



English

下载中心

首页

网站地图

关于IWEP

研究课题

研究人员

研究成果

数据库

出版物

媒体报道

研讨会/讲座

热点研究

[HTTP://WWW.IWEP.ORG.CN](http://www.iwep.org.cn)

《中国金融》2008年第3期

美元汇率走势及其影响

何帆 程融融 曾省存

2002年以来美元开始持续下跌。以一篮子货币加权计算，美元汇率从2001年以来贬值了37%。2007年9月之后，受到次贷危机的影响，美元更是出现急剧下跌的态势，对16种主要货币的汇率全线下滑。2008年，美元汇率的走势充满了不确定性。由于美国经济可能出现滑坡甚至衰退、次贷危机可能继续恶化，加之投资者对持有美元资产的信心受到影响、各国央行纷纷减持美国国债，2008年美元可能出现继续下跌的趋势。但是，由于美国的经常账户赤字在一定程度上有所减少、美国经济出现短暂下滑之后也可能继续维持稳定的经济增长、美国大选之后强势美元的政策可能占据主导，2008年美元汇率也可能会出现一个拐点，止跌反弹。无论美元汇率出现何种变化，其对美国经济、世界经济都会产生深远的影响。

美元疲软的原因

美国长期以来存在的经常账户赤字和财政赤字是导致美元贬值的根本原因。2007年爆发的次贷危机对美国金融系统和房地产市场造成巨大打击，进一步加剧了美元的贬值趋势。

克林顿执政时期，美国扭转了前几任政府财政赤字不断增加的局面，2000年甚至创造了2369亿美元的财政盈余。然而，小布什上台后，对克林顿政府的经济政策进行了大幅度的调整，采取了以减税为核心的扩张性财政政策，财政赤字不断加大。美国政府在过去5年一直都面临巨额赤字，其中2004年财政赤字更是创下4130亿美元的历史最高纪录。在2007年10~12月，美国政府财政赤字比上年同期增加25.6%，为1538亿美元。受经济增长放缓影响，政府税收增幅在2008年会有所下降，但战争开支仍然将继续扩大，因此美国政府2008年的财政赤字可能增加。

与此同时，美国的经常账户赤字也在持续膨胀。1991年美国经常账户还维持着少量的盈余，到了2005年第四季度，经常项目赤字已经达到GDP的6.8%。2007年美国的外部失衡得到了一定程度的改善，第二季度经常账户赤字已经减少为GDP的5.5%。美国出现的巨额经常账户赤字，一是因为美国居民的储蓄率太低，美国消费者在美联储低利率政策的刺激下习惯了借债消费，导致对进口品的需求相应增加。二是美国在过去几年经济增长相对超过了欧洲和日本，这也使得其进口需求增加。此外，石油价格上涨也是导致美国经常账户出现巨额赤字的原因之一。如果扣除掉石油进口因素，截至2007年第三季度，美国经常账户占GDP的比例会减少到3.5%。

2007年爆发的次贷危机导致了最近半年来美元的加速贬值。自2000年互联网经济泡沫破裂以来，美国经济的增长很大程度一度上是靠消费带动，而消费的增长主要不是由于收入的提高，而是房地产价格上升带来的“财富效应”。但是，在美国房地产市场最为繁荣的时候，危机的种子已经播下。房地产金融机构在利益的驱动下放松了贷款标准，并创造出很多“前松后紧”的贷款品种，对原本不够资格的购房者提供抵押贷款。在头几年里，借款者还款额很低而且金额固定。但是过了这段时间之后，利率就会重新设定，购房者的还款压力将骤然上升。如果房地产价格不断上升，那么发放次级债对于房地产金融确实是绝佳选择，一是可以赚取更高的贷款利率，二是如果发生违约，金融机构也可以通过拍卖抵押房地产而

收回贷款本息。然而一旦市场利率上升、房地产价格下跌，次级债市场就面临灭顶之灾。市场利率上升使得购房者的压力骤然增加；房地产价格下跌使得金融机构即使拍卖抵押房地产也难以获得本金的全额偿付。

美国次贷危机对美国的影响并没有真正结束。大批有风险的次级抵押贷款到2008年会进入利率重新设定的时期，估计违约率将再次大幅度提高。受到次贷危机的影响，很多商业银行和投资银行遭受巨额损失，导致市场上流动性出现恐慌性的短缺。如果次贷危机使得很多美国家庭面临破产之虞，一定会对美国的消费带来冲击，而消费已经占美国GDP的72%。市场人士普遍认为，即使美国不会出现严重的经济衰退，但是增速放缓几乎已经成为定局。IMF 的报告认为，美国经济走势不容乐观，预计其今明两年经济增长率均为1.9%，低于2007年的2.9%，比原来的预测分别降低0.1个和0.9个百分点。

美元贬值对美国的影响

首先，美元贬值将加剧美国的通货膨胀压力。随着美元贬值，进口产品的价格将上升，进而有可能推高美国的整体价格水平。尤其是，全球能源价格和初级产品价格急剧上涨，已经给美国经济带来了通货膨胀压力。如果这些能源和初级产品价格上涨的压力进一步传导到制造品价格，对于美国这样的进口大国来说，通货膨胀压力将进一步加大。这将使得美联储处于两难选择：如果提高利率，次贷危机可能愈演愈烈，但是如果通过大幅度降低利率来拯救住房抵押市场和房地产市场，又可能使得通货膨胀抬头。在最糟糕的情况下，美国可能再次陷入滞胀的困境。

其次，美元贬值对美国扩大出口有积极作用，但改善美国长期失衡的国际收支账户作用有限。美元贬值增加了美国商品的价格竞争力，有利于扩大出口，同时外国商品相对来说变得更贵，从而美国会减少进口。美国商务部数据显示，2007年9月份美国出口额增长1.1%，至1401.5亿美元；进口额增长0.6%，至1966亿美元。9月份国际商品和服务贸易逆差较8月份收窄0.6%，至564.5亿美元。但是，美元贬值对改善美国国际收支平衡的作用是有限的。一方面，美国的进口中包括大量的原油和初级产品。这些产品的价格在过去几年出现了飙升，其中一个原因就是由于美元贬值。所以美元继续贬值，尽管可能会导致石油和初级产品的进口数量减少，但其进口总额并不一定减少或者减少有限。美国商务部数据显示，尽管美国2007年10月份实现了出口增长，但贸易赤字较9月份上升了1.2%，至578亿美元。赤字增加的首要原因就是原油进口额的增加。另一方面，导致美国国际收支失衡的根本原因不是汇率问题而是美国经济结构性问题。美国政府和居民的消费支出过多，储蓄率难以提高，这是美国存在经常账户赤字的宏观经济根源。而要根本上改变这个状况，光靠货币贬值是不行的。

美元贬值对美国的金融体系和美元的国际地位有一定的冲击。外国所持有的以美元计价的资产高达5万亿美元，美元贬值使各国的损失很大。在降低了投资美国各类债券的热情的同时，为了减少损失，投资主体便会抛售美元资产以降低持有比例，资金流出美国去寻找新的价值洼地。这样对美国的金融系统是一种冲击。美国财政部的最新统计显示，2007年8月，27个主要海外经济体中有15个净减持了美国国债。其中，日本净减持比例达到4%，为7年来最大减幅。当月，海外官方和个人对美国股票、债券及其他票据的总投资净流出为693亿美元，为1998年美国长期资本管理公司破产危机以来的首次。在次贷危机爆发之后，美联储多次降低利率，与此同时，欧洲和日本由于担心通货膨胀压力，可能仍然维持利率不变，这会使得美国和欧洲、日本的利差继续缩小，投资者更倾向于抛售美元，加剧了对美元汇率的打压。同时，如果美元持续走弱，美元的强势地位将受到不断走强货币的挑战，美元在国际经济中的霸主地位将受到削弱。伊朗已经宣布放弃用美元结算石油交易；阿联酋也已经声称，如果美元继续贬值将考虑放弃与美元的联系汇率制度。在现有的国际收支失衡格局下，东亚和石油出口国将其贸易顺差大量购买美元资产，这在过去造成了全球实际利率偏低和美国消费旺盛的局面，但是，随着美元的贬值，外国投资者不会长期忍受其美国资产的低回报率，它们为美国借贷提供资金的意愿也将下降。一旦外国投资者不愿意再为美国的双赤字融资，当前全球失衡格局中微妙而脆弱的平衡也将彻底遭到破坏。

值得注意的是，2008年是美国的总统大选年，执政的共和党政府可能会继续放任美元贬值，采取减税、降低利率等刺激经济增长的措施。但如果民主党上台，则会倾向于采用一种强势美元的政策吸引国际资本，巩固美国金融界的优势地位，改变目前的财政赤字和资本流出的现状。这也可能使得美元在2008年或2009年出现拐点。

美元贬值对世界经济的影响

美元贬值将直接促成全球能源和初级产品价格的上涨，给全球带来通货膨胀的压力。历史经验表明，原油价格和黄金价格均与美元汇率逆向而动。由于美元仍然是国际石油交易中的垄断性计价货币，美元贬值导致了产油国的石油收入下降，这种情况下，产油国一方面在油价攀升的同时依然限产保价，从而进一步抬高石油价格；另一劈面为推进投资多元化，抛售美元资产而置换其他资产，从而加剧了美元贬值。黄金历来是人们对抗通货膨胀和国际储备货币贬值的强有力工具。黄金价格飙升时期，往往是通胀压力加剧，或者美元大幅贬值时期。全球能源和初级产品价格的上涨，会带动其他产品价格的上涨。比如，石油价格的上涨带来了各国开发生物燃料的热潮，随着玉米等作物被用于生产乙醇，玉米的价格不断提高，导致了靠以玉米为饲料的牲畜价格提高。大量耕地被用于种植玉米，使得种植其他农作物的耕地面积减少，于是推动了全球粮食价格的上涨。

美元贬值和汇率波动不利于国际金融市场稳定。美元在国际金融市场的外汇交易、汇率形成、债券发行、金融资产定价等诸多方面都处于垄断地位。美元持续贬值、波动频繁，首先会直接导致外汇市场交易增加和各种货币之间汇率关系的频繁调整，加剧了外汇市场的动荡；其次，美元贬值会造成美元计价资产与其他币种计价资产相对价值的变化，投资者将因此对不同币种计价资产价值和收益率进行重估，并相应地调整金融资产投资组合，从而导致金融投机交易增加和资金的无序流动，影响金融市场的稳定，再次，为了应对次贷危机，美联储采取的降低利率和向市场提供流动性的做法使得全球市场上原本已经泛滥成灾的流动性进一步增加，投机资本规模不减反增，全球金融市场的潜在风险继续增加。

美元贬值对发达的经济体国家出口贸易有不利影响，可能触发贸易保护主义的抬头。比如说，美元贬值意味着欧元对美元持续升值，欧元国家的商品出口竞争力将受到影响。欧洲两家主要航空航天制造集团，达索航空公司和EADS也因为美元贬值使得其以欧元结算的生产成本上升，以美元售出产品的价格下降而宣布将把旗下部分流水线迁至以美元为主要货币的地区进行生产，以削减劳资开支，缓解因欧元对美元升值带来的成本增长压力，从而改变美元不断贬值带来的不利境地。法国总统尼古拉·萨科齐也不无担心地认为，如果不采取措施解决美元贬值引起的汇率问题，可能引发“经济战”。特别是对美国国内市场依赖比较大的企业将面临沉重的打击，日本丰田汽车的股价在美元持续贬值的预期下曾跌到了14个月以来的最低价位。

美元贬值将给新兴经济体带来更加严峻的挑战。首先，新兴经济体面临的损失就是外汇储备缩水。由于长期对美国贸易顺差，新兴经济体积累了大量的以美元资产为主的外汇储备。美元贬值就意味着它们财富的“蒸发”。其次，美元贬值也意味着新兴经济体长期依赖出口发展经济的模式不再可行。由于随着经济全球化的推进，全球经济体都彼此联系在一起而无法“脱钩”。作为世界经济的主要引擎之一，美国消费需求的降低会使新兴经济体的出口减少、增长放缓。再次，美元贬值将使得大量的资金流向新兴经济体寻找投资洼地。大量的外资流入将推动新兴经济体国内资产价格的飙升，滋生经济泡沫。而当美国经济复苏，美元不断走强的时候，资金又会大量从新兴经济体撤出流入美国；由于新兴经济体缺少完善的金融监管系统，防范金融风险的机制较弱，当大量资金撤出时，便会导致经济泡沫破灭，引发金融危机。

美元贬值对中国经济的影响

首先，美元贬值增加了人民币升值压力及宏观调控的难度。尽管从2005年7月中国实行人民币汇率机制改革到现在，人民币对美元升值的累积幅度超过了10%。但是，由于美元对世界其他主要货币大幅度贬值，而人民币的汇率又主要是采取盯住美元的政策，所以相对于欧元、英镑等主要货币而言，人民币则出现了贬值。包括欧盟、加拿大等国家和地区纷纷施压要求人民币升值以承担美元贬值带来的一些后果。近期人民币加快了升值步伐，美元贬值毫无疑问成了“重要的推手”。

其次，美联储下调联邦基金利率对中国政府的宏观调控政策形成掣肘。一旦美国GDP骤然减速或者房地产市场加速下滑，那么美联储可能连续下调联邦基金利率，这将造成大量短期资本流出美国，而中国正是这些资本的理想目的地。而中

国当前处于流动性过剩和资产价格上涨的状况，理想的政策是提高人民币存贷款利率。而一旦中国人民银行提高利率，就会造成与美国联邦基金利率息差进一步缩小或倒挂的局面，引来更多的资本流入。中美息差的缩小或倒挂也会给人民币汇率造成升值压力。

美元贬值将对中国的出口构成严峻的考验。随着人民币升值幅度的加大，汇率升值对出口的抑制作用将逐渐显露。此外，中国近年来对外贸政策进行了积极调整，特别是从2007年7月起降低了很多出口商品的出口退税率，这直接压缩了出口企业的盈利空间。最近两年，在广东等沿海地区已经出现了劳动力短缺的现象，导致劳动力成本不断增长。中国贸易顺差的持续增加，导致国际贸易摩擦不断增多。在本币升值、出口退税率下降、劳动力成本上升、国际贸易摩擦加剧的背景下，中国2008年的出口前景不容乐观。考虑到2007年前三个季度中，净出口对中国GDP的贡献率约为40%。如果出口萎缩，将对中国经济增长和就业产生严重的影响。

从美国政策调整对中国资本市场的影响来看，历史上，发达国家加息往往会造成国际资本从发展中国家向发达国家回流，从而对发展中国家的资本市场形成负面冲击。但是这一现象不会发生在目前的中国，当前大量“热钱”流入中国的目的，并不是为了套取中美息差，而是冲着中国资本市场的高收益率而来。因此中美息差的缩小或扩大并不会显著影响国际资本流入中国的格局。另一方面，如果美元大幅贬值，人民币大幅升值，由此引发的国际资本流动可能会推高中国资产价格，加剧资产价格的波动性。但是到目前为止，中国股票市场价格上涨主要是内源性而非外生性的，流入中国的外资也大多是股权性的对冲基金，而非外债。因此无论是美元降息还是美元贬值都不会改变中国资本市场的内在周期。但这一切均是以前中国仍然坚持严格的资本管制为前提的，如果贸然开放资本账户，使得投机资本可以自由进出，一旦出现风吹草动，国内资本市场上将立刻“草木皆兵”。

在美元贬值的外力下，人民币不断升值以及中国经济结构的调整对改变中国经济内外失衡有积极作用。但是在短期内，由于中美贸易的互补性很强，中美贸易顺差的局面一时很难逆转，中美贸易摩擦将继续存在。这需要两国高层不断加强谈判磋商。同时，尽管错过了人民币升值的最佳时机，人民币汇率市场化改革的步伐不能停下来。中国应该不断完善金融系统，加快人民币汇率形成机制的市场化改革。

推荐好友

相关文章

暂无相关信息!

本站的署名文章均属作者本人的观点。希望转载时，请事先与我们联系。

院首页

网站声明

会员登录

联系我们

下载中心

院图书馆

中国社会科学院世界经济与政治研究所 Copyright (C) 2002-2008 中企动力提供技术支持 请使用 1024*768 分辨率

地址:北京建国门内大街5号 邮编:100732 电话:010-85196063 传真:010-65126180 联系本站

《中华人民共和国电信与信息服务业务经营许可证》编号:京ICP备06059776号