



## 聚焦

## 各方力量博弈

## “货币战”软化

尽管二十国集团(G20)财长和央行行长会议没有就汇率问题达成一致，但对外界关注的“货币战”明显给予降温。会议认为，货币政策应以国内价格稳定和经济复苏为目标，并尽量减小对其他国家的负面溢出效应，坚决抵制竞争性货币贬值，反对各种形式的保护主义。然而，从目前形势来看，美日等发达国家仍将延续量化宽松之路，这将对新兴市场国家汇率政策形成更大压力，全球流动性也因此存在相当大的变数，这种变数值得相关国家汇率决策层密切关注，以便及早应对。

## 美国：汇率政策言行背离

本报记者 李正信

在二十国集团(G20)财长和央行行长会议上，美联储主席伯南克再次重申量化宽松政策不变。国际金融危机爆发后，美国最早进行了量化宽松，到目前为止已经推行到第四轮(QE4)。日益宽松的政策，导致了美联储资产负债表规模不断扩大，已经超过3万亿美元，而且美联储将基准利率压低至接近于零的水平。

在可预见的时期内，美国政府将继续执行现行的货币和汇率政策。现行政策凸显两大特点：一是对外继续多年来的说是说做归做的“言行相背离的汇率政策”；二是在维持长期、稳定、极度的宽松货币政策的同时，竭力突出政策的透明度。美国政府希望以这两大政策特点为支柱，达到对内推动长期投资，对外扩展美国出口市场的战略目标。

## 美元指数脱离现实

奥巴马政府为恢复经济增长，不但延续接近于零的美联储利率，更是采取多种特殊手段，大幅扩展货币政策的宽松度，如接连4次推出量化宽松措施，采取扭曲操作，变相干预美元汇率。

## 决策背后三大考虑

美国政府要维持国际资本市场对美元的信心，担心一旦自身都承认采取了弱势美元的政策，资本市场就会得出美国要让美元汇率放任自流的结论，进而可能出现美元汇率崩溃的危险。

美国多年来采取的弱势美元政策，出于刺激本国经济走出衰退和加速复苏的考虑。近一轮的经济衰退，让美国决策层看清了美国经济的真正弊端，认识到进

行深刻的经济结构调整，平衡经济发展模式的重要性。而缩小进口，大幅扩展出口已被奥巴马政府确定为经济结构调整中的关键环节之一。奥巴马政府希望，美元持续、稳定贬值能成为美国高端制造业拓展国际市场、实现出口翻番战略的最直接杠杆。

然而，一再推出弱势美元政策措施的美国决策层，口头上却一直强调美国自始至终采取的是强势美元政策。美国之所以就美元汇率政策言行不一，是因为有三个方面的考虑。首先，是要维持国际资本市场对美元的信心。因为美国政府担心，一旦自身都承认采取了弱势美元政策，资本市场就会得出美国要让美元汇率放任自流的结论，进而可能出现美元汇率崩溃的危险。

其次，硬着头皮强调强势美元政策的背后，是对不同货币采取不同汇率政策的考虑。从美元对欧元的角度看，近年来尽管美元对世界主要货币明显呈现出贬值的趋势，但由于欧元区经济状况更糟，美元对欧元等部分货币则呈现出波浪形走势。而针对中国等新兴经济体乃至日本等对美产品出超的国家，美国则长期采取多种施压措施，甚至不惜以贸易战、汇率战为威胁，压迫这些国家货币升值。

再次，美国决策层不断口头强调强势美元，实际用意是要让人们相信美国维持弱势美元底线的决心，因美元指数一旦跌破这一底线，美元的国际货币地位就将出现动摇。有专业机构研究表明，美国政府长期把美元指数底线设置在40以上。当美元指数有可能下探这一底线时，美国政府就立即采取措施，及时避免美元崩溃可能的出现。

## 稳定信心效果未显

美联储一改以往对货币政策守口如瓶的做法，不断及时向外界表明其政策走向，以稳定资本市场的信心，推动美国经济及早重回正常增速。但是，迄今效果并不明显，超低利率正在导致美国的赤字和债务进一步膨胀，进而可能诱发资本市场对美联储机构独立性的质疑。

美国货币政策的责任机构是美联储，多年来美联储对其实施的货币政策大多守口如瓶，外界为掌握美联储的政策走向，甚至要从时任联储主席格林斯潘等决策人物的面部表情来推断。然而，奥巴马政府中执掌联储的伯南克却一步步反其道而行之，不断向外界表明政策走向。如去年联储就明确表示，将在特定的时间段内把短期利率保持在超低水平，甚至明确标出就利率回升的利率调整参数。

然而到目前为止，这一政策手法的效果似乎并不明显。有分析人士认为，超低利率正在导致美国的赤字和债务进一步膨胀，进而可能诱发资本市场对美联储机构独立性的质疑，加大全球投资者对美央行的不信任度，最终违背联储货币政策的初衷。同时，世界其他国家为防止本国货币过度升值，也会效仿美联储。这样，就可能出现全球货币供应量大幅攀升，进而诱发大宗商品价格剧烈动荡，危及经济稳定复苏。而大幅提高透明度的做法，则可能扭曲信贷市场的价格机制，打压金融机构的放贷意愿，从而导致总需求不升反降。

## 视角

为期两天的二十国集团财长和央行行长会议已经落下帷幕。会议期间，美国和日本都为本国货币政策作出了辩白。日本央行总裁白川方明表示，实行货币扩张政策的目的是重振经济，不是削弱日元。美联储主席伯南克也试图化解外界对于美国货币政策导致美元不断贬值的担忧，称美国是在利用国内政策工具来推进国内目标。然而这并不能消除新兴市场国家对于发达经济体实行量化宽松引发溢出效应的担心。

金砖国家财长和央行行长在本次会议期间召开相关会议，特别要求主要发达国家注意其货币政策的外溢性，即主要发达国家实施过度宽松的货币政策对世界经济特别是对发展中国家经济的影响。金砖国家所表现出的担忧是有依据的。受货币宽松潮的影响，国际大宗商品价格短期内上涨局面已难避免。自去年12月初以来，国际油价不断走高。截至2月初，纽约油价连续八周上涨，累计涨幅超过14%，布伦特油价也上涨了9%。统计数据显示，原油价格在美国QE1期间上涨了47.1%，在QE2期间上涨了25.4%。国际大宗商品的价格变化无疑将进一步推高全球通胀压力，并将增加新兴经济体和发展中国家货币政策调控的难度。此外，新兴经济体货币被迫升值，出口竞争力将明显受制。而外部资金大举涌入的可能性，也将给这些国家的金融市场埋下隐患。

何以解忧  
惟有贬值？

□ 顾金俊

对于量化宽松可能带来的不良后果，发达国家也并非没有认识。西方主要媒体批评美联储等发达国家央行过度使用超宽松货币政策，称这种做法是“货币民族主义”。发达国家的政策制定者也已明显感觉到了舆论压力。此次二十国集团财长和央行行长会议上，他们承诺将在宏观经济政策特别是货币政策方面考虑其外溢性。其实，在去年墨西哥举行的二十国集团领导人第七次峰会上已就汇率问题达成重要共识，形成了两条基本原则：一是市场决定汇率、经济基本面决定汇率，二是要避免竞争性的货币贬值。关键是发达经济体应该率先坚持这些基本原则。只有这样，世界经济才能避免“零和游戏”，二十国集团的信誉才能得到有效维护。

目前发达经济体只有宽松药方而无退出妙策，如果未来退出操作失当，很可能对世界经济再次造成重创。一旦发达经济体回笼货币，已经进入新兴经济体的投机资金必然迅速抽离，金融市场难免出现剧烈震荡。韩国金融当局不久前表示，从现在开始就要做好应对退出的准备，包括进一步限制商业银行的外汇期货交易比例，进一步限制国有企业对外举债规模，甚至还将引进金融交易易制。这些措施的目的不仅是要防范当前“热钱”涌入，还要防止将来资本大举出逃。

当前，受金融危机冲击的全球经济似已度过了最艰难时期，但形势仍然错综复杂，充满变数。在这种情况下，发达经济体因一己私利继续维持货币宽松，将逼使金砖国家为代表的新兴经济体未雨绸缪，在应对通胀压力的同时，防范宽松政策退出时可能带来的风险。

## 图说

美联储将继续执行每月

购买600亿美元抵押贷款支撑

证券和150亿美元长期国债的

“开放式”量化宽松政策，

并将利率大概率维持在零的

历史低位



## 法国：无奈之下的抗衡

本报驻巴黎记者 胡博峰

当前法国经济存在负债高企、失业率居高不下和竞争力低下三大问题。从表面看，这的确是法国当前经济不振的主要原因，但也可以理解为经济低迷的表现。

从货币政策的角度看，法国已将货币政策的制定权力移交欧洲央行，在本国使用货币政策调控的手段和空间都极为有限，期待欧洲央行给法国经济“开小灶”也不太可能。法国政府为刺激经济增长不得不再次增加财政支出，计划调整2013年财政预算案，新增支出约20亿欧元，用于创造就业岗位。

## 不满央行政策

## 建议分散权力

1999年1月1日，法国中央银行法兰西银行同欧元区其他成员国央行一样，将其货币政策决策权移交给欧洲中央银行。从那时起，法国以欧元体系中央银行成员的身份，参与欧洲统一货币政策的制定和执行，并与其他成员国中央银行共同维护区内支付体系的安全和正常运转，同时负责发行法国欧元硬币的工作。这种身份属性决定了法国央行在货币政策上必须兼顾两个层面，即欧洲央行的政策层面和法国

国内的经济层面。

在欧债危机发生之后，法国对欧洲央行的应对政策频繁流露不满。虽然欧洲央行作为挽救欧元区重债国采取了非常规措施，如在二级市场购入国债并引入长期再融资操作政策，允许欧元区银行以区内成员国国债资产作为抵押向欧洲央行申请贷款等。这实际上打破了欧洲央行之前恪守的保持独立性、以欧元币值稳定为目标的传统。但法国政府认为，欧洲央行做得仍然不够，这些非常规措施只是暂时降低了重债国国债收益率，促使银行业获得更多的流动性，却未能阻止欧债风险的蔓延。

在法国看来，欧洲央行之所以未能根本扭转危机发展势头，一方面是由欧债危机并非简单意义上的支付危机，而是欧元区竞争力差异造成的体制性危机，另一方面也暴露了欧洲央行在机制设计上的缺陷。为此，法国于2008年年底提出了建立欧元区经济政府的建议，试图分散欧洲央行的权力。该建议提出，欧洲央行应为深陷债务危机的欧元国家提供资金支持，并为这些国家制定有利于经济恢复的货币政策；在建立欧元区经济政府后，欧洲央行应与成员国领导人分享其权力。法国的建议受到了希腊、意大利、西班牙、

葡萄牙等重债国的支持。然而，德国、荷兰、芬兰等经济相对稳定、债务风险较低的国家则坚决捍卫欧洲央行独立性，反对欧洲央行对重债国改变其以货币稳定为导向的货币政策。这使得法国的主张至今未能付诸实施。

## 力主“增长契约”

## 法德仍将博弈

今年1月，法国总统奥朗德表示，欧盟需要一个足够水平的预算来实施“增长契约”，以及一个有实效的银行联盟。他希望，欧元区国家增强经济政策的协调一致。奥朗德表示，当前，欧盟国家必须战胜失业和低增长，甚至是经济衰退。在欧盟内部，法国将继续发挥首创精神和纽带作用。奥朗德主张的“增长契约”实际上是要结束默克尔推行的紧缩政策，推动欧盟政策尽快由以紧缩为核心转向紧缩与增长并重，通过积极的刺激政策促进就业，克服危机。但市场分析人士对此不以为然，多数专家认为，在当前形势下，欧元区根本无力扩大投资，更谈不上为经济刺激政策“埋单”。

为扭转这一局面，现任法国劳工部长萨潘表示，仅仅建立在预算纪律上的条约，将把欧洲逼到墙角，并特别为法国政府辩解称“并非要求对预算自律项目重启谈判。这部分内容是不可或缺的”。这种表态在客观上稳定了市场担忧情绪，也为欧元区顺利通过并执行“财政契约”铺平道路。

在银行联盟问题上，法国和德国分歧依然。法国希望将17个欧元国家的6000家银行全部归由统一的欧洲机构监管，进而达到向各国处境艰难的金融机构直接注资的目的，德国则强调财政纪律和约束。

分析人士认为，在是否成立银行业联盟并对债务国金融机构实现直接注资问题上，法国与德国其实并不存在太多争议，真正的焦点在于德国更加强调责任、谨慎和务实。在整个欧元区，德国经济表现一枝独秀，一向被认为是欧元区经济的发动机，在解决欧债危机过程中受到各方倚重。毕竟只有德国才真正能够拿出真金白银入市，这是那些在危机中嗷嗷待哺的重债国和高调发言却囊中羞涩的某些所谓“欧元区核心国”所不能比的。在解决欧债危机过程中，包括后危机时代，甚至在更远的将来，法德两国将在“破”与“立”的问题上不断博弈。