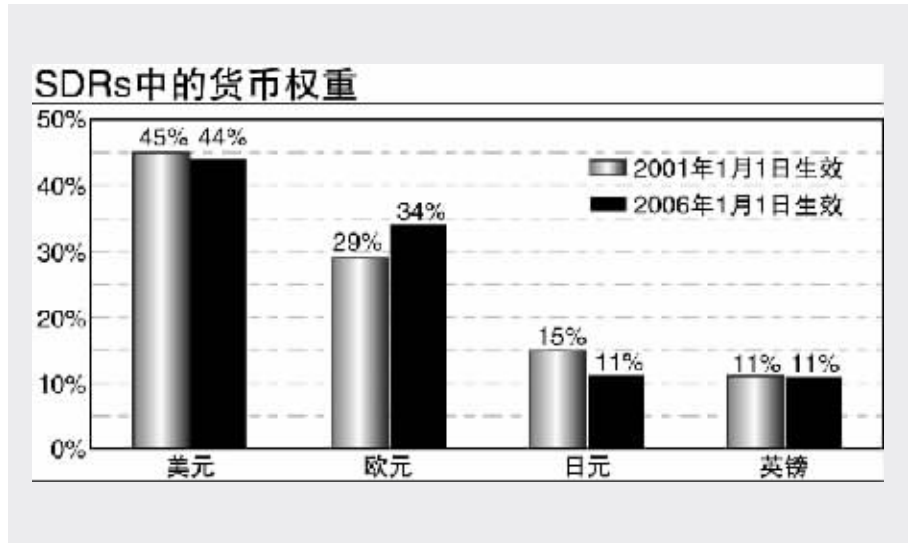
元化的路径之一。这是周小川行长谈到“大处着眼、小处着手、循序渐进、寻求共赢”的要点。

其次,推动人民币国际化。实现国际贸易的人民币结算是人民币国际化迈出的一小步,但实现人民币的国际储备货币地位才是重要的条件。当前,中国在 IMF 所拥有的 SDRs 与中国现状、中国经济对全球经济的贡献不适应。包括中国在内的新兴市场国家都希望在此次危机中逐步改革基金组织结构,谋求在 IMF 中的更大话语权,增加本国经济对世界经济的影响力。改革的关键切入点就是改革 SDRs。通过对 SDRs 的改革,中国期望把人民币纳入到 SDR 定值的“货币篮子”中,从而最终确立人民币作为国际储备货币的地位,实现人民币的国际化。

上周美联储公布了利率决议,决定未来 6 个月以 3000 亿购买美国长期国债,美元兑主要货币大幅贬值,美元指数更是下跌 3.5%创下 1985 年以来的单日最大跌幅。但是,在市场对中国政府持有 7390 亿美元的美国国债保持担忧时,中国央行仍高调宣布,中国将继续增持美国国债,并表示如果 IMF 发债融资,中国将考虑积极购买。这表明,中国政府在外汇储备的短期账面价值和人民币的长期国际化权衡中选择了更具战略意义的人民币国际化,继续持有美元资产和认购 IMF 的债券将有助于增强其在国际货币体系中的话语权,这才是中国在人民币战略上的核心利益。

为了实现在人民币国际化的国家战略,我们需要逐渐增加人民币在国际货币体系中的重要性,增强 IMF 等国际组织在国际货币体系中的作用,是削弱美元在国际货币体系中单极霸主地位的唯一可行途径。增强 IMF 的作用,首先要从强化 SDRs 的作用入手,改革和强化 SDRs 的过程,正是当前货币变局的破题之举。

(作者单位:东航金融)



■今日看板

### 世界经济向东转 中国经济向西转

◎亚夫

爆发于 2008 年的国际金融危机将如何收场?尽管危机到现在还没有了,国际社会对当前的经济形势仍抱有深深忧虑,对危机的后果也议论纷纷,但有一点是肯定的,那就是这场危机将极大地改变世界经济的既有格局。

从时间点上,如果说 2008 年爆发的这场金融危机,是触发世界经济从金融结构、贸易结构、到生产结构、消费结构,出现全方位大转移的标志,那么,2009 年将是世界经济重心由西向东、中国经济着力点由东向西,发生结构性大转移的起始元年。

作出这样的判断,是由于在地缘上,无论是在国际间,还是在中国国内,整个经济链条和供求结构都开始出现了新的变化。而这一判断如果成立,那么它对经济战略的重构,生产要素的调配,以及微观经营策略的修正,都具有不容忽视的意义。

首先来看世界经济重心的转移。在近日召开的中国发展论坛上,汇丰集团主席葛霖说,这场危机不会逆转全球经济的根本趋势。这就是全球经济重心正在向新兴市场特别是亚洲转移,而中国是亚洲的强国,其次是拥有大量石油财富的中东。在这之前,英国《独立报》曾发表文章称,世界必须认识到全球金融力量开始向亚洲转移。对此,国际货币基金组织和世界银行必须考虑到这一点。

而更早之前,美国未来学家约翰·奈斯比特更在其专著中表示,当今世界,西方需要东方,远胜过东方需要西方。亚洲的崛起、中国的强大,不是会不会发生的问题,而是何时发生的问题。如果说,上述言论只是是一些分析人士的看法,那么,从最基本的全球需求与供给关系的角度来观察,这种此消彼长的情况,确实已经发生。

从需求层面看,之所以会出现这场金融危机,正是由于需求的地缘结构出现了问题。由于发达经济体过度消费、过度透支未来需求,特别是金融杠杆过度使用,放大了发达经济体内部的需求幻觉,最终导致泡沫破灭,酿成了大量“有毒资产”和大面积财务危机。因此,现在要希望发达经济体像过去那样,采用透支的办法来扩大消费,拉动世界经济增长,已不可能。

而在供给方面,这场危机的爆发,对那些过度依赖外需的新兴经济体来说,也是一次沉重打击。不过,相对而言,需求问题只是在地缘上出现了失衡,仍有巨大需求并未得到满足。这种需求不在别处,正在像中国这样的工业化、城市化高速发展的新兴经济体自身。因此,只要适时调整供求方向,世界经济还有回转余地。而这种调整,正表明世界经济重心需要向东转移。

其次看中国经济着力点的转移。中国经济在最近的 30 年内,除了平均以每年 9.8%的速度增长之外,其内部结构,始终在调整之中。因此,所谓的结构调整,并不是新鲜事,更不是从去年才开始。而现在之所以特别强调“扩内需、调结构”,是因为从去年下半年开始,中国经济的外部环境已发生了不可逆转的变化,也就是外部需求急剧萎缩,从而大大影响了中国经济的既有平衡,促使中国经济必须加快调整步伐。

所谓加快调整步伐,不仅有速度上的要求,更有方向上的修正。近 30 年来,尤其是加入 WTO 之后,中国经济的外向型程度持续提高。此举既有正面效果,如提高了对先进技术理念的引进吸收速度,对工业化、城镇化建设,起到了强有力的推动作用;同时也有负面影响,如一些地区过度依赖外需,脆弱性明显,而各种资源向外需型地区配,也加剧了经济“二元化”的痼疾。

现在提出“家电下乡、汽车下乡”,启动农村市场,这并不是一个权宜之计,而是基于内外部需求变化的战略大调整,是经济发展着力点的大转移。因为外需的变化已不可逆转,外需操之在人,不是取决于己,再通过扩大出口来拉动经济增长已十分困难。而内需的情况则完全是另一回事。即使没有这场金融危机的冲击,中国经济也没有了主要依靠内需来拉动的时候。

从不久前公布的一系列数据看,到 2008 年底,中国的人均 GDP 已超过 3000 美元,而 13 亿人中,农村人口有 7 亿多,目前农村的人均消费只是城镇的三分之一。如果这个人口规模相当于整个欧洲的消费群体,其消费需求被释放出来,将会给世界带来多少机会?

在这种情况下,中国经济由东向西,适时调整供求结构,面向广大内陆地区,转移经济增长的着力点,不仅是中国经济发展的内在要求,也是携手国际社会走出这场危机的必然选择。