



美元指数变动的溢出效应



今年年初至今，美元指数已经上涨了 8%，且近期一直维持在 100 以上的高位。然而，美国离通胀中枢实质性回落仍有一段距离，在通胀呈现高波动特征的背景下，美联储鹰派风格仍将持续，美元指数高位震荡的趋势或将延续。美元作为全球主导货币，其指数变动的溢出效应将通过全球贸易渠道与国际金融渠道，在计价货币、支付货币、融资货币等特殊属性间的相互作用下影响全球经济复苏进程。我们认为，一方面，美元走强会降低贸易总量水平，基于价格粘性与贸易需求弹性，造成全球贸易市场萎缩；另一方面，美元走强会提升借贷成本，加之美联储紧缩政策落地，将加剧新兴经济体债务压力，对全球金融市场造成冲击。

基于 13 个新兴经济体与 25 个发达经济体，在 2000 年至 2020 年期间的年度数据，以各个经济体经济增速为因变量，美元指数、VIX 指数以及一年期美国国债收益率的变化量为自变量，构建固定效应模型（控制了经济体固定效应与年份固定效应），分析美元指数变化对于各经济体经济增速的溢出效应。

实证结果显示，美元指数上涨与各个经济体的经济增长之间呈现反向关系，也就是说，当美元指数走强时将拖累各个经济体的经济增长。

此外，全球市场恐慌水平上行（VIX 指数增加）以及美国国债收益率增加也都与各个经济体的经济增长之间呈负相关性。在今年美元指数高企、全球金融市场动荡加剧以及美债收益率大幅上升的大背景下，模型中自变量与因变量之间的关系较好地印证了全球经济增速放缓的现实情况。

在模型中加入虚拟变量，将新兴经济体与发达经济体进行分组，实证结果发现，美元指数以及全球市场恐慌情绪的负面影响在新兴经济体中凸显（表现为表 1 中交叉项的系数为负），这也进一步佐证了新兴经济体受到美元价值的影响更加显著，且缺少韧性应对全球宏观环境的复杂变化。

目前，美国通胀中枢尚未实质性回落，在通胀呈现高波动特征背景下，美联储鹰派风格仍将持续，美元指数高位震荡趋势或将延续。考虑到美元作为全球主导货币，拥有计价货币、支付货币、融资货币等特殊属性，我们认为美元走强的溢出效应将通过全球贸易渠道与国际金融渠道影响全球经济发展。

表 1：美元走强拖累经济增长

因变量：各经济体经济增速	(1)	(2)	(3)
Δ美元指数	-3.667*** (0.517)	-3.629*** (0.512)	-3.667*** (0.515)
Δ美元指数 * 新兴经济体		-0.112*** (0.0294)	
ΔVIX	-2.301*** (0.266)	-2.301*** (0.263)	-2.276*** (0.265)
ΔVIX * 新兴经济体			-0.0732*** (0.0282)
Δ一年期美国国债收益率	-6.034*** (0.945)	-6.034*** (0.936)	-6.034*** (0.941)
常数项	11.37*** (1.171)	11.37*** (1.160)	11.37*** (1.166)
经济体固定效应	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
R ²	0.522	0.532	0.527

数据来源：Wind 以及我们的模型计算（注：*、**、***分别代表在 1%、5%、10%置信水平上显著。）

从计价货币来看，美元在全球多种货币中处于绝对主导地位，且这一趋势仍将延续。目前，有七成以上种类的大宗商品以美元计价，若按照实际交易量来测算，美元在全球大宗商品市场中计价份额可能超过 90%。

从支付货币来看，根据 SWIFT 最新统计（截至 2022 年 3 月），美元在国际支付中的使用比例仍超过 40%、稳居第一，欧元、英镑、日元分列第二三四位，人民币排名第五。

在对外贸易中，美元被广泛用作计价货币并发挥着重要作用，即两个

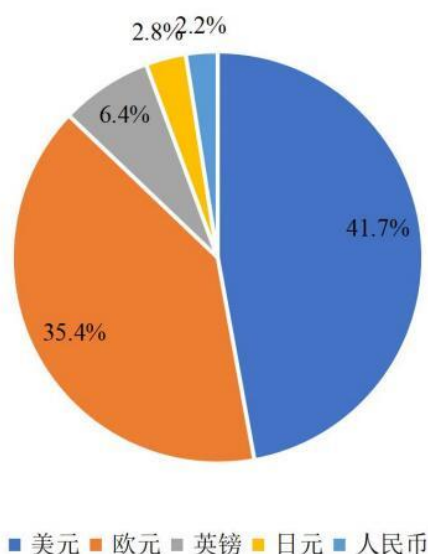
非美国国家之间的贸易也会使用美元进行计价 (Casas et al., 2020), 例如, 从巴西到英国的出口可以以美元计价。这意味着以美元计价的贸易份额通常高于美国直接参与的贸易份额, 大多数商品以美元计价, 也将进一步巩固美元计价货币地位, 而美元走强将会从贸易价格与贸易需求两个角度影响全球贸易总额。

基于汇率到价格的传导路径来看, 出口产品价格的变动相较于汇率(计价货币兑本币)的变化速率会出现迟滞, 即表现为相对于计价货币的价格粘性 (Gopinath, 2015)。当出口商制定出口产品价格时, 不仅会考虑到菜单成本, 而且也会将竞争对手的策略纳入考量范围, 不会频繁更改出口货物价格。

基于贸易弹性的角度来看, 若美元兑所有其他货币升值 1%, 预测世界贸易总量在一年内将下降 0.6%-0.8%, 而且当全球贸易中美元计价的贸易份额越高, 平均而言, 美元贸易弹性就越大 (Boz, 2017)。

因此, 美元走强后, 伴随着计价货币价格相对粘性与世界贸易总量下降, 全球贸易总额随之下降 (表现为表 2 中美元指数与全球贸易的负相关关系)。此外, 相比于高收入经济体, 低收入经济体本国货币受全球认可程度更低, 故而低收入经济体也更倾向于使用美元作为贸易计价货币, 美元价值升高对于低收入经济体贸易的影响也更为显著 (表现为表 2 低收入经济体分组中美元指数系数绝对值更大且显著性更强)。

图 1：美元稳居世界支付货币第一



数据来源：SWIFT 以及我们整理

表 2：美元指数变化对于全球贸易有溢出效应

因变量：贸易/GDP	全球	低收入国家	高收入国家
美元指数系数	-0.230* (0.134)	-0.450*** (0.0945)	-0.230 (0.150)

数据来源：Wind 以及我们的模型计算（注：样本时间从 1990 年至 2020 年，低收入与高收入国家依据世界银行的分类标准。*、**、*** 分别代表在 1%、5%、10% 置信水平上显著。）

除了在国际贸易市场占据重要地位，美元在国际债务市场中也发挥着关键作用。在非美国经济体内，不论是金融机构，还是非金融机构，不论

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42236

