



彭文生：全球面临经济衰退而非金融危机，宏观政策有三大挑战



意见领袖 | 彭文生

美联储激进加息带动的全球央行“加息潮”和强势美元，正在持续搅动全球金融市场。在新冠疫情和俄乌冲突的背景下，这样的货币紧缩行动和美元走势，令投资者对全球经济衰退和金融危机的担忧日渐加剧。

美联储加息终点会在哪？距离美元见顶还有多远的路要走？强美元将对非美元国家和全球市场带来哪些外溢风险？如何看待全球“竞争性加息”问题？随着美元作为国际公共产品的弊端更加凸显，国际货币体系面临哪些新的发展趋势？我国需要做好哪些应对？

文章为作者就上述问题接受中国金融四十人论坛（CF40）研究部访谈的要点和文字实录。



要点：

1. 可从三个视角理解本轮美元升值：一是汇率升值是美联储货币紧

缩传导效应的一部分；二是美国作为粮食和能源出口国，全球供给瓶颈带来的贸易条件改善支撑美元汇率走强；三是美元作为国际货币，融资货币和投资货币的双重角色发挥重要作用。虽然波动难以避免，但俄乌冲突导致的能源价格上升不会成为持续冲击。随着美国财政和金融条件紧缩，美国经济衰退难以避免，带来的利率和汇率拐点大概率在未来 12 个月内出现。

2. 从经济基本面看，人民币汇率不具有单边持续贬值的基础，近期汇率波动反映了美元的强势。全球能源价格上升对中国等能源进口国来讲意味着贸易条件下降，可能带来一定的汇率贬值压力，但中国制造业大国的角色自疫情以来成为中国经济竞争力的重要部分。管理预期有助于防止汇率过度波动，采取有力措施稳增长、遏制经济下行压力是稳汇率的根本之道：首先是继续推动疫情防控措施优化，以畅通产业链、降低预期的不确定性；就宏观政策而言，关键是财政扩张，尤其是财政直达消费。

3. 判断美国经济会不会衰退，要看供给冲击带来的到底是“滞”还是“胀”——根本上来讲还是“滞”，美国难免经济衰退。受俄乌冲突带来的供给冲击影响最大，供给冲击和金融风险相互促进，欧洲经济衰退风险最为突出。亚洲经济体离俄乌冲突较远，脆弱性比欧洲经济体低。分析强美元对于亚洲市场的影响，需要区分日本和其他亚洲国家：就金融层面来讲，日本的韧性强于其他亚洲国家；但对日本、韩国等资源进口国来讲，贸易条件恶化加大其汇率贬值压力。

4. 短中期来讲，全球宏观政策面临三方面挑战：一是增长和通胀的

关系在发生变化。疫情、俄乌冲突、高温干旱等供给冲击意味着潜在增长率下降，而准确把握潜在增长率下降幅度，需要在增长和通胀的平衡中试错，美联储的误判是一个典型的例子。二是物价稳定与金融稳定的关系在发生变化，金融风险暴露可能增加央行控制通胀的难度。三是经济和金融变量波动上升，如何区分暂时的波动和持续的变化、如何应对极值，是宏观政策的新挑战。

5. 供给约束增加不仅是短期问题，人口老龄化、碳中和、全球产业链调整以及和平红利下降等因素意味滞胀压力或将长期存在，应对的根本之道是提升效率、增加供给。科技创新有外部性，提升包括教育、医疗、基础研究等方面的公共服务水平，有助于科技创新，是比减税更有效的促进效率的手段。

6. 未来的国际货币体系不会是布雷顿森林体系下美元单极的机制，美元优势地位将被削弱，影响多极货币体系发展的一个关键因素将是地缘政治。

如下为文字实录：

Q1: 9月美联储第三次加息75个基点后，美元指数进一步大幅走强，一度上破114。您对本轮美元指数大涨的原因以及美元指数的未来走势如何分析和展望？距离美元见顶和美联储加息终点还有多远的路要走？

彭文生：判断美元何时见顶，首先要理解本轮美元升值的原因。近期

美元升值的范围广、速度急，今年以来除俄罗斯卢布外，几乎所有货币都对美元贬值，尤其三季度美元指数录得 7 年以来最大季度涨幅，这似乎和疫情以来美国货币大幅扩张相矛盾。美国广义货币 M2 在 2020-2021 短短两年增长 40%，大幅超过其他主要经济体包括中国、欧元区和日本。按照传统的货币数量论，货币扩张带来贬值，对内体现为通胀（这已经发生），对外体现为相对于其他扩张较慢货币的汇率贬值，但现实是美元相对于其他货币反而升值。如何解释？

我们可以从三个视角看本轮美元升值：

第一是经济周期内生的汇率波动。在美国货币放松的早期（2020 年下半年），利率大幅下降，短期利率接近零，美元相对于其他货币贬值。汇率贬值是货币扩张刺激经济的传导机制的一部分。随着经济复苏，通胀促使美联储紧缩货币政策，利率上升，汇率升值也是货币紧缩影响经济的传导机制的一部分。过去两年多，美元指数虽然经历了上下波动，但和疫情前的 2019 年底相比较，现在美元升值了 15%，显然周期波动不足以解释这么大幅度的变动。

第二是外生的贸易条件变化对汇率的影响。俄乌冲突、高温干旱等供给冲击导致能源、矿石、农产品价格上升。美国传统上是粮食和矿石出口国，近些年也成为化石能源净出口国。美国的贸易条件改善，意味着以进口衡量的实际收入上升，促进总需求，支撑美元汇率走强。作为对比，欧洲、日本、中国等资源进口经济体的贸易条件恶化，能源供给冲击尤其使

得德国的工业生产受到重大影响，出口下降，多年来第一次录得贸易赤字。

第三是美元作为国际货币的角色，体现在融资货币和投资货币两个层面。在美国长时间的低利率环境下，其他国家尤其新兴市场国家借了美元债，现在美元利率上升，借了美元债的国家再融资条件紧缩，需要更多的美元还债甚至提前还债，推升了全球市场对美元的需求。作为投资货币，美国国债和其他高等级债券为国际市场提供了安全资产，美联储大幅加息导致美元安全资产的收益率上升，其他国家对美元安全资产的需求增加。到目前为止，融资货币的作用似乎更大，美国国债收益率的持续上升（价格下降）显示外部的需求不是那么大。

基于以上三个视角，美元汇率见顶还有多远？虽然波动难以避免，但俄乌冲突导致的能源价格上升不会是持续的冲击。美元的国际货币角色起到放大作用，但源头是美国经济和利率的周期波动。美国的财政和金融条件在紧缩，按照 IMF 的估算，美国财政赤字率今年在 5% 以内，比去年的 10% 和前年的 15% 显著下降。M2 在今年上半年只增长 0.8%，利率和汇率上升、股票价格下跌都意味着金融条件紧缩。从金融条件紧缩到总需求下行再到通胀下降有时滞，叠加对利率敏感的房地产已经降温，美国经济衰退难以避免，势必带来利率和汇率的拐点，大概率在未来 12 个月发生。不确定性更大的是波动的幅度，也就是拐点之前美元的高度。

Q2：强势美元下，非美元货币集体大跌，特别是日元、韩元等亚洲货币受到明显冲击，人民币亦创两年新低。为什么美元波动会对全球产生如

此强烈的影响？下一步，美联储加息和强美元还将对非美元国家和全球市场带来哪些外溢风险和放大效应？

彭文生：美国是全球第一大经济体，其金融体系和美元在全球的重要性更超过其经济的占比。由此，美国货币政策通过利率和汇率的波动影响全球经济和金融市场，正如有一句话说：美元是美国的货币，是其他国家的问题。

过去的经验显示，美元利率和汇率的波动对新兴市场冲击更大，甚至可能导致新兴市场的金融危机。这次不仅新兴市场货币贬值，主要发达经济体比如日本、英国、欧元区的货币也对美元贬值，其贬值幅度甚至超过很多新兴市场货币。原因就是上面提到的第二点，这次汇率波动的源头之一是外生的贸易条件冲击，俄乌冲突带来的能源价格上涨对美国有利、对那些资源出口国的新兴市场经济体也有利，对欧洲、英国、日本等能源进口经济体不利。

另外，我们还需要关注非经济因素导致的供给冲击的特殊性。过去两年多全球经济经历了新冠疫情、俄乌冲突、高温/干旱的冲击，三者的共同特征一是供给冲击，二是非经济因素。其结果是供给约束增加，市场调节的效率下降，或者说价格弹性下降（量对价格变化的反应下降），使得现在同等量的变化要求比过去更大的价格变动，也就是价格容易走极端。聚焦在汇率方面，一方面难以判断美元汇率的高度，另一方面，一旦供给约束改善，美元汇率下行的动力也比较大。

美国货币紧缩的外溢影响的一个最新发展是英国的市场波动，在美元利率上升的大环境下，英国保守党新政府的减税和举债计划导致市场参与者对英国政府债务可持续性的担忧增加，英镑急速贬值，国债价格大跌（利率上升），引发连锁反应，尤其是退休基金抛售国债以增加现金，加剧了市场恐慌情绪。英格兰银行在 9 月 28 日采取紧急行动，暂停国债出售，并推出规模达 650 亿英镑的债券购买计划。消息发布之后，英国国债收益率明显下行（国债价格上涨），英镑汇率反弹，似乎有所成效。问题在于，购买长期国债意味着投放基础货币，可能加剧未来的通胀和汇率贬值压力。为什么美国的财政扩张导致利率上升和汇率升值，而英国的财政扩张导致利率上升和汇率贬值，差别在于美国是最大的经济体，美元是国际储备货币。

另一方面，英国近期的事件给包括美国在内的全球市场提示了一个风险：在低利率环境下形成的高杠杆，在利率上升的环境下，风险暴露可能带来强劲的去杠杆动能，甚至造成“踩踏”事件。虽然历史上有多次金融危机的教训，但金融市场参与者改不了线性思维的习惯，注重年度平均回报率和标准差，真正重视尾部风险的人少。这次英国 30 年国债收益率在短短 3 个交易日上升 120 个基点，就是这样的尾部风险。这次是英国的退休

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_46820

