美联储政策与日元贬值风险评估新角度

谭雅玲

内容提要：2012—2013年间国际金融市场的复杂性前所未有，美国联邦储备委员会的货币政策和日本政府实施的日元贬值举措意义深远。但我国国内的经济、金融部门和众多研究者对金融焦点问题的关注显得过于偏激，致使政策方向、价格走势以及国际关系的协调与实际状态和真实形势错位。国际金融的历史过程与实践经验值得注意。我国是一个正在进行金融改革的大国，深刻理解国际金融市场上出现的问题，对金融形势做出实事求是的判断，不仅对我国的经济而言十分重要，而且对我国的金融而言更具有战略意义。我国的金融研究角度与方法应当对我国金融改革及金融政策的选择有所启发，甚至有助于反思，以利于我国经济金融的可持续和可控性发展。

关键词：美联储　货币政策　美元地位　日元贬值　货币竞争

2012年全年美国联邦储备委员会（以下简称“美联储”）的货币政策是国际金融市场乃至世界经济聚焦的敏感事件。然而，由于解读的偏激和误导，美联储货币政策实质与本质上的分析与论证出现偏差，进而导致全球经济预测从乐观转向悲观，正是伴随美联储上半年不变的货币政策，世界经济出现乐观预期，2012年4月春季的世界银行和国际货币基金组织年会将全年经济增长预期向上调整，美国经济增长加快、欧洲经济衰退减缓、日本经济复苏加快、发展中国家经济基本稳定。但是进入下半年，特别是美联储第三阶段量化宽松（QE3）和第四阶段量化宽松（QE4）的出台，同年10月两大机构秋季年会将世界经济增长预期向下调节，全球经济悲观氛围加重，美国经济不景气，失业率担忧扩大，财政悬崖严

谭雅玲　中国外汇投资研究院院长。

重；欧洲经济衰退加重，解决方案延后拖沓无奈；日本经济反复性扩大，衰退迹象明显再现；发展中国家参差不齐，整体水平减慢。美联储货币政策的效应似乎十分明显，但并不对症货币政策的真实结果。

2012年围绕美联储货币政策的关注、争论与期待，世界经济一波两折，上半年较乐观，下半年较悲观，其中美联储的货币政策是一个分水岭。首先9月17日美联储例会宣布购进400亿美元抵押证券；紧接着12月12日美联储例会进一步决定每月购进450亿美元长期国债；进而全世界普遍认为美联储第三和第四阶段的量化宽松政策出台了。实际上，对美联储量化宽松的遐想过于突出，过度关注和极端解读刺激市场错觉与混乱，尤其不利于目前以及未来的经济与市场的稳定。特别是美联储2012年9月13日例会之后的市场表现是动荡性与经济表述的不确定性，十分不利于经济稳定，出现美元下跌、美股上涨、黄金价格上涨、石油价格上涨，对世界经济走势的判断随即从上半年的乐观转向悲观，舆论导向的理由就在于美国经济不好，美联储又开始印钞票了。而真实的状况则是美联储货币政策伴随着量化宽松阶段三的出台而发生了质的变化，尤其是资产组合结构性的调整，并非是简单或重复第一阶段量化宽松（QE1）和第二阶段量化宽松（QE2）的政策循环。这正显示出美国经济时代的高端全球化，美元地位影响的全球霸权性。这是世界经济所有偏激判断的一个误区和炒作焦点，值得世界经济分析与预期审慎定论与评价。

如何评价美联储的货币政策面临巨大的挑战，舆论的偏激性和偏颇性十分严重，不仅不利于风险规避，反而囤积了更大的风险压力。尤其是在我国当前宏观经济不稳定，货币政策方向难以定夺的形势下，这种混乱而复杂的语气十分不利于我们自己的政策协调与经济稳定，特别是心理稳定受到的冲击更大。我们应全面、深入和站在更高的层面评价这种对策的特殊性和远见性。

1. **美联储货币政策的独特性思考。**美联储的货币政策看似一国中央银行的常规货币政策，但是由于美元地位的独特性以及美国经济的特殊性，恐怕我们议论与研究问题的视角或层次需要调整。美联储的货币政策有别于世界任何一国中央银行的政策基础，其目标侧重是全世界，并非本土化的概念那么简单，进而政策的着眼点并非我们各国理解的本土化，美国货币政策的基点是全球化。一方面美国政策比例的配置是以全球比重为主，60%的货币供应量在全球各地，只有其次的40%才是美元国内供应量的需求。美国的全球战略决定了美国货币供应量的分布与比重。另一方面是美元货币供应量是伴随全球市场配置的变化而消长，并不仅仅是因为美国经济本土的问题而扩大。全球金融市场的概念和定义在扩大，原有的黄金市场国际金融的概念已经扩大到石油市场、资源市场、商品市场、农产品市场，这意味着美元过去的货币供应量已经不

美国货币政策的基点是全球化。一方面美国政策比例的配置是以全球比重为主，另一方面是美元货币供应量是伴随全球市场配置的变化而消长。

能满足全球金融市场的需要和供给，因此美元在这场独特的金融危机当中扩大货币量，而并非舆论简单的评说美国经济不好导致美元货币供应量增加。其实质是美元货币供应量不足，进而美国为实现美元霸权的覆盖率以达到垄断力而增加货币发行。我们一国货币政策视角过于局限和狭窄，解读美元货币政策有死角，理解上会出现误区甚至盲区，这是舆论推进的混乱之处，解读不准确的基础在于对美联储货币政策的独特性的偏差。

美联储的货币政策不同于欧洲、日本和世界很多国家，甚至包括我国。我们理解货币政策的基点是国内和本土，美联储是全球和世界。因此，市场议论美联储的职能和地位应该对症美元特殊性和特权性，并不能按常理分析或按常规推理，这是十分复杂和深人的话题，并不是一个简单数量的概念或规模效益。

2. 美联储货币政策的循环性差异。美联储货币政策循环处于全球经济竞争加剧的时代，尤其是这场金融危机带来发达国家经济的衰退，带给发展中国家经济的崛起机会。但是，世界经济的实力至今并未发生根本性的变化与调整，最有实力的国家是发达国家，最有势力的国家也是发达国家。发达国家的实力体现在于资产配置的合理、行业分布的均衡、产品品牌的效率以及市场垄断的势力。尤其是美国更是处于发达国家之上的更发达国家，所以美国的货币政策循环基础更侧重于美国跨国公司的世界布局与竞争的长远思考和战略设计。

这种战略设计一是拥有世界绝对多数的份额占比，尤其是有优势远见的规划占比和再分配优势。其目的是以美元贬值策略推进跨国公司的占有份额，甚至在铺垫美国新经济时代的世界再垄断，并非简单基础产业的概念。因此，美国经济的局限在于传统经济，但是新型高端经济美国具备正在囤积的新的优势。美国新经济转型的显著标志之一就是深耕产业革命与技术进步，以大数据、智能制造和无线网络革命为代表的第三次技术变革，这一过程正在美国酝酿并初见端倪，以苹果为代表的平台经济加速延伸，在全球市场进行扩张乃至形成垄断，预示着美国未来10年将会创造经济增长新引擎的更超级产业体系。尤其是在近年西方所谓金融危机的概念之下，世界传统制造业领域被新兴市场国家超越之时，美国却在进行高端制造业的领先规划，未来的高端制造是美国再工业化战略的核心目标。所以美国的再工业化与全球的再工业化不是一个层次和水准，目前的混淆不利于了解和理解美国经济、世界经济乃至中国经济。美国已经开始深化的高端制造业，已经在纳米技术、高端电池、新能源、生物制造、新一代微电子研发、高端机器人等领域得到体现，包括传统产业也出现新的层面与产品品牌。如美国汽车厂商创下2007—2009年经济衰退以来的最佳，2012年8月表现相当的亮丽。当月美国汽车销量较上年同期增加20%，此后汽车销量继续攀升。在较为宽松的信贷条件下，美国消费者更有信心买人高单价的物件。美国

目的是以美元贬值策略推进跨国公司的占有份额，甚至在铺垫美国新经济时代的世界再垄断，未来的高端制造是美国再工业化战略的核心目标。

三大汽车厂商和外国汽车厂商发布众多新款车型，让消费者有了历来最好的选择余地，汽车旺销进一步表明第三季伊始消费者支出呈现改善，此前消费低迷导致2012年第二季度美国经济增长环比年率仅为1.7%。美国人继续购买汽车，特别是购买高端新型汽车，促进了消费支出的加速。而这与发展中国家，包括我国的传统工业的制造业、汽车业和房地产业截然不同，美国追求高端人才、高端要素和高端创新集群发展，以增强高端制造领域的研发领先、技术领先和制造领先。这是在解读和理解美联储货币政策基础时需要引起重视与关注的新角度。

美联储货币政策是为美国金融机构在全世界的竞争提供保障。

二是美联储货币政策是为美国金融机构在全世界的竞争提供保障。美国金融层面高端性表现在市场绝对的优势乃至垄断，至今美国仍有对全球大银行的垄断力，甚至在经历了所谓的金融危机之后，美国雷曼兄弟公司不垮反强，现金流的增量伴随金融危机的独特过程迅速增长，其2008年的现金流为60亿美元，2012年3月已经上升到640亿美元，并从4月17日起开始偿还债权人债务，将雷曼申请破产案画上圆满的句号。雷曼兄弟公司申请破产保护是独特的金融危机标志性事件，然而，世界与市场并未看清的是：雷曼兄弟公司申请破产保护的本土化，掩盖了其跨国公司特殊性的面貌。美国这种很蹊跷的策略与战略组合模式来自于其金融体制的成熟性、金融操作的娴熟性乃至金融战略的全球性，这是我们考量美联储货币政策不可忽略循环特性和基础要素的原因，而市场对美联储货币政策的解读缺少基础要素，完全陷于数量的概念讨论，进而忽略美联储政策预期在本质上被误导和误读，甚至误入被规划的战略筹谋。

3. 美联储货币政策的远见性预判。美联储货币政策的洞察力十分值得关注和研究，尤其是它并非着眼于眼前的事务，而是设计和规划更加长远的市场和事务。2001—2003年的利率调整与2008—2009年同样的利率调整，两者方向一样，但结果则截然不同。第一次调整带来的结果是利差投机套利，局限于金融市场本身；而第二次带来的结果则是刺激资源和大宗商品投机套利，使得金融市场的含义与定义扩大再扩大。基于此点去解读美联储的第一次和第二次量化宽松货币政策，我们的思维将会发生巨变，美联储的货币政策不是因为美国经济本身那么单纯，而是面对全球市场的产业配置与调动，这符合美元货币政策地位与美元货币政策的目标——全球化的霸权货币、全球化的特权货币。所以对美联储货币政策的评价不能局限于美国因素，而是要着眼全球因素。这是目前预期和市场评价美联储第三阶段和第四阶段量化宽松政策的最大缺失，或曰误区和盲区。

美元作为现在世界上非常具有实力和势力的货币，其货币政策考量将更具有特殊性，它并非是以单一货币为基点，而是综合考虑全球战略结果。尤其是面对全球货币竞争的加剧，美元更加关注货币竞争对手和战略，极力规避美元对手带来的挑战，重新架构货币新体系。尤其是经历了独特的金融危机之后，美联储的政策以及美元的战略，已经在努力扩大国际金融市场的概念与范围，有效的运用

美元特权的定价机制以及美元霸权的报价制度，进一步增强美元霸权的世界范围与领域，扩展美元覆盖的更多领域与更大的市场。所以美联储的货币政策并不仅仅局限美国本土概念，更着眼全球化的战略。

目前全球金融市场处于“两个非理”阶段，即非理性、非理论阶段。

目前全球金融市场处于“两个非理”阶段，即非理性、非理论阶段，从而带来判断的混乱和行为的错乱。一方面是流动性导致非理性发展的恐慌，进而导致价格上涨和关注投机回报率，价格下跌关切流动性数量；另一方面则是宏观经济理论指引失去标准和定律，尤其是通胀呈现极其混乱和错综复杂的局面，传统理论指引已经丧失基点，新理论框架尚未形成，进而“走着看、看着走”，令决策者十分纠结。

2013年美联储的货币政策依然是世界经济和国际金融市场的关注焦点，并且有可能引起世界更大的变异性风险或转移性危机，尤其是欧洲和亚洲的压力会较大。理由在于：长期看风险焦点将从美国向欧洲和亚洲转移。新型金融危机独特性将逐渐带来美国稳定和全球相对稳定，但是欧洲的问题值得关注与跟踪，欧洲的不稳定和不协调将扩大，欧元或许将在两、三年或三、五年呈现传统金融危机的风险。原因在于：欧元区内部自身压力难以协调和消化，成员国间经济差异扩大、政治分歧加剧、价格和价值裂痕深化。未来欧元面临模式瓦解的可能，尤其是多重货币组合模式将把欧元推至死亡边缘。目前欧元区合作在逐渐分化，分离状态明显。包括英镑不加入欧元，欧元区成员国公众不愿持有欧元人数增多，排斥欧元潮流逐渐扩大，尤其是德国明显不愿意救助弱势成员国的政策意向，甚至主张将欧元区分化为两类资质成员，这都预示欧元区分裂存在可能性基础条件，是风险囤积焦点。而亚洲则处于美国全球战略的中心，焦点和敏感愈加凸显，亚洲自身性质与结构难以实现均衡和进一步拓展，更加上大国实力与势力的竞争，美国重返亚洲就是最好的竞争风险压力。

长期看风险焦点将从美国向欧洲和亚洲转移。

2012年末与2013年初，国际金融市场另一个焦点是日元贬值，市场议论众说风云，笔者基于长期观察和研究国际市场的角度认为，日元贬值是自身国情的实际需要，更是外部因素的顺水推舟、深谋远虑，不可掉以轻心。货币战争并不存在，货币竞争则更加激烈，多元化的货币战略新组合和新合作更加深入，因此值得深入研究日元贬值的前因后果、来龙去脉。

首先需要关注日元贬值是自身利益的需要。

首先需要关注日元贬值是自身利益的需要。本国汇率需求特性表明，日元贬值的主导因素是内部经济利益最大化。尤其是日本经济面临20余年的衰退局面的情况下，日本出口的重要地位和作用依然存在。即使经历时代变迁和日本经济转型，汇率对于出口作用基本原理依然不变：即货币升值杀伤竞争力，货币贬值增强竞争力。美国读懂了这一点，美元贬值可以增强美国产品竞争力；越南读

懂了这一点，货币贬值可增强越南制造业和产品的竞争力；墨西哥、巴西、印度都读懂了这一点，也都追求货币贬值以增强自己产品竞争力和国家地位。日元汇率正是基于这最简单的原理采取日元贬值对策，以实现经济自救和复苏。

1. 日本国内经济需要的选择。从日本自民党在2012年12月的大选中获胜之后，日元贬值幅度已经达到10%。所谓“安倍经济学”就是设定2%以上的通胀目标，扩大金融的量化宽松，使日元贬值，以此促进日本国民经济的“三驾马车”（消费、投资和出口）的均衡与调整协同，其核心是将滞胀当作经济长期低迷的重要因素治理，并认为解决日本滞胀问题是日本经济复苏的前提。为此，安倍政府决心不惜一切代价扩大国债发行规模，扩大公共事业的投入。这其中就包括实施日元贬值策略，试图以此刺激消费和投资，并通过日元贬值提高出口竞争力，让“三驾马车”尽快奔驰起来，使本国和世界期望的经济增长变成实际的经济增长。日元贬值深思的结果，并非舆论调侃的是一种幻想或搞坏经济的计划。

所谓“安倍经济学”其核心是将滞胀当作经济长期低迷的重要因素治理，并认为解决日本滞胀问题是日本经济复苏的前提。

2. 迎合美国策略的需要。日元贬值一定程度上不是日元需求，而更多是美元需求，更确切的说是美元的放纵性所导致，日本选择迎合是与美国采取纵容相结合的。究其原因，一方面是这种搭配或许有利于缓解外汇篮子货币的技术需要，日元贬值刺激欧元升值的需求更突出，导致欧元兑日元升值到123日元，进一步拉抬欧元兑美元汇率升值到1.35。欧元是美元唯一的竞争对手和目标，日元则是美元重要的战略货币合作者，所以日元汇率迎合美元对策需要是核心，日元贬值的外部需求是必然，这或许更是美元全球汇率战略的重要筹码。

3. 日本产业转型的需要。尽管经济衰退时间和周期较长，但日本无论国家竞争力或产业竞争力的优势依然存在，日本依然是世界尤其是亚洲不可忽略的重要经济体。虽然伴随着所谓日本产业空心化的论调，市场对日本产业的能力严重忽略，但实际上日本产业的崛起战略已经悄然实施。例证一：2012年11月12日，日本经济产业大臣枝野幸男在众议院预算委员会上指出，至2013年下半年日本对于中国稀土的进口依赖程度将降至五成以下。当前日本所需的稀土八至九成需从中国进口，实际上，日本政府很早便将摆脱对我国稀土依赖提上日程，日本多家企业也早已开始在我国以外的国家投资稀土资源，同时在国内研发稀土提取技术，这些都是他们将“稀土并不稀少”作为战略应对的例证。近年日本在越南、哈萨克斯坦、印度和澳大利亚四国所获得的稀土供应已经超过日本年需求量的一半，一旦日本相继从这些国家获取稀土资源，将对我国的稀土进口依赖从90%降到40%。另外，虽然过去日本90%以上稀土依赖从我国进口，但目前生产仅用了进口量的

虽然伴随着所谓日本产业空心化的论调，市场对日本产业的能力严重忽略，但实际上日本产业的崛起战略已经悄然实施。

1/3，其余被用作战略储备，据估计，储备总量足够40—50年之用。例证二：日本在经历了2011年3月11日的特大地震与海啸之后加紧实行海外转移战略，日本制造业向国外转移，将会逐渐取代在日本制造。美国企业跟日本企业在海外转移方面有很大不同，美国是把产业链展开，把生产组织包括零部件的采购大量的向海外伸展，而日本企业则是在一个产品的核心部件、核心技术方面集中收缩，只把相对次要的环节或者初级开发工作向海外转移。真正的产品、技术的深度开发，特别是技术集成方面，日本是绝对不会放弃的，因为这个领域也是他们最具有竞争力、最强势的领域，所以我们需要的是重视日本产业与经济研究的真实与理性。

其次需要探讨日元贬值的外部合作和战略。

其次需要探讨日元贬值的外部合作和战略。日元贬值的外部性也不能忽略，尤其是面对以金融市场为主的全球化的新趋势，日元也需要加强自身金融能力和势力的恢复，因此日元贬值潜藏的战略图谋也是不容忽略的。更何况美元与日元的紧密合作是基于国家战略和利益的谋和，美日之间全球化宗旨和目标一致性使得两者的货币，确切的说是两大货币加紧合作，谋求全球化的利益诉求。这不是简单的汇率水平变化与调节，国际关系的复杂性和高端性体现在其规划性，并非是价格表象那么简单。

1. **日本本土战略组合的本意。**伴随着日元贬值，日本股市高涨，日本希望借此促进或恢复日本国际金融中心的地位与影响。当今全球股市为主的发展态势依然清晰，日本则具备股市上涨的实际条件，尤其是2013年1月28日日经指数上涨突破11100点，收于11113点，为两年9个月以来的高点，这表明日元贬值的政策并未伤及投资信心，这也是发达国家十分高明有效的资产投资选择运用。日元贬值不伤及投资信心，反而会调动投资情绪，提高投资回报。作为本土化财富效应充足的特色国家，日本这种组合的结果将会极大调动本土资源的经济发展潜力。

2. **日本外部战略对策的旨意。**日元贬值一定程度上取决于外部意愿和对策，而非本国的主张和策略。因为美日之间货币政策的默契早已达成，日元的顺应和随从特色十分突出，二者合作的基础就在于共同的全球化战略选择和取向，这是美日之间货币政策默契的关键所在。因此，日元贬值在一定意义上并非日元所为，而是美元所致。美元对策的本意是帮助日本经济复苏，通过日元贬值拉动日本贸易，一箭双雕于美国自身内部贸易需求，同时刺激日本贸易繁荣。更重要的是，美国希望以此缓和中日之间钓鱼岛的紧张局面，美国的立场是希望矛盾激化，但不希望矛盾破裂导致战争爆发。因此美国选择以日元贬值缓冲日本政治情绪，回归经济实际需要。概而言之，容忍日元贬值的策略是政治权术与经济诉求

美日之间货币政策的默契早已达成，日元的顺应和随从特色十分突出，二者合作的基础就在于共同的全球化战略选择和取向。

的谋和。

3. 日本国内结构规划的创意。日元贬值的本土需要高度体现在改革与创新的规划上。过去造成日本经济长期低迷的最大原因是零利率下陷入流动性陷阱的金融紧缩，这虽然是金融现象，但其原因并不在金融市场，而是在于经济增长潜力缺失。日本希望通过提高劳动生产效率、提升日本企业竞争力，日本强化革新的基础，加强研发的投入，推进各项制度的改革，以图达到经济结构的改革，从而强化日本经济的竞争力和增长力。日本已经在环保处理、新能源研发、绿色经济上有所作为，而安倍政府更注重日元贬值给日本企业带来新的竞争力。日本企业已经具备应对汇率风险的能力，汇率本身的变数将不会直接影响企业利润，但汇率变数的产业竞争力的覆盖或扩张则是日元贬值的新转折。目前日本企业已经将其20%以上的生产转移到了国外，汇率对生产的影响已经大幅减低，日本企业需要的是更加大胆的创新。

世界在变，金融危机在变，金融理论在变，国际货币格局在变，日元贬值的内涵也在变，这才是对日元贬值的透彻观察与思考角度。

尤其是在当下我国经济与贸易的不确定性之中，我国人民币汇率将面临两面夹击。一方面，受制于美元汇率的影响在继续，但是汇率技术性的转折将会十分复杂。预计2013年年内即使美元继续贬值，我国人民币的升值势头也将难以延续，未来人民币升值空间有限，贬值压力巨大。人民币面临的新挑战是能否扛住人民币贬值的压力，这是对我国经济信心和实际对策的巨大挑战，因此对人民币贬值的应对准备十分必要。

人民币面临的新挑战是能否扛住人民币贬值的压力，这是对我国经济信心和实际对策的巨大挑战。

另一方面是日元贬值对我国贸易的冲击，其中包括人民币兑日元汇率的复杂性。尤其是我国贸易在经历2012年较大的压力之后，2013年的形势并不乐观。国内的准备不足和效率不高是巨大的挑战，而外部的日元贬值将会加大日元产品的竞争力和出口的优势，甚至将直接冲击亚洲市场出口组合的矛盾，对我国贸易外部环境的破坏性和干扰性加大。因此，对人民币的投机套利活动将会增加，尤其是对日元汇率水平的诡异性必然加剧投机风险，而非投资价值，市场心理和策略的短期化、草率与急躁的情绪将会十分突出，这对于经济信心和市场技术具有巨大的干扰和冲击效应。我们无论贸易或汇率方面都潜藏巨大的风险，值得引起高度重视，应当着眼长远、准确定义、有效改革、短期突破、积极应对。

未来全球金融格局重组的变数较大，最终结果将很可能强化美元的垄断地位和控制优势，而非脱离美元，或美元崩溃论的实现。

总之，未来全球金融格局重组的变数较大，最终结果将很可能强化美元的垄断地位和控制优势，而非脱离美元，或美元崩溃论的实现。这需要各国在制定金融战略和政策时谨慎论证，而非以简单理想化的建议或对策来替代和改变。国际金融是经济的核心，汇率博弈是金融的焦点，国家利益需

要的是金融战略的具体落脚点。应当进行有效规划、长期论证，进而达到资源的有效配置和组合，实现经济利益需求和金融诉求，保障我国经济和全球经济的稳定、发展和协调。目前国际市场上喧嚣的“货币战争论”过度而且极端，不利于风险的识别和控制，值得我们高度警惕并进行深入透彻的解读与分析。