

# 全球经济金融仍面临美元主导的困境

◎主持人:邹民生 乐嘉春  
嘉宾:谭雅玲

## 美元霸主地位短期内难以撼动

**主持人:** 国际金融危机凸显了国际货币体系中美元单极货币的根本性缺陷,如何稳步推进国际货币体系多元化,尤其是当“创立起主权国际储备货币设想”已成为学术界的一个热议问题时,你是如何看待当前美元地位问题的。

**谭雅玲:** 从国际金融市场角度来看,美元依然是世界上最重要的储备货币,也是国际贸易的主要结算货币。所以,当今国际金融市场的结构依然是以美元为主,这一现实不容忽视。这表明,现在美元的霸权地位是有市场根基的,美元在当今国际金融体系中的地位并没有发生什么改变。现实条件下要实现美元地位的根本性改变,并以超主权国际储备货币取而代之,短期看是有难度的。

自2005年7月21日开始,中国实施了人民币汇率制度改革。改革的核心之一是将原来人民币盯住单一的美元变为盯住一揽子货币。问题是这一揽子货币是否已形成?我们能否控制汇率的风险,能否实现外汇投资及其投资收益的多元化?其实,问题并非

那么简单。现实条件下,美元在国际金融市场中的霸主地位依然存在,以及美元霸权对我们的外汇储备、外汇投资及收益等都有很大的影响,这是我们不得不面对的一个实际问题。所以,我们不能对美元霸权采取简单的对抗,而是要靠自己的实力与能力来应对当前美元的霸权。

从这个角度分析,美元升值,大家要接受,美元贬值,大家也要接受。关键是我们对美元的地位、美元变动的价格趋势等国际金融问题确立理性的判断,从而把握住美元汇率变动对我国经济和金融可能产生的深刻影响。

## 从未来美国经济结构调整看美元汇率

**主持人:** 鉴于美元汇率变动对我国经济和金融有相当大的影响,我们更应关心未来美元汇率的走势。依你的研究,今后美元汇率的走势会如何?

**谭雅玲:** 从目前看,美元的升值已将近10个月,这个时间似乎很长。所以,未来美元可能会呈现贬值的走势。当然,应当注意的是,美元的贬值或升值都是有阶段性或有步骤的,也许不存在什么绝对的贬值或升值,这就是美元的长期策略。

例如,今年4月份召开的G20会议,使得美元从贬值转向升值。还有,

今年6月份召开的“金砖四国”会议,提出了新的货币组合,以抗衡美元霸权。在这两次事件对美元波动的影响中,美元指数在80点和79点之间徘徊。

可以看出,美国不能做到“一荣俱荣”,但也要防止“一损俱损”。

另外,市场对欧元走势也很关心。我个人认为,未来欧元会升值,欧元只有升值才能加速它的瓦解,反过来才能维持美元的霸权。欧元的升值是没有道理的。从某种角度看,美国控制着欧元汇率的变动。当欧元实实在在地瓜分着美元的国际市场份额时,欧元也成为美元的最主要竞争对手。在观察欧元价格走势时,对英镑价格的走势值得关注。因为,在这一轮欧元升值的过程中,英镑起到了带头的作用,在美元和欧元之间起到了非常巧妙的作用,英镑似已成为第三货币。

如果从美元的制度来讲,美元制度的优越性非常明显。一是美元的风险控制能力。这个风险控制是系统性、专业性及高端性的;二是美元具有自我的评估能力。这种自我的评估能力包括忧患意识、战略意识和风险意识;三是能体现美国的国家战略。由于美元的霸权地位的不断受到挑战,在面对这种挑战的竞争时,美国会制定它的策略、有针对性的目标,所以,美国制定的美元战略最值得观察。

未来国际货币体系会以三级货币(绿色、黄色、黑色)为主,即以美元为

核心的三级新体系。这一未来国际金融的新格局值得我们关注。

从美国的角度看,未来美国经济、金融的支撑点来自哪里?其实,就来自于美国的自我改善和自我改变。在这场国际金融风暴中,我们关心的是美国面临的经济问题,而美国告诉全世界的也是美国的经济问题,但仔细研究发现,美国告诉全世界的是传统经济出现了问题,包括汽车、制造和房地产;未来美国要提升或优化的是新型、现代和高端的经济,并用金融、科技、新能源来替代传统经济的三大产业。所以,我们对美国未来经济结构的调整要高度重视。

只有对未来发展美国经济结构调整有深入的了解,我们才能对美元汇率的变动趋势形成合理、理性的认知。

## 中国企业要学会运用金融工具回避汇率影响

**主持人:** 那么,在这样的国际经济和金融背景下,中国企业尤其是外向型生产企业如何转变观念,运用金融工具来回避汇率波动的不利影响?

**谭雅玲:** 确实,中国要面对一个事实,发达国家与发展中国家目前所处的发展阶段是不同的。其中,发达国家已实现了财富的积累,它们走完了投资的第一阶段,即拿自己的钱投资,

而是进入到第二个阶段,即可以拿别人的钱进行投资。

相比之下,中国才刚刚开始玩自己的钱,拿自己的钱与拿别人的钱进行投资是不一样的,我们所面临的风险也是不同的。现在,我们要做的事情是增加自己的财富,而不是简单地去抄别人的底,或去争夺他人的财富。

另外,我们还应该改变这样一个观念,即我们的企业不仅包括大型国有制造业企业也包括民营企业的观念大都停留在制造业生产的层面上,但在实际的经济和金融环境中,我们还要将制造业生产与金融因素融合起来。

在过去,我们挣了100元,但却丢失了80元。原因在哪里呢?也许,许多企业家会想,我怎样才能赚回这80元?我的观点是,尽管我们可能还会在这样的环境下生存,但我们必须改变我们的观念,要用金融手段、金融工具及金融理念去挣回那80元,甚至要挣回160元。也就是说,要更关注和把握汇率变动等金融因素对制造业生产的实质影响。

因为,经济全球化实际上已演变为金融全球化,而金融全球化又变成了对汇率变动的深切关注。所以,我们的企业也要对当今全球的汇率尤其是美元汇率有深入的了解,这样才能回避汇率风险,提升制造业的利润。

(嘉宾系中国外汇投资研究院院长)

# 库存回补显示工业生产增速已走出阶段性底部

去年四季度和今年一季度工业产成品存货的急剧调整具有长周期的提示意义,预示着由库存的急剧调整所导致的头两个月3.8%的工业生产增速很可能是一个阶段性底部,并将随着今年四季度和明年一季度工业生产增速的大幅走高而得到进一步地确认。这一研判对未来宏观经济走向和政策取向的把握将有重要的参考价值。

◎刘富江 江源

去年7月份至今年初,工业生产增速出现持续大幅回落走势,今年头两个月全国规模以上工业生产同比增长3.8%,增速创1991年以来同期最低。这一近20年来超低水平的工业生产增速是在固定资产投资和社会消费品零售总额实际增长仍然较快的情况下出现的,尽管出口大幅下降,但目前出口交货值不到工业销售产值的15%,不足以使工业生产增速出现如此大幅的回落。

从工业产出的角度来看,产成品存货的急剧调整是重要因素之一。如果这种解释成立的话,那么二季度产成品存货已出现了方向性的变化,这种变化表明工业库存由急剧下降转为温和回补。

## “去库存化”拉低工业生产增速

库存变动是工业生产增速的影响因素之一,库存增加将导致工业生产增速上升,库存减少则使工业生产增速回落。

2003-2008年,规模以上工业产成品存货增加额分别为876亿元、2120亿元、1973亿元、2258亿元、3244亿元、4371亿元,基本上呈稳定增加态势,也对应于同时期工业生产的快速增长。去年四季度以来,受全球金融危机的明显冲击,在需求明显放缓的情况下,产成品存货稳定增加的态势出现逆转,导致工业生产增速大幅回落。

据测算,工业产成品存货增加额去年二季度达到2301亿元的近年来最高水平,三季度回落至1928亿元,四季度和今年一季度则分别为-496亿元和-2021亿元(见表1),下降幅度是近20年来最大的。去年四季度和今年一季度,产成品存货增加额同比分别减少971亿元和2659亿元,扣除价格因素,分别拉低去年四季度和今年一季度工业增加值增速约1和2.8个百分点,即如果没有产成品存货增加额减少的因素,去年四季度工业增加值增速将由6.4%提高到7.4%,今年一季度工业增加值增速将由5.1%提高到7.9%。

## 最剧烈的库存调整阶段基本结束

去年四季度和今年一季度,受出

口和价格大幅下降影响,我国工业生产增速大幅回落,企业为了减少库存损失和应对需求放缓,大幅度地进行库存调整。考虑到价格变动因素,根据2005年定基价格指数测算,去年四季度和今年一季度产成品存货减少额也分别高达450亿元和1872亿元,仍然是一个创纪录的水平(见表2)。

库存调整如此剧烈,主要是短期内需求放缓伴随价格大幅下降,企业根据大幅下降的需求预期来调整库存,部分企业甚至采取停产半停产等极端措施清理库存。根据5月份工业产成品存货数据初步测算,二季度全国工业产成品存货增加额可能达到1450亿元,虽然同比仍下降近四成,但环比将出现由负到正的趋势性转变。从22个地区的数据看,3-5月份工业产成品存货连续3个月环比回升,这说明在经历连续两个季度的大幅度库存调整后,工业企业已开始进入温和的库存回补阶段,最剧烈的库存调整阶段基本结束。

## 工业生产将迎来一次强劲的恢复性回升期

去年四季度和今年一季度的“去库存化”不仅在我国,而且在全球主要经济体几乎同时展开,由于终端需求迅速下降,资金周转遭遇困难,部分企业通过停产半停产和缩减采购规模降低产品库存和原材料储备以应对此次全球金融危机。与十年前地区性的亚洲金融危机不同,此次全球一致的“去库存化”对我国工业生产的快速下滑起了推波助澜的作用。随着二季度工业企业进入库存回补阶段,工业生产的回升态势也将得到更有力的支撑。

初步测算,与一季度相比,由于库存回补效应,二季度工业生产增速将提高约1.8个百分点。由于去年二季度产成品存货增加额是历史最高水平,按目前的库存调整趋势分析,三季度产成品存货变动对工业生产增长的负拉动将继续缩小,四季度和明年一季度,产成品存货变动将对工业生产增长产生明显的正拉动作用。因此,从总体趋势看,下半年和明年初,工业生产增速将明显加快。

从1998年亚洲金融危机的情况看,产成品存货增幅回落到5%左右的水平后,工业生产出现了较有力度的回升(见下图),今年1-5月份产成品存货增幅迅速回落到4.2%,已低于1998-2002年低位徘徊时的水平。

从趋势上看,1998年产成品存货

增幅从高位回到低位用了大约5年时间,而此次高位大幅回调仅用了不到1年时间,呈一步到位式的调整。这种库存的急速大幅调整给工业生产的回升创造了条件,由于基数原因,三季度产成品存货同比增幅仍将继续回落,但工业生产增速3月份开始就呈明显的探底回升态势。正是由于此次库存一步到位式的急剧调整,使得工业生产回升的力度也将强于1998-1999年的水平。

从中期趋势看,虽然产成品存货增长走势也存在1998-2002年二次探底的可能性,但工业生产增速在急剧的库存调整阶段结束后震荡走高的趋势仍是可以预期的。

## 从库存调整的性质看工业生产增速已走出阶段性底部

去年四季度和今年一季度工业产成品存货的调整是十分剧烈的,无论是产成品存货减少的金额还是下降的幅度都是近20年来最大的。经济下行周期往往伴随着存货调整周期,因此,本轮存货调整的周期并没有结束,但库存调整最剧烈的阶段应该已经过去。

原因是虽然去年四季度和今年一季度工业产成品存货的急剧调整是受需求萎缩的直接影响,但具有金融属性的原油期货价格率先暴跌,带动有色金属、钢材、化工原料等大宗商品价格连锁下跌,超出了实体经济需求萎缩导致的价格波动边际,能源、原材料价格的暴跌又进一步冲击了下游行业的原料库存成本,导致上下游行业的产品价格呈多米诺骨牌式下跌,企业存货跌价损失巨大。在这种情况下,企业具有强烈的去库存冲动,导致工业生产加速下滑。

从价格走势看,原油、有色金属等大宗商品期货价格已于今年初率先见底,国内工业品出厂价格4月份终止了连续7个月的环比下降趋势。与上月相比,4月份和5月份工业品出厂价格分别上涨了0.2%和0.1%,原材料、燃料、动力购进价格分别上涨了0.8%和0.6%。石油和天然气开采、石油加工及炼焦、化学纤维、有色金属冶炼及压延加工等行业主要产品价格已连续3个月环比上涨,呈现出明显的回升态势。总体上看,工业品价格回落阶段已经过去,再度出现这样的恐慌性下跌的可能性已不大。特别是当前全球主要经济体均采取了量化宽松的货币政策,非但不支持新一轮的价格暴跌,而且由于通胀预期强烈,企业去库存的动力减弱,库存回补的预期增强。在这种情况下,新一轮大幅度库存调整的可能性已越来越小,因库存的急剧调整所创下的工业生产增速低点也渐行渐远。

从实体经济需求看,固定资产投资增速持续加快,1-5月,城镇固定资产投资53520亿元,同比增长32.9%,其中5月份增长38.6%。1-5月,新开工项目计划总投资53300亿元,同比增长95.9%。固定资产投资增速持续加

快和新开工项目大幅增长对工业生产的强力拉动作用将逐步显现。5月末,主要钢材品种社会库存连续三个月环比下降,其中螺纹钢和线材库存环比分别下降5.6%和14.8%,冷轧板和中厚板分别下降了5.4%和1.6%。钢材价格止跌回升,5月末,国内钢材综合价格指数为98.14点,首次出现了近三个月以来的环比回升,比上月末指数上升了2.58点,升幅2.7%,建筑钢材价格回升幅度有所加大,板材价格由降转升。这预示着大幅拖累工业生产的第一大行业,即钢铁行业增长也有望加快。

从外部需求看,出口同比降幅虽仍较大,但经季节调整后同比降幅已收窄,环比则连续两个月回升,我国出口形势好于世界三大经济体,出口份额同比、环比均呈上开态势。美国奥巴

马政府的一系列经济刺激计划已开始有所收效,6月初每周统计的美持续申领失业救济人数今年以来首次下降,且降幅为2001年12月以来之最,美国房地产市场又出现触底企稳迹象。外需对我国工业生产的负面影响有可能逐步趋于稳定。

上述分析显示,今年头两个月3.8%的工业生产增速基本可以确认是一个阶段性底部,不排除成为中长期底部的可能性。四季度和明年一季度工业生产增速将持续加快,即或这不是V型反转的开始,但在固定资产投资大幅增长和出口可能企稳以及库存回补的共同作用下,可以认为,工业生产增速见底回升的趋势已经确立。

(作者单位:国家统计局工业司,本文仅代表个人观点)

表1:

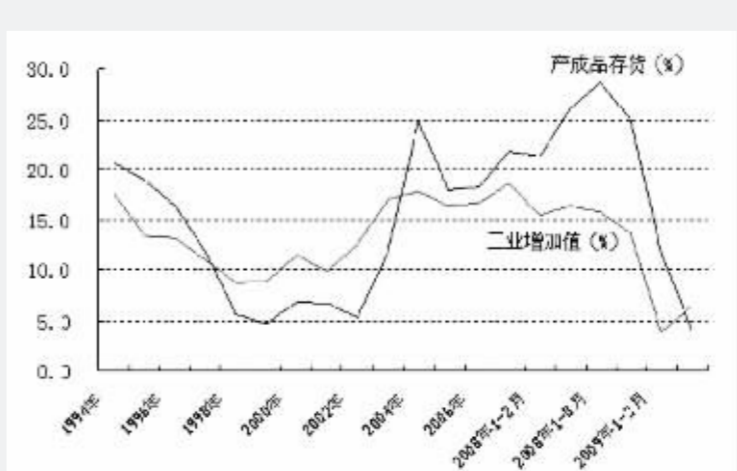
年份	产成品存货变动(亿元)			
	一季度	二季度	三季度	四季度
1998	-10.7	301.1	28.9	-147.1
1999	206.6	266.5	34.8	-159.0
2000	-77.4	231.2	197.9	-39.4
2001	1.2	330.5	101.3	-149.8
2002	-59.3	347.5	-0.1	-29.3
2003	130.5	529.1	204.4	11.9
2004	525.8	831.8	383.2	379.3
2005	270.8	985.8	530.1	186.4
2006	328.5	861.5	791.9	276.3
2007	197.0	1578.8	993.4	474.8
2008	638.0	2301.1	1928.1	-495.9
2009	-2020.6			

注:2007年以后各季度产成品存货变动为推算数据

表2:

年份	产成品存货变动(2005年价格,亿元)			
	一季度	二季度	三季度	四季度
2005	270.8	985.8	530.1	186.4
2006	319.3	839.7	765.1	268.4
2007	186.2	1497.9	935.8	441.8
2008	564.1	2014.6	1655.1	-450.2
2009	-1872.4			

图:工业生产与产成品存货增速



## 今日看板

### 从8加5峰会看三股经济力量新博弈

◎亚夫

八国集团与发展中国家领导人对话会议,在意大利小城拉奎拉举行。

从去年11月的华盛顿峰会,到今年5月的伦敦峰会,再到本次8加5会议,各主要经济体为应对这场史无前例的金融危机,可谓动足了脑筋。现在,半年时间过去了,效果怎样?有数据显示,全球经济有止跌企稳迹象。但进一步分析发现,在企稳过程中,有三股力量正纠合在一起,开始了新一轮空前激烈的博弈,其结果如何,值得观察。

哪三股力量?一是行政的力量。政府“有形之手”对经济的干预,其效果如何?需要分析;二是市场的力量。市场的“无形之手”,特别是蠢蠢欲动的投机力量,对经济的走向正产生什么影响?也值得观察;三是社会的力量。经济社会的实际运转,到底呈什么样子?在“有形之手”与“无形之手”的交相作用下,经济社会将朝哪个方向发展?也需要分析。

首先看行政的力量。为应对这场危机,防止金融市场进一步动荡对实体经济造成更大伤害,近几个月来,各主要经济体都采取了强有力的干预措施,从财政与货币政策等方面,对经济生活进行了多重干预。从已知的做法看,主要是推出庞大的经济刺激计划,持续扩大信贷投放,向市场注入更多流动性,释放巨额资金,以此来润滑粘滞的经济,挽救濒临崩溃的市场。

半年下来,这些抢救性措施,对阻止经济下滑、保就业、保社会稳定,是有明显作用的。以中国为例,从最新数据看,经济下滑的势头已经得到遏制。而发达经济体方面,也有一些指标开始转好。不过,在好转的同时,其隐忧也是明显的。特别是一些经济体的财政赤字激增,正在成为新的问题。而那些庞大的刺激计划,其效果如何?后续资金又从哪来?更是问题。

其次看市场的力量。近几个月来,全球各主要市场又出现了一波少见的涨幅。不仅股市反弹得厉害,大宗商品与期货市场也涨势惊人。以沪深股市为例,上半年,这两个市场在全球的表现最为突出,半年时间创下了上涨70%的记录。而国际油价也从40多美元涨到70多美元,短期涨势也十分可观。这样的上涨,理由何在?有基本面支持吗?当然不是。

从市场表现看,之所以出现如此涨幅,显然与投机力量再度复活有关。在信贷政策宽松、短期流动性泛滥、资金成本低廉的情况下,市场中的投机力量再一次出手,以更为凶悍的手法,通过对行政措施的扶持,对各类要素市场的大肆炒作,来牟取超过平常年份的暴利。也就是说,在经济刺激措施还没有对实体经济产生明显作用之前,市场中的投机力量已经在利用资金泛滥的大好时机大赚了一把。这样的市场趋势,对经济运行是否有利,值得一问。

再次看社会的力量。也就是实体经济的运转情况到底如何?老百姓的生活情况,特别是收入情况与就业情况到底如何?也是一股对经济政策与市场运行具有反制作用的巨大力量,而且这是各大小经济体的领导人第一要考虑的力量。在金融危机爆发之后,之所以各经济体不计成本地推出了一系列政策措施,正是基于对社会稳定、对就业保障的考虑。

现在,从已经推行的政策措施看,至少在相当程度上,对稳定就业、稳定老百姓的收入预期,有明显作用。以中国为例,在这次金融危机中,受影响最大的是外向型企业。为了避免大量外需企业倒闭,自去年年中以来,中国已多次提高了相关产品的出口退税率。此举保证了大量劳动密集型企业的工作岗位,对社会稳定影响很大。同样道理,在外需急剧下滑的时候,推出巨额刺激计划,在相当程度上,也有保就业的考虑。

但是,经济政策的影响是复杂的、多方面的。特别是政策作用的时效性,对不同对象是不同的。对市场而言,尤其对资本市场来说,它的反应尤其灵敏迅速,往往会放大政策效应,产生过度反应。比如,持续放松信贷,就会为投机力量创造难得的资金环境,对投机炒作十分有利。而对实体经济来说,推行同样的政策,其作用力和作用时间,则要缓慢得多、滞后得多。

由此来看,在本轮经济复苏过程中,行政干预措施到底对实体经济的好转,对经济增长有多大作用,对市场中的投机力量又有什么影响,是否会被投机力量过度利用,需要研究。因为,之所以会造成本次金融危机,正是由于国际投机力量能量巨大,又缺乏监管,最终酿成了恶果。现在,这股力量再度出山,意味着什么?而行政力量、市场力量与社会力量之间的新一轮博弈,又会产生什么样的结果,有待进一步观察。