

# 石油美元体系将随美联储加息整固

资产配置荒  
驱使险资围猎地产企业

□上海财经大学金融学院客座教授 刘文财

随着石油欧元、石油人民币的崛起,逐渐蚕食石油美元的份额,以及油价暴跌致使石油生产国财政困难而变卖美元资产,人们似乎感觉到石油美元体系的丧钟已被敲响。然而,美联储即将开始的加息周期将再次增强美元资产的吸引力,预计石油美元体系将会得到整固。

## 何谓石油美元体系

石油美元是指石油输出国以美元为计价交易货币,卖出石油换回美元再存回西方国家银行。这个术语最早是由埃及裔美国经济学家、乔治顿大学教授——易朴拉欣·M·欧文斯于1974年在研究石油美元余额问题创造的。

在布雷顿森林体系下,美元以一个固定的比率钉住黄金,全球经济体内美元都能以1盎司黄金等于35美元的价格完全转换成黄金。美元可兑换成黄金的安排消除了各国对固定汇率体制的担心,并使各国货币钉住美元有一种金融安全感。毕竟,布雷顿森林体系提供一个逃生舱;如果美国对美元不再放心,他们能轻易将手中持有的美元兑换成黄金。这种安排有助于修复一个更需要稳定性的金融体系。但是它也创造对美元作为一种优先交易中介的强大需求。

伴随着对美元快速增长的需求,美元的供给也要快速跟上。这产生一个问题:创造更多美元有什么明显好处?如有好处,谁会受益?答案是美国政府在全球对美元需求增长中得到了好处。因为全球对美元需求的增长给了美国政府一个“许可”去印刷更多的美元,而印刷更多美元可作为美国政府处理经济问题的优先选项。但印刷更多美元会产生通货膨胀,因此其他国家对美元产生全球需求从而给予美国政府“许可”印刷美元对于理解石油美元体系的产生是至关重要的。全球对美元需求增长最终受益者是美联储。因为美元是美联储发行的、借给美国政府的凭据,美国政府必须以一定的利息归还。而美联储是一家私人中央银行,因此美联储有足够的动力去维持全球对美元稳定增长的需求,因为它创造美元,并从美元中赚取利息。

随着1971年8月15日尼克松宣布关闭美元兑换黄金窗口,标志着布雷顿森林体系开始崩溃,美元变成了一种自由浮动的货币,美联储发

行美元也不必再担心黄金的约束。主要需要担心的是两个问题:一是全球对美元的需求是否转移。美元不再兑换黄金了,其他国家对美元的需求是否如故,还是会减少;二是美国过多的债务。以前的债务是有黄金本位的美元支持,但是现在这些国家是否还会继续持有背后是永不兑付的纸币的美国债券?为了确保美国的经济霸权,由此保持全球对美元的长期需求,美国政府需要一个计划——一个因为金本位开始崩溃对美元需求减少而需要被其他机制取代的计划,这个计划就以石油美元体系的形式出现了。

1973年,美国与沙特签订协议,所有石油用美元进行交易,这一协议取得了所有OPEC成员国的同意,石油美元体系形成。石油美元体系的其中一个显著特点是产油国超额石油利润将被用于购买美国债券,这后来被辛格称之为“石油美元再循环”。石油美元体系对美国政府来说至少有三个好处:一是增加了对美元的全球需求;二是增加了对美国债券的全球需求;三是美国可以任意印刷的纸币购买石油。

## 低息美元是美国自挖石油美元体系的墙角

美元币值的稳定与高息是石油体系的基础。当1971年美国总统尼克松宣布美元与黄金脱钩时,OPEC已考虑过石油交易不再用美元定价,因为美元已不再保证它的价值。然而,1973年美国与沙特的协议隐含着,美元的利率要受到有效管理,以使石油输出国得到的美元储备用于购买美债与购买黄金是等值的。美联储持续管理联邦基金利率以保持油价与美债之间的稳定关系确保美国借款人与石油输出国石油美元的购买力,是这个体系能被大多数国家所接受的基础。

石油美元体系在有效运作30年后,在2002-2004年间,这一体系开始晃动。一方面,到2000年后,美国经济已经过度金融化,金融与房地产行业占GDP的比重越来越高,这意味着低资金成本比低油价对美国经济更重要。因此,在2002-2003年间,美国为了抑制科技泡沫破灭而导致经济衰退,开始采取低利率,利率从2000年的6.5%一路下滑到1%。另一方面,新兴市场经济快速发展与石油消费的增长,使新兴市场第一次成为石油消费的主角,导致油价快速上涨。结果,同样价值的美债能换到的石油数

量快速下跌,1000美元价值的美债在1986-1999年间大约可以买到55-60桶石油。而到2004年,只能买到30桶石油。相反,欧元自1999年诞生之后,在2002-2004间快速升值,欧元引起了产油国的兴趣,石油欧元产生了。最先提出的是伊拉克。到2002年,伊拉克的石油交易全部换成了欧元。随后,伊朗、委内瑞拉、俄罗斯、马来西亚、印尼等国也纷纷提出用欧元取代美元。2003年12月,时任OPEC秘书长阿尔瓦罗·席尔瓦曾说,该组织正在考虑把欧元纳入到石油交易的计价货币中,这引起美国对石油美元体系再次担忧。

但真正对石油美元体系致命一击的是2008年金融危机后,美国采取零利率与量宽政策。事实上,石油生产国观察到美国经济如此依赖于低利率,以致于美国将不会再管理石油价格与美债之间的稳定关系。美国现在的经济已经变得太“金融化”而不能承受加息对经济的冲击。石油美元体系,一个背后有石油支撑、能实现美元取代黄金的体系,开始被打破。

石油输出国开始购买房地产并重新购买实物黄金以替代美债。2014年来,长期建立起来的石油美元回流到美国金融市场出现逆转。2014年,石油输出国从美国金融体系抽取76亿美元,而在2012年输入2480亿美元,2013年输入600亿美元。从长期来看,这是石油输出国第一次从美国金融体系抽走。

## 捍卫石油美元体系 搬起石头砸自己的脚

美国政府清楚地知道石油美元体系对于保障美国人民生活水平的重要性。为了捍卫石油美元体系,在过去十来年中,美国采取军事打击、经济制裁与提高利率等多种手段,但结果却是搬起石头砸了自己的脚,非但没有巩固石油美元体系,反而进一步助长了石油欧元、石油人民币等其他石油货币的份额。

美国也曾想用加息手段捍卫石油美元体系。在因科技泡沫破灭导致衰退的美国经济恢复增长后,美联储从2004年6月开始缓慢加息,历时两年,一直持续到2006年6月,联邦基准利率从1%提到5.25%。但是未曾想到的是,加息对美国房地产市场是一个毁灭式打击,因为高杠杆的房产抵押产品高度依赖于联邦基金利率。在加息12个月,利率提到4.25%时,房地产市场开始从高位衰退。房价的下跌引发次贷危

机,进一步演变成金融危机。为了拯救大银行与金融机构,美联储把利率降到0,并在随后的五年内把资产负债表扩张到5倍,到创记录的4.5万亿美元。以往联储历次加息,都有其他新兴市场国家爆发债务或金融危机,但2004年开始加息周期却拉爆了美国自身。

## 加息是整固石油美元体系的硬道理

虽然上次美联储加息没有达到巩固石油美元体系的目的,但加息、增加美元资产吸引力仍然是捍卫石油美元体系的硬道理。经过七年修复之后,美联储已具备再次启动加息的条件。此次加息背后的一个重要理由是由吸引外国资本流入美国市场以保持股票市场的泡沫,保持低的借贷成本,重振美元在全球储备货币的地位,整固石油美元体系,打击其他石油货币。长期低利率与油价的大幅下跌,使石油美元正在枯竭,因此美国需要新的资金来源,以保持全球对美元的需求增长。此时,美国已有胜算。美国经济经过七年刮毒疗伤之后,杠杆率已大幅下降,经济去“金融化”的效果明显,制造业重新回到美国经济的核心地位。这次美联储扣动扳机,将不会伤及自身,而新兴市场则必须承受火力的折磨。

新兴市场在过去十几年中积累了5.7万亿美元债务,其中,有3.1万亿美元的银行贷款,2.6万亿美元的债券。国际清算银行的官员警告说:“新兴市场将经受美元加息的冲击,正如在1994年加息周期中所承受的一样,导致了俄罗斯债务违约与东南亚金融危机”。不同的是,这次新兴市场经济已经占到了全球经济的一半。他们的总债务已经达到GDP的175%,比2009年上升了30%。这次新兴市场可能出现的问题将不再是国家主权债务的违约,因为新兴市场吸取了上世纪90年代的教训。但是他们的公司与银行可能会出现大规模债务违约事件。美联储的加息计划将触发新兴市场的资本外流,使新兴市场遭受大宗商品价格下跌的同时雪上加霜。从新兴市场流入的美元将对冲石油美元回流减少的影响,维持美国金融市场的流动性。而且,当前美国经济一枝独秀,美联储通过加息,再次塑造强势美元,削弱欧元、人民币、卢布等意欲挑战石油美元体系的货币的竞争力。毕竟,在国际关系上,没有永远的朋友,只有永恒的利益。

# 互联网金融支付体系的下一个变革

□中国人民大学国家发展与战略研究院副院长 伍晓

支付问题是互联网金融服务体系的基础和支撑,如果说金融是经济的血液,那么支付就是金融的血管,它关系到一国金融业的效率与稳定。互联网金融背景下的支付变革将朝着支付媒介去现钞化、支付终端去PC化、支付机构去银行化、支付环节去时点化四个方向发展。其中,支付媒介去现钞化、支付机构去银行化、支付终端去PC化,这三大变革已悄然发生,而且会愈演愈烈。第四个变革方向支付环节去时点化即连续支付,凭借其对过程性服务和复杂交易的支付优势,将成为互联网金融支付体系下一步最重要的变革与创新。

## 支付媒介去现钞化

纵观支付媒介的沿革,经历了两大阶段:实物支付和货币支付。货币的产生,首先就是要实现其交换媒介,即支付媒介的功能。而货币的其他功能都是以实现交换媒介功能为前提的。货币的发展经历了两个阶段:金属货币和信用货币。信用货币的发展也经历了两大阶段:现钞货币和电子货币。货币产生后,一方面降低了支付媒介的储藏和运输成本,更重要的一方面是将交易分化成了由支付媒介承载的价值转移和由交易标的承载的价值转移两部分。这使得交易媒介具有了价值尺度的作用,从而极大地降低了价格比较和交易撮合的成本。

电子货币产生后,一方面将支付媒介的成本降低推到了极致,更重要的一方面是将支付媒介虚拟化,使得支付脱离了实物的转移。以电子货币为媒介的支付,仅仅通过账户额度的变更就可以完成,本质上是一种信息传输、处

理、存储的过程。从现钞货币时代进入电子货币时代,即支付媒介完成去现钞化,为连续支付的实现提供了基础。

## 支付机构去银行化

第三方支付机构已具备了商业银行存贷汇的基本职能,并能够独立地为客户提供各类资金支付和结算服务,其虚拟账户的储值、支付、结算等已与银行账户功能十分接近,这使得客户的整个支付行为可以脱离于银行体系进行。

一是第三方支付机构除未拥有实体账户介质外,已形成相对独立、功能齐全支付结算账户体系。支付宝、财付通和快钱等可以为个人客户提供信用卡免费跨行还款、转账汇款、手机充值、机票订购、生活缴费等多项支付服务;为企业客户提供大额收付款、多层级交易自动分账和一对多批量付款等各种资金结算产品。第三方支付的介入直接导致商业银行支付结算、转账汇款、理财代销等业务的分流和相关手续费收入的下降。

二是获得牌照后的第三方支付企业不仅可以开展网上支付业务,而且开始经营线下POS收单和预付卡发行业务。这意味着银行将不再独占线上线下的支付通道,而要面对支付业务的脱媒与“去银行化”。

三是从支付流程来看,在原有支付清算模式下,由于客户不能与中央银行直接建立联系,客户必须分别与每一家商业银行建立联系,支付清算的效率较低。第三方支付诞生以后,客户与第三方支付公司建立了联系,第三方支付公司代替客户与商业银行建立联系。这时,第三方支付公司成为客户与商业银行支付清算的对手方,第三方支付公司通过在不同银行开立的中间账户对大量交易资金实现轧差,少量的跨行支付则通过中央银行的支付清算系统来完成。

## 支付终端去PC化

互联网金融下支付终端呈现去PC化和移动化的特征,学术界和业界也称之为移动支付。它主要指通过移动通信设备、利用无线通信技术来转移货币价值以清偿债权债务关系。移动支付存在的基础是移动终端的普及和移动互联网的发展,移动性、实时性、快捷性是其最大的特色。

随着移动终端普及率的提高,在未来,移动支付完全有可能替代现金和银行卡,被人们在商品劳务交易和债权债务清偿中普遍接受,成为电子货币形态的一种主要表现形式。

近两年我国移动支付发展蓬勃迅速。自2013年第一季度以来,中国移动支付市场规模呈现爆发式增长。艾瑞咨询最新统计数据预计,到2018年国内移动支付支付规模有望超过18万亿元。2015年天猫“双十一”全天成交金额为912亿元,其中移动端交易额68%。此外,截止到2014年底,中国智能手机的保有量为8.2亿台,同比增长41.38%。截至2015年6月,我国移动支付用户规模达2.76亿。移动互联网市场的发展带动了移动支付的发展。随着移动互联网市场的发展,移动支付自身也在变化,形式更加多样化,出现了短信支付、NFC近场支付、语音支付、二维码扫描支付、手机银行支付、刷脸支付等移动支付方式。

## 支付环节去时点化

支付媒介去现钞化、支付机构去银行化、支付终端去PC化,这三大变革都是已然发生的,

而且会愈演愈烈。第四个变革方向即支付环节去时点化,学术界也称之为连续支付。连续支付对于过程性服务和复杂交易的支付优势,将使其成为互联网金融支付体系下一步最重要的变革与创新。

现行的支付体系是针对商品交易发展起来的以离散支付为基础的。离散支付虽然能够很好地实现银货两讫的简单商品交易,但却不能很好的适应具有过程性的服务交易以及其他复杂交易情形。离散支付与连续支付具有本质区别:离散支付是时点化的;连续支付是过程化的,需要去时点化。连续支付过程与离散支付过程可以用账户余额函数表达。连续支付对应的账户余额函数是连续的,离散支付对应的账户余额函数是离散的、跳跃的、非连续的。

实现连续收费将在经济活动中有巨大的应用价值。例如,包括水、电、气等基础公共服务在内的许多服务,都先天地适宜使用连续支付付费。通过采用连续支付,一方面提高了相关企业财务信息的准确性,更重要的是提高了相关企业和用户的资金运用效率。

又如,连续支付与移动支付相结合即移动连续支付,通过移动支付终端等移动互联网技术与定位系统、射频识别、蓝牙、近场通讯等物联网技术的结合,将位置信息作为实时连续支付的参考,而实现了连续支付应用上的质变。移动连续支付将革命性的改变城市轨道交通的收费模式,从而有效提高轨道交通收入、平衡轨道交通负载、改善轨道交通服务、激励轨道交通投资。按乘车路线收费,更准确地实现PPP轨道交通项目运营收入分配;依列车负载收费,利用经济杠杆调节轨道交通负载;依车厢类型收费,实现轨道交通服务质量和收入的双提升。

□吉林财经大学经济学院 邓嘉伟

产能过剩已经成为阻碍我国经济健康发展的重要问题。作为供给侧改革的重点领域,产能过剩问题不尽快解决,势必严重影响经济顺利转型,还将拖累新产业的发展。过剩产能不能顺利出清,原因是多方面的,其中最主要的一点,是地方政府缺乏动力。化解过剩产能,中央从宏观经济管理角度有积极性,但地方政府在就业、财政收入、经济增长、区域金融风险的压力之下,缺少足够的动力主动化解过剩产能。过剩产能在地方的庇佑之下,单纯依靠市场机制去化解,无疑寸步难行。为此,解决产能过剩问题还得依靠中央出台相关政策。笔者建议启用中央专项国债作为手段来推动地方加快化解过剩产能。

专项国债在我国不是新鲜事物。早在1998年,中央政府为了扩大内需、拉动经济增长,由财政部于当年9月面向中国工商银行、中国农业

银行、中国银行和中国建设银行等4家国有商业银行发行了1000亿元、年利率5.5%的10年期附息国债,同时增加1000亿元银行贷款,专项用于国民经济和社会发展急需的基础设施投入,重点用于农林水利、交通通讯、城市基础设施和环保、城乡电网改造、粮库和经济适用房等六个方面的建设性支出。2004年的专项国债审计结果表明,1998年增发的1000亿元国债专项资金安排合理,使用得当,监管有力,为扩大内需,支持经济增长目标的实现作出了积极的贡献。

如果说1998年的专项国债发行和使用是“需求侧管理”手段,是通过拉动需求来促进经济走出低谷,那么笔者所建议的本次专项国债的发行和使用就属于“供给侧管理”手段,目的不是拉动需求,而是清除拖累经济发展的过剩产能、“僵尸企业”,通过政府的财政政策,把中、微观经济活动拉回良性发展的轨道。

在当前宏观环境下,运用专项国债来推动过

剩产能化解取得较好的政策效果。一是刺激地方政府积极主动化解过剩产能。由于当前地方经济压力有增无减,地方政府压缩过剩产能的积极性不高,中央通过专项国债这一经济手段引导地方政府主动作为,可以起到四两拨千斤的作用。

二是在CPI持续走低、利率水平较低的时期,由中央政府发行较长期限的专项国债化解过剩产能不失为一种低成本的选择。当前我国国债总体规模可控,发行专项国债不会产生较大的挤出效应。由于利率水平较低,国债利息成本也较低,专项国债规模可以稍大。三是有利于化解金融风险。专项国债中的一部分向商业银行发行,等于将商业银行的部分不良资产转换为国债,国债资金中的相当比例用于偿还部分银行贷款本息(银行应对坏账进行必要比例的确认和核销),对于化解系统性金融风险和维护区域金融稳定是有益的。四是有利于维护社会稳定。允许部分资金用于解决职工欠薪和失业补偿,可以使过剩产能

的化解平稳进行,避免社会矛盾激化。

值得注意的是,1998年的专项国债资金在使用中出现了不少挪用现象,因此需要严格监督专项国债资金使用过程。中央层面首先需要排摸各行业产能规模,根据各个行业产能过剩的实际状况,筛选出需要重点解决的行业进行排序,确定各个行业相应的产能压缩规模,制订分步压缩计划,将压缩指标下达各个省市。专项国债资金的分配根据地区压缩指标进行确定,并按照化解进度拨付。国债的用途,应严格限定用于偿还银行贷款、职工欠薪、过剩产能装置拆除。同时,要针对产能过剩虽然较为严重但并不纳入本次国债资金补贴的若干行业,要把这些行业的产能规模纳入考核,严格控制其产能膨胀,防止一边化解一边增加的情况出现。为了鼓励地方加快过剩产能的压缩,被拆除的产能所占用的建设用地,其指标可同步转换为非工业建设用地指标的增加,以此增加地方解决发展的潜力。

由此,以“三好住宅”加“城市配套服务供应商”,开启第四次转型之旅,迈向“万亿大万科”和“捍卫万科价值观”之时,万科也开启了股权结构再造。一方面,建立“事业合伙人”制,将包括管理层在内的公司员工组成事业合伙人(深圳盈安财务顾问企业)。在二级市场购入公司股票,成为企业重要股东;另一方面,在转型过程中,将物业、养老和医疗、物流、酒店和度假等新板块分拆上市,构建独立的平台。两方面的努力,都旨在将职业经理人们与凶猛险隔出两个世界。

万科最欢迎华润这样甘当财务投资者,始终履行未行“僭越”(不参与万科经营决策)承诺,让职业经理人组成的管理层和公司员工拥有万科实际控制权,这是万科平台优越并吸引社会精英纷纷加入的主要原因。但是,前海人寿这一“资本大鳄”显然不甘仅仅作财务投资,以高成本杠杆融资(收益互换)来举牌万科,获得控股权显然是最终目的。因此,万科与前海人寿股权之争,折射传统资本市场与房地产转型、互联网时代知识型企业在企业控制权和收益分配上的认同差别。