近期，欧央行推出新版QE，各国掀起新一轮降息潮，全球货币战争模式俨然已经开启。考虑我国经济正处于“三期叠加”的关键阶段，面对全球货币战乱局，我国宏观政策应当保持定力，以我为主，重点在于把握国内外形势，做到统筹谋划、综合施策。

全球货币战正酣

中国银行国际金融研究所　高玉伟

① 新一轮全球货币宽松浪潮来袭

进入21世纪以来，经济金融全球化高歌猛进，各国相互依赖相互影响，并且程度不断加深。这在客观上要求，各国的政策和监管要加强协调，货币政策也不例外。国际金融危机之后的实践表明，各国央行共同推动货币宽松，一度让全球经济转危为安，在稳定全球经济金融体系方面发挥了积极作用。

2008年9月全球金融海啸爆发，10月，美国、欧元区、英国、瑞士、加拿大等央行同步降息0.5个百分点，同时中国央行积极跟进，于10月8日和15日先后降息0.27和0.5个百分点。此后，为了合作应对危机，早日实现复苏，各国央行在2008年12月、2010年10月、2011年9月、2012年7月和12月，均同步或相继采取了降息、注入流动性等措施。2013年5月，由于全球主要经济体增长均显乏力，欧央行率先下调基准利率，在随后的13天内有11家央行先后跟进降息。

上述主要经济体纷纷实施宽松货币政策，尽管一度引发全球共度时艰患难与共的赞美，但不时还会传来货币战争正在进行的质疑。在区域性或全球性危机爆发时，一国先行主动推动货币贬值，往往能促进本国出口增长，取得对他国的竞争优势，有利于推动经济复苏。1997年至1998年亚洲金融危机期间，东亚各国就曾出现竞争性贬值局面。但当各国货币都竞相贬值时，任何一方的出口优势都难以显现，反而会引发一系列连锁反应，导致危机的进一步蔓延和扩大，不利于区域经济金融稳定。这一教训直接催生了后来的东亚货币金融合作，达成了共同增强抵御外部金融风险能力的共识。

2015年1月以来，以欧元区推出新一版QE和瑞士取消瑞郎汇率下限并降息为标志性事件，先后有十多个国家加入降息行列，宣告了新一轮全球货币宽松浪潮的到来。此次降息潮的最大不同在于缺少了美国的身影。与此相应的是，全球市场对美联储将于2015年加息的预期不断增强，近半年来美元指数持续上升。一边是美元指数上升，一边是各国推动货币贬值，夹在中间的人民币遭遇政策选择难题。如果人民币跟随美元对其他货币升值，将会削弱我国的出口竞争力；如果人民币跟随各国货币步调实行贬值，虽然短期内可能有利于出口，但也不能根本改变我国低成本优势已经转化的严酷现实。

② 人民银行降准降息的内在逻辑

从时间轴上来看，中国人民银行于2014年11月21日宣布降息，瑞士在近一个月之后的12月18日降息。到了2015年1月15日，瑞士进一步宣布放弃瑞郎汇率下限，同时再度降息。而中国人民银行则在2月4日宣布降准，好像又在跟随各国货币宽松步伐，加入到货币战的行列中。

事实并非如此。不论是2014年11月的降息，还是2015年2月的降准，中国货币政策的核心逻辑在于促进国内经济的稳健运行。一是瞄准经济稳定增长，通过降低社会融资成本，刺激企业和民间投资，缓解经济进一步下行的压力；二是瞄准物价合理上涨，通过保持一定的货币供给增长，避免物价涨幅回落到过低水平；三是瞄准国际收支平衡，避免人民币实际有效汇率继续上升，损害我国出口竞争力。

人民银行从降息到降准，遵循了稳健的货币政策主基调，同时注重灵活性，保持松紧适度，寓改革于调控。需要注意的是，2014年11月的降息不是中国本轮货币政策“趋松”的开始。在这次降息之前，2014年4月和6月，人民银行先后两次实行定向降准；2014年7月、9月和10月，人民银行先后三次降低正回购利率；期间还使用MLF、PSL等新型货币政策工具投放流动性。

同样的，2015年2月的降准也不是本轮货币政策“趋松”的结束，人民银行在2月底再次宣布降息。从一系列经济金融先行指标来分析，2015年一二季度中国经济下行压力依然较大，特别是半年多来物价涨幅持续回落，实际利率进一步走高，明显抑制了实体经济扩大投资的积极性。

③ 货币硝烟中的人民币汇率走向

纵观2014年，人民币除了对美元和港币贬值2.4%之外，对主要经济体货币几乎全部升值。其中，人民币对俄罗斯卢布升值38.2%，对日元升值11.2%，对欧元升值10.6%，对加元升值6.3%，对澳元升值6.1%，对马来西亚林吉特升值4.6%，对英镑升值3.7%。人民币同时对这么多货币升值，尽管有中国经济快速增长给予人民币强力支撑的合理因素，但实际结果对中国出口竞争优势造成冲击。

进入2015年，人民币对美元汇率继续贬值，1月份单月贬值幅度达到0.8%。随着多国掀起新一轮的降息潮，各种货币竞争性贬值风险增大，人民币实际有效汇率仍然趋于升值。若以实际有效汇率计算，2014年人民币累计升值5.9%，对我国出口增长带来实质性的不利影响，全年出口仅增长4.9%，增速创近五年新低。2015年1月，我国货物出口同比下降3.2%，对欧盟、日本、韩国、澳大利亚、巴西、俄罗斯、印尼、南非等出口均为负增长。

近期各国相继实行货币宽松政策、推动货币贬值，人民币汇率不宜一味地简单强调保持稳定，而应不断完善汇率市场化形成机制，更加尊重市场供求力量的博弈，主要由市场来决定人民币汇率的走向。由于市场预期美联储将于2015年加息，美元指数持续上升，强势美元引发全球投资者跨币种重新配置资产。这在外汇市场交易上得到了体现，即对美元的需求增加，对人民币的需求减少，由此导致人民币对美元汇率贬值。这是市场理性抉择的结果。但是，随着全球资产再配置的进行，预计人民币对美元汇率贬值不会持续下去。

如果人民币实际有效汇率继续升值，势必会削弱我国出口增长的动力，不利于实现今年稳增长的首要经济工作目标。尽管如此，我国还是不宜贸然加入全球货币竞争性贬值的行列。首先，保持人民币汇率的相对稳定，符合我国的中长期战略利益。其次，中国经常项目顺差占GDP的比重处于2%左右的合理水平，人民币汇率总体上处于合理区间。第三，中国经济增速仍然居于全球主要经济体前列，人民币和人民币资产仍然具备较强的吸引力。

④ 综合施策应对全球货币战迷局

应对当前全球新一轮的“降息潮”和“货币战”，必须首先清醒认识和把握国内外环境。放眼世界，2015年经济复苏形势恐怕不如市场预想的那么乐观，欧洲低速增长遭遇希腊债务危机，新兴国家经济金融稳定面临考验。反观中国，内有经济下行、产能过剩、信贷质量堪忧等难题，外有出口压力大、竞争性贬值等风险。在这样的条件和环境下，中国要应对挑战、推进发展，仅凭单一的货币政策或汇率政策是不够的，必须统筹谋划，综合施策。

一是更加坚定地转向内需，发挥投资的关键作用和消费的基础作用。要把转方式调结构放在更加重要位置，逐步推动经济实现内生增长。要创造更好的消费环境和消费条件，鼓励和支持信息、养老、旅游等新型消费。要加快投资核准制度改革，切实取消和减少审批事项和前置条件，推进三大新区域战略相关的基础设施投资项目。

二是应引导和支持企业做好应对出口困局的准备，在尽力促进出口增长的同时，鼓励我国企业扩大进口，特别是要增加资源性商品以及高端装备和技术的进口，适度增加消费品进口。我国各类企业也要寻求在全球配置资源，培育参与全球竞争的新优势，向我国中西部或发展中国家和地区转移产能，在靠近原材料产地、产品市场或劳动力成本较低的地方进行生产。

三是鉴于经济下行压力增大、物价涨幅水平偏低，未来中国货币政策宜适度趋松。未来几个月的货币政策调控，一方面，要避免货币供给增速进一步下降，为投资增长创造良好融资环境，特别是保障国家重点项目资金到位；另一方面，要寻求降低社会融资成本，给实体经济减轻利息负担。此外，还要关注资产价格走势，防止泡沫化。

四是我国在坚持人民币汇率市场化改革方向的同时，还需密切关注外贸顺差、外汇占款、跨境资金流动等变动趋势，既要让市场决定汇率走向，允许人民币适度贬值，也要保留在合适时机干预人民币汇率的可能性。在人民币对美元贬值的环境下，要密切关注外币贷款风险，避免过度的风险暴露，确保及时足额偿付。还要继续支持人民币国际化，鼓励在对外贸易和投资结算中更多地使用人民币，放宽对人民币境外投资的限制，允许更多的离岸人民币回流投资境内。

五是加强国际宏观政策协调，避免以邻为壑，反对贸易和投资保护主义。通过双边和多边领导人会晤和财长及央行行长会议，推动落实G20峰会以及APEC领导人会议提出的加快全球经济增长的议程，督促部分发达国家进行结构调整和推动制度改革，而不是一味地通过宽松货币、汇率贬值来刺激经济。要做好预警和监测，防范新兴市场发生金融危机的风险。

平心而论

羊年里的狼图腾

齐　平

正当各方在飘摇不定的行情中质疑牛市的“红旗还能打多久”，duang的一下，股市全面爆发了。3天连涨200多点的凌厉气势已令人叹为观止，更可喜的是“见者有份”的包容——蓝筹股大象起舞，小盘股迭创新高，都沾了牛气。“这才像个牛市的样儿。”投资者赞曰。

电视台随机采访了几位股民，账上资金均所剩无几，有的甚至不足千元。也就是说大家都已经买好票上车，就等着别人来抬轿子了。

股市不差钱。账面资金几何级数增加，杠杆资金借两融加码，公私募基金等突击发行入市。

看起来这个不断循环放大的正向反馈“无穷尽也”：只要股市好，自然吸引来源源不断的资金；各路资金进场，又自然会抬升股市中枢。最流行的股评是“根本停不下来”，最大的风险是看空。

行情一好，就容易健忘。记得仅仅十几个交易日前，也就是春节刚过、两会将开的时候，为股市纠结的还在朋友圈里吐槽：都怪羊年的贺岁片居然放了部《狼图腾》！

据说外国人总弄不懂中国十二生肖里的“羊”该如何翻译，是山羊、绵羊，还是岩羊？其实，中国人所说的羊，是个相对于狼而言的抽象概念。

在《喜羊羊与灰太狼》里，羊部落团结起来打败了落单的狼家族。但这样的故事只能是童话。在自然界，处于生物链下游的此类“有角反刍动物”多会成为食肉动物的美餐；在投资界，“羊群效应”就更成了盲从、散乱的同义词。

虽然处在各项改革全面深入推进的十字路口上，坐在“一带一路”、“互联网+”等时代风口上，也享受了“想不飞起来都难”的快感；但在股市生态里，散户依然是那只弱势的羊，这一点并不会因股市的牛熊逆转而改变。

在旁观者看来，野性冷酷、难以驯化的狼，不如“小羊乖乖”那么可爱；从羊的角度考虑，自然更是希望这种天敌永远消失。但是对于大自然，狼在维持生态平衡中不可或缺。由于对狼过度捕杀，美国黄石公园一度遭受严重后果：麋鹿大量繁殖啃光杨柳，水獭、大角驼鹿和狐狸几近灭绝，直到后来开展了“维持狼权”，才如作家龙应台所说，“狼来了，唉，真好。”

构建股市的健康生态亦同此理。一个只有正向风吹、“根本停不下来”的股市是危险的。值得庆幸的是，“狼”其实一直在那里：

股指期货、两融交易已经运行有年，近期刚开通的ETF股票期权、沪股通沽空交易更是提供了精准做空的手段。近两日，出现了首起第三方做空机构征集做空对象对手盘的事件，为我们近距离围观中国市场的“浑水”提供了活的案例。

至于源源不断涌入的天量资金，有的是“水来土掩”的办法：今年以来，中国证监会已经通过了55家公司的首发申请，超过去年全年的半数；监管层还频频调研互联网金融公司，发出上市邀约，总是“差钱”的P2P们当然热烈响应。

最后来的是股票发行注册制改革，你懂的。

羊有羊的活法。即使御风而行，也要考虑风速、风向这些外生变量，更要思考“我是谁”这些本原问题。

对于一只羊来说，可怕的不是狼的存在，而是忘记了狼的存在；更可怕的是把自己当成了什么别的动物。

时刻记得自己就是只羊，在心里存一个“狼图腾”，这大概是羊年里的股市生存之道。

本刊执行主编　刘　溟
编辑　谢　慧　常艳军
联系邮箱　jjrblm@live.cn