

全球货币新格局

2012年美元进入升值周期

美元升值，牵连全球，影响深远。

从历史数据看，美元强弱呈现一个时长约为 15 年的周期。如果这个规律延续，美元下个高点应该在 2015 年前后。而由于美元升值阶段一般要经历 5 至 7 年的时间，所以 2011 年后，美元就进入升值周期。同时，美元走强，有它必然的基础和条件。2012 年的经济现状是否已经完全具备了这个条件？

在欧债危机越来越深入的背景下，美国经济相对于“金砖四国”或者“灵猫六国”、欧元区国家以及资源国，表现相对稳健。美元升值的同时，全球货币格局会发生怎样的变化呢？

周金涛

虽然美国经济中还存在很多不确定因素，但我们认为 2012~2013 年是美元年。

美元指数有一定周期特征

美元指数（USDX）来自纽约棉花交易所（NYCE）。该交易所建立于 1870 年，是纽约最古老的商品交易所。1985 年，纽约棉花交易所成立金融部门，推出美元指数期货。USDX 中使用的外币、权重与美联储的美元交易加权指数一样。USDX 由 1973 年 3 月份十几种主要货币对美元汇率变化的几何平均加权计算而来，并以 100.00 点为基准来衡量其价值。1999 年 1 月 1 日欧元推出后，USDX 的参照从 10 个国家减少为 6 个，欧元成为最重要、权重最大的货币，其所占权重达 57.6%。因此，欧元的波动对 USDX 的强弱影响最大。其他币种以及权重是：日元 13.6%、英镑 11.9%、加拿大元 9.1%、瑞典克朗 4.2%、瑞士法郎 3.6%。

美元指数呈现出一定的周期特征，1980~1985 年升值，1985~1995 年贬值，1995~2002 年升值，2002~ 年到 2011 年贬值。升值时间 5~7 年，贬值时间大约为 10 年。以美元指数到达 85 做为升值起始点，第一次升值幅度为 68%，第二次升值幅度为 39%。目前美元指数在从底部区域走出。

美元已具备升值的基础

如果不考虑交易成本，参与者持有某种货币或者与这种货币相联系的资产，最关心的是风险折减后的收益率。投资者更愿意持有风险折减收益率高的货币，从而导致该货币升值，最终使得各种货币的风险折减收益率相同。这就是风险折减收益率平价理论，其他购买力平价理论、无风险利率理论等都以此为基础。我们需要证明的是：随着时间推进，货币市场参与者越来越确信，持有美元的风险折减收益率会高于其他货币。风险折减后的收益可以来自于持有货币的真实利率，也可来自于以该货币为媒介的其他投资收益。如果来自于真实利率，那么只要参与者预期到美元真实利率在几年内持续高于其他货币的真实利率就会促使美元升值；如果来自其他投资收益，那么该国的经济增长和环境风险的加总就要在几年内持续优于其他国家。

真实利率持续高于其他国家

不考虑交易成本，风险可以忽略的条件下，当投资者预期到某国家的真实利率持续高于其他国家时，就会导致这种货币的升值。

从历史来看，1980 年以前，由于高通胀，美元处于弱势。1980 年底，沃尔克把美国联邦基金利率提高到 20% 以上。从 1980 年底到 1984 年底，美国的真实利率持续高于德国、法国、日本等国家，此时美元升值。1995 年之后美国经济持续景气，真实利率也高于其他国家，此时美元也经历了升值。

但是，真实利率持续多年高于其他国家，是美元进入升值周期的充分非必要条件。因为真实利率不一定能够良好反映全社会平均的风险折减收益率情况。

2011 年年底，美国真实利率低于欧盟，但因为在美国投资的风险显著低于其他国家，如果按照 GDP 增速水平比较，美国的风险折减收益率就会高于其他欧盟、英国、日本等国家。所以，美元去年年底已具备升值条件。

扣除风险的GDP增长高于其他国家

1995~2002 年美元升值的经济基础可以解释为：美国经济增长好于日本、欧洲等国家，那时投资于美国资产会取得更好的平均收益。有学者认为，这次升值主要是由于美国主动干预。的确，当时美元在国际外汇储备中的比重从比较稳定的 60% 降至 50% 的边缘，1995 年美国联合其他国家进行了五次大规模市场干预。这个阶段之后，美元在国际外汇储备中的比重回到 70% 之上。但应该认识到，即使升值的直接原因是市场干预，但干预成功的基础仍然是美元的风险折减收益率高于其他货币。

实际上，扣除风险之后，如果美国 GDP 增长持续高于其他国家，就是美元升值的充分条件。因为在这种条件下，从参与者总体看，美元的风险折减收益率必然高于其他国家。也许美国这种基本面情况不会马上刺激升值过程，但积累一段时间后，升值却必然发生。这是因为当投资获利机会越来越确定，就会有越来越多的参与者发现这种机会，并且利用这种机会，其结果就是美元升值。从 1992 年开始，美国 GDP 增速高于其他国家，美元相对于英镑的升值发生在 1992 年，而美元相对于欧元的升值发生在 1995 年。

目前，美国经济增长的不确定性风险小于欧盟，而美国经济增长在未来 2~3 年内都要好于欧盟国家。实际上，2010~2011 年美国 GDP 增速已经高于欧盟国家。2009 年开始美元对英镑已经明显升值。而从经济环境上看，欧元区国家平均水平并不好于英国，所以，美元相对于欧元也将升值。欧元升值之所以缓慢，一方面由于欧元区货币政策调整缓慢，另一方面由于投资者目前仍然存在欧元幻觉。

从购买力平价看美元升值

弗里德曼曾说，“尽管我们习惯于将美国看做一个自给自足的国家，但是由于当时整个西方经济的一体化足够紧密，所以当用同一种货币计价时，美国的价格水平相对于外部价格水平几乎不具有灵活性。”而且，不难推断，内部物价变动、以及汇率变动是相对价格调整的重要机制。

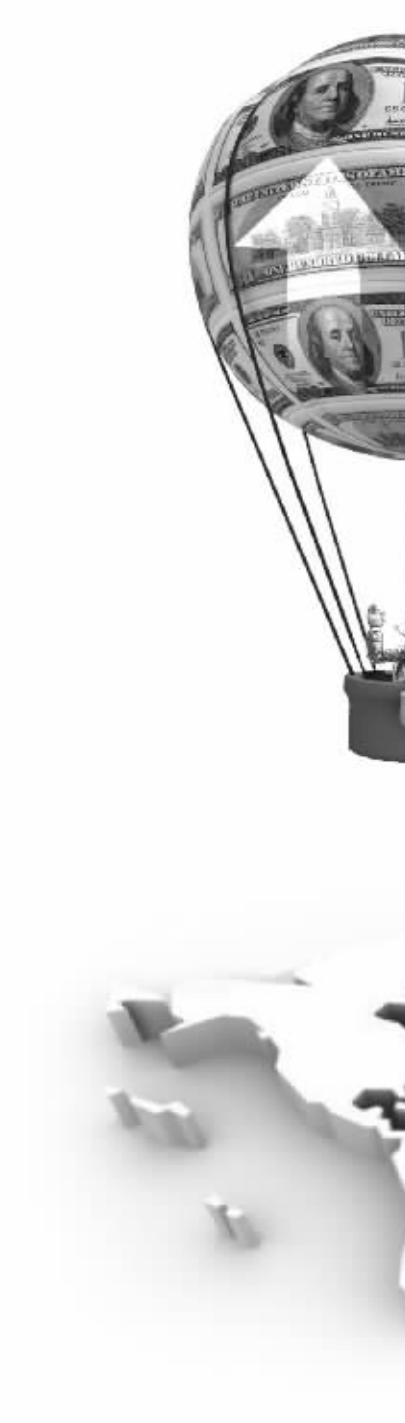
经过汇率调整之后，弗里德曼发现从 1870~1960 年，这个相对价格基本在 0.84 到 1.11 之间波动。这之间经历了两次世界大战，而这种关系却能基本得以保持。这个规律在 150 年来没有大变化。

可以看出，购买力变化周期波动，波动中枢约为 1.05，当该值低于中枢后，就有向上波动趋势。此时，要么英镑贬值，要么美国相对于英国通货膨胀。只要两个国家联系足够紧密，他们的货币之间就会有以上这种关系。欧元与美元这个关系也保持稳定，波动中枢在 1.0~1.2 之间。上次向上波动对应的是美元在 1995~2002 年的升值。当前数值处于底部区域，可以使其向上的因素有：美元相对于欧元升值，或者美国通胀程度高于欧盟。两年内，美国通胀程度大大高于欧盟的可能性不大。所以，美元相对于欧元有升值潜力和趋势。美元的低估来自于 QE 之后通胀预期下催生的弱势美元，但实际上，美国未来 2 到 3 年通胀是可控的。美联储放出去的钱是可以收回的，这一点和我们国家有巨大不同。

美元升值时点：英镑贬值先于欧元

在欧元区组建之前，英镑和欧洲

货币单位（ECU）相对于美元的走势基本一样，不仅波动方向一致，变化幅度也相同。从 1992 年，欧元被马斯特里赫特签订的《欧洲联盟条约》所确定。从此，欧元与英镑相对于美元的走势不



新版图：美元主导 欧元失守 新兴贬值

王虎 薛鹤翔

欧元：先跌后涨

欧元区国家之间经济增长分化是欧元区的一大风险。过去十几年以来，欧元区对美国一直保有贸易盈余，欧元兑美元的升值趋势和贸易盈余扩大的趋势是一致的。

欧债危机爆发，欧元波动加剧，欧元走势将更多受欧债危机所左右。在资本项目中，组合投资是重要的组成部分，月度平均的组合投资与欧元兑美元走势契合。直接投资的金融属性不足，其走势与汇率的走势具有一定相关性，但金融属性不足使其短期判断汇率走势的功能不及组合投资。

长期看，物价走势与汇率走势高度相关。过去十年，美国通胀水平一直高于欧元区，这是欧元兑美元长期升值的重要原因。

利率是持有汇率的资金成本，欧美利差的缩小将促使欧元相对美元贬值。货币政策和通胀预期从短期和中期影响利差。

美联储早于 2008 年 12 月已经将联邦基金利率降至 0.25%，而欧洲央行在 2011 年 12 月将主导再融资利率降至 1% 这一纪录低点。与美联储最大的差异是，欧洲央行仍有降息空间，欧债危机若进一步恶化，欧洲央行将进一步降息。欧洲央行在今年 1 月和 3 月推出两轮 LTRO，使得欧洲央行资产飙升，创

再一致。

这并不是因为，欧洲各国凑在一起经济实力得到了提升（因为就算能提升，1993 年也显现不出效果）。其原因可能是两个：

第一、很多国家凑在一起之后，由于各国情况不同，由于更加繁琐的议事日程，货币政策调整更加缓慢。

1992 年 6 月，在英镑相对于美元大幅快速贬值前，英镑的广义货币（M₂）增速一直大幅高于欧元。这种货币增速效果的积累会引发货币贬值。从 2007 年，英镑的 M₂ 增速也一直大幅高于欧元，这是英镑走软的重要原因。然而，在债务危机的压迫下，欧洲央行将开始长时间释放货币的过程，欧元对美元走势会在某个时点与英镑大

体黏合。

第二、当很多国家使用同一种货币时，会使得持有该货币更有吸引力。其实，当经济调整时，所有国家的确都会变坏，只是有先后。从 1993~2002 的经验看，欧元的调整滞后于英镑 4 年左右，这之后英镑与欧元相对于美元开始同步。英镑从 2009 开始贬值，到 2012 年也是 4 年，而欧债危机还会加速欧元的调整过程，这也从侧面支持美元明年升值的判断。

我们认为 2012 年是美元相对于欧元趋势性升值的起点。2012~2013 年中，英镑相对于美元没有升值理由，而如果欧元与英镑走势弥合，那么欧元将在未来下跌 20% 以上，从而

推动美元指数破百。

美元升值对经济复苏利大于弊

很多人担心，美国会主动阻止美元升值，因为美元升值会损害美国的出口，从而损害美国的经济复苏。实际上，从 2 年的时间尺度看，美元升值对于美国有利无害。这有两点原因：第一、J 曲线效应；第二、吸引资本流入。

由于“J 曲线效应”，升值初期经常账户不会马上受到影响。而出现影响时，美国经济可能已经恢复。升值过程一般不会过长，因为升值本身会减弱升值的基础。

由于连年赤字，美国政府难为无米之炊，而美国净储蓄在零以下，整个社会都处于资本极度匮乏状态中。美元升值会吸引大量资本进入，这是美国政府希望看到的。升值可以获得外部资金流入，促进实体经济发展、增加就业。而且现代贸易，越来越由资源禀赋差异决定的，价格的影响越来越不明显。从日本和德国的历史经验看，日元和马克的大幅升值并没有改变日本和德国的长期贸易顺差，甚至在广场协议之后的快速大幅升值，也仅仅是带来贸易顺差的脉冲性调整，基本没有改变两国贸易格局。

从历史上看，每次美元大幅升值都要影响一些国家。1980~1985 年的升值伤害了拉美，九十年代的升值拖累了日本。我国有大量的外汇储备，在正常条件下，美元短时间低幅度的升值对于我国经济冲击不大。但如果我国本身处于增长中枢下移的去泡沫过程中，美元长时间、较大幅度的升值可能引发共振，加速我国经济中泡沫的破灭。

资本的本质是增值，货币是资本的一种形态。如果世界各地都没有好的投资机会，货币不会形成方向性流动。以前，虽然我国经济中存在的风险相对较高，但较高的收益率还是留住了很多资本。但当我国去泡沫，经济前景堪忧之时，美元的持续升值，必然吸引资本向美国流动。这就会导致资产价格下降，加速去泡沫的过程。

即使那时人民币采取跟随美元走势的策略，因为投资美国的风险明显小于中国，海外资金也会选择流向美国而不来中国。而原来待在中国的部分资金也会选择去美国。所以，如果美元升值与中国去泡沫过程共振，中国经济在未来两年内的情况会非常不乐观。

（作者系中信建投宏观研究员）

张常春/制图

向，仍将以稳定为主；其次，货币政策仍可放松，债务货币化仍将继续。

自 2011 年 8 月以来，美国政府债务上限已经提高三次，除 8 月债务上限提高引起市场动荡以外，其余两次皆风平浪静。债务货币化是减少实际债务的重要方式，自 1994 年以来，经 CPI 调整后的实际债务相当于名义债务的 65%，即 35% 的债务已经货币化。

美元中期强势确立，在 12 月之前美元将持续走强，最高可达 87，随后回落，未来三个季度美元指数的运行区间在 [81,88]。

新兴市场货币：增长放缓 本币贬值

新兴市场发展经济通胀依靠压低本国货币币值的方法，过去十余年来，美元指数经历了较大幅度下跌，但美元兑卢比、雷亚尔、卢布、人民币走势明显强于美元指数。

巴西经济自 2009~2010 年达到高点后持续下滑，在 2011 年三季度甚至出现负增长。为应对危机，巴西央行大幅降息，基准利率降至 8.75% 的历史最低。巴西的财政状况良好，政府净负债率持续下降，财政盈余持续上升。在危机期，政府财政刺激的空间不存在问题。我们判断雷亚尔将继续贬值，预计美元兑雷亚尔将达到 2.2。

印度经济面临转型，增长速度回

落。去年四季度，印度经济逼近 6% 的决策层认可的增速底线，这意味着印度在转型期面临增速下滑的危机。

印度国际收支账户中，最大的特点是经常账户逆差，因此维持国际收支平衡必须依靠资本本项目的资金流入，一旦国际金融市场惨淡或印度本国出现增长问题，资本从新兴市场流出，印度便面临危机。印度卢比将延续之前的贬值趋势，预测美元兑卢比将升值至 60，随后新兴市场经济的改善将重新吸引资金回流，同时美元的强势也将逐步转弱，因此卢布将反弹并回归至 50。

俄罗斯目前基准利率在历史低位，2011 年 12 月曾经降息 25 个基点，总体货币政策立场宽松，同时俄罗斯现在已经不需要维持高利率来吸引外资流入，货币政策针对国内经济的独立性已经大大增强。普京上台后，政局仍将保持稳定，国际油价虽然下跌，但在宽松政策支撑下，难以深幅回调，因此俄罗斯国际收支平衡，卢布在美元走强阶段会有所下跌，但总体稳定。

4 月以来，人民币远期汇率显示人民币贬值预期明显，而从 1 年期人民币远期升贴水来看，200 个基点以上的升水表明未来人民币贬值预期。

我们预测人民币全年平均贬值 0.4%，是 2005 年汇改以来人民币首次年度平均贬值。下半年，人民币将贬值至 11 月，届时美元兑人民币将升值至 6.36，随后人民币开始恢复升值。

（作者系国泰君安宏观研究员）