



复旦大学中国研究院  
China Institute, Fudan University



# 《话语中国》特刊

第三期

特朗普时代的美国金融政策  
与中美关系

复旦大学中国研究院

2017年5月



复旦大学中国研究院  
China Institute, Fudan University





## 目录

唐毅南：构建中国的货币—金融新体系，断绝美国的遏制企图心.....	4
特朗普针对中国的金融战势在必行.....	5
中国金融居于劣势，下策和中策走不远.....	6
货币金融体系创新是上策，阻绝美国的遏制冲动.....	7
张  超：美联储加息后最大的风险：美债赖账.....	11
美国国债可能“赖账”吗？.....	11
除了美元，我们还能相信什么？.....	12
占  豪：美联储加息大飙车？中国之危 or 机？.....	13
戴险峰：美国的美元，中国的两难.....	18
如何看人民币：贬值略被动.....	18
如何看美元：升值有支撑.....	21
如何看未来：预期待稳定.....	22
叶  檀：明年人民币兑美元会不会到 8.3 比 1？目前情况下最好的汇率对应办法到底是什么？.....	24
一是遮住自己的明牌.....	24
二是短期内大涨大跌让投资者找不到北，同时让人民币挂钩一个大锚，这个锚的设定在自己的心里。.....	25
三是有些触及信用根本的办法，短期再有利也不能做.....	25
郭晓明：“美联储加息周期”真的存在吗？   郭晓明.....	27
贾晋京：美联储加息——色厉内荏的游戏.....	32



## 唐毅南：构建中国的货币—金融新体系，断绝美国的遏制企图心

作者：唐毅南（复旦大学中国研究院研究员）

时间：2016-12-29

来源：观察者网

网址：[http://www.guancha.cn/Tangyinan/2016\\_12\\_29\\_386717\\_s.shtml](http://www.guancha.cn/Tangyinan/2016_12_29_386717_s.shtml)

美国对中国的遏制可能变为以金融战为核心，贸易和军事摩擦为侧翼。由于美国经济实力的衰落远超 GDP 数字表现出的程度，中美的贸易战打得越大，美国输得越多。由于美国产业空心化，GDP 中有 20% 都是依靠印美元注入经济循环来虚增的虚拟 GDP，但这都还不是美国经济实力衰落的全部。

实际上，美国的 GDP 还有很多是无用的废热，第三产业形成的多是对社会有害 GDP。比如美国社会兴讼成风，医药行业利润奇高。极度不公平的律师费、医疗费使辛普森可以合法杀妻、美国人均寿命下降，更不要提金融业的暴利也会贡献 GDP。因此美国要想获得产品，是不可能从这么多虚幻的 GDP 中得到的，它对我们产品的渴求，远超我们对它市场的需要，实体经济的中美贸易是我们的卖方市场。贸易战、台湾牌不是不会打，但如果它们不是金融战的助攻，特朗普也会发现这根本没有太大油水，弄不好又成了美国血流不止的伤口。

我们唯一的顾虑是金融，这是美国仍然对我们有绝对实力领先的最后一个领域。应对特朗普，最坏的打算就是准备好特朗普最终找对战场，发动金融战。不论特朗普的第一枪在哪里打响，他立刻就会发现，军事和经济层面，中国都有很硬的钉子给他碰，唯独金融没有。即便他是个没有远见的机会主义者，金融战也会因此升级。相反，金融体系一直是我们的短板，即便未来没有开战，我们的金融体系也已经走到了亟需创新升级的当口了。

应对这一危机有两个大原则：

第一是战术上坚决抵制，也就是当美国以最坚定的意志对中国进行金融战时要有可靠的实时对抗方案，要立足于在金融的战场上美国有可能大胜的现实，又要尽力劝服它不要打。

第二，则是战略上的。真正能有效对抗特朗普的战略变革不可能以对抗特朗普为出发点，而是需要回归中华民族伟大复兴的基本命题。不管它打不打，毛泽东面对优势敌人就是“你打你的，我打我的”，所谓大巧不工才能胜利。我们需要建立既能和美国战略对抗，又可以避免美国式经济虚拟化的货币—金融体系；不但使我们面对美国进攻时的战术选择焕然一新、效果倍增，还真正成为中国经济长期健康成长和中华民族伟大复兴的可靠服务者。



我们的应对有下中上三策，取决于我们历史视野的长短，值得思考。

上策是以央行货币创新为引领的金融体系革新，实际上就是中央统筹推动央行的资产负债表调整优化，打造“降杠杆、用产能、促增长”的新投资体制；这在战略上以自我发展需要为主，而不以美国为敌手，但将给我们巨大的战术对抗空间。

中策是商业和国有金融机构、基金等配合央行，以解放战争三大战役的规模准备在国际金融市场进行交易战，面对全世界投机者，这最多能够惨胜。

下策则是在现行的由央行总负责汇率和外储的机制的基础上逐渐放开资本市场。现在有人已经发现局面的困难，提出了“保外储”还是“保汇率”的选择题，但实际情况是只要美国决心够大，现行体制下外储和汇率一个也保不住。放开资本市场，以为国际资本进入会有稳定市场的功能。这符合教科书的玩具经济学，但不符合事实。

下面先分析美国进攻中国的战略战术，再详细讨论我们可能的战略战术应对。

## 特朗普针对中国的金融攻势在必行

战略上重视敌人，就是按最严重的设想制定预案。首先是我们不能觉得美国找不准方向，只讹诈而不会开打或只是小打金融战，认为美国会对砸烂自家经济的坛坛罐罐有所顾虑。恰恰相反，特朗普知道光讹诈不解决问题，需要刺刀见红。

第一是金融战必须打。由于美国 GDP 的增长几乎完全是金融体系贡献的，如果不开打金融战，特朗普的经济承诺一个也实现不了，金融战是美国实体经济还能缓口气的唯一选择。

第二，特朗普已经在筹备金融战的路上。他的嘴炮可以姑妄听之，但他的人事任命已经完成了一个可以发动金融战的班子。

特朗普提名高盛的交易大鳄史蒂芬·姆钦(Steven Mnuchin)任财政部长，此人在国际市场上做投机交易历史悠久，自己有对冲基金，是金融进攻的行家；提名国务卿的是石油大亨雷克斯·蒂勒森，这人搞外交的话不会懂打仗，但对如何搞事情影响石油价格进而影响资本流向不会陌生；国内资产价格由史蒂芬·姆钦和金融监管改革特别顾问伊坎共同操控；制造军事热点交给“疯狗”将军马蒂斯——这些都是最重要的人事任命。还有钢铁产业投资者威尔伯·罗斯任商务部长和领导新的白宫国家贸易委员会的彼得·纳瓦罗等人负责贸易摩擦。这些人选就是金融为主战场，贸易摩擦和军事摩擦为侧翼的进攻团队架构。

第三，美国有人和，世界的投机者都看好美国赢，已经准备好跟进了。



自去年以来，央行为了人民币国际化做了不少管制革新，例如允许人民币汇率更大幅度的波动。结果，无一例外引来国际做空者诱发人民币大幅贬值，再加上国际资本开始外流，外储也持续减少。这些都是国际投资者用钱在中美之间选边站的结果，预期美国会赢的人用钱支持美国，美国的赢面就增大。国际投资者预期的引导，主要是美国说了算，目前我们没有有效引导预期的基础。

第四，特朗普尚未登台，金融战实际已经露头，这就是美联储的加息。

次贷危机后，美国货币政策主要是让国内金融部门低成本拿钱抬拉金融资产价格，因此是零利率加定量宽松(QE)政策。现在美国金融资产已经到了高位，加息可以吸引全世界资金去高位接盘，并令其它国家资产贬值，美国用套现本国资产的钱去抄底。之后如果美国套现顺利，就再进入降息周期，让国外资产涨价国内资产跌价，美国人卖出国外资产大赚一笔后再回头抄国内资产的底。

那么，美国能追求的战略回报具体有什么？从低到高有三个层次。

首先就是制造国际金融资产和大宗商品的价格波动引导国际资本流向。这并非只针对中国，而是剪全世界羊毛，只不过中国羊最肥。

第二个更大，是搞乱人民币的国际地位并打乱中国的国际发展战略，尤其是“一带一路”这个全球性战略。

第三是最大的，寻求直接攻破中国，突破人民币汇率和中国外储，获得地价吞噬中国资产和财富的机会。国际形势从来都只是危机，机会和危险从来都是一体，中国目前已经有可以被攻破的条件了，其中最大的就是人民币加入 SDR。

人民币国际化的问题涉及资本管制的诸多变化。最根本的矛盾是，人民币有这么多外汇占款都是以美元为储备发行的。那么到底是人民币加入 SDR，还是美元又加入一次？这个人民币的内在战略矛盾极为复杂，远超汇率是否盯住一篮子货币这种问题，不能指望由技术性的战斗解决问题。更何况随着人民币变为储备货币，其国际交易会更为自由，央行很难再用关门的办法御敌于国门之外。

这些多层次的战略回报是互相交联的，美国很可能是逐渐升级规模。最初大概率是从追求最低层次目标出发，在美联储的不断加息中不断评估并调整行动。假设美国发现剪全世界羊毛的货币政策和金融操作确实起到了拉动全世界资本流动的效果，同时对华贸易战和军事遏制却踢到了钢板，接下来可能就是金融战的加码。当然金融战加码对美国来说也是有条件的，但留给我们的时间有限，要未雨绸缪。

## 中国金融居于劣势，下策和中策走不远



战术上，我们目前处于完全的被动挨打地位。由央行负责汇率和外储的同时开放资本市场是下策。问题首先就是外汇占款，这在中国作为产品出口国时是优势，但在国际金融战时是劣势；其次是我们战术选择极其有限。投机者进攻时，战术秘诀是超高杠杆的交易，一两个大鳄就能借到天量的货币，搞垮一个中等大国。

1992年索罗斯狙击英镑的战役就是这么打赢的，当时英国人根本想不到他一个对冲基金就能聚集多达一百亿美元；但央行抵御进攻却没办法到处借钱，只有动用手中的外储。1997年亚洲金融危机中的东南亚小国加起来也不够英国的体量，在攻击之下迅速崩溃；央行施救香港能够成功，胜在战术上的突然性加上做空者没有准备好相应的资源和决心。

衍生品市场，包括汇率衍生品在内，不但用来投机的筹码是无上限的，而且还是杠杆交易，只要有钱就可以创造天量的盘口做空人民币。再加上现在全球货币比二十年前不知道多了几百倍了，与美国国家战略合作，任何做空人民币的资金要借到美元肯定容易得不能更容易了，三万亿美元的外储原则上不可能抵御散布全球的天量美元集体进攻。

这种形势下靠央行引导全球资金不针对中国不会有效果，而开放金融市场引入外国金融资本是开门揖盗。假设我们还像以前一样投资黑石那样的外国基金，一方面是屈就美国设计的剪全世界羊毛的资本流动，更严重的是这样等同于为美国的金融进攻提供弹药。

央行牵头友军组织战斗是中策，美国战斗意志不够坚决的时候中策会有一些效果。问题是：友军水平有限，中国在国际金融市场败绩太多，我们也不可能把自己的金融市场搞成美国式的投机市场来练兵。可谓是实体经济不死，我们的金融“水平”提不高。更重要的是，友军弹药有限，对抗美国的金融战怎么可能在世界上融到资？更别提美国一贯操控金融资产的信用评级。金融战时下调我们的评级，断绝我们的融资渠道是很容易的。最后还是央行利用手中外储去对抗，只是多点“花活”而已。

## 货币金融体系创新是上策，阻绝美国的遏制冲动

上策是不打交易战的金融战，跳出美国给我们圈定的金融战场，我们自己选定一个战场较量。

这首先要搞清楚为什么美国就是不能好好搞生产？观察者网专栏作者史正富教授指出，根本原因在于资本主义市场经济的以市场导向、企业利润驱动的逐利型投资要求的是周期较短、规模不大、收益归己，并且具有顺周期的特点。因此产业空心化的现实下，美国老老实实生产做不了，金融战暴涨暴跌的特点倒是能满足美国大资本的逐利要求。因此美国选定的战场是货币市场、大宗商品这样的交易市场。



中国现在一方面产能过剩，但是很多基础战略性投资却因为社会主义市场经济也存在这种投资的逐利性而得不到满足。只要跳出这种短期逐利性的投资逻辑，就立刻有解决问题的方案，我们应该建立一个“一带一路”建设的国际投资市场，其中的资本金来源，是央行置换外汇占款后释放的美元。

要解决外汇占款的问题，首先要立足于国内的长期战略性资产积累投资，需要中央统筹推动央行的资产负债表调整优化，打造“降杠杆、用产能、促增长”的新投资体制。

目前国内短缺但因私营经济的逐利性难以投资的产业部门主要是指水、土、空气等优质生态资产，能源交通等基础设施，前沿科学技术、战略性新兴产业的核心技术、研发人才和高技能工程队伍等国家战略性基础资产，国内文教体卫基本设施和全球化文化传播的基础资产等。史正富把这些短缺部门的投资划分为“宏观-战略性”投资，虽然未来收益可观但体量特大、周期特长，不可能再通过贷款的方式融资，需要超大规模的资本金，不但私人不会投，国家独力也只能投一小部分。

如果用央行货币创新为这些领域投资，就能满足这个高达百万亿的投资资本金需求。不但能打造中国长期增长的物质基础，将过剩产能用起来，创造天量的投资需求；还可配套升级金融体系，解决“一带一路”的外汇需求。通过发展全球实体经济创造一个新的国际资本市场，使资本按逐利逻辑背离美国设计的流动方向，使我们打金融战有资源、有战术选择，甚至让美国“打不过就入伙”我们的大战略。

央行资产负债表的调整优化，实际上就是指央行出资“宏观-战略性”投资后，对应的权益资产可以作为央行货币发行的基础资产之一来代替美元，成为人民币发行的储备；由此形成以黄金、国债、战略基金权益和外汇储备为主的多元复合的央行基础资产，也只有这么做能为这些投资提供足够的资本金。

货币作为金融和经济的源头，通常要求有实在的储备才能发行货币。这些资产的基础性决定它们的体量将足够大，更可贵的是这些资产不但像黄金一样保值，还因为它们直接对经济发展有重大贡献、像土地一样自身产生租金和收益，还能增值，又不像国债一样增加财政赤字，因此是比黄金、国债、外储更好的货币发行储备，可以产生长远重大的战略收益。

我们设计了相应的操作手法，可以在置换外汇占款的同时维持央行资产负债表规模不变，总体健康，也就是高能货币总额不变，不影响国内金融市场的热钱但能定向注入货币到实体经济。

置换外汇占款，是将央行的外汇储备和外汇占款这一对资产负债关系转出货币体系，变成商业金融机构的外汇和普通的商业信贷这种资产负债关系。它的重大作





用在于：首先国内金融机构可以持有外汇，在面对金融战时采取上面所说的中策就有了物质基础。更直接的是，这些外储由此可以交由“一带一路”的海外投资基金使用，配合人民币在全球创造新的资本市场。因此这一战略虽在根本上不以任何人为对手，但使我们也能调动资本流向。

前面说过，光打外汇、股权、国债等金融战的话我们的机构是没有能力大规模做融资的，真大规模融资我们也控制不了，去年的股灾就是教训。但是在海外做实体投资和资产并购这样离实体很近的金融运作时，我们融资就会容易的多。

由于有资本金有抵押，还有未来收益，还能深化到股票债券发行和金融衍生品等领域，又影响对能源等大宗商品的需求，最终创造出的资本市场将体量巨大而有吸引力，完全可以极大削弱美国加息带来的资本吸引力。只要全世界大资金在其中也有了瓜葛，中国在金融正面战场的话语权和资本就会极大增加，这才能最终缓解外汇占款的矛盾。

不仅如此，这是人民币国际化最好的平台，手里有实在资产选择计价货币就自由多了，可以极大扩展人民币的海外储备。我们愿意与人民币有关的国际资产负债和外国人民币储备更多来自于与“一带一路”投资有关的金融市场和直接投资，而不愿意它们来自于单纯的货币交易或者是我们的贸易赤字。二战后美国用马歇尔计划对欧洲投资，其它国家因此形成的美元储备对美国是有利的；后来美国变为贸易赤字，其它国家的储备越多，美国就越衰落。

在这种战略下，机制配套也就容易得多。为了使“宏观-战略性”投资和“一带一路”的海外投资高质量运行，史正富建议设立担负国家战略使命的准市场型战略投资基金体系，形成国家战略引领、国家资金牵头、多元资本混合的长期投资基金；市场化挑选基金管理人，完善管理激励体制；国家引领但融入市场体系，完全可以把投资绩效做好。投资绩效好，在海外就能拥有高质量资产，这也会提升我们的资产评级，增强商业金融机构的融资能力。

要特别说明的是，从财务上来说，清除部分外汇占款本身就是一场信用评级战，但这已经是我们而不是美国选择的战场了。比如央行只是直接持有外储的减少，但账面可以完全不是这样；而因为其持有上述投资基金的权益，央行实际可以调动的外汇则更可能反而增加。这也体现了货币创新带来的战术提升空间。

这是比亚投行更大的战略共赢空间，美国已经发现抵制亚投行是个战略错误，未来的大趋势是应该是“一带一路”人民币和石油美元、赤字美元一起在国际市场上共舞。但在实际操作进程中，还是要时刻对抗美国贸易和军事的侧翼进攻。美国也无力在全世界挑起军事冲突来全面破坏“一带一路”投资的估值基础。

中国经受住近期的凌厉进攻，就有机会最终缩小中美金融差距，彼时中国经济、军力也会继续大发展，就能全面断绝美国的遏制企图。



复旦大学中国研究院  
China Institute, Fudan University





## 张超：美联储加息后最大的风险：美债赖账

作者：张超（太和智库研究员，中国人民大学国家货币研究所研究员）

时间：2016-12-17

来源：华尔街见闻

网址：<http://m.wallstreetcn.com/node/280055>

现在很多分析都在预测美联储 2017 年加息次数，分析 2017 年全球投资配置，都希望自己能成为“巴菲特”，掌握市场脉搏并盈利。但似乎大家忽略了一个基本问题：投资策略里有没有考虑无风险资产的风险。俗话说，好借好还再借不难，但在日常生活中借钱不还钱，钱要不回来这样的事并不少见。借钱的不一定是款爷，但欠钱的一定是大爷。美国世界第一大经济体，美国国债也扮演着“无风险”资产的角色，但美联储加息后我们需要对美国“赖账”的风险重新审视。

### 美国国债可能“赖账”吗？

我们看到特朗普胜选以来，以美元指数为代表的美国金融资产价格持续攀升，市场对于特朗普增加财政支出提振美国经济抱有很大期待，但有一个问题必须回答：钱从哪里来？我们看到从 2008 年次贷危机之后，美国政府的债务就开始“飙升”，2016 年 9 月底这个国债余额已经接近到 20 万亿美元。这意味着，如果美国联邦利率每提高 0.25%，美国政府每年几乎要多支出近 500 亿美元的利息。

“旧债还不上，新债利息高”这就是美国政府面临最棘手的问题，更何况特朗普还要再继续加大基建支出近 1 万亿美元，钱的来源一定来自继续多借债。而美国作为一个超级大国，大家都想当然默认政府肯定不会违约，至少不会直接违约不还。大家惯性思维认为美国解决债务问题的方案只有“稀释债务”，但是美联储加息打破这个幻想。债务稀释的前提是“印钞”，美联储加息与债务稀释显然是背道而驰，政府旧债已成“烫手山芋”而且还要面对新债成本的继续攀升。那特朗普会不会不按常理出牌，用违约处理美国的债务问题，对于这位敢说敢做的“大嘴”总统，违约似乎无并不是不可接受的事情。这就不难理解为什么全球央行都在抛售美债，谁都怕自己辛辛苦苦挣来的钱打水漂了。

有人会说美国国债违约将引发美国主权债务危机，把美国自己拉下水。我同意这样的观点，但还有一个前提，危机的“诱惑”是不是足够大。如果可以一次解决 20 万亿的债务问题，这个数字的诱惑力大不大，我想各位读者会有自己的判断，虽然我们只能看着而并不能决定任何事情。那我们怎么办？



## 除了美元，我们还能相信什么？

我们为什么使用美元？因为支付便利？因为无限制流通？因为所有人都在使用？可能我们每个人都有使用美元的理由，但最核心的问题是大家相信美元的信用！美元的发行不同于其他国家，简单说是基于美国国债，美元是美国政府对美联储或者说使用美元者的负债，如果美国国债违约即意味着美元彻底没有了信用，那么我们还能相信什么？

这个答案就在两个字：黄金。虽然我们现在看待黄金已经习惯了从“商品”或“金融资产”的角度看待黄金，认为没有利息的黄金是在美元加息周期中最先被抛弃的资产，但我们恰恰忽略了黄金最重要的属性——最终信用，尤其我们现在面临美元信用的崩溃。其实，无论是从 1971 年 8 月 15 日尼克松宣布放弃“布林顿森林体系”，还是 1976 年 1 月 8 日基于牙买加协议的浮动汇率制建立，人类摆脱黄金的货币支持都不过 50 年，我们是否要回头再寻找黄金支持？答案可以从数据中找。

我们从数据上发现，似乎除了美国以外，其他国家在买入黄金。2016 年 7 月之前美国投资者都是在持续买入，黄金信托基金（GLD）持仓量达 3160 万盎司。从 7 月开始，黄金持续流出达 430 万盎司，仅 2016 年 12 月第二周就卖出 25.7 万盎司。与此同时，中国投资者正在大量收购黄金。11 月份，上海黄金交易所（SGE）的黄金流出规模达到 215 吨，而黄金流出量是中国对于黄金零售的需求总量的重要指标。同时，我们虽然无法准确得知中国央行对黄金的需求是多少，但香港黄金的进出口量可以给我们一个趋势性判断。2016 年上半年，中国进口黄金 1730 亿元人民币，总体下降 14.9%，但自 10 月起，由于黄金价格下跌以及人民币贬值，中国连续第二个月增加了自香港的黄金进口，低位收储黄金的进程在加快。如果综合观察央行们减持美国国债和增加黄金收储这两个相逆的操作，我想黄金重回信用支持的时日不会太久。

本文作者为太和智库研究员张超博士，来源于微信公众号“宏观经济观察”，授权华尔街见闻发表。关注作者更多文章可点击作者头像关注。本文为作者个人观点，不代表华尔街见闻立场。

张超，太和智库研究员，中国人民大学国家货币研究所研究员。中国人民大学信息学院本科毕业，美国哥伦比亚大学 SIPA 学院硕士研究生毕业，师从欧元之父蒙代尔教授，英国雷丁大学 Henley 商学院博士研究生。主要研究方向为宏观经济学、全球货币政策、中国资本市场改革、债券市场发展以及人民币国际化等领域。



## 占豪：美联储加息大飙车？中国之危 or 机？

作者：占豪

时间：2016-12-14

来源：占豪

网址：

[http://mp.weixin.qq.com/s?\\_\\_biz=MzA5OTA0NDIyMQ==&mid=2653885757&idx=1&sn=2a3f5ad6b12496425c30549f67b955b2&chksm=8b53eb2fbc246239646a6e3bdca875cc110d863de17b42439edf45a1a8141b72fac80ef920c&mpshare=1&scene=1&srcid=1218qAvBXpZakLDceGoGd6IE#rd](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA5OTA0NDIyMQ==&mid=2653885757&idx=1&sn=2a3f5ad6b12496425c30549f67b955b2&chksm=8b53eb2fbc246239646a6e3bdca875cc110d863de17b42439edf45a1a8141b72fac80ef920c&mpshare=1&scene=1&srcid=1218qAvBXpZakLDceGoGd6IE#rd)

美联储议息会将开，是否降息将出结果。那么，美联储 2016 年最后一个议息会到底是否会加息呢？

在占豪看来，美联储这次大概率会加息。可能很多战友会问，这次占豪为什么会判断美联储大概率会加息？之前不是一直准确推断美联储制造加息预期，并且每次估计美联储政策都和实际情况基本一致吗？是的，咱这里再王婆卖瓜一下。记得美联储制造将结束 QE 并加息的舆论之时，占豪就一直强调，美联储结束 QE 的速度不会很快，加息的进程更是很慢，之后的发展果然如此。

2014 年，国际舆论认为可能会加息，占豪当时就断定美联储不可能加息，最终如占豪预期美联储未加息；2015 年，国际舆论普遍认为，美联储会加息至少 2 到 3 次，占豪预计最多加息一次，最终美联储在 2015 年 12 月加息一次；到了 2016 年，国际舆论再次预计当年美联储将加息 3 次左右，占豪预计 2016 年顶多一次加息或者不加，迄今这一分析也是准确的，因为 2016 年就剩下一个议息会了。

之所以判断美联储这次大概率要加息，根本原因有三：

一、加息预期有些玩不下去了，美股、美元涨那么高，必须换新玩法，否则一旦崩溃后果不堪设想。

二、特朗普的政策要变，美联储的政策也要变。

三、至少表面上看，美国经济好像好起来了。

那么，接下来美联储的政策会怎么变？在占豪看来，美联储的货币政策和白宫的战略和对外政策是配套的、一致的。之前，奥巴马政府是想通过制造加息预期来吸引国际资本到美国投资，从而刺激美国经济。但是，奥巴马政府做得并不成功，流入美国的国际资本低于预期，美国经济一直未能走出后危机时代。



如今，特朗普成为新一届美国总统，特朗普政府不想自己像奥巴马政府那样太“温吞”，干得不够给力，他想玩点大的、猛的。如此一来，过去美联储的加息政策就是慢，总是不断制造加息预期喊“狼来了”，结果总是不加息。到了特朗普时代，美联储为了配合特朗普的国家政策，很可能会采取快速加息的措施。

也就是说，从 2017 年到 2018 年，美联储可能展开快速加息，刺激美元快速拉升，从而刺激国际资本在短期内快速流入美国。之后，在完成加息周期后，美元指数在加息过程中快速冲高后进入缓慢下降通道，美联储也进入降息周期。占豪预计，美联储最早将可能在 2018 年进入降息周期，而在此之前将是快速的加息。

那么，美联储在未来的一年到两年的时间里，为何可能展开快速加息策略？这背后的逻辑是什么？美国又想达到什么目的呢？如果占豪的这些推测最终被验证，那么人民币将会怎么走？美联储这样的政策对中国经济是危还是机呢？

美联储之所以要展开快速加息，在占豪看来根本原因有三：

一、加息预期政策的效力已经被严重透支，美联储需要改变政策以提升美联储的公信力。

美联储制造加息预期这么多年了，搞得已经市场疲劳，这种预期已经无法刺激资本进一步扩大流入美国市场的规模，这一点我们看看美元指数过去一段时间不断在 90 至 100 之间震荡可以看出。美联储制造加息预期，除了透支市场的热情，还包括白宫和美联储的公信力。

无效了，就要变法，顺便恢复一下公信力，怎么办？加息，用实际的加息告诉市场是最好的选择。

二、用快速加息的方式促使脆弱的经济体崩盘，为接下来资本输出收购廉价资产做准备。

美联储加息，如果进程比较慢，大家适应，各国经济反应不会很剧烈。相反，如果美联储快速加息，这会导致资本从哪些经济较为脆弱的国家快速流出，相关国家的经济可能会出现崩盘，资产价格会暴跌。一方面是美元、美股的上涨冲顶，另一方面是脆弱经济体的崩盘，接下来美国资本即可在他国危机时低价收购相关国家的廉价资产。之后，随着美国降息，世界经济复苏，美国低位吃紧的廉价资产将会上涨，美国资本赚翻，资产负债表进一步平衡。

其实，美国总是通过这种资本的输入与输出来实现资产负债表平衡的。输入，主要是吸引非美资本流入；输出，主要是输出美国资本收购非美资产。输入时，高卖是自己向境外流入资本高位出售资产；输出时，低买的是他国的资产。这一来一回，美国资本就把钱赚到自己手里了。



三、配合特朗普的“强硬政策”，加速促进资本向美国流动，高位接盘美国资产，为美国资本套现收购他国资产做准备。

特朗普未来将行使怎样的政策？占豪之前分析过，很可能会采取对华强硬，对俄缓和关系，然后在中东推动军事行动的措施。如果特朗普真的这么做，这可能会促使一部分西方资本由中国向美国转移，同时会刺激更多难民向欧洲辐射，欧盟的严重社会问题和安全问题会导致西方资本会向美国移动。同时，像中东的一些资本更会加速投入美国。这些强硬政策，都会赶一些资本向美国流动。在这种背景下，美联储加息会促使更多资本流出这些经济体，流入美国，高位接盘美国资产。

资本市场，有买就有卖？谁在卖？一定是美国的大机构，他们会把筹码卖掉，然后出去收购廉价资产，为接下来的美元降息周期所带来的世界经济繁荣做准备。

四、拉高美元指数，提高美元币值。

采取快速加息策略，可以快速拉高美元指数，提高美元币值。这么做有两点好处：一是可以让非美资本在流入美国时高价接盘美国资产，二是可以在美国进行资本输出时更廉价地收购境外资产。

综上所述，美国现在希望达到的目的就是，一方面通过自己的货币政策在世界范围内制造更多经济危机，在短期内吸引更多非美资本流入，同时为接下来美国资本输出做准备；另一方面，通过推动局部军事冲突来向世界证明美国才是资本的避风港，从而刺激更多资本向美国流动，并借推动军事冲突来制造局部经济酷男或危机。两者相辅相成，不可分割。

如果我们上述逻辑最终被接下来的美国政策证实，那么人民币接下来会怎么走呢？应该很多战友都记得，占豪曾在 2014 年 7 月美元指数开始升值时呼吁，人民币不应跟着美元升值，否则徒增中国宏观经济的压力。实际情况大家都看到了，2015 年、2016 年中国宏观经济的压力非常大，虽然转型升级是主要因素，但汇率绝对是重要因素之一。由于股灾发生，自从 2015 年 8 月央行最终推动二次汇改，人民币汇率才开始兑美元贬值。当时占豪就说，贬值效果会在 1 年后逐渐显现，看下半年宏观经济数据都有些转好。同样的道理，虽然也有其他因素，但汇率一定是重要因素之一。

其实，在美元指数开始升值后不久，占豪就认为人民币兑美元最终可能会贬值到 7 到 7.2，现在人民币汇率已经到了 6.9，距离 7 一步之遥。在 2015 年二次汇改后，占豪曾对之前的评估做过修正，即人民币兑美元汇率正常情况下会跌至 7.2:1，极端情况下甚至会跌至 7.5:1。现在，占豪认为，人民币汇率跌至 7.2:1 是大概率的事。如果占豪关于美联储的上述政策推理是正确的话，人民币兑美元的汇率未来一两年内完全可能跌至 7.5:1。人民币兑美元的下落周期其实就是美元的加息周期，一旦美元加息周期结束，人民币兑美元将会重新进入缓慢的升值周期。



美联储如果实施的是上述占豪推断的政策，那么对中国经济来说到底是危还是机呢？

占豪认为，如果美联储实施了这样的政策，对中国宏观经济是个挑战不错，因为会有短期的资金外流压力，会有资金短缺压力，部分有外债的企业资金链会有压力。但是，考虑到中国宏观经济最有压力的一段时间已经正在过去，再考虑到中国政府手里有很多还没有用宏观政策手段，所以美联储加息并不能对中国宏观经济构成太大的威胁，中国经济一定会在美国加息中平稳运行。

宏观经济压力只要能顶住，其它方面对中国来说则都是利好。占豪认为，美联储加息对中国有四大好处：

#### 一、美债会升值。

中国持有近两万亿美元的资产，美元升值对中国来说当然会带来美国资产的升值。如果从人民币兑美元 6:1 开始算起，如果人民币兑美元贬值到 7.2 即贬值 20%，2 万亿美元的 20% 就是 4000 亿美元。中国过去些年因人民币升值所造成的汇率账面损失从美元升值中就基本都回来了。

#### 二、中国出口会增加，促进宏观经济增长。

汇率下降，出口会增加，这必然会刺激宏观经济增长，对宏观经济来说当然是利好。

#### 三、中国可借部分国家危机抄底相关国家资产，同时政治上可与这些国家建立更加牢固的关系。

美联储如果快速加息，一些国家将很可能出现经济危机。此时，中国在美国机构抄底之前展开救援，相关国家不但对中国感恩戴德，中国还可以得到廉价资产。当然，政治上也可以获得与这些国家更牢固的关系。

#### 四、美元加息后会进入降息的贬值周期，此时中国市场将会成为香饽饽。

美元如果最终采取快速加息策略，那么也就是一年到两年的功夫就会进贬值的降息周期。到那时，人民币兑美元将会上涨，人民币资产将会成为香饽饽，大量资本将会流入中国。当然，考虑到中国资产估值较低，到时候美国资产估值较高，美国也一定会分一杯羹。当然，到大家要分一杯羹的时候，特朗普大概率会和中国缓和关系，然后积极推动到中国发财！

上述的推导，其中一个最重要的条件是美联储在即将到来的议息会议上选择加息。虽然这次加息概率很大，但如果这次依然没有加息，那么我们的这个评估现在就





复旦大学中国研究院  
China Institute, Fudan University



还做不得数，就得继续等和观察特朗普上台后美国的政策和美联储的变化。对这一点，大家要注意。



## 戴险峰：美国美元，中国的两难

作者：戴险峰（易方达基金首席宏观策略师）

时间：2016-12-14

来源：财经

网址：

<http://www.caijingmobile.com/wxshare/299311.html?from=groupmessage&isappinstalled=1>

导语：同样是汇率，同样关心稳定，官方管理的汇率与民间盯着的汇率，不是一个概念。如何解决汇率机制与公众习惯的矛盾、如何稳定公众预期就成为制止资本“外逃”的关键

人民币汇率问题最近引发市场高度关注，其背景是美元汇率的大幅走强，其纠结之处是现行汇率机制下人民币汇率管理的两难。

人民币目前采取盯住一篮子货币的汇率机制。该机制下，如果美元汇率走强，维持人民币对一篮子货币的稳定就意味着人民币对美元贬值。否则，如果人民币对美元不贬值甚至升值，那么人民币就会对篮子里的其他货币升值，从而导致人民币对一篮子货币的升值。

目前的问题是，官方维持的人民币对一篮子货币汇率的稳定，与民间按照习惯盯着的人民币对美元汇率的贬值之间，存在认识上的矛盾和行动上的错配。

正如美国前财政部长约翰康纳利曾经说的，“美元是我们的货币，但是你们的问题”（Dollar “is our currency, but your problem”）。仔细分析当前人民币汇率的内外压力，尤其是汇率形成机制的微妙之处，美国美元的确在今天成了中国的两难。

## 如何看人民币：贬值略被动

人民币汇率长期都以美元为基准。但自 2015 年底以来，官方的汇率机制开始转向盯住一篮子货币，并通过发行人民币汇率指数来引导公众预期。不过，民间及市场的习惯并没有改变，到目前为止依然聚焦于美元。

一方面，因为人民币指数推出的时间尚短，尚未改变人们的思维习惯；另一方面，人们消费及投资的内在需求，决定了注意力依然放在美元上。这是由美元在全球货币体系中的核心地位，以及美国软实力在全球的影响决定的。

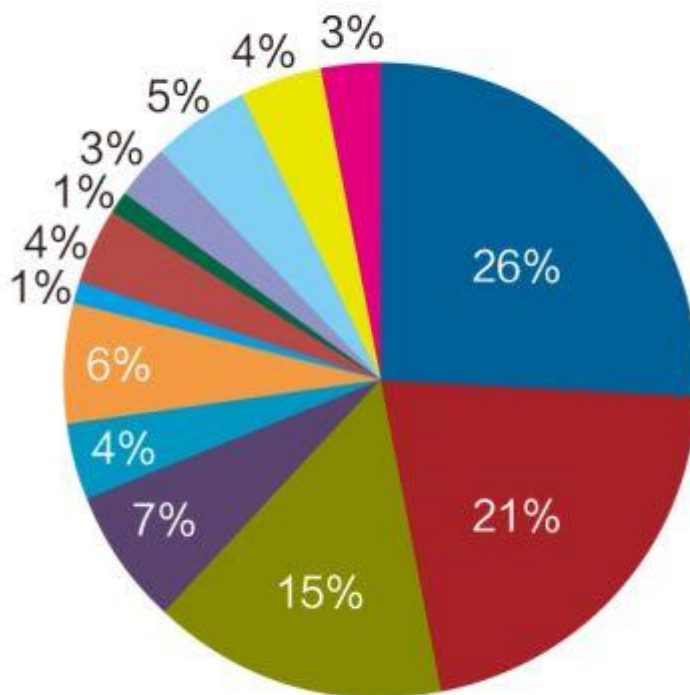
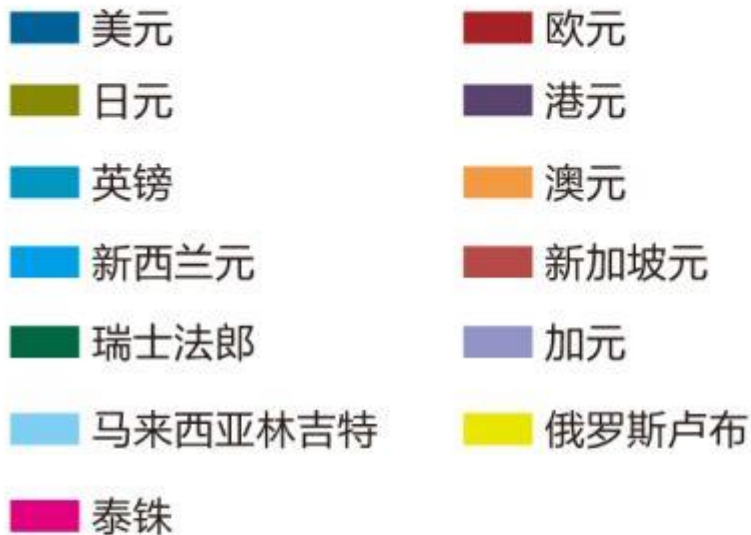


复旦大学中国研究院  
China Institute, Fudan University



现有汇率机制在很大程度上将汇率调节交给了市场。中国外汇交易中心在 2015 年 12 月 11 日发布了 CFETS 人民币汇率指数，共包含 13 种货币（如图）。美元、欧元、日元和港币的权重超过一半，分别为 26.4%、21.39%、14.68%、6.55%。因为港币严格盯住美元，所以美元实际占比达三分之一。

## 图：CFETS 人民币汇率指数



资料来源：中国外汇交易中心

该指数的发布，代表了“8·11 汇改”后人民币汇率盯住一篮子货币的新思路。这种机制下，人民币对美元的汇率由美元相对于篮子中其他货币的汇率波动自发



调节。市场在人民币对美元的汇率上起了决定性作用。官方如果管理人民币对美元的汇率，也是为了维持人民币对一篮子货币汇率的稳定。

这种机制在最近的市场波动中得到明显体现。从 2016 年 6 月 23 日人民币对美元汇率的相对高点（6.5778 元/美元）至 12 月 2 日（6.8818 元/美元），人民币对美元共贬值约 4.4%。同期，CFETS 人民币指数仅下降 0.4%，保持了大体平稳。而在市场最为关注的 11 月份，当人民币对美元贬值近 2.1% 时，CFETS 人民币指数则上升了近 0.57%。这表明了该期间官方进行了一定程度的干预，以避免人民币针对美元贬值过快。这样，在美元大幅走强的情况下，人民币对一篮子货币的汇率在不同时期上下窄幅波动，但总体保持了稳定。

## 如何看美元：升值有支撑

美元处于全球货币体系的核心，具有特殊地位，这又归于美国在全球价值链分工中的核心地位。美元的特殊地位决定了，美元一旦由于美国经济等原因而走强，大多数其他货币在大多数情况下都会贬值。

美元的地位也曾遭遇挑战。欧元诞生之初曾被认为能够对美元形成挑战。人民币则被视为潜在的美元挑战者。美元在 2001 年底至 2007 年初的大幅贬值加深了这种信念，甚至出现美元崩溃论。

但 2008 年金融危机改变了这一切。美元的地位不仅没有被动摇，反而被加强。随后发生的欧债危机，更是暴露出欧元区区的各种结构性矛盾。在愈演愈烈的民粹主义影响下，欧元的未来充满了不确定性。这依然源于实体经济发展的分化：美国的经济复苏比其他发达国家强劲。这样的全球格局实际上加强了美元的核心地位，奠定了强美元的宏观经济基础。

政策方面，包括约翰·斯诺（John Snow）在内的多位美国财政部长都曾提到过“强美元”政策，指出“强美元对美国有利”。不过，在大多数情况下，美元汇率还是由市场也即资金流动来决定。美联储在货币政策的三角中选择了货币政策的独立，而允许资本自由流动及汇率自由浮动。美联储的政策目标并不包括汇率。美元的汇率波动只是美联储货币政策的副产品。美联储通过调节联邦资金利率来实施货币政策，市场随后发挥作用自发调节收益率曲线及汇率。货币政策通过上述渠道来影响资金流动，对汇率的影响是巨大的。而市场也会对未来的货币政策产生预期，从而影响各种资产价格，包括汇率。

发展中国家由于各种原因，往往会对货币进行诸多控制。在上世纪 80 年代这主要表现为通过控制资本流动来控制汇率波动，并保持货币政策的独立性。到了 80 年代末及 90 年代初，墨西哥、泰国和韩国等国开始推行金融开放及金融自由化，对汇率稳定及货币政策的独立性产生了冲击，并最终导致货币与金融危机。但长期以来，国际货币体系中对美国贸易的顺差国多采取盯住美元的汇率体系，以降



低汇率波动对出口的影响。这包括日本等名义上采取浮动汇率的国家。

在以上全球货币体系及政策体系下，各国汇率就以美元为核心，随着经济增长、通胀、政策等因素的发展而波动。

经济增长是根本因素，是一切预期的基础。美国强劲的经济增长为强美元奠定了基础。就业方面，美国的失业率在 11 月份降至 4.6%，基本符合充分就业。美国每周初次失业申请人数在过去数月一直处于历史低点，而平均每月非农就业增长则一直高于就业均衡所需水平。通胀方面，在欧元区和日本还在担心通缩风险的时候，美国的核心 CPI 通胀自 2015 年 11 月就已经持续高于 2%。美国三季度 GDP 增长达 3.2%，高于 2% 到 2.5% 的潜在增长率。

美国经济增长的相对强劲，造成美联储与其他国家央行在货币政策方面的分化。美联储收紧货币的同时，其他国家央行无法紧缩，反而需要进一步宽松，比如欧洲央行在 12 月 9 日的议息会议就宣布，将量化宽松延长至 2017 年 12 月。这加大了美国与其他国家利差，形成美元的升值压力。

特朗普当选美国总统，在预期方面将上述发展进一步加强。特朗普新政的一个重要内容就是推行财政刺激，包括加大基础设施投资以及减税（十年间基建投资 1 万亿美元，并在十年间减税 4.5 万亿到 7 万亿美元）。市场认为特朗普新政能够进一步促进美国经济增长、引发通胀并加快美联储加息步伐。美国国债收益率因此大幅跳涨，加大了与其他国家的利差，引发资金回流美国，推升美元。不过，美国新总统在 2017 年 1 月 20 日才正式就职，而财政刺激措施也要经过立法程序才能最终实施。美元近期的升值主要源于市场预期。

如果特朗普上任后能够切实推进财政刺激，那么美国经济在已经相对强劲的基础上可能进一步加速，而美联储可能被迫加快加息步伐，从而会带来更大的美元升值压力。

## 如何看未来：预期待稳定

未来总是不确定的，会受各种因素制约，有些可控，有些不可控。人民币汇率机制由中国决定，很大程度上可控；美元走强或走弱，以及特朗普对人民币汇率可能采取的措施，属于外部因素，不可控。

对大部分人来说，汇率稳定是最大的利益所在。人民币大幅升值或贬值，对不同的人会带来不同的问题。稳定的汇率则会降低不确定性，从而有利于企业及个人对未来进行长远安排。问题在于，谈论汇率时我们指的是哪个汇率。市场及民众依然主要盯着美元，并根据人民币对美元汇率的波动调整资产配置；官方的目标则是保持人民币对一篮子货币的汇率稳定。同样是汇率，同样关心稳定，官方管理的汇率与民间盯着的汇率，不是一个概念。

如果美元随着美国经济的好转而持续走强,这种矛盾只会加剧。为稳定市场情绪,官方要么成功将市场注意力引导至一篮子货币,要么将汇率机制重新转为盯住美元,并向市场发出清晰的信号以稳定预期。

两种机制都有各自问题。一篮子货币的汇率机制与公众的投资和消费习惯脱节。而重新盯住美元或给特朗普以口实,而且至少在预期被稳定之前依然避免不了对外储的消耗。

历史上,发展中国家曾多次因实体经济恶化而导致资本迅速流出,从而引发货币危机及金融危机。当前,中国经济增速依然维持在较高水平,中国人口众多,市场庞大,与那些经济结构单一的发展中国家有很大不同。正如官方多次宣称,人民币长期无贬值基础。

不过在全球范围内,外汇已经作为一个资产类别而被广泛交易,汇率波动越来越受市场预期影响。如何解决汇率机制与公众习惯的矛盾、如何稳定公众预期就成为制止资本“外逃”的关键。除了在汇率机制上进行考虑,适当加强对热钱的管制也并非不可。



## 叶檀：明年人民币兑美元会不会到 8.3 比 1？目前情况下最好的汇率对应办法到底是什么？

作者：叶檀

时间：2016-12-21

来源：叶檀财经

网址：

[http://mp.weixin.qq.com/s?\\_\\_biz=MzA3OTI2OTI5NA==&mid=2656190109&idx=1&sn=28f05bed6b72d67f94ec042ed0636586&chksm=8410825cb3670b4a7bfd4a387cd9a4ebbf039a545cc27bd1195d7e2fe493f8ec2971a9753177&mpshare=1&scene=1&srcid=1221KFMmKbhZNFRLrelYxz#rd](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA3OTI2OTI5NA==&mid=2656190109&idx=1&sn=28f05bed6b72d67f94ec042ed0636586&chksm=8410825cb3670b4a7bfd4a387cd9a4ebbf039a545cc27bd1195d7e2fe493f8ec2971a9753177&mpshare=1&scene=1&srcid=1221KFMmKbhZNFRLrelYxz#rd)

现在已经形成了单向贬值预期，资金继续恐慌性外跑。

截止 12 月 19 日，外汇市场日均交易量达 342 亿美元，较上月 305 亿美元显著放大。12 月 20 号，在岸人民币交易放量，单日成交量突破 400 亿美元，创年内第二高，可见，N 多人在把人民币换成美元，拦得住这个，拦不住那个。人性趋利，道德谴责没用。

外汇储备承压。据中金 20 号发布的研报，截止 12 月 19 日，美元指数上升 1.6%，欧元、日元和英镑分别对美元贬值 1.8%、2.2%和 0.9%，估值变动的负面影响令外储至少缩水 155 亿美元。正常推算显示，外储在本月将跌破 3 万亿美元。

怎么办？

严格外汇管制，放任汇率下跌，造成短期剧烈波动，这是很有可能的举措。

### 一是遮住自己的明牌

博弈就是在守住自己的底线，找到对方的弱点，尽可能寻找双方共同点。清澈见底可以形容少年天真，在外汇市场上不是一个什么好词。有底线有原则还得有技巧，你一幅牌全让对手看透了，这牌也就没什么好打的了，投子认输吧。

人民币现在有部分明牌，这对我们相当不利。

中国处于经济转型的限制，目前制造业升级，又要去杠杆，人民币汇率兑美元不可能处于长周期上涨，地球人都知道，要扭转市场人民币的长期下行预期很难。





央行每次费尽九牛二虎之力托市，不过是为换汇者赢得一个难得的操作时间。有点像房地产，每次出台政策房价下跌，都是一个难得的入手时间。汇率绝不能重蹈房地产市场的覆辙。

## 二是短期内大涨大跌让投资者找不到北，同时让人民币挂钩一个大锚，这个锚的设定在自己的心里。

由于挂钩一篮子货币，市场大致可以猜得出人民币涨跌大致区间，这把牌没打就输。花旗银行中国首席经济学家刘利刚认为，盯住一篮子货币的人民币汇率政策面临严峻挑战。根据花旗对其他货币的预测，并假设央行将维持人民币对 CFETS 和 SDR 货币篮子的稳定性，很容易估算出在 6 到 12 个月内，如果美元指数大幅升至 108.45，欧元、英镑和澳元大幅贬值（除卢布，所有其他货币贬值），人民币美元汇率将在 7.151（在 CFETS 篮子）或 7.232（在 SDR 篮子）。

要打乱市场的预期，出人意料地单边升值或者单边贬值，否则市场不可控。别相信市场寻底之类的话，金融市场会恐慌到家门也不认识，18 层底下还有 18 层。允许短期大跌，跟恐慌性崩盘，不是一回事。

金融专家余永定 12 月 18 日指出，保外汇储备就不要守汇率了，只要有硬通货跌到多少咱也不怕。言下之意很简单，市场想跌到哪儿就跌到哪儿。李稻葵的建议完全相反，20 号在《时代周报》的专访中表示，办法只有一个，严格限制资金外流，由此来控制贬值趋势。7.35 是个临界点，明年一定不能突破。

专家建议各不相同，怎么办？听听市场一线人士的说法。

我听到的是，必须内部设定一个公允值，有大跌必有大涨，既让市场破掉单边涨跌的预期，也让市场不产生根本性恐慌。

牢牢掌握自主权，在必要时控制住通道等。不胶柱鼓瑟，不书生气，利用离岸市场的价格是个很好的做法，借入远期美元托住当下的盘，必须控制好风险，预计明年急跌小涨是常态，美元脱离全球其他货币涨到天上去，这是美元的风险，而不是我们的。

## 三是有些触及信用根本的办法，短期再有利也不能做

有人出个主意，在计算外汇储备时把民间储备也计算进去，这样中国就是 20 万亿美元以上的外汇储备，而不是 3 万亿了。这个主意也算历史悠久，50 年代我们每个家庭把铁锅还献给国家了呢。



复旦大学中国研究院  
China Institute, Fudan University



这个搜刮民脂的馊主意无异于向全世界宣告，我们不会保护私有财产，必要时，我们会让民间的美元、黄金、所有能折现的统统交出来。

虽说事急从权，有的事情可以做，比如缩小资金出去的闸门，比如让出去的资金经历审核，有真实的贸易背景。但有些事情绝对不能做，有些底线绝对不能触碰，比如，绝不能堂而皇之地盯着民资的口袋，并且大造舆论认为这笔财富也有可能是政府的，那性质就变了，产生的恐慌将不可控制。认为损害中产收入阶层的勾当，都是动摇国本，都是馊主意。中国未来还要不要成为经济发达的体面国家了？



## 郭晓明：“美联储加息周期”真的存在吗？ | 郭晓明

作者：郭晓明（加拿大麦吉尔大学物理学博士，风云学会会员）

时间：2016-12-15

来源：风云之声

网址：

[http://mp.weixin.qq.com/s?\\_\\_biz=MzI0NzQzMjU3Ng==&mid=2247484963&idx=1&sn=6904250926af5996c58e4f233f62b81a&chksm=e9b152ccdec6dbdaaba5292ef718d46e0264c2a2862b44fc0f8f9e733b6b796efc1a56c826af&mpshare=1&scene=1&srcid=1215zTSIMQFi3IDDFM20ZIOe#rd](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzI0NzQzMjU3Ng==&mid=2247484963&idx=1&sn=6904250926af5996c58e4f233f62b81a&chksm=e9b152ccdec6dbdaaba5292ef718d46e0264c2a2862b44fc0f8f9e733b6b796efc1a56c826af&mpshare=1&scene=1&srcid=1215zTSIMQFi3IDDFM20ZIOe#rd)

导读：2016年12月15日美联储加息，让我们回顾上次加息（2015年12月16日）时的这篇文章。当时许多人认为2016年将加息四次。本文指出美国经济基本面不佳，债务负担沉重，承受不起大幅加息。美联储是在用“加息预期”来诱骗外国资本流入美国。事实发展，正如本文的预料。

2015年12月16日，在拖延近两年后，美联储终于加息了。这是美国十年以来第一次加息。与此相应的是人民币兑美元汇率十连跌。一些舆论预测说，美联储进入了加息周期，人民币会进入贬值周期。

由于美元是全球经济的重要储备货币和贸易结算货币，美元紧缩会导致美元坚挺，伴随全球大部分货币贬值。如果美国进入十年的加息周期，就意味着全球货币进入十年贬值周期，包括人民币在内。

我们知道经济周期，知道凯恩斯基于经济周期的宏观财政与货币政策：经济不景气的时候要政策赤字刺激经济，经济过热又要紧缩控制。但是，这个许多财经评论引以为预测前提的美国加息周期，到底是怎么回事？

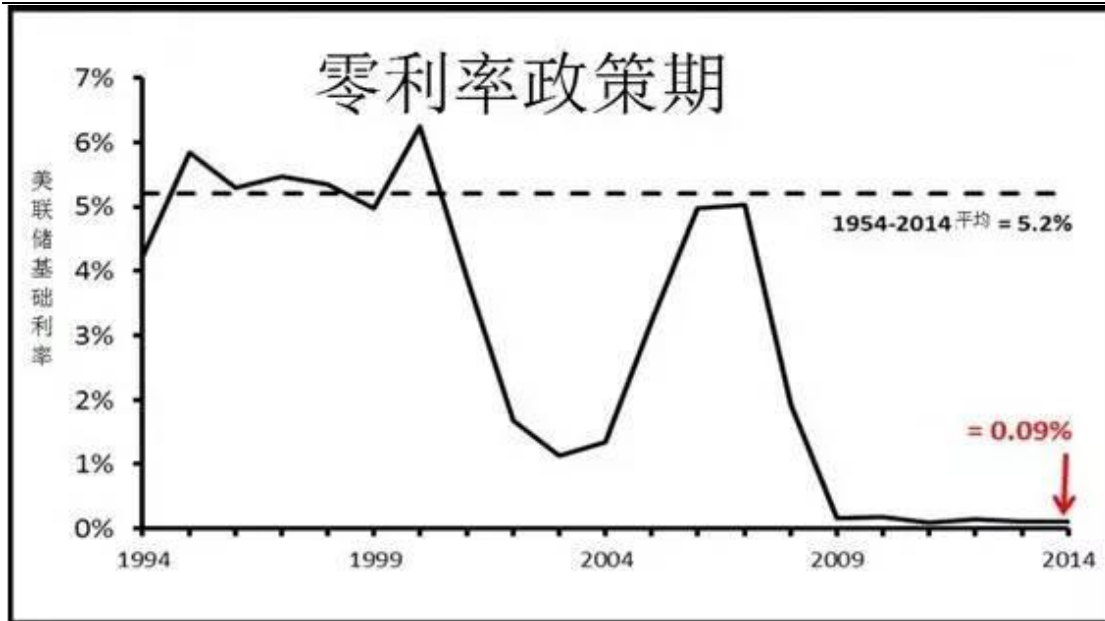


图 1：2009 年以来美联储基础利率基本是零利率

我们从美联储利率历史走向来看，2009 年以前有显著波动，确实依稀可辨有一个接近十年的周期。但是，2009 年以后美联储就进入了史无前例的零利率政策期。从图 1 我们可以看到，如果美联储加息有所谓周期的话，2009 年以后就脱离了这个所谓的周期。2008 年全球金融危机爆发，全球经济进入了运作机制完全不同的时代，2009 年后美联储的加息减息政策也和此前完全不一样了。美联储 2015 年 12 月 16 日加息标志着“进入加息周期”的论点，并没有历史数据统计的相关性基础。

考虑到通胀率，美联储自 2010 年以来实行的甚至不是零利率，而是实际利率为负的政策。即便 2015 年 12 月 16 日美联储加息 0.25%，扣除通胀率，实际利率依然为负。美联储进入加息周期的说法即使成立，也只是就名义利率而言。以实际利率来看，美联储自 2009 年以来的零利率政策依然没变，2015 年 12 月 16 日并不是美联储脱离实际负利率政策的时点，美联储进入新利率政策时期的标志性事件并没有发生。

美联储 2009 年进入零利率政策期的原因是什么呢？直接原因是 2008 年爆发的金融海啸，而这个金融海啸引发于美国 2007 年的次贷风波。这次金融危机实际上是美国国内的债务危机。2009 年开始的零利率政策，是次贷风波的亡羊补牢之策。从图 1 可以看到，2003 年美联储利率开始攀升，2006 年攀升到一个顶峰，由于利率的增加，房地产价值缩水，有房贷债务的房主资产财富缩水，导致资不抵债，甚至无力还贷，这引发了次贷风波，最后演变为 2008 年金融海啸。所以，近十年以来美联储一直不敢加息，生怕一加息房市和股市就掉下来。

零利率政策能减轻美国居民债务，又反过来令资产价格虚高，产生泡沫。由于长期的零利率政策，美国资产价格早已泡沫化。12 月 16 日加息是由于通胀率高了，



有了名义利率加息的空间，但加息后实际利率还是负值。美联储的如意算盘是，小心地有节奏地加息，不去捅破股市房市泡沫，以避免泡沫破裂压垮美国经济。另一方面美国还需要外资流入接盘泡沫资产，只有外来投资者接盘了，美联储才能够进入实质加息，摆脱严重扭曲市场机制、阻碍经济发展的负利率。所以，12月16日加息同时，美联储官员还放风说明年预期加息四次累计加1%左右，在全球制造美联储加息预期，把全球资金骗到美国接盘泡沫。美国房价在美联储零利率政策下还在攀升，但这是击鼓传花的游戏，而且很多花现在是在中国人手中传来传去，谁能确保泡沫破裂之前脱手手中的资产？

金融市场的一个内在特点是，一旦制造舆论恐慌引发挤兑，可以挤垮任何金融机构。比如银行把居民存款贷给企业投资，如果居民把储蓄都从银行中取出来，银行是无法把企业投资的土地厂房设备立刻变为现金还给居民的，所以任何银行对居民的挤兑都无法应付。金融舆论往往是自我实现的预言，即你说某银行不行了，居民真的相信这银行不行了，都去取款，这银行也就真的破产了。美国加息预期和人民币贬值预期也可能这样自我实现。中国投资的高铁站的资产是长期产生现金流的优良资产，可以源源不断提供资金，但是，要把投资债务立即变现为现金还给居民储蓄户，是不可能的事情。如果大家都相信人民币贬值预期，资本都往国外跑，人民币就真的贬值了。同理，如果大家都相信明年美联储还有四个靴子落地，都把资金往美国送，美国的泡沫资产有人接盘了，美联储加息就没有压垮美国经济的顾虑了，美国就真的实现连续加息周期的预言了。

美联储2009年以来实行零利率政策的原因，除了美国国内居民债务问题，还有美国政府债务的问题。

美国十多年双赤字，政府债务连年暴增，债务是要还利息的。1988年美国政府债务为2万6千亿美元，财政开支中2141亿美元用于支付政府债务的利息。2015年美国政府债务为18万1千5百亿美元，财政开支中用于支付政府债务的利息是4024亿美元。

请读者注意，美国政府2015年的债务是1988年的7倍，而政府支出的利息增加不到一倍。这是什么原因？原因就是美联储十一年来连续降息。债务增加，利息并不相应增加，这才是美联储自2009年以来零利率政策的神功。债务利息是必须付的，否则美元信用荡然无存。即使债务利息增加这么少，美国政府财政开支还是入不敷出，自2002年以来年年财政赤字。

事实上，美国政府自1961年至2015年的54年中，只有5年财政盈余，其它49年都是财政赤字，如今财政赤字还将继续。为什么会这样？让我们看看美国财政支出。

美国2015年财政支出中，6%是债务利息，64.6%是政府必付支出，29.4%是可机动支出。在必付支出中，48.56%是社会保障支出，38.40%是医疗卫生支出，3.71%是老兵福利支出。可机动支出中，53.71%是军费开支，5.86%是老兵福利支出，



5.93%是医疗卫生支出。

如今美国国会麦凯恩等议员一有机会就抱怨军费不足，十年反恐战争积累的老兵福利开支有增无减。美国生育高峰人口正进入退休年龄，医疗卫生和社会保障等必支付开支将持续上升。美国又难以再增加税收，因为税收增加迫使资本外流，会进一步压缩美国制造业。人口老龄化是一个结构性问题，不是加息减息可以消除的。

美国 2015 年人均医疗费用高达 1 万美元，而 2015 中国人均 GDP 才是 8 千美元。奥巴马竞选时已经说过医疗卫生成本阻碍了美国经济的发展，上台后力主医疗改革，但奥巴马 8 年医改不仅没有降低，反而增加了医疗卫生开支。如果认识到美联储连续十一年降息的重要原因之一就是美国政府债务问题，认识到在老龄化结构问题无法解决的情况下，美国债务还将继续上升，就知道所谓“美联储进入加息周期”在债务持续增加的约束下是难以实现的。

美国究竟能加息多少呢？让我们比较一下美国的经济增长和债务增长。

2014 年，美国的政府债务超过了 GDP。美国 2015 年政府债务增长 1.8%。如果利率是 1.8% 的话，美国政府 2015 年借的钱就不足以支付政府债务的利息。说美联储明年利率目标是 1.35%，这显然脱离了美国债务有增无减的现实。美国国会年年提高政府债务上限，2013 年美国因为预算不能协调而关门。

要不是美元的特殊地位，美国这种财政状况放到任何其他国家都早已政府破产了。

事实上，美国的自由邦波多黎各已经面临 2016 年 1 月无法支付政府债务利息的问题，成了美国的希腊。

所谓“美国经济复苏”的财经评论，往往忽略了美国经济疲软的最大事实，那就是美国连续十多年的双赤字现象并没有转机，政府十多年赤字，债务还在攀升，贸易还是逆差。

所谓美国失业率下降，是许多领取失业金的人超过失业金发放时限，没有资格再领失业金而已。那些鼓吹“美国经济复苏所以加息”的人，只是希望把它炒作成自我实现的预言，把全球资本赶往美国，稀释美国债务。

美国怕不怕股市房市泡沫破裂？如果高价接盘的不是美国人，美国就不怕泡沫破裂。美国人大多在 2009 年零利率政策之前就置了产，房市泡沫破裂对美国人没有多大影响。曾几何时日本还买下曼哈顿黄金地段的洛克菲勒中心，你高价买下美国资产，美国就有办法让你低价吐出来。

美国房市泡沫破裂的时机，就是等待今年，等待更多的人民币资本变为美国资产。美国股市也一样，自 2009 年零利率以后股市一路高企，如今入市的都是接盘泡



沫股价。2000年美国纳斯达克泡沫破裂，对美国经济影响甚微，原因就是1999年科索沃战争把欧洲资本赶到了美国纳斯达克股市，欧洲接盘美国泡沫。前车之鉴，如果2016年美联储加息引发资产泡沫破裂，接盘的就是今天把人民币资产换为美国资产的冤大头。

投资者要认清全球货币体系的基本运行规则。自1971年美元和黄金脱钩以后，就再也没有以贵金属做信用储备的货币了。在没有贵金属做信用储备的情况下运行得最好的，就是人民币。1949年蒋介石把大陆的黄金卷到台湾，新中国金融体系建立之初就不依赖贵金属储备，人民币从诞生伊始就把信用基础建立在实体经济之上。今天中国经济是全球经济中最大的实体经济，中国是外债净债权国，欧美是外债净债务国。以经济基础为信用，而不以黄金为信用，人民币的信用基础最扎实。

总而言之，美联储12月16日的加息并没有脱离实际零利率政策，并不存在所谓“进入加息周期”。如果“美联储加息周期”存在的话，就是被忽悠的投资者不顾中国是全球最大经济实体的事实、不顾美国还在双赤字中挣扎的事实，去接盘美国泡沫资产，让“加息周期”成了自我实现的预言。

以国家贸易理论而言，中国是贸易顺差国，最近伴随美联储加息的人民币十连跌，是金融舆论制造的预期的压力造成的自我实现的预言，背离全球贸易的基本经济规律。以购买力平价（PPP）而言，人民币还有很高的升值空间。人民币全球贸易结算的份额逐渐增加，人民币作为全球外汇储备的份额也逐渐增加，这是大趋势。

以国际货币供求关系而言，人民币的国际需求在增加，人民币长期的升值压力依然存在。以“美联储进入加息周期”来预期人民币贬值，鼓动资本流出中国流入美国，是故意无视全球经济大趋势、把基础建立在虚幻的“加息周期”上的误导性舆论。这个误导性的金融舆论不仅导致全球资源的低效配置，而且会让上当的投资者血本无归。



## 贾晋京：美联储加息——色厉内荏的游戏

作者：贾晋京（中国人民大学重阳金融研究院宏观研究部主任）

时间：2016-12-26

来源：经济观察网 / 人大重阳

网址：

[http://mp.weixin.qq.com/s?\\_\\_biz=MzA5MjA0NDAxOQ==&mid=2650676068&idx=1&sn=b1787824549947ccfb9ab171bf9a4793&chksm=887994f8bf0e1dee7381f5c3313ea6191dac2f943dcb38baf6cc8e2bf3e70404bcacc4ad79&mpshare=1&scene=1&srcid=1226Ve1XgTI8OQLmw6FyDAgy#rd](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA5MjA0NDAxOQ==&mid=2650676068&idx=1&sn=b1787824549947ccfb9ab171bf9a4793&chksm=887994f8bf0e1dee7381f5c3313ea6191dac2f943dcb38baf6cc8e2bf3e70404bcacc4ad79&mpshare=1&scene=1&srcid=1226Ve1XgTI8OQLmw6FyDAgy#rd)

近日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点，到 0.5% 至 0.75% 的水平，并释放信号称明年可能加快加息步伐。这是 2015 年 12 月 14 日以来，时隔一年，美联储再次加息。

美联储为什么要加息？影响加息节奏的主要因素是什么？加息带来哪些影响？

对这些问题讨论，不可谓不多，但却总让人觉得支离破碎、隔靴搔痒。在笔者看来，美联储加息，本就像一部连续剧的尾声，不梳理一下剧情梗概，是无从谈起的……所以，还是先上个表吧：

美联储前期主要政策列表。	
零利率政策：	2007 年 9 月 18 日-2008 年 12 月 6 日。美联储先后 10 次降息，把联储目标利率从 5.25% 降到了 0-0.25%。
QE1：	2008 年 11 月 25 日-2010 年 4 月 28 日。共购买了 1.725 万亿美金的资产，包括机构债（主要是 CDO，数额约 1.25 万亿美元）、机构抵押贷款支持证券（MBS，实质是两房债）和中长期美国国债（数额 3000 亿美元）。
QE2：	2010 年 11 月 4 日-2011 年 6 月 30 日。美联储在 8 个月里购买了约 9 千亿美元长期国债（其中 6 千亿美元为新发行的货币，约 3 千亿美元为到期国债再投资）。
OT2：	2011 年 9 月 23 日-2012 年 12 月 31 日。2012 年 6 月底前卖出短期国债，买进长期国债（买入面值 4000 亿美元的 6 至 30 年期国债，在相同时间内出售等面值的剩余期限在 3 年或 3 年以内的国债），总额 4000 亿美元。
QE3：	2012 年 9 月 15 日-2014 年 10 月。联邦公开市场委员会（FOMC）2012 年 9 月 14 日宣布，0-0.25% 超低利率的维持期限将延长到 2015 年中；从 2012 年 9 月 15 日开始推出进一步量化宽松政策（QE3），每月采购 400 亿美元的 MBS；OT2 被延长到 2012 年底。
QE4：	2013 年 1 月 1 日-。2012 年 12 月 12 日，美联储决定，在 OT2 于 2012 年底到期以后仍将购买长期美国国债，初步定为每个月购买价值 450 亿美元的长期国债。

2007 年 9 月 18-2008 年 12 月 6 日，美联储先后 10 次降息，把联储目标利率从 5.25% 降到了 0-0.25%。

美联储加息是前期政策的结果，而前期政策主要包括“降息”和“购债”这两类事。2007 年“金融海啸”来袭后，美联储在 1 年零 3 个月时间里，接连降息 10 次，把

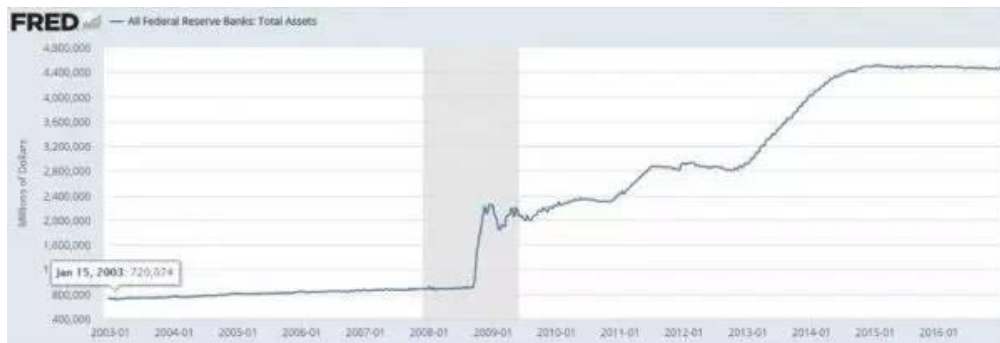




利率从 5.25% 降到了 0-0.25%，也就是降到了零利率，降无可降。这个情况也说明：在当时的美联储看来，降息是临时措施，等“市场恢复正常了”，是要升回去的。那么正常情况下，利息应该是多少呢？从 2007 年以前的情况来看，是 5% 以上。然而这一晃，时间都过去 9 年了，当初想的那个“正常情况”也没回来，真有点儿“炒股炒成了股东”的感脚。

“零利率”政策无效之后，美联储开始直接出手当“接盘侠”，购买债券了，先后进行了四轮“量化宽松”（QE）和一轮“扭曲操作”（OT）。QE 也好，OT 也罢，本质都是相同的：买入金融机构手中的金融资产，向市场注入流动性。其区别仅仅在于美联储买入的金融资产的种类和数量。其中前两轮量化宽松具有强烈的“救火”性质，美联储买入的主要是所谓“有毒资产”，总额约 2.6 万亿美元。

美联储把所谓“有毒资产”接下来，相当于美联储替整个美国市场做了个对手盘，把市场里面的腌臢废物都自己吃进了。于是，美联储自身的资产负债表从 2007 年的 1 万亿美元，扩张到 2014 年底以来的 4.5 万亿美元规模。问题在于，美联储总憋着也不是个事儿啊，迟早也得吐回去吧？这个“吐”的过程，就是加息、缩表。



美联储资产负债表规模变化

记得一年前，美联储第一次加息时，当时舆论讨论最多是，2017 年美联储加息 2 次、3 次还是 4 次？当时似乎并没有“只加息 1 次”的声音，而且也没人说力度这么弱。美联储加息过程为什么扭扭捏捏呢？说到底，还是美联储的对手盘——美国经济太虚弱了。

美联储用来加息的主要理由，只不过是 U3 失业率的降低。然而只要让经济分析回归常识，就可以发现美国经济中的实体部分不仅没有复苏，反而还在萎缩，这样的“复苏”只是货币制造的假象，而美联储加息，只是试验自身稍许减负，会不会带来严重后果，因此，美联储也不敢真的把利率加到 2007 年之前的“正常水平”，只敢用最小动作，一点点尝试。这是色厉内荏的表现。而美国经济的真实情况表明，2017 年美联储仍不敢有大动作。美国真实经济主要表现可概括如下：

——金融市场“虚火”严重。



表面上看来，美国股市状况相当不错，今年创造了数十次新高。然而这绝不是上市公司真实业绩提高所带来的，只是“无处安放”的资本进入股市投机所造成的。当前美国股市总市值与 GDP 总值之比已超过 140%，相比之下，2009 年股市开始复苏时为 73%，而金融危机爆发前的 2007 年为 135%。衡量中小企业市盈率的“罗素 2000”指数在 2016 年 12 月 16 日市盈率高达 150.3 倍。

——劳动力市场持续萎缩。

美国所谓失业率下降的真相是：美国劳动部失业率统计分为 U1-U6 六种指标，美联储把其中的 U3 失业率降低到 6% 水平作为退出 QE 的参考标准，因此媒体只关注 U3 失业率。U3 失业率的确在持续下降，但该指标所覆盖的不过是 14 月内曾有过工作的人群。而更能说明劳动力市场整体状况的数据是劳动参与率，是指处在法定工作年龄的人口中，在工作或正在找工作的人所占比例。2016 年 11 月，美国劳动参与率仅为 62.7%，接近 36 年来最低水平。不仅如此，照目前趋势发展，预期到 2030 年，美国劳动参与率可能降至 50% 以下。这说明美联储的宽松货币政策根本没有转变成真实的就业。此外，美国就业还出现“年龄分叉”问题：在奥巴马第一任期的 2009 年 1 月到 2016 年 1 月间，美国 55-69 岁年龄组的人口新增了 425 万个岗位，而 54 岁及以下人口反而损失工作岗位 302 万个。



美国劳动参与率变化趋势

——收入与消费陷入困境。

消费需求对美国 GDP 贡献率达 69%，只有消费增长才能说明美国经济真的在复苏。然而金融危机后，实际个人消费支出年化增长率平均只有 2.4%，相比之下危机前的 1996—2007 年的趋势增长率为 3.7%。造成消费支出低迷的原因在于美国大多数居民的收入长期没有增长。占美国人口 60% 的主流人群名义收入水平自 2000 年后就没有提高，而扣除通胀因素后，则自 1969 年后就没有提高。而从收入分配来看，2009-2011 年间，美国国民总收入增量部分中的 93% 都被最富的



复旦大学中国研究院  
China Institute, Fudan University



1%人口获取。金融危机以来，美国最富有 1%人口的总资产不降反升，有其深刻原因。当前美国金融部门创造了 GDP 的 26% 以上，金融活动是国民收入增长的第一来源。而参与金融活动却有着较高的“门槛”，普通人难以企及。于是，在“金融压倒一切部门”的经济环境下，富者越来越富，穷者越来越穷就成为一种铁律。

把金融市场、劳动力市场和收入分配方面的数据结合起来看的，可以勾勒出的美国经济总体图景是：美联储以收购“有毒资产”的方式向金融机构注资，金融机构拿这些钱到资本市场上投机，造成“复苏”表象，而普通人的工作却越来越难找、日子越来越难过，消费难以增长，实体经济陷入“萎缩循环”。不仅如此，从美联储的角度看，日益庞大的资产负债表难以为继，加息其实是不得已，而“有毒资产”并未“消毒”，其毒性终有爆发的一天。