

美元指数破位下跌 外储战略需要调整

□中国农业银行大客户部高级专员 何志成

21日上午，“欢声所归”的美元指数破位行情在全球外汇市场亚洲交易时段终于发生了。所谓破位行情是指：美元指数跌破了2008年全球经济危机爆发前的低点。在美国经济包括全球经济正在缓慢复苏的当口，美元却遭到全世界的抛弃。

美元指数其实一直在跌，但在周一标普下调美国主权信用评级前景后，美元指数曾经有一波强劲反弹。现在看来，这次强劲反弹是为了掩护周四的破位下跌。

美元指数破位肯定有美国的原因，比如，现在市场最担心美国政府发债已经接近国会授权的上限，同时两党还在为削减赤字的问题争吵不休。另外还有间接因素——中国从战略利益出发，在欧元区爆发债务危机之后伸出援手，加大了欧债购买力度。在本周三，西班牙政府发行40亿欧元债券，中国政府率先购买，致使该债券在开盘不久就一抢而空，欧元随即上涨100点左右，周四白天更是突破14630点大关。

欧元属于全球外汇市场中的风险资产，是全球风险资产的领头羊，其上涨能够带动全球风险资产上涨。比如，外汇市场中的商品货币和息差交易货币板块，以及大宗商品市场中的主要品种，包括与美元负相关的原油和黄金。本次美元指数破位，油价在24小时内上涨了4美元左右，黄金则强势突破每盎司1500美元。据美国媒体报道，连美国的次级债都上涨了10%左右。总之，全球风险资产在美元指数破位和欧元上涨的背景下再次被投资者所追逐。

美元破位不利于中国抗通胀。为了抑制全球大宗商品市场的疯狂上涨，除了天天敦促美联储收紧货币政策之外，我们或许应该为稳定美元做点事情。

我国的外汇储备已经突破3万亿美元大关。若仔细分析中国近几个月外汇储备的结构变化数据可知，在增加的4000多亿外汇储备中，除了“真实披露因素”之外——将原先没有记在中国央行名下的储备调整过来，美元连续下跌直接导致中国外汇储备中的非美货币出现“升值”，其所产生的“浮增”因素大约有1000亿美元左右。比如澳元，今年已经上涨了大约10%；再如欧元，今年上涨超过6%。其余主要货币，甚至包括日元，兑美元都是上涨的。

也许有读者存在疑问，中国一家能够每天交易量高达4万亿美元的全球外汇市场吗？打开美元指数走势图，我们会发现，中国过去几个月增减美国国债的数据变化趋势图与美元指数走势的变化图形大体相符。例如，中国政府机构去年10月前曾经大幅度地削减欧元区债券，同时买入美国国债，当时美元指数是上涨的，相反，欧元却出现大幅度下跌。而自去年10月以来，中国政府开始买入欧债，同时卖出美债，美元指数则是连续下跌的。虽然中国政府并没有买卖多少，但市场有可能跟着我们操作。

在中国担心外汇储备过多的时候，美国政府却从不表示担心美元下跌，这给人以假象，似乎美国政府乐见美元下跌，甚至有分析认为，此轮美元指数的下跌其实是美国政府自编自导。这种分析非常让人担心，它给人一种暗示：美国政府在做空美元。如果真是如此，全球货币体系将一片混乱，美国经济也将陷入真正的债务危机，因为其他国家很可能不再买入美债了。

全球外汇储备大国，除了中国，就是日本，而日本由于遭受重大自然灾害，经济实力大减，其3月贸易盈余剧减了80%以上。这说明，日本有可能从资本输出国变为输入国。其余国家大都储备不足2000亿元，包括石油输出国组织。而在当前，除了欧债危机以外，美国政府也在闹债务危机——严重缺钱。此时，如果中国决定减少美国国债的购买量甚至减持美元资产，美元有可能出现大跌。

有消息说，美国政府已经通知G7国家，准备进行新一轮联合市场干预，但这次干预的对象不是日元，而是处于危机边缘的美元。在美元指数破位后，德国财长表示：如果欧元能够弱一点，对德国经济将更好。此发言明显是一种暗示；而英国政府最近宣布，它正在积极增加外汇储备，以便储备干预外汇市场的“弹药”。据悉，其新增的币种主要是欧元；而日本政府已经宣布将发行10万亿救灾债券，这等于告诉全球市场投资者，它不会在重建期间大幅度地减持美国国债。预计日本政府下周会宣布维持量化宽松政策不变，以与美联储保持货币政策的一致性，捍卫美元。

虽然美元指数破位并不等于美元崩盘，但此事对中国的警示作用很大。目前全球可兑换货币大约20余种，主要储备货币有美元、欧元、日元、澳元、加元、英镑和瑞郎等。今天美元破位，未来可能出现欧元的暴跌。欧元加元似乎有较好的基本面，但已经运行在高位，而且盘子很小，不适合做中国政府储备的主要货币。还有日元，但过多地买入日元，除了有可能承担日本经济下行的风险之外，还可能帮助了对手——毕竟未来的储备货币亚洲只能有一个。

中国的外汇储备已经大到不能继续买也不能连续卖的程度，必须加以改变。转变模式的第一步是多元化。同时，必须改变严重依赖出口的经济模式，必须尽快减少贸易盈余，减轻人民币银行购汇的压力。同时，最根本的办法是“藏汇于民”，让过多的国家储备转化为企业和居民储备。而要做到这一点，人民币汇率形成机制必须加快改革，尽快实现人民币资本项目的可兑换。

以制度驱动增长 跨越“中等收入陷阱”

□社科院世界社保研究中心主任
社科院拉美所所长 郑秉文

目前，中国刚刚进入上中等收入阶段。在这个阶段，要实现要素驱动向效率驱动的转型，就需要制定一套由“制度”、“政策”和“基础设施”构成的动力组合。

制度：效率转型的关键

“制度”是指个人、企业和政府三者互动、进而产生收入和财富的法律和行政框架。制度虽然不能直接导致增长，但制度的质量对增长的影响非常大，它对投资决策、生产组织、利益分配、发展战略发挥较大作用。制度的质量有两层含义，一是政府对市场、公平和效率的态度，不同的态度将导致不同的政策，不同的政策将导致不同的产出；二是政府的效率，如果官僚主义和文牍主义盛行、腐败低效和不透明等，都会降低经济增长。

制度因素与制度环境对经济增长的影响非常大，并且是不可替代的。这是因为，制度环境对宏观和微观经济政策、对社会政策和公共政策产生直接影响。在全球化背景下，在未来中等收入国家的激烈竞争中，决定其胜负的根本原因之一在某种程度上就是“制度”，他们相互较量的实质也是“制度”。制度对增长决定性作用与日俱增，依靠“制度”和管理等这些非物质生产要素驱动增长，意味着增长机制的深刻转变，甚至在某种意义上说，“制度”可被视为生产力，制度的质量可被视为生产力水平；制度变迁推动经济增长，经济增长伴随着制度变迁。

在过去的十几年里，以法制建设为主要标志的“制度”建设在中国取得了长足发展，服务型政府的建设与转型取得了较大成就，为可

持续增长创造了有利环境。在未来十几年里，体制的活力与“制度”的优势是决定增长可持续性与国际竞争力以及顺利跨越中等收入陷阱的关键。

政策：效率转型的保障

“政策”有四层含义。一是指宏观经济政策。宏观经济政策如果没有较好的稳定性，就难以提供稳定的预期，增长就难以获得可持续性，甚至停滞或倒退。例如，通胀管理能力较差，政策出现偏差，通胀预期就必然较高，就必然会导致商业周期紊乱，放大经济的波动性。

二是指微观经济政策。反垄断和不正当竞争、公平竞争的市场秩序和市场效率、企业财税政策、治理污染保护环境，所有这些都是宏观经济运行的微观基础，否则，如果没有良好的微观经济政策，宏观经济政策的目标依然不能实现。这是因为，良好的微观经济政策对提高货物生产和服贸的效率具有诱发作用，包括微观经济活动的质量和数量，相反，微观经济政策失当就会直接影响货物市场和金融市场的效率，进而对经济增长产生极大负面影响。

三是社会政策。社会政策如果不适宜，例如，初次分配不合理，二次分配就难以调整，两极分化就难以控制，劳动的激励显然不利于增长。再例如，劳动力市场的效率与弹性直接影响劳动力的流动效率和生产激励，进而间接影响增长。如果劳动力从一个经济活动迅速向另一个经济活动转移时成本较高，工资水平僵化，就说明劳动力市场僵硬，影响市场效率，进而影响增长。

四是公共政策。包括医疗卫生、国民教育、土地管理、市政建设等公共事务政策在内的公共政策在进入上中等收入阶段之后，应认真反思

和总结经验，吸取以往一些发展中国家的经验教训，使之能够适应增长和社会发展的需要，避免其成为制约增长的一个短板。总之，在以往的下中等收入阶段，宏观经济政策对增长做出了重要贡献，但在微观经济政策、社会政策和公共政策的配套和配合等方面却存在许多政策缺失，有些已显得严重滞后；在进入上中等收入阶段，经济社会环境和国民诉求等许多方面都有较大改变，对此应予以高度重视，积极跟进，否则，将有可能拖累增长，在这方面，深陷中等收入陷阱的一些发展中国家的教训值得吸取。

基础设施：效率转型的支撑

“基础设施”有两层含义。一是指交通道路、航空铁路、电力和电话等市政建设的公共产品的提供。在下中等收入的“经济起飞”阶段，尤其在“十一五”期间，这些硬件的基础设施投入较大、改善较快，尤其在金融危机之后，经济刺激一揽子方案中加大了对包括农村在内的基础设施投入力度，为进入上中等收入阶段打下了良好的基础。

二是指社会基础设施，即指医疗卫生、社会保障、国民教育、金融服务等公共服务的提供。统计显示，改善基础设施可降低物流成本，提高区域贸易和国际贸易，既可促进增长，又可减贫。在这方面，韩国具有较多经验，它通过改善基础设施每年提高GDP大约1.4%-1.8%，减少不公平大约10%-20%。相反的案例显示，在陷入中等收入陷阱的国家中，一半以上的国家其基础设施的公共投入都有所不足，导致其增长乏力。例如，拉美对基础设施的公共投入在20世纪80和90年代始终呈下降趋势，从1988年占GDP的3%下降到1998年的1%，而这20年正是拉美

经济处于低谷的20年。巴西政府认识到了这个问题，加大了对基础设施的投入力度，仅2007-2010年对基础设施的投入就达5040亿美元。于是，2003-2010年卢拉政府执政8年平均增长率为3.9%，最高年份2007和2008年分别高达6.9%和5.1%，而1990-2002年仅为1.9%。

在2010年的全球竞争力排名中，中国位居第27，但相比之下，基础设施的单项竞争力排名仅为第50位。这说明，虽然中国在“十一五”期间包括交通运输在内的公共服务的数量和质量都有很大改善，但与其他领域相比还是落后的，在效率驱动阶段难以满足社会发展和经济增长的需求。同时也应看到，在中等收入国家中，中国基础设施的得分情况要好于金砖四国和拉美国家的平均水平，这就为中等收入阶段的效率驱动转型和可持续增长打下了一个基础。

制度与政策是决定性因素

100多个中等收入国家布满在向高收入目标的阶梯上。在这些中等收入国家的激烈拼杀竞争中，就个案而言，无论其“基础设施”有多先进，自然资源有多丰富，劳动力资源有多充沛，他们都不是决定其最终能否跨越中等收入陷阱的决定性因素。充其量，这些条件只是走出中等收入陷阱和迈向高收入的充分条件，而必要条件是“制度”及其制定的“政策”，即“制度环境”和“制度建设”是具有决定性意义。

阿根廷是一个很好的案例：早在50年前就进入中等收入行列，资源禀赋十分优越，基础设施也非常优秀，但是，近半个世纪以来，在其经济增长的动力组合中，由于“制度”严重缺失，“政策”十分僵硬，阿根廷通向高收入的道路十分坎坷，步伐十分缓慢。

阿根廷案例说明，第一，“制度”和“政策”具有相当的不可替代性和稀缺性，在某种意义上说确已成为经济增长的驱动力，构成一国核心竞争力的要件。这些“无形生产要素”甚至比任何其他自然资源更稀缺，比任何其他诸如劳动和资本的有形要素更不可替代。第二，正是由于“制度”和“政策”的严重缺失，导致阿根廷经济增长的潜力难以释放；它向人们揭示这样一个提问：为什么阿根廷在中等收入这个陷阱里爬行了半个世纪至今还未出来，乃至成为世界之最？答案必然是：糟糕的“制度”和“政策”必然导致糟糕的增长。

与此同时，在全球139个经济体排名中，阿根廷“屈居”第100-130名之间的子项目还有将近50个，他们均属“制度”和“政策”的范畴。

阿根廷案例说明，第一，“制度”和“政策”具有相当的不可替代性和稀缺性，在某种意义上说确已成为经济增长的驱动力，构成一国核心竞争力的要件。这些“无形生产要素”甚至比任何其他自然资源更稀缺，比任何其他诸如劳动和资本的有形要素更不可替代。第二，正是由于“制度”和“政策”的严重缺失，导致阿根廷经济增长的潜力难以释放；它向人们揭示这样一个提问：为什么阿根廷在中等收入这个陷阱里爬行了半个世纪至今还未出来，乃至成为世界之最？答案必然是：糟糕的“制度”和“政策”必然导致糟糕的增长。

3万亿美元外储并非实力象征

□武汉科技大学金融证券研究所所长
董登新

当前货币政策面临人民币升值内外冲突的困境：一方面，人民币对内价值贬值；另一方面，人民币对外不断升值（人民币对美元加速升值）。这究竟是怎样的一种矛盾现实？

蒙代尔的三角困惑

关于货币政策与汇率政策的协调问题，欧元之父蒙代尔曾经有过一个十分精辟而经典的描述，就是所谓的“不可能三角”，或称“三难选择”，即在完全自由的资本流动、独立自主的货币政策、稳定汇率或固定汇率三大政策目标之间总是存在着难以调和的矛盾，对于任何一个国家或地区来说，上述三大目标不可能同时实现，至多只能三选其二。

具体讲，为了实现资本的自由流动以及汇率稳定，则必须牺牲独立的货币政策，例如20世纪90年代的阿根廷。同样，要想实现资本的自由流动以及货币政策的独立，则必须放弃汇率稳定的目标，实行浮动汇率，例如美国。同理，要想实现汇率稳定以及货币政策的独立，则必须实行严格的资本管制，比方，汇改前的马来西亚。

自2005年7月21日起，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率不再盯住单一美元，形成有弹性的人民币汇率机制。“汇改”以来，人民币升值步伐明显加快。在资本项目严格管制的条件下，我们无法实现“藏汇于民”，为了稳定人民币汇率，央行必须将源源不断地流入中国的贸易顺差及资本顺差换购成为“外汇储备”。然而，这一做法却威胁到了货币政策的独立性，央行大量外汇占款直接导致市场流动性严重过剩，热钱与游资四起，通胀压力加大，整体物价水平呈上升趋势。尤其是自2008年第三季度世界性金融危机爆发以来，蒙代尔的三角难题更加突显出来，进而导致宏观调控的难度、复杂性及不确定性进一步增大。

主动紧缩与被动放贷的矛盾

基础货币（俗称“银根”）是笼中之虎，它具有极强的爆发力或伸缩性，这就是基础货币的“乘数效应”。基础货币是由中央银行控制的，所谓紧缩银根或放松银根，是指央行货币

政策的一种政策取向。央行对基础货币实施控制，主要是为了实现货币政策的最高目标——稳定币值、稳定物价，并以此为基础促进经济增长。

众所周知，央行控制基础货币（银根）的根本途径大体有三个：其一，存款准备金制度。央行通过提高存款准备金比率，可以有效地抑制银行贷款扩张速度，从而达到紧缩银根的效果；相反，央行降低存款准备金比率，可以扩大银行放贷规模，从而达到放松银根的作用。其二，贴现政策。央行通过提高贴现率，可以增大企业票据贴现融资成本，抑制企业票据贴现融资的冲动；相反，央行降低贴现率，可以刺激企业扩大票据贴现融资，借此增大货币投放。其三，公开市场业务。央行通过在公开市场大量抛售国债或外汇，可以直接回笼货币，减少货币供应量；相反，央行在公开市场大量买入国债或外汇，则会增大人民币投放，从而增加货币供应量。

然而，如今的中国，即使继续保持“资本严格管制”的前提不变，仍难以兼顾物价稳定与汇率稳定的两大政策目标。一方面，在以原油和铁矿石为代表的国际大宗商品价格不断攀升、国内物价不断上涨的形势下，央行为了保持货币政策的独立性，强调控制通胀，稳定物价，央行不得不连续加息，频繁上调存款准备金率，并持续循环发行巨额央票，回笼货币。另一方面，面对源源不断流入中国的外贸顺差及资本顺差，央行为了维护人民币汇率稳定，又不得不大量收购贬值的美元，将它们转换成外汇储备。与此同时，等值的人民币被投放出去，央行庞大的外汇占款直接导致流动性严重过剩，造成客观上的货币扩张、放松银根。这是怎样的一种矛盾循环？

3万亿美元外汇储备难题

美国发行世界性国际货币——美元，并拥有世界上最大的债务规模，美元越贬值，美国偿债就越省心省力。换句话说，美元越贬值，所有美元计价的其他债权也都会贬值。当前中国外汇储备突破3万亿美元。我认为，3万亿美元外汇储备是中国外贸顺差与资本顺差累积的结果，但这并非是中国实力的象征。首先，从外贸顺差来看，中国贸易结构层次不高，出口主要以低附加值、劳动密集型产品为主，比如，纺织、服装、鞋帽、塑料、玩具等，同时还要辅之以成本代价高昂的出口补贴和出口退税，

因此，笔者认为，在宏观紧缩、银行贷款受阻的情况下，正是股市大扩容、公司债发展的最佳时机。我们相信，今后若干年，中小板和创业板将毫无疑问地加速扩容。此外，国际板的引入，将有利于超额外汇储备的“消肿”与分流。可见，做大直接融资渠道，将会成为货币政策与汇率政策之间相互沟通的润滑剂与调节器。

强制结售汇制度 助推货币超发

□窦含章

中国可以通过人民币升值来对抗通胀”是一个在国际金融界广为流传的观点。美国财政部长盖特纳和美联储主席伯南克也向中国提出了同样的建议。当一个观点被重复千遍，特别是重复这一观点的都是专家和权威人士时，这个观点就很可能被当成真理。可惜，无论现实还是理论，都无法证明这一观点的成立。

以中国为例，2005年7月21日，中国启动汇改，从那时起人民币开始单边升值。也是从那时起，中国楼市、股市泡沫泛起，房价飞涨。到了2007年，食品价格快速上涨，带动CPI一路走高，迫使央行连续加息。到2008年，人民币与汇改前相比升值约19%，中国一线城市的房价普遍涨了两到三倍，物价也大幅上升，出现了明显的通胀苗头。国际金融危机爆发后，人民币停止升值，通胀之势才告一段落。2010年6月19日，中国央行再启汇改，至今日，人民币升值幅度已经超过4%。而过去10个月，恰恰是中国CPI迭创新高的10个月。事实说明，人民币升值不仅没有抑制通胀，反而通胀的发生具有高度正相关性。

本币升值确实可以用等量的本币购买更多的商品，从而拉低国内物价。可惜的是，中国人不能直接用人民币在国际上购物，必须换成美元，而人民币与美元不可自由兑换。

中国实行有管理的浮动汇率制度，但人民币并不可自由兑换，因此我们实行强制结售汇制度。在中国的内外资企业无论在国际市场购买什么商品，都要先通过外汇管理局换汇。而出口挣得的美元同样要通过外汇管理局结汇，这种体制使中国央行积累了巨额的外汇储备，目前已经超过3万亿美元。在这种体制下，本币升值表面上似乎增强了人民币的购买力，但实际上这种增强不过是幻觉。举例说明，假设一家企业在2005年出口创汇10000美元，按照结售汇制度，央行会以2005年8.27:1的牌价买入这10000美元；现在，企业要到国际市场购买石油，需要换回10000美元，央行将不得不按照6.52:1的牌价卖出这10000美元。在这一过程中，假设国际油价不变，则该企业购买10000美元石油，比2005年少支付17500元人民币，可是

与此同时，中国央行则净亏损17500元人民币。也就是说，在油价不变的情况下，企业赚的，就是央行亏的。中国作为整体，一分钱便宜也没占到。更何况，油价并非未变。纽约商品期货交易所2005年原油均价为56.56美元一桶，2011年4月21日，油价已经涨到111.45美元一桶。该企业即使将当初换得的82700元人民币全部换成美元，也仅能换取12684美元，购买113.8桶原油，而该企业如果2005年用当时赚得的10000美元购买原油，可以购买176.8桶原油。以原油衡量，该企业净亏63桶原油。而中国作为整体亏得更多。10000美元现在只能购买89.7桶原油。

不难看出，只要强制结售汇制度不变，人民币升值在最好的情况下，中国作为整体只能做到不赚不赔，而这种理想状态根本不存在。现实中，有数以千亿美元计的国际热钱通过假贸易、地下钱庄等各种渠道进入中国。这些热钱购买中国的房地产、股票或进行放贷，等到人民币升值到一定程度后撤走，就会获得超额收益。

今年一季度，中国新增外汇储备1974亿美元，而同期却出现了罕见的10.2亿美元贸易逆差。这说明人民币升值预期正在吸引大量热钱进入中国套利。在强制结售汇制度下，大量热钱涌入，意味着中国要被动发行大量基础货币，而超发货币的最直接结果就是通胀。所以，在强制结售汇制度下，人民币的自我升值不仅不能遏制通胀，相反还会加剧通胀。通胀发生的最重要原因或者说唯一原因，就是货币超发。2008年，为对抗全球金融危机，中国实施了4万亿美元的大规模投资计划，在保证中国平稳度过经济危机的同时，也在一定程度上刺激了通胀。可是今天，在国家控制固定资产投资规模的背景下，这一通胀刺激因素已经消除。货币超发的最直接动因就是国家外汇储备的被动增长。在这种情况下要抑制通胀，国家只有两种选择。一种是在保留强制结售汇制度的前提下，停止人民币升值；另一种办法就是让人民币可自由兑换，利用人民币升值预期强烈的市场心理实现人民币的国际化，使央行彻底摆脱巨额外汇储备不断增长的负担，将国内泛滥的货币疏导到国际市场。