

# 重新认识美元与大宗商品关系

□国家开发银行研究院常务副院长 郭谦

## 美元与大宗商品 并非只有负相关

从历史数据来看,绝大部分时间美元和大宗商品之间都呈现出非常明显的负相关性。对此一个常用的解释是大宗商品用美元计价,所以美元指数上涨会造成大宗商品价格下降;反之亦然。

对这一逻辑,我们做了一个简单的测试。为了抹平美元指数涨跌对于大宗商品定价的影响,我们用CRB指数和美元指数相乘得到一个新的指数。如果仅仅是因为货币计价的原因,新的指数和美元之间的负相关性应该显著减弱。但实际的结果可以看出,新的指数更多的跟随CRB指数走,而跟美元指数仍在大部分时间呈现负相关。这表明美元计价或许有部分影响,但绝对不是主要的影响因素。我们进一步考察CRB指数以及新合成的指数与美元指数之间的相关系数。可以更加直观的看出,抹平美元定价影响后的新指数和美元之间的相关性并没有明显的弱化。

如果美元定价不是主要影响,那么两者的负相关

性也并非是一定的。从相关系数上来看,尽管大部分时间都处于负值区间,但是历史上我们仍然可以识别出两个非常明显的正相关时点。一个是在1985年左右,另一个是在1991年左右。

我们认为宏观情景转变是驱动大类资产轮动的主要因素。我们重新审视决定美元指数和大宗商品的宏观因素。大宗商品受到全球需求影响,美国需求只是其中一部分。以原油为例,美国从上世纪70年代以来,原油消费占比最高为30%,一直低于欧洲消费量。且由于新兴市场的崛起,占比逐年下降,当前仅为19%。因此,不能简单的将美国需求和全球需求等同。大宗商品价格更多的是受到全球需求的影响。而美元指数则是美国经济和非美国经济相对强弱的一个标志,也就是说美国经济弱,美元指数不一定弱,只有美国经济比其他国家更弱的时候,美元才会走弱。同样美国经济只有比其他国家更强的时候,美元

## 1980-2008年 历史情景分析

宗商品价格涨。

第五,1989年3月至1991年底。1989年开始美国经济出现了加速下滑,但当时日本和德国经济仍然强势,因此全球经济缓慢下行。直到1991年初,美国经济触底,同时日本和德国危机先后爆发,强弱趋势开始部分扭转。这段时间表现为:美国经济弱,全球经济弱,但是美国经济更弱,因此表现为美元和大宗商品一起下跌。

第六,1996年6月至1999年6月。借助信息技术革命影响,美国经济从1994年开始步入强劲复苏通道。但是美联储连续加息后却在1997年引发了亚洲金融危机。受到新兴市场拖累,全球经济大幅下滑,直到1999年才得以走出危机。而同一时间美国经济表现平稳,形成巨大反差。这段时间表现为:美国经济强,全球经济弱,美元上涨,大宗商品价格下跌。

第七,1999年底至2002年初。互联网泡沫破灭前后,全球均陷入经济衰退。从数据上看,美国经济比全球经济更弱。大宗商品价格出现小幅下降,几乎达到1977年以来的历史低点。但是美元却出现逆势上涨,这和我们的框架并不一致。主要原因在于这种美国经济和全球经济在快速大幅衰退时刻,风险溢价会大幅攀升,而美元作为避险货币会逆势上涨。同样的情形也出现在2008年金融危机时刻,美国经济拖累全球增速,但是美元逆势上涨。这段时间表现为:美国经济弱,全球经济弱,美国经济更弱,但是避险情绪推动美

## 全球经济弱势下 大宗商品难有积极表现

较为明显的分化,出现了美国经济强、全球经济弱(1997-1998年)和美国经济弱、全球经济强(2004-2007年)的宏观情景。截至2013年,美国经济占全球GDP的比重仅为16%,相比于上世纪90年代又进一步下滑了5%左右。这意味着美国经济对于全球经济影响力下降到历史低位,难以重现上世纪80年代全球经济跟随美国经济同涨同跌的情景。

站在当前时间节点,美国经济处于复苏边缘,但是新兴市场经济体存在下滑压力,日本和欧洲经济未

才会走强。

美元指数和大宗商品受到不同的宏观背景驱动,如果美国经济和全球经济出现分化的时候,两类资产将按照各自的逻辑演绎,两者相关性也在不断变动。从历史数据来看,这种时刻并不少见。因此在分析美元指数和大宗商品相关性时,需要同时考虑美国经济和全球经济两个维度。存在以下不同宏观情景,我们接下来会通过具体历史情景分析。

美国经济强,全球经济强,大宗商品价格上涨,此时美元取决于相对情况,如果美国经济更强,那么美元上行,两者正相关,如果美国经济弱于全球经济,美元下行,两者负相关;美国经济强,全球经济弱,大宗商品价格下行,美元强,两者负相关;美国经济弱,全球经济强;大宗商品价格上行,美元弱,两者负相关;美国经济弱,全球经济弱,大宗商品价格下行,美元取决于相对强弱。

元上涨,大宗商品价格下跌。

第八,2002年至2007年。2002年全球经济复苏,新兴市场引领全球经济增长,期间美国经济复苏至2004年后出现下滑,全程美国经济增速都要弱于全球增长。这段时间从经济表现上应该分为两段:2002-2004年,美国经济强,全球经济更强;2004-2007年,美国经济弱,全球经济强,但是大类资产都表现为美元指数下跌,大宗商品价格持续上涨。

第九,2007年9月至2010年9月。次贷危机发展为席卷全球的金融危机,美国拖累全球走向经济衰退,然后在全球刺激政策配合下双双出现反弹,美国经济始终弱于全球增速。这一时期大宗商品价格和全球经济走势一致,先下后上。美元在避险需求下出现一波小反弹,但总体弱势。这段时间总体表现为:大宗商品跟随全球经济先下后上,而美国经济弱于全球经济,美元弱势,但是避险情绪下美元会出现小幅反弹,类似2001年。

第十,2012年底至2014年。这段时间美国经济一直表现较弱,全球经济由于新兴市场动力衰竭也逐步下滑,大宗商品价格在2011年见顶后下滑。由于新兴市场增速仍然要强于美国,美元这段时间表现总体较为疲软,期间因为欧债危机等风险事件会有局部反弹,但未出现趋势性上行或者下行。这段时间表现为:美国经济弱,全球经济弱,美国经济更弱,美元价格维持低位,大宗商品价格下降。

见起色。如果考虑到美国经济占比系统性下滑到低位,短期内很难依靠一己之力带动全球经济重回增长渠道,也就是说在宏观情景上我们依然处于全球弱的状态,无论美国经济是否能够由弱转强,大宗商品价格都很难有积极表现。

从另一个角度来说,如果看到美元指数趋势下滑,这意味着美国经济复苏夭折,将陷入美国经济弱、全球经济弱,美国比全球经济更弱的境地。这种情景下更应该担心大宗商品价格下滑问题,而非上涨压力。

■ 2015年5月25日 星期一

## 亟待全面深化 外资管理负面清单制度

□中国国际经济交流中心副研究员 张莱楠

近期,自各大自贸区相继挂牌后,上海、天津、广东、福建四个自贸试验区公用的负面清单正式实施,这意味着负面清单管理在更大范围内全面铺开。然而,从改革意义上讲,负面清单模式不仅在于“面”的推广,更在于“度”的深化。

负面清单产生于《关贸总协定》(GATT)乌拉圭回合关于《服务贸易总协定》的谈判过程中。所谓“负面清单管理模式”是指建立“以准入后监督为主,准入前负面清单方式许可管理为辅”的投资准入管理体制,即政府将不允许外国投资者投资的相关产业列入“负面清单”,在此名单之外,政府不应进行太过严格的监管。

2013年上海自贸区作为中国首个试点的试验区,开始实施负面清单模式。上海自贸区2013年版的负面清单包括了国民经济18个经济行业门类,涉及89个大类、419个中类和1069个小型;编制特别管理措施共190项(约有17.8%的小类有特别管理措施)。其中,对试验区重点发展的产业(服务业和的部分制造业)按照小类表述,制造业限制小类占比约11.6%,服务业限制小类占比约23%,涉及面可谓甚广。

目前世界上至少有77个国家采用了“准入前国民待遇+负面清单”的外资管理模式,许多区域性贸易安排也采取了这种外资管理模式。尤其值得关注的是,美国力推的“跨太平洋战略经济伙伴协定(TPP)”、“跨大西洋贸易和投资伙伴协议(TTIP)”等贸易协定谈判,将未来开放的重点聚焦在服务贸易和投资领域,全力打造新一代国际投资贸易规则,“准入前国民待遇+负面清单”的外资管理模式成为引领国际投资规则发展的新风向。

作为世界贸易大国,中国融入国际经济规则体系的程度正在逐渐加深。联合国贸易和发展会议2014年1月发布的《全球投资趋势监测报告》显示,去年流入中国的外国直接投资达1270亿美元,稳居世界第二,与美国的差距进一步缩小到320亿美元。商务部的统计数据显示,仅2013年全年新设立外商投资企业就达22773家。可以说,负面清单模式是中国外商投资管理体制和政府管理经济方式的一次根本性变革。

2013年前,我国外商管理模式一直采取的是准入后国民待遇和正面清单的模式,对外商直接投资进入进行审批,通过外商投资产业指导目录对外商投资产业进行引导和管理,外商投资项目分为鼓励类、允许类、限制类和禁止类。十八届三中全会后,我国以开放促进改革,放宽外商投资准入,推进服务领域的投资自由化,将外商投资项目由核准制改为备案制,将外商投资企业公司章程审批改为备案管理,积极构建更加开放、公平非歧视的政策体系。

尽管商务部将“可复制、可推广”负面清单模式推行至全国,但从深层次讲,中国版负面清单模式仍存在许多亟待解决的问题。

首先,实现负面清单管理模式不是简单的“由正转负”,把原来的鼓励类去掉,把禁止类和限制类合并起来,再加上其他一些限制条件,而是要进一步厘清政府与市场的边界。因此,要对各行业各门类进行重新分析评估,尽量缩短清单条目,放宽市场准入门槛,否则过于冗长、面面俱到的负面清单与正面清单无异,也就达不到激发市场活力的目的。

其次,负面清单模式意味着给予外资更多的自由,但我国并不会丧失对外资的监管权,负面清单只是将传统上的事前监管转变为事中、事后监管。从发达国家经验看,一方面,在外资准入方面采取“负面清单”模式有利于促进投资自由化;另一方面,“负面清单”模式意味着全面开放未来投资监管体制,即使是那些国内尚不存在的产业。这一模式的最大挑战在于,采取“负面清单”模式时,若某一产业没有列入例外或者不符措施,可能会导致其潜在地受到来自外国投资竞争的损害。近几年,一些跨国公司在中国采取双重定价,排斥竞争,收取不合理的高额专利许可费等方式获取垄断暴利,跨越垄断红线,损害消费者权益。最近商务部展开的一系列反垄断调查也是事出有因。因此,对于监管部门而言,如何加强有效监管将是一个非常严峻的课题。

第三,目前,我国有关外商投资准入的政策规范过于繁杂,多头管理、多层次立法、区域差异大、内容欠缺统一性、规范性等问题十分突出。为此,有必要对现行外商投资准入条例重新加以分类梳理,剔除其中重叠、交叉和冲突的政策,并逐步规范、透明并与国际高标准规则接轨。但同时,更大的挑战则在于对外资监管的高水平透明度的要求,即不仅需要按照规定格式提供所有不符措施的详细信息,而且实施这些措施的同时必须保持高标准的透明度。使用“负面清单”意味着未来投资监管体制的全面开放,这需要中国做好充分准备。

第四,“负面清单”的一个难题就是对东道国民资产业和新兴产业的保护问题。我国国内产业转型升级正处于发展的关键时期,投资模式创新与技术创新层出不穷,但“负面清单”中列入的行业是有限的。因此,如何制定出既能体现我国产业保护的核心利益、又能够对一些战略新兴产业具有前瞻性的“负面清单”,并取得经济自由与经济安全之间的平衡,将是一个巨大的挑战。

# 发展直接融资重在软件建设

□中国社科院金融所 郑联盛

十八届三中全会提出全面深化经济体制改革的战略框架,并指出经济体制改革的核心问题是处理好政府和市场的关系,使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用。在新常态下,基于出口引导、投资推动和要素投入的发展模式受到日益严峻的约束,相应地,一定程度上以行政指导和银行信贷为支撑的间接融资体系,因要素价格全面上扬而面临重大的实质性竞争压力,直接融资体系将在社会融资体系中发挥更大的作用。

### 直接融资需适应新常态

经济新常态下,经济正处于增长速度换挡期、结构调整阵痛期和前期刺激政策消化期经济转型升级压力较大,金融经服务实体经济的功能性要求提高。直接融资体系的风险共担、利益共享、定价市场化和服务多层次等内在秉性,使得其在服务实体经济、促进经济转型和触发创新发展等更具有弹性。但是,目前国内直接融资占比较低、结构性问题凸显和未来发展机制性约束较多,使得其在适应和引领新常态中缺乏应有的能动性。

国内直接融资占比明显提高,但在融资体系中的作用仍然较低。以增量法为衡量标准,2014年我国非金融企业境内债券和股票融资规模合计为2.86万亿元,达到了历史峰值,占同期社会融资总规模为17.3%,比2013年提升5.5个百分点,比2004年提升13.3个百分点,较好地完成了“十二五”规划提出的15%的目标。但是,相对于发达经济体而言,国内直接融资规模仍然大幅偏低,在社会融资体系中的地位有待进一步提升。

国内直接融资体系中债券融资规模偏小,是直接融资结构最大的问题之一。相对于股票融资,债券融资规模大、流动性好、成本较低、资金使用较为弹性,是发达经济体中直接融资中最为重要的品种之一,是企业融资最为重要的方式之一,但2014年企业债券净融资规模为2.43万亿元,虽涨幅较大,但企业债券规模与经

济总量的比重明显偏低。

直接融资未来发展面临诸多体制机制问题。以债券市场为例,中国债券市场已经形成了银行间市场、交易所市场和商业银行柜台市场三个基本子市场,以国债、金融债、企业债等为主的综合分层市场体系。但相对于内生性多层次债券市场的经济弹性而言,体制机制对未来发展的约束十分明显。债券市场监管体系存在多头管理、相对分割的体制弊端。债券市场主要由政府和国有部门主导,存在重大的结构性问题。债券市场运行中主要集中在金融体系内部,而为实体经济服务的功能有待提升。国内债券市场存在较为明显的分割性,市场收益率曲线和定价机制不合理。债券市场的基础设施建设仍然有待大幅改善,缺乏市场化的违约及处置机制。

### 直接融资发展空间巨大

在经济新常态中,我们将进行经济体制机制的全面深化改革,约束直接融资发展的诸多因素可能会逐步缓解,直接融资在法治建设、经济转型、创新驱动的格局下其优势及弹性将日益凸显,我国直接融资未来的发展空间十分可观。

对比国外的发展经验,不管是资本市场主导的金融体系,还是银行主导的金融体系,直接融资的作用和地位都非常显著。根据世界银行的数据和存量法计算标准,上世纪90年代初期,发达经济体的直接融资比例已经达到60%,中等收入国家直接融资比例超过45%,而当时中国直接融资比例不足10%,全球金融危机前夕发达经济体和中等收入国家直接融资比例分别为75%和70%。危机之后,发达经济体直接融资比例有所下降,但2012年该比例仍然保持在65%之上,中等收入国家则一直保持在68%左右,中国则不足45%。同期巴西、印度以及印度尼西亚等直接融资比例都高达60%以上,而且过去10余年该比例一直保持相对稳定。

英美是资本市场主导的金融体系,其直接融资在整个社会融资体系中具有主导性作用。以美国为例,在上世纪90年代,以存量法计算,美国直接融资比例已经高达80%,金融危机前

夕为85.4%,金融危机之后直接融资比重仅小幅下降至84.6%,而2012年则上升至87.2%,2013年又进一步上升至88%以上。一些研究表明,资本市场主导型的金融体系在金融危机之后的复苏中,更具有优势。因为资本市场往往更具有能动的前瞻性、较短的顺周期性和较快的逆周期反应,而银行体系及其信用传导机制则更具有顺周期性,且顺周期效应甚至滞后于周期本身。美国经济复苏有利益得益于宽松货币政策下的股市和债市融资的顺畅性,私人部门去杠杆后利用直接融资的便利性更好、更快地提升产能利用率、扩大产能以及技术创新等优势,2012年美国上市公司现金流及盈利水平基本恢复至金融危机之前的水平。

对于银行主导型的金融体系,直接融资的比例亦长期保持在较高水平上。本世纪初以来,日本直接融资比例长期保持在75%左右,德国则一直维持在65%上下。值得注意的是,1992-1999年德国直接融资比例提升了15个百分点,1997-2003年日本直接融资占比则提升了25个百分点。根据相关研究,两个经济体直接融资占比提升的主要原因在于在债券市场的膨胀,特别是国债及企业债的蓬勃发展,同时股权融资一直较好增长态势。德国主要是为了解决东西德统一后巨大的财政支出,而日本则希望通过国债扩张来提升公共支出水平,以防止东亚金融危机的负面冲击以及内在的经济结构困境对经济造成的紧缩效应,而股权市场一直是两国私人部门融资的重要渠道。

### 注重法制规范和软件建设

在经济新常态下,需要有完善的资本市场与其相互匹配,直接融资可以而且应该发挥更大的作用,以发挥市场在资源配置中的决定性作用。目前国内直接融资体系仍有较大的发展及完善空间。从市场方面,债权融资与股权融资、公募市场与私募市场、场内市场与场外市场、现货市场和期货市场应协同发展;从机制方面,注重深化改革,注重法制规范,注重软件建设,注重完善体制。

对于债权融资,要加强债券市场“矩阵式”