经济纵深 INSIDE

# “印钞战”再来 人民币未跟进

## 美启动第三轮量化宽松，日本大规模购债；中国央行行长周小川说，注入大量流动性类似于“大水漫灌”

10月5日，美国公布9月失业率为7.8%。这个近4年最低失业率，为美国经济带来曙光。

就在20天前，美国刚刚宣布开始执行第三轮量化宽松政策(QE3)。自2008年雷曼兄弟破产以来，4年间美国先后三轮量化宽松政策把华尔街的金融公司从破产边缘拯救了出来，但是美国经济仍在苦苦挣扎。

伴随着美国开启印钞机，全球经济也将为之埋单。又一轮的量化宽松是否将引起一轮世界范围的“印钞战”备受关注。

### 美元放水人民币未现升势

人民币升值是QE3给中国投资者和企业带来的最直接影响之一。QE3导致大量廉价的美元注入市场，美元对其他非美元货币的汇率将出现下降。

QE容易引起美元持续的下跌，这一点有历史经验可循。在上一轮量化宽松中，从美联储主席伯南克2010年8月首次提出QE2，到2011年6月份QE2完成，华尔街日报美元指数下跌了10%，非美元货币出现大幅升值。

在美联储宣布QE3之后，人民币兑美元的汇率开始大涨，9月20日，人民币兑美元汇率触及7个月盘中高点。

在一些投资者看来，美元只剩下避险功能，不可能继续上涨。星展银行财资市场部高级副总裁王良享说，美国依靠量化宽松压低利率，对实际改善赤字和经济作用有限，“美元除了避险，实在一无是处。”他认为现在美元的汇率水平只是中性，未来仍有下跌空间。

但是在一些企业和学者看来，此时的人民币已不如以往。一家iPhone游戏开发商的负责人说，一方面他们从苹果公司收到的美元资金需要繁琐的手续才能汇兑成人民币，另一方面，他们中长期更看好持有美元的前景，因此并无任何规避汇率波动风险的安排。

在连续升值了几天之后，人民币兑美元的涨势并未持续，截至昨天，人民币兑美元汇率中间价报6.3426，相较QE3甚至是贬值。

第一创业证券分析师王皓宇认为，QE3对美元贬值造成的压力并不及预期，为了配合外贸促进政策，人民币也有持续贬值的趋势。从目前中间价的走势看，央行希望人民币贬值的意图并未改变，因为这可以从货币价格层面刺激出口活动的回升。

事实上，在过去的几个月中，人民币一直有持续贬值的趋势。去年底以来，有关中国经济的担忧导致人民币兑美元汇率小幅走低。在持续近两年稳步升值后，人民币兑美元汇率今年9月底较年初跌幅达0.6%。

这从外管局的数据中就可看出。今年二季度中国资本和金融项目出现412亿美元逆差，外管局称，这一变化主要来自于境内机构和个人更倾向于把外汇留在自己手中。中国民间都在囤积美元。

### 大宗商品价格或难影响中国

QE1和QE2推出后，大宗商品价格分别上涨了15%和27%。大宗商品会不会出现新一轮上涨？

另一个直接受到QE3影响的就是大宗商品市场。QE3通过两种途径影响大宗商品的价格，一方面是导致美元疲软，以美元计价的大宗商品有价格上涨的要求；另一方面则是通过鼓励支出提振经济活动，而一旦经济活动好转将支撑大宗商品需求。

国际金价从QE3前的1730美元/盎司一路暴涨，上周五已经冲上一年以来最高位的1795美元/盎司。天津贵金属世元金行董事长黄汉君表示，QE3的注入方式是缓慢进行的，金银上涨慢牛更加符合情理。美联储官员近期表示，货币宽松对美国经济的持续复苏非常重要，即使出现了经济改善的迹象美国也不能立即退出宽松政策。因此，受QE3影响，在相当长的一段时间内贵金属投资的牛市还会持续。

但与QE1和QE2相比，有一个很重要的因素在改变——中国。在QE1和QE2期间，中国大规模的经济刺激计划带来了铁路、公路、基建、房地产等领域的繁荣，这使得中国市场对于铜、钢材、铝等工业金属的需求剧增。

对于大宗商品投资者来说，这样的好时代已经一去不复返了。由于中国房地产、汽车以及设备制造等行业景气度降低，对铜的需求持续减少。“短期看铜价面临回调，目前国内需求方面并不好。”经营着部分铜进出口生意的上海物贸管理人员蒋焕培说。

对于普通投资者而言，另一种大宗商品——石油的价格走势更牵动人心。

在QE2过后的一个月中，WTI原油价格上涨了5.3%；如果按照同样的轨迹，美元走低、经济受到刺激需求增加，国际油价开始上行，国内消费者希望的成品油价格下调机会将随着原油价格的上涨而消失。

但QE3对经济的影响力要比前两轮大幅衰减。QE3公布之后，国际原油价格迎来的是下跌。9月13日美联储正式推出QE3操作，但油价只反弹了两天，9月17日开始油价盘中暴跌，当周国际油价累计大跌6%，此后国际油价大幅震荡。

在中国甚至面临油价可能下调的情况。QE3带来的输入性通胀并没有想象得那么严重。

### 中国尚未跟进量化宽松

新一轮的全球央行释放流动性计划已经蔓延开来。但本轮量化宽松之后，中国央行迄今尚未有类似的动作。

欧洲央行公布“直接货币交易计划”(OMT)，美联储放水(QE3)，日本紧接着也推出了货币宽松政策，通过大规模购债计划，向市场投入流动性。

巴西财政部长曼特加(Guido Mantega)9月21日说，重要国家当前已然使用货币战，而美联储推出的量化宽松(QE)激化了这样的战争。“他们将激发货币战，因为会导致其他国家也追赶仿效。”曼特加说。

中国央行9月下旬在网站上刊登了一则央行行长周小川4月28日的演讲稿，其评论的内容正是关于量化宽松政策。周小川说，央行在权限范围内向金融市场注入大量流动性，这有点类似于从水库放水，原本是使之流向特定的干旱农田，但实际类似于“大水漫灌”。周小川认为，这会带来一些问题，资源有所浪费，比如未来有通胀；可能出现副作用，比如新兴市场遭到过量资金流入。此外也不确定需水之处能得到多少。

兴业银行首席经济学家鲁政委表示，欧美国家量化宽松政策，中国不必跟进，因欧美宽松降低了中国继续宽松的必要性，同时大宗商品价格的上涨也压缩了中国继续宽松的空间。

农行战略规划部付兵涛建议，货币政策方面要继续采取“中国式扭转操作”，即稳定长期利率，压低中短期利率，保持法定准备金率基本稳定的情况下，加大逆回购等短期工具的操作力度。

鹏华环球发现基金经理张钶说，从QE3引发资金流入新兴市场的角度看，俄罗斯、巴西和东南亚一些资源生产型国家将看到较多资金流入。而对于中国、印度等资源消费类国家则需要具体分析，可能无法过于乐观。

新京报记者 苏曼丽 吴敏

新京报制图 林军明

■ 释疑

## 100美元的三条中国路

美联储再次开启印钞机，每月购买400亿美元的抵押贷款支持证券，大量美元将流向市场，其中部分也将流向中国。我们以100美元为例，看看这些美元如何流向中国并影响中国。

### 线路1 流向中国外贸企业

按照伯南克的算盘，美联储花100美元购买了A机构的MBS债券，A机构有了这100美元之后又有了美联储的兜底，加快发放房贷，100美元从A机构到了买房者B手中，越来越多像B一样的买房者获得了贷款资金后加入买房者行列，刺激房地产需求的上升，并带动房价上涨。房价上涨后，B手中的房屋升值，B则加大消费。

在B购买的商品中，不少是MADE IN CHINA，这100美元从美国流向中国外贸企业手中，并拉动中国的出口。

### 线路2 大宗商品价格上涨

美联储增加美元的供给，原本市场上有100美元，现在增加到200美元。但如今美国经济尚未有明显好转，全球对美元经济需求也未有大幅增加，市场上对美元的需求依然只有100美元，由此美元可能再度贬值。

1971年，尼克松政府宣布放弃按35美元一盎司的官价兑换黄金后，美元结束“金本位制”，美元成为全球主要储备货币，目前全球大宗商品价格均以美元计价。

在美元贬值后，其购买力也下降，原本花100美元就能买到的东西，现在要花200美元才行，这件大宗商品的标价也就从100美元走高到200美元。比如金价，在9月13日美国QE3政策推出的当天，国际金价大涨35个点，单日涨幅2.1%，收于1767美元/盎司。而到了上周五，甚至达到1786美元/盎司，是近七个月以来的高位。

不仅是黄金，其他贵金属、粮食、原油都在QE3之后出现上涨。对其他不是使用美元的国家来说，要购买大宗商品意味着要花费更多的钱，比如在中国，中国需要花更多的人民币去购买黄金，间接给中国消费者造成了通胀压力，这就是所谓的输入性通胀。

### 线路3 投资和热钱方式

逐利，这是全球资本流动的动力。新增加的100美元如果没有发放贷款，哪里有更好的投资渠道？

美联储决定继续将联邦基金利率保持在零至0.25%的超低区间，计划将这一水平至少保持到2015年年中，并且承诺“在经济复苏稳固后相当时间内”维持超低利率，意味着在较长的一段时间里美元吸引力减弱，这钱趴在银行也产生不了利息。

到其他高息国家寻找机会是个选择。比如澳大利亚的存款基准利率为3.5%，中国的存款基准利率为3%。这意味着，即使什么都不做，就放在银行吃利息，中国或者澳大利亚其收益率也要比美国高出约3%。

100美元趴在中国的银行账户里，增加了中国的流动性供给。如果100美元觉得中国的房地产市场、股市更具投资价值，那么也有可能推动中国的资产价格上涨。

■ 相关

## 不同于以往的QE3

与前两轮量化宽松不同，QE3是没有期限的“开放式QE”。这是美联储非常规货币政策的又一重大制度突破。

QE3，美联储换了一种玩法。美联储此次购买的并非国债，而是抵押贷款担保债券(MBS)，这是美国的两大房地产贷款公司利用其贷出的房贷发行的一种资产证券化商品。

“此前的两轮量化宽松，美联储从商业银行手中直接购买国债，向机构输出资金以扩大市场流动性，同时压低资金成本，解决资金供给问题。但在持续零利率的市场环境下，商业银行的贷款热情依然不高，这也导致前两轮刺激对经济的拉动力度不足。”第一创业证券分析师王皓宇说。

农行战略规划部付兵涛认为，QE3与前两次相比，一是没有明确终止期限；二是没有预设总体规模；三是政策力度有所放缓；四是操作对象以抵押贷款支持证券(MBS)为主。

鹏华环球发现基金经理张钶说，不限量的债券购买计划不仅可以延续QE1、QE2宽松政策的效应，更可避免因前两轮刺激政策引发长期利率上升的担忧。

但市场对QE3的效果并不太看好。张钶认为，今年美国复苏受到阻碍，主要是财政悬崖和欧债外需的拖累，这些并非联储货币政策能够解决的问题。