

2008 中国财经新观察

现在该是美元由弱转强的时候了

美国的一些重要贸易伙伴都对美元下跌表示出了不满情绪。现在该是布什政府设法执行“强势”美元政策的时候了。目前可能是联合干预美元的最佳时机。布什政府可以通过鼓励主要国家央行采取协调和联合的干预行动,来增强和稳固美元的强势地位。如果大家在联合干预美元问题上能达成一致共识,那么各国政府的联合干预效果将会更加显著。彼此合作就会产生共赢效果。

◎麦金农 汉克

2007年岁末,各国央行联手向信贷市场注入了大量流动性,以缓解流动性不足对经济的影响。12月18日,欧洲央行就单独向信贷市场注入了5020亿美元,这相当于瑞士全年GDP的130%。与此同时,各国央行人士还示意,“如果有必要”,他们还会向信贷市场继续注入流动性。对银行家们来讲,各国央行的言行犹如是“雪中送炭”,尽管这种缓手是暂时的,但银行家们依然可以趁此清理掉不为人知的那些坏账及相关缩水资产了。

但是,就在各国央行纷纷向信贷市场注入流动性时,有关美国通胀压力的不利消息却接踵而至。2007年11月份,美国消费者价格指数和生产者价格指数分别同比上升了4.3%和7.2%。即便以美联储最看好的保守通胀标准——反映美国个人消费支出的所谓“核心CPI年率”来衡量,这一指标也已上升到了2.2%水平,并超出了美联储2%的通胀区间上限。

与鸽派人士一直以来向我们证实的实际通胀情形相反,当今美国的通胀趋势及通胀预期并没有得到有效遏制。但是,美元汇率的不断下跌,早已预示了美国执行过于宽松的货币政策迟早会显露通胀的巨大风险。

当然,这一切并不会令华盛顿的重商主义者感到寝食不安。尽管美元兑欧元汇率在过去5年中已经贬值了将近30%,但他们仍然不

会为此感到忧虑。如果人民币兑美元能大幅升值,如果与美元挂钩的其他货币也能放松盯住美元的汇率机制,这或许是他们最希望看到的一种结果。

因为,在这些重商主义者看来,美元大幅贬值可以为消除美国的巨额贸易赤字创造奇迹。其实,这种观点从经济学理论来看是站不住脚的,但如果一旦转变为一种政治策略,那么情况可能会更糟。在一个开放经济体中,持续的贸易失衡并不是由汇率变化引起的,而是由净储蓄偏好引起的。自上世纪80年代以来,美国就一直存在着巨额贸易逆差,美元汇率波动并没有对巨额贸易逆差产生过什么显著的影响。

那么,我们应当怎么做才行呢?现在该是布什政府设法执行“强势”美元政策的时候了。布什政府可以通过鼓励主要国家央行采取协调和联合的干预行动,来增强和稳固美元的强势地位,就如同它们过去在美元走势过度疲软时对美元采取临时性干预措施那样。如果美元能更加强势,那么美元地位就会变得更加稳固,这将有助于维持美元作为全球储备、干预货币和结算货币的主导地位。由此,美元可为通胀预期提供一个盯住目标,这也可能是美联储孜孜以求的一个目标。

就目前而言,美元的弱势走势是周期性的。自2007年8月以来,由于美国房地产市场持续低迷,导致美联储将美元资产利率下调了一

个百分点,或许美元降息的幅度太大了一点。在通常情况下,一旦美国经济恢复增长及货币政策开始趋于紧缩,弱势美元将会出现反弹。但是,就像股票和房地产市场价格一样,外汇市场价格也会受非理性繁荣和羊群效应因素带来的过度振荡。这就是美元汇率为何会剧烈波动的真正原因。如果美国政府确信在长期内能维持美元的强势与稳定,那么它就应当及时采取干预措施,以促使美元的坚挺。

但这里面也有一个难题。确立以美元为中心的国际货币体系自1945年盛行以来,美国政府对市场一直保持了开放的态度,但对外汇市场通常仍维持着不干预的保守姿态,而其他国家政府在不同程度上却常常采取干预措施来干预外汇市场,以影响本国汇率的变动。

当今,除了一些东欧国家货币挂钩欧元外,亚洲国家、拉美国家、大多数非洲和中东国家都采用美元作为它们进行外汇干预的标准干预货币或“核心”货币。这样,这些国家就可以避免本国汇率错失了目标,并可由汇率问题引发的政治争议行透过去买入日元、卖出欧元来抑制韩元升值的话,那么相对于韩元的日元价格上升,将会令其逐渐走出通缩阴影的日本感到非常沮丧。同样,如果中国也采用日元来干预人民币汇率的话,那么日本更会感到惶恐不安了。

相反,如果其他国家坚持将美元作为外汇干预的标准干预货币,

那么美国若想单方面采取针对一种或更多种外国货币的干预措施来稳固美元的话,这种举措可能既不明智,或许也是难以奏效的。因为,这违背了二战后美元本位制的通常做法,而美元本位制早已让美国和全球经济受益匪浅了。

目前,可能是联合干预美元的最佳时机。因为,美国的一些重要贸易伙伴都对美元下跌表示出了不满情绪。欧洲央行行长特里谢曾表示,他对美元兑欧元汇率的剧烈波动感到忧心忡忡。日本新任首相福田康夫在公开场合也表示,他担忧日元升值会令日本经济再度陷入通缩境地。位于加拿大安全大略和魁北克地区的制造商们也尤为担忧加拿大元兑“石油美元”的大幅上涨。石油输出国组织正在研究用其他货币来替代美元作为石油的结算货币问题。中国总理温家宝近期也表示,美元贬值已造成中国大量购买美元资产的巨额损失。

如果欧洲央行、日本央行、加拿大央行和英国央行等能主动联合起来共同干预美元的话,那么美国的明智选择是与它们合作。因为,各国央行的联合干预行动要比各自为政的干预行动有利得多。同样,当各国央行联合干预美元时,各国政府的联合干预效果将会更加显著。因为,市场将会获得一个更为强烈的信号,各国政府的联合干预行动是言之有信的。

这也促使我们关注中国,包括关注针对人民币汇率的所有不当观点。假定我们有必要确认强势美元政策是值得信赖的,那么针对一个试图避免美元兑人民币大幅贬值的国家进行横加指责是不适当的。因为,中国透过不断购买美元来抑制美元兑人民币的快速贬值趋势,表明中国已增强了对人民币兑美元汇率的干预力度。结果是,美国的干预行动不仅填补了美国的储蓄不足缺口,而且还弥补了美国的巨额贸易逆差。

由于目前人民币汇率对其他亚

洲货币具有极其重要的影响,人民币的快速升值将增强其他亚洲货币(包括韩元、日元、泰铢乃至印度卢比等)的升值压力。因此,对中国施加压力并迫使人民币大幅升值,不仅会引发美元的新一轮下跌,而且还会进一步导致对美国通胀预期的误判。此外,美国还可能向其他国家输出通胀压力,并波及到整个国际金融体系的不稳定。

迄今,中国已拥有超过1.4万亿美元的巨额外汇储备,其国际影响力也变得越来越重要。一旦拥有可自由兑换货币的主要工业化国家(由欧洲央行带头)同意采取干预措施来稳固美元地位,同时持有大量美元的新兴市场国家(包括中国和沙特阿拉伯)也同意不再将它们的外汇储备“多元化”为欧元等其他可自由兑换货币。如果在稳固美元地位问题上大家缺乏一致共识的话,那么各国央行(比如欧洲央行)就势必要通过加大外汇干预力度来显示其干预效果,但在这种干预策略能否产生效应仍然是难以确认的。

因此,彼此合作才能产生共赢效果。这样,或许既可以缓解欧元的大幅升值压力,又可以减少投资者持有大量美元资产的投资损失,美国也会避免受到来自美元贬值引发通胀的灾难性影响。然而,要想让中国接受这一切,美国(包括欧盟)还必须支持一个具有公信力的强势美元政策,而不是在汇率问题上对中国横加指责,这样反而只会起到一种截然相反的效果。

(翻译:乐嘉春)

【作者简介】麦金农(Ronald McKinnon):美国斯坦福大学经济学荣誉教授、斯坦福经济政策研究院高级研究员;汉克(Steve H. Hanke):美国约翰霍普金斯大学应用经济学教授、托托研究院高级研究员。

【编者后语:本文英文版发表于《华尔街日报》。麦金农教授通过其弟子乔虹博士,同意将本文中文版供本报独家发表】

国际金融市场面临三大风险与三大发展新趋势

◎谭雅玲

2007年以来,美国次贷危机引起了国际金融市场的巨大波动,市场对世界经济担忧进一步扩大。那么,如何看待当前国际金融市场的未来波动趋势?把握当前国际金融市场发展的三大新动向,将有助于我们认识这三大问题。

当今,把握国际金融市场格局与趋势变化的焦点集中在,有以下三大基本因素会影响到未来国际金融市场的发展前景。

一是价格风险将逐渐转变为制度风险。由美国房地产市场次贷延伸的诸多金融衍生品信用风险,未来有可能会由金融市场风险转化为金融监管的制度风险,金融市场的价格风险将转变为金融信用风险。由此,市场会产生一定的恐慌情绪,并可能会进一步导致金融机构的信用失控。

伴随着外汇储备的快速增长,短期内美元价格下跌,会促使各国加快汇率机制改革。由此,对外汇储备资产损失的担忧将转变为对汇率制度变化的关注。特别是一些海湾国家开始考虑脱离挂钩美元的单一汇率制度,并逐渐开始注重外汇储备的多元化问题。还有,包括持有大量美元外汇储备的亚洲国家也考虑其外汇储备结构问题。因此,美元下跌可能会引起汇率的制度性改变,并将可能会引起可能更大的信用危机。

二是金融产品风险转为资源价格风险。由于美元利率、美元汇率及美国股市引起了市场担忧美元计价资产的价值会下跌,突出了由美元主导且由美国引导的国际金融信用问题。另外,在经历了去年上半年大幅度调整后,资源价格可能会继续大幅度上涨,如近来黄金价格已达到28年新高的739美元水平,油价也创下历史新高。

这表明,国际金融风险已与资源价格风险相互连接,增加了市场

和政策调整的复杂性。由于美元依然是国际大宗商品的报价和计价货币,美元下跌或不稳定,将可能会继续推升资源价格上升。由此,各国资源战略会促使金融风险转化为资源价格风险,并最终可能演变为市场危机。

三是经济全球化转为投资全球化风险。经济全球化不可避免,全球各个经济体之间的连接将愈加紧密,由此导致资本的流动速度与期望效益同金融投资之间的关联度更为密切。价格连接收益、收益连接及相关政策变化,导致流动性过剩会形成投资全球化的新格局。

与此同时,各国经济发展阶段与背景的差异创造了投资博弈的有效空间和条件,使得价格博弈、收益与风险平衡将形成投资全球化的一种溢价效应。而投资全球化将集中于金融产品的价格上涨与投资收益相互攀比的投资溢价扩大上,对冲基金的影响将更为显著。

上述三种金融市场发展的新动向,预示了未来国际金融发展的三种可能发展趋势,也值得关注。

可能一:透过打击伊朗可能会转移美国经济压力。当前,美国能否度过衰退危机之困局,能否避免经济衰退风险,这是眼下美国面临的现实问题。由此分析,美国基于自身的需求,可能会以打击伊朗作为自我协调和外部控制手段加以运用。因为,通过石油欧元报价、增加欧元储备、减少美元储备以及建议OPEC采用石油欧元报价,伊朗对美国构成的挑战,正不断刺激和伤害美国的霸权心理。

可以预期,美国股市和美元汇率将从全球流动性产生的美元利益中获益,美国可以通过外部消化其压力,但可能会引发国际金融资产组合的混乱与恐慌。当前,美国经济前景对世界经济增长的影响依然突出,美国经济的影响依然难以替代。

从目前来看,伊朗无论改变其外汇储备结果还是以欧元替代美元

当今,有三大基本因素会影响到未来国际金融市场的发展前景:一是价格风险将逐渐转变为制度风险;二是金融产品风险转为资源价格风险;三是经济全球化转为投资全球化。由此,又会产生国际金融市场发展的三大趋势:透过打击伊朗可能会转移美国经济压力;石油价格暴涨将冲击世界经济,并加剧通货膨胀上升;美国货币政策将引起国际金融资产多元化组合变化,并将不断强化美元霸权。

作为石油交易和结算的主张,有可能会扭转美元主导大宗商品交易和结算的地位和格局。由此,也会引发美国的不满情绪,最终可能演变为美伊冲突。这不仅必然影响国际金融市场振荡,而且还将导致石油等大宗商品价格的大幅上涨。

可能二:石油价格暴涨将冲击世界经济,并加剧通货膨胀上升。我们看到,石油本身对全球经济的影响非常有限,但石油价格高企会融合国际资本流动、地缘政治和投资产品组合等因素,将会凸显潜在的市场风险。

从目前来看,国际石油价格将继续上涨的可能性很大。一方面,国际政治因素、石油资源竞争等因素可能会改变当前的国际石油供求关

系;另一方面,美国运用综合战略,着眼于国际货币之间博弈的长远利益需求,国际石油价格将会成为金融博弈的重要筹码之一。尽管国际石油价格的均衡点将继续维持在70美元左右,但目前期货市场上的石油价格已上升至100美元水平,这是全球流动性过剩产生的结果之一。

全球股市节节上升已经表明,越来越多的资金正通过股市向实体经济进行配置,过多的资金必将有可能会刺激全球通胀的加速上涨,且未来全球通胀有可能会突然加快,这意味着本轮全球经济高速增长将终结,潜在的金融危机也将可能难以避免。

可能三:美国货币政策将引起国际金融资产多元化组合变化,并将不断强化美元霸权。从国际金融角度看,自上世纪90年代以来,美国金融战略和策略的前瞻优势较为突出,不仅实现了美国货币政策的主旨(扩大经济持续稳定增长周期),而且还强化了美国金融战略和策略的效率 and 影响,强势美元货币政策更具有灵活性。

其实,美元汇率变化经历了四个阶段,都折射出美国金融全球化和区域化博弈的政策和策略设计。其中,金融全球化利益旨通过实施货币政策来促进美国经济增长和增强经济实力,充分发挥美元主导的金融市场优势,并进一步巩固美元的市场份额、比例竞争。区域化博弈则以超前意识的战略和策略设计,构建有利于美国经济和美元利益的政策组合。

未来美国仍将以“强”控制和主宰全球经济金融的策略,但却凸显了当前美国经济面临的与压力。尽管如此,但美国经济对世界经济变化的影响依然突出。预计在将来3年至5年内,美国经济主导全球经济的影响力依然存在,美元作为国际货币的影响力也不会改变,

美国经济与美元汇率依然是世界经济和国际金融关注的核心因素。

从未来5年至15年来看,美国经济实力将逐渐削弱,这势必会减少美国经济的全球影响力,进而也会影响到美元作为世界强势货币的地位与作用。全球货币的价格与比重调整及价格变化的合理性将修正美元的绝对优势,且欧元存在潜在危机。不过,美国依然具有继续主导全球经济的优势,但世界格局多元化将成一种必然趋势。

从未来20年至30年来看,欧洲或亚洲经济将取代美国而成为世界上最大的区域经济体,从而将使欧洲或亚洲地区的货币在交易、结算和储备等方面的份额与比例将超过美元,由此世界金融格局将呈现多元化趋势。

美国政府以美国经济利益和国家利益的需要为主,以强势美元来拉动和刺激经济信心和稳定经济。可以预期,强势美元政策将是未来美国的政策与策略的必然选择。而且,美国金融的优势依然突出,主要表现在以下三个方面。

其一是规模优势。美国完全开放型的经济模式对全球经济不仅具有引导性,而且还具有全球经济对它的高度依赖性。美国经济仍然具有很大的影响力,这也加大了经济风险的冲击影响。因此,稳定美国经济也是全球经济发展的一种需要。

其二是机制优势。美国具有经济、金融政策的透明度、灵活性和相对有效性等制度优势,促进金融市场中金融投资产品多样化,提高金融投资的效益性,使得国际金融市场真正成为资金避险的重要市场。

其三是市场优势。美国具有将股票、外汇、商品和劳务等市场统一的规模与效益优势,在全球市场占有率和覆盖率相当突出,尤其是美元资产的主导性进一步扩大美国金融市场的吸引力。

■今日看板

弱势美元政策背后反映重商主义回归

◎乐嘉春

当今,弱势美元的幽灵徘徊于全球,而且还降临到了大地上。这是一个不那么让人感到亲切的幽灵,带给我们的或许是一种略带恐惧性的挑战。因为,随着弱势美元影响的绵延和扩张,全球经济增长前景、国际金融市场波动趋势、全球通胀预期等也变得愈加扑朔迷离。

那么,弱势美元为何在目前会如此盛行?这也激发了人们试图恢复思想活力的一些新尝试。可以说,重商主义思潮的现代回归,主宰了华盛顿奉行弱势美元政策的灵魂,这可能就是问题的本质。

也许,美国的巨额“双赤字”(财政赤字和贸易赤字)一直以来困扰着美国经济,尤其是2000年网络股泡沫破灭后,美国为刺激经济而持续降息;去年发生的次贷危机又加深了未来美国经济增长的不确定性,这促使美联储再次动用降息措施来缓解次贷危机对经济的影响。这些因素可能是导致美元弱势的诸多重要原因。

问题是弱势美元能不能拯救美国经济?奉行弱势美元政策,让美元大幅贬值,可以帮助美国消除巨额的贸易赤字。其实,美国巨额的贸易赤字对应着美国的庞大储蓄缺口(低储蓄率),美国维持扩张型的财政政策,进一步强化了储蓄率下降的趋势,这就需要引入外部过剩储蓄(或外部融资)才能得到平衡。当前美元是美元汇率近年来的升值幅度也较大。结果是本币升值会透过净出口变化而对一些国家的经济增长产生不利影响。

另外,美元不仅在全球贸易中而且在全球资本市场中也发挥着极其重要的作用。例如,美元贬值导致以美元作为计价货币的石油等大宗商品价格快速上升。石油输出国家组织认为,美元持续贬值是导致石油价格上涨的主要原因之一。

随着大宗商品价格的持续上涨,势必会增加全球商品的生产成本,加上本币升值,这两大因素增加了全球通胀压力。从这个角度来看,美元贬值导致了美国向其他国家输出通胀压力的结果。

当然,由于目前世界上许多国家和地区都将本币主要盯住美元,当华盛顿主张挂钩美元的其他货币放松盯住美元的汇率机制时,尤其是当美元持续下跌时,美元的弱势会产生全球金融的脆弱性问题,并危及国际金融市场的稳定。

所以,弱势美元影响的利弊结果是相当明显的。在全球经济出现不祥之兆时,重商主义的卷土重来,足以说明华盛顿为什么还会继续奉行弱势美元政策。

在历史上,“重商主义”一词是描述中世纪末到启蒙运动时期(15-18世纪)阶段的一种经济思想,直到18世纪后半叶,“重商主义”连同它的同义词“重商制度”才开始使用。亚当·斯密在《国富论》(1776)中使用了这个词才被世人广为人知。当然,斯密对此是持批判态度的。从广义上讲,重商主义是指一系列思想和政策。其中,重商主义的政策包括,强调利用国家力量建立工业,获得和增加出口盈余,积累贵金属储备。

重商主义的现代回归则表现是一种“经济国家主义”,强调以国家的名义采取一系列政策措施来保护本国经济,试图为实现本国利益而操控经济或市场,以促进本国经济的繁荣,同时在不同程度上又摒弃了完全自由市场化和全球化。从贸易保护主义抬头、政治因素决定全球能源分配及对他国汇率施加上升值压力等问题上,都可以看出重商主义的卷土重来。

确实,当前美国奉行的弱势美元政策,其实反映了重商主义的现代回归的一种重要思潮。重商主义背后反映的是民粹主义情结。只要能维持美国的经济繁荣,华盛顿可以国家的名义采取有利于美国利益的经济政策(包括奉行弱势美元政策),所以,可以完全不顾其他国家的切身利益。

且,当以美国为代表的重商主义开始重塑世界政治经济新格局时,要想让华盛顿放弃弱势美元政策在短期内是很难的。由此可见,美元的弱势趋势仍将维持,世界经济增长的不确定性将进一步增加,油价上涨、全球通胀压力增强及国际金融市场动荡等问题也将伴随而至。

这就是为何当前我们无法消除对弱势美元的幽灵徘徊对全球经济的挑战。