

上海社会科学院世界经济研究所
《国际金融货币研究中心政策报告》
No. 09-2

中国无须过虑美联储“开动印钞机”

姚大庆

美联储 3 月 19 日声明称，将再购买 7500 亿美元由房利美和房地美担保的抵押贷款支持证券和最高 1000 亿美元的机构债券，并且将在未来六个月内最高再购买 3000 亿美元的长期政府债券。这实际上是通过印刷钞票的方式增加货币供应，立即激起世界经济的轩然大波。外汇市场上，美元汇率闻风而降，兑六种主要货币的美元指数从 86.471 点降低到 83.17 点，其中欧元兑美元由 1.3105 涨至 1.3661。国际商品市场上，纽约市场的主力原油期货合约高涨 7% 以上，收盘位突破 51 美元/桶，黄金、期铜等商品期货也大幅上涨。国内评论界则纷纷担忧美联储此举将引发美国通胀和美元贬值，危及中国外汇储备的安全。

不过在我看来，美联储增发货币并没有那么可怕。如果回顾一下历史，自 1973 年以来，美国经济有 6 次衰退，每次美联储都会采取增加货币供给的举措应对，而美元不仅在衰退期间没有发生过大贬值，有 3 次甚至是迅速升值。这说明对于货币供给、通货膨胀与货币贬值的关系，我们需要重新审视。

一、增发货币并不等于通货膨胀

认为美联储货币供给增加将引发美国通胀和美元贬值，其中的逻辑显然是货币主义的。弗里德曼的著名论断是：“无论何时何地，通货膨胀无一例外都是货币现象”。但是即使遵循弗里德曼的信条，我们也不能简单地得到“货币增加一定会导致通货膨胀”的结论。对于货币政策制定者来说，更重要的因素是产出缺口。产出缺口度量实际产出与潜在产出，即经济中现有资源充分利用所能生产的产量之间的差额。当产出缺口为正时，实际产出低于潜在产出，说明经济中存在未充分利用的资源，企业停产，工人失业，资金闲置。

美国当前显然是处于产出缺口为正的严重衰退时期。美国 2009 年 2 月份失业率上升至 8.1%，为 1983 年 12 月以来的最高水平。分析人士预期美国的失业率将继续上升，有可能达到 10%。从 2007 年 10 月的最高峰算起，股市迄今为止已经狂泻了 53%，导致美国家庭的数万亿美元财富在一年多的时间里化为乌有。美国目前住房价格暴跌，消费者信心下降，信贷紧缩。

为了刺激经济走出衰退，奥巴马在上任的首月就推出了 7870 亿美元的救市方案，试图拯救汽车业、稳定银行业和房贷市场。接着，他又公布了 4 万亿美元的预算草案，并计划开展绿色工业、教育和全民医疗保障改革。美联储的行动不过是呼应了奥巴马政府的经济救援计划。据美国政府宏观经济顾问劳伦斯·梅耶 (Laurence Meyer) 的估计，美国的产出缺口将继续增加，明年达到 GDP 的 9%，为了消除产出缺口，美国政府需要在今后两年里再投入超过 1 万亿美元的刺激资金。只要美国经济存在产出缺口，它所面临的主要问题就是通货紧缩，而不是通货膨胀。

二、美元升值趋势并未结束

认为美国通货膨胀将导致美元贬值，其依据是购买力平价理论。购买力平价的基本思想是，货币的价值在于其购买力，因此不同货币的兑换率取决于其购买力之比，也就是说汇率与各国物价水平间有直接的联系。如果美联储增发货币会引起美国的通货膨胀，即美元的国内购买力减少，那么美元的对外价值必将下降。

但是，购买力平价是一个长期理论，将它用于预测汇率的短期走势是危险的。在短期内，汇率更多地表现出类似于资产价格的运动趋势。根据汇率的资产组合平衡模型，投资者将把全部金融财富在本国货币、本国债券和外国债券三种形式间进行分配。投资者转换资产形式的行为将引起汇率的变化。

对于美国居民来说，经济的衰退使他们的投资和消费意愿降低，对本国货币和外国债券的需求减少，其金融财富向美国债券资产转移。2007 年 1 季度，美国对海外的资产净流出有 4420.65 亿美元，但 2008 年 4 季度转变为净流入 844.41 亿美元，仅此一项就相当于增加了 5000 多亿美元的美元资产需求。对于世界各国的投资者来说，金融危机形势下实物资产价值大幅缩水，美元资产是最安全的外国债券形式，在危机中起到避风港的作用，因此海外对美国的资本净流入数量虽有波动，但资本净流入的趋势没有发生根本变化。

考虑美国内外两方面因素，伴随着美国次贷危机和金融危机的发展，世界对美元资产的需求不仅没有降低，反而是进一步增加了。相应地，美元对主要货币的贸易加权汇率指数从 2007 年 11 月 72.2024 上升到 2009 年 2 月 83.1065，提高了 15.1%。

三、无须过虑中国所持有美国国债的安全性

根据美国财政部公布的数据，中国是美国国债最大的持有国，2009 年 1 月末中国持有的美国国债达到 7396 亿美元。在十一届全国人大二次会议结束后的记者招待会上，温家宝总理对中国所持有美国国债的安全性表示关注。美联储宣布将增加美元供给后，国内一些评论者认为中国外汇储备“告急”，呼吁要尽早转换成其他资产。

实际上，既然美国政府扩大赤字和美联储增发货币的目的都是为了刺激经济走出衰退，就无须过虑美国国债的安全性。首先，在美国产出缺口消失之前，美国不会出现严重的通货膨胀，美元的国内购买力不会明显降低。其次，在世界经济恢复增长之前，美元仍然是国际投资者最看好的货币，美元的国际价值不会显著下降。第三，美国的创新能力、工业技术和服务业水平仍然是世界最高的，法律体系和税务制度相当完善，在可以预见的将来看不到有其他国家可以取代美国的地位。

如果说在次贷危机的初期国内还有所谓“脱钩论”的喧嚣，2008 年中国经济形势的急转直下已经证明，在经济全球化的世界上中国不可能独善其身。世界经济的复苏依赖于美国经济的复苏。中国持有美国国债的安全性，恰恰取决于美国经济恢复增长的前景。美国政府和联储不遗余力地推出刺激经济的措施，不仅符合美国的利益，而且与中国的利益相一致，我们何忧之有？