

强势美元关系到什么？

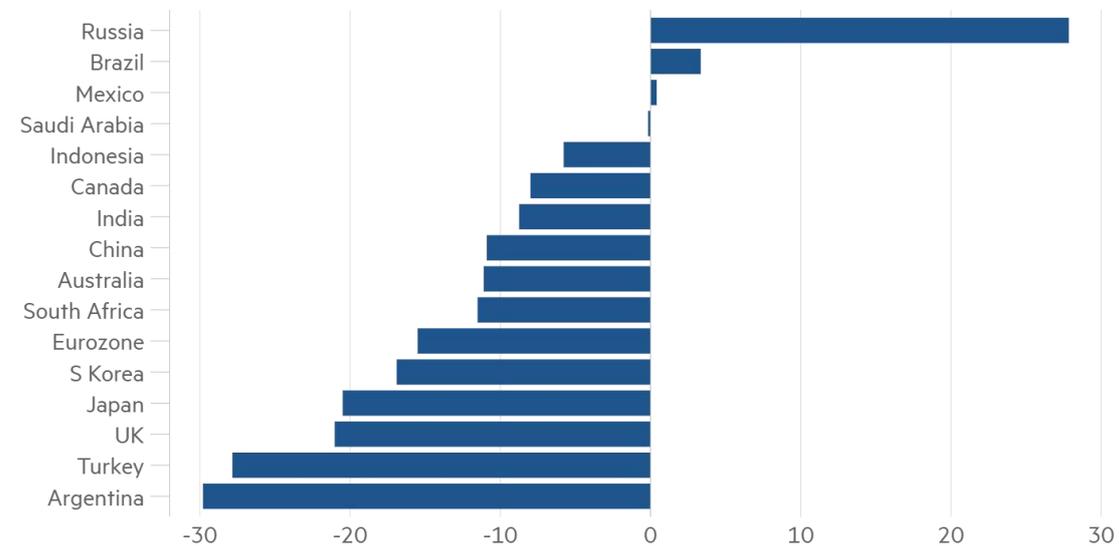
强劲上扬的美元给世界其他地区的经济带来萎缩效应，而且，每当资金流动方向转变为流入或流出美国，所有人都会受到影响。



在困难时期，美元是世界的避难所和力量。即便在美国就是造成问题的根源的时候也是如此，就像在 2007-09 年金融危机中那样。这一次依然如此。一系列冲击，包括美国的高通胀，引发了令人熟悉的美元上行趋势。而且，美元不只是对新兴经济体的货币在上行，对其他高收入国家的货币也在上行。与此同时，在美元周期的一般性故事背后，隐藏着一些独特的故事。在美元走强、利率持续上升、投资者寻求避风港之时，宏观经济政策一旦处理不好，特别是在财政管理方面，就会格外危险。

Nearly all G20 currencies have fallen against the US dollar

Currency change vs US\$ since Dec 31 2021 (G20 economies, %)



Source: Refinitiv
© FT

据摩根大通估计，从去年底到本周一，美元的名义有效汇率上升了12%；日元有效汇率下跌了12%，英镑下跌了9%，欧元下跌了3%。如果只与美元对比，波动幅度更大：英镑下跌了21%，日元跌了20%，欧元跌了16%。美元是“城堡之王”，是最强的。

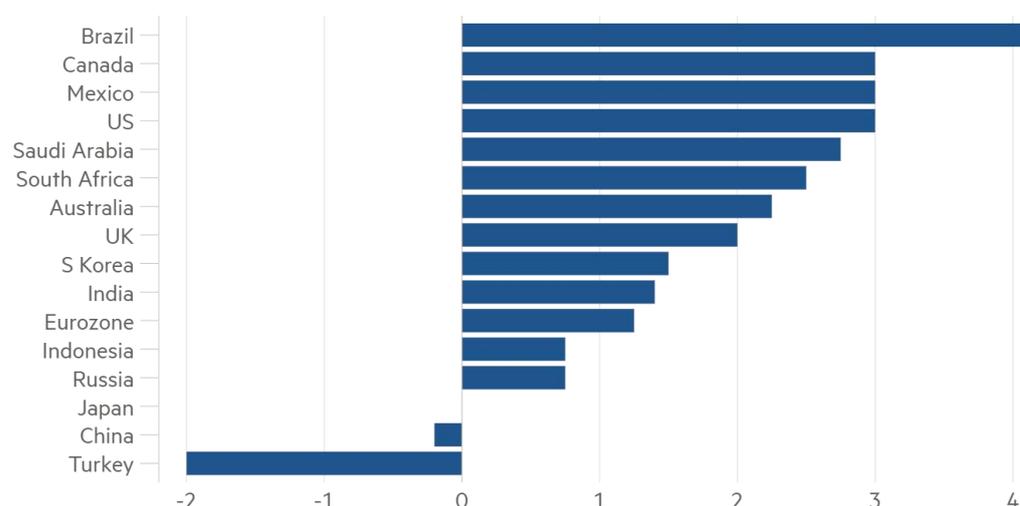
那么，为什么会出现这种情况？这要紧吗？我们能够做些什么？

关于其中原因，答案是世界经济自2020年以来遭遇了四波相互关联的冲击：新冠疫情；大规模的财政货币扩张；疫情过后的供应侧冲击，被抑制（且严重失衡）的需求遇上了工业产出与大宗商品的供给约束；

最后是俄罗斯入侵乌克兰事件，给能源领域造成冲击，特别是在欧洲。

The intervention rates of central banks have risen almost everywhere

Change in central bank policy rates since Dec 31 2021 (G20*, % points)



* except Argentina (+37%pts)

Source: Refinitiv

© FT

这些冲击导致的结果包括：不确定性增加；美国浮现强劲的通胀压力；货币政策必须追上通胀形势，特别是美联储；各种强大的引发经济衰退的因素，特别是在欧洲。鉴于美联储先于其他高收入国家央行收紧货币政策，美元走强。与此同时，新兴经济体的货币表现各异，这取决于它们有没有管理好自己的经济、它们是否出口大宗商品以及它们负债多少。

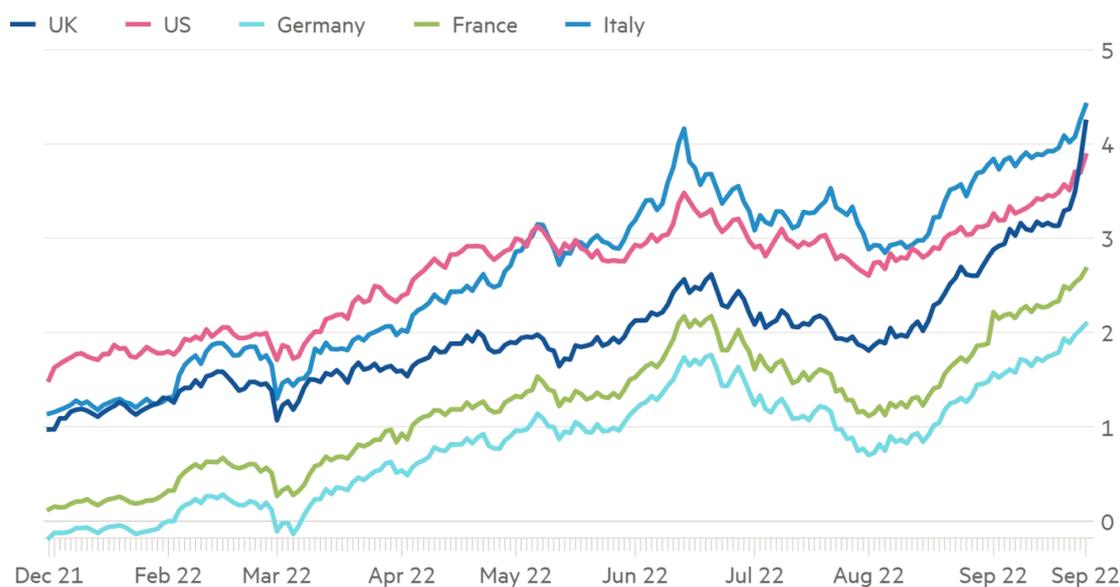
在“20国集团”（G20）中，出人意料的是，许多新兴国家的货币表现好于高收入国家的货币。俄罗斯的卢布出现了大幅升值。垫底的是英

镑、土耳其里拉和阿根廷比索。看看英镑现在都与哪些货币为伍！

美元走强有什么要紧？

Yields on long-term government bonds have soared this year

Yield on 10-year government bonds (%)



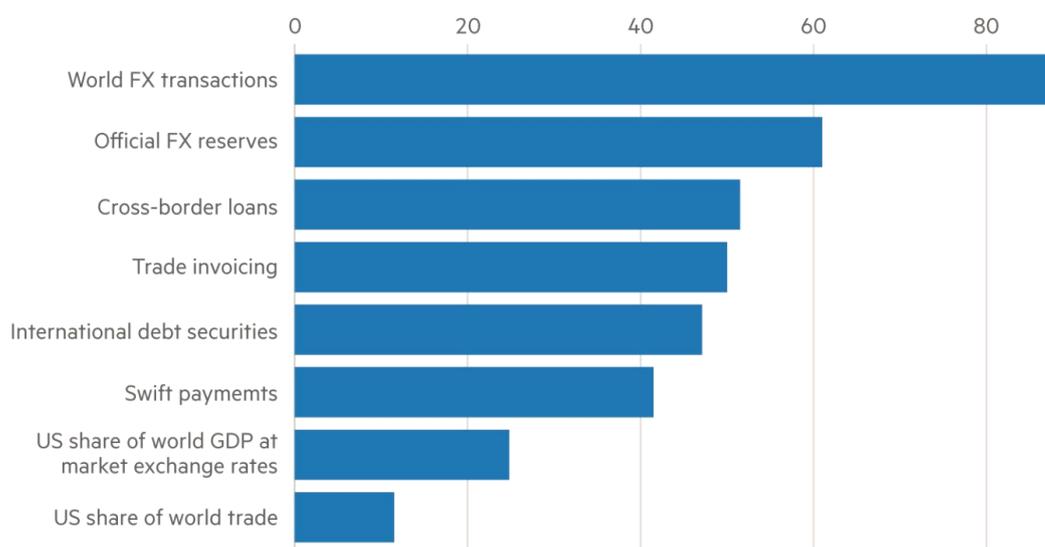
Source: Refinitiv
© FT

是的，这事关系很大。国际货币基金组织(IMF)前首席经济学家莫里斯·奥布斯特菲尔德近期与人合著的一篇论文中指出，强势美元往往会给世界经济带来导致其萎缩的压力。美国资本市场和美元所扮演的角色，远远超出了就美国经济的相对规模而言该有的分量。美国的资本市场是世界的资本市场，美国的货币是世界的避风港。因此，每当资金流动的方向转变为流入或流出美国，所有人都会受到影响。一个原因是多数国家都关心自己的汇率，特别是在通胀令人担忧的时候：

只有日本央行会乐得看到本币疲软。那些背负沉重对外债务的国家更为危险，如果这些债务是以美元计价的话，就更是如此。明智的国家会避免这种脆弱性。但现在许多发展中国家需要帮助。

The dollar and US capital markets are far more globally important than the US economy

The US dollar's share in global assets and transactions



Source: *The Global Dollar Cycle*, Obstfeld and Zhou, Aug 2022

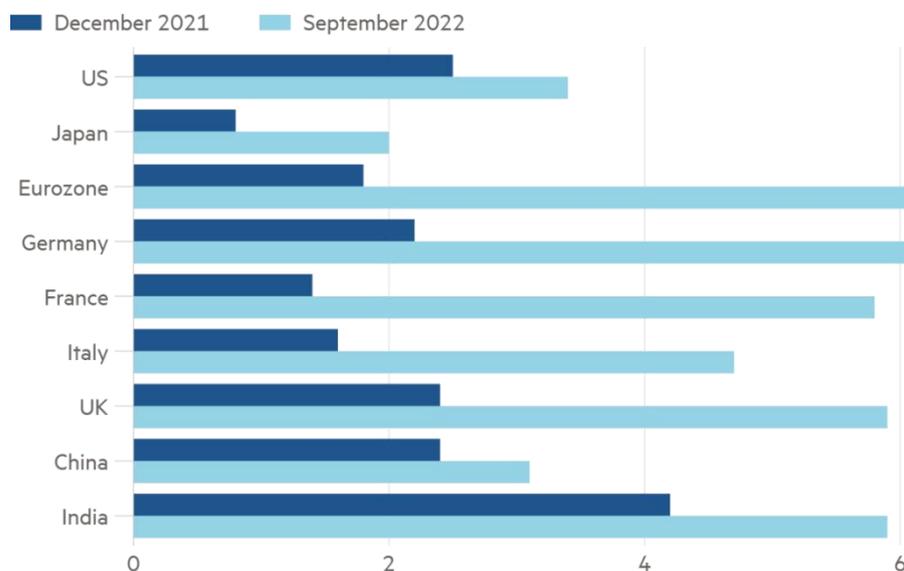
可能会导致经济衰退的因素除了源自美国以及不断走强的美元，还有一些是由几种重大冲击造成的。在欧洲，最重要的是能源价格上涨同时拉高了通胀和削弱了实际需求。与此同时，中国最高领导人决心消除一种在世界其他地区自由传播的病毒，这种做法正在冲击其自身经济。中国共产党也许能控制中国人民，但不能希望以这种方式无限期地控制自然的力量。

我们能做些什么？不太多。

有些人在讨论采取协同干预汇率的做法，就像上世纪 80 年代的《广场协议》和《卢浮宫协议》，先让美元走弱，再让它企稳。区别在于那种做法——特别是前一项协议——在当时正合美国心意。这使得干预与其国内目标相当吻合。这一次，在美联储对通胀走势感到满意之前，不可能出现这种情况。只由一个国家、或者即便是好几个国家发起以削弱美元为目标的汇率干预，是不太可能取得那么大效果的。

Inflation forecasts are worsening across the board

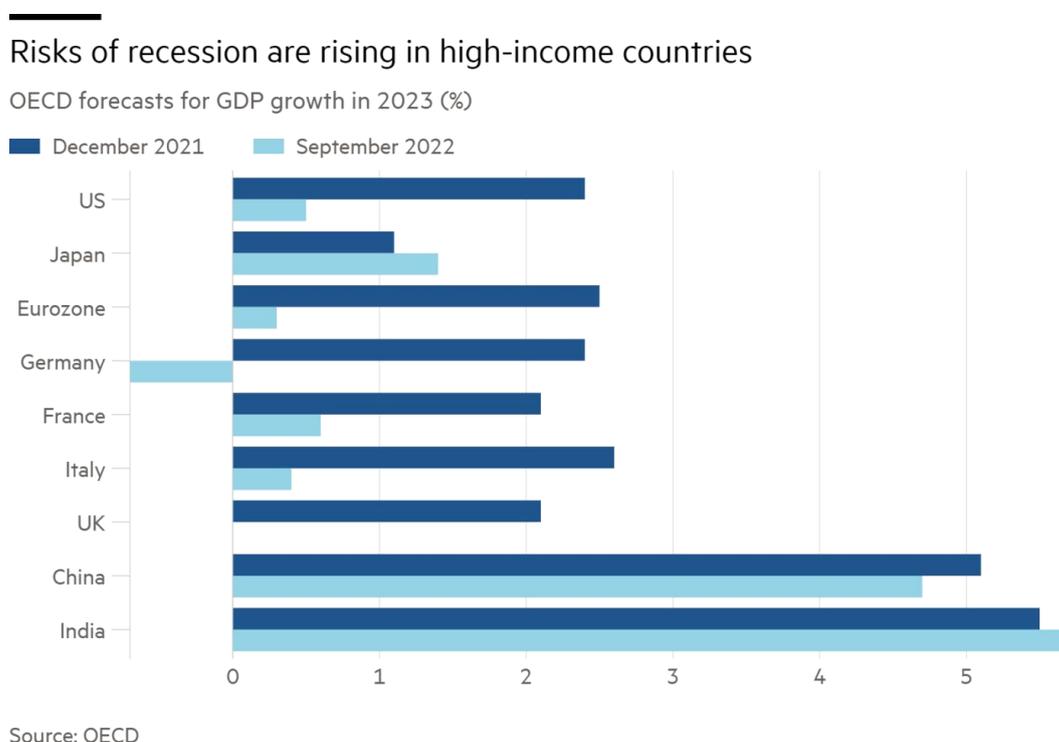
OECD forecasts for CPI inflation in 2023 (%)



Source: OECD

一个更重要的问题是，货币紧缩是否会变得力度过大？特别是，主要央行是否忽略了它们同时转向紧缩立场所导致的叠加效应？一个明

显的脆弱带在欧元区：该地区内部通胀压力很弱，而明年很可能出现严重衰退。尽管如此，正如欧洲央行行长克里斯蒂娜·拉加德上周所说的：“我们不会让这个阶段的高通胀对经济行为产生影响，从而造成持久的通胀问题。我们在制定货币政策时会谨记一个目标：要实现我们维持物价稳定的使命。”由此可见，到头来确实有可能做得过火。但央行几乎没有选择：它们必须“不惜一切代价”遏制通胀预期。



没人知道这意味着需要紧缩多少？也没人知道巨额债务问题有多大的作用还是危害，是会起到强大的传导作用，还是会引发金融危机。能够知道的是，央行暂时是没有了支持市场和经济的能力。在这样一个时期，借贷者表现出清醒节制再一次有着重大影响。对家庭、企业，尤其是政府来说都是如此。即便是以前可信的 G7 国家（比如英国）

的政府也正在领教这个真理。金融大潮正在退去，只有这个时候我们才会注意到谁一直在裸泳。