

全球外汇市场波动根源何在

蒋华栋

印度卢比跌至创纪录低位、马来西亚林吉特跌至1998年以来最低点、印尼盾跌至4年来低位等。近期，新兴市场国家货币的弱势和颓势成为各方关注的焦点。数据显示，截至4月16日，追踪20多个币种的MSCI新兴市场货币指数较4月9日下跌近1.2%。

显然，新兴市场本币贬值的原因并非经济基本面这一因素。就在国际外汇市场强势卖出新兴市场本币时，国际货币基金组织(IMF)发布最新《世界经济展望》预测，当前本币贬值最为严重的亚洲地区将在今年对全球经济增长贡献60%。

事实上，正如IMF所强调的，真正构成该地区经济活动外部挑战的是美国的货币政策和宏观数据走势。

与新兴市场货币弱势相对应的是美元的强势。截至4月18日，美元指数一个月的涨幅高达2.41%，年初至今已上涨4.6%，较52周的低点增长了6.5%。毫无疑问，美元的强势是新兴市场货币弱势的直接原因。如果将新兴市场货币总体走势与特定宏观事件联系起来看，不难发现其波动的根源。

细看MSCI新兴市场货币指数可以发现，虽然指数较2023年底水平下滑近2%，但总体呈波动下滑态势。在今年年初达到1741点左右的阶段性高位后，指数先是波动下滑至1月中旬的1712点低位，然后再度上扬至3月上旬的1739点阶段高位，继而持续

下探至当前水平。

在1月、3月和4月的关键节点上，新兴市场货币指数的走势与美国宏观数据高度关联。1月17日，美国零售数据公布，3月初美国就业报告数据和CPI数据公布，4月份美国CPI数据公布，这一系列数据是主要诱发因素。总体来看，美联储更晚时候、更大力度的降息预期，成为推升美元指数和打压新兴市场货币指数的关键。

IMF表示，美联储将基准利率在更长时段维持在23年来高位，将造成新兴市场国家，尤其是亚洲国家货币因与美元利差而承压。

因此，本轮新兴市场货币震荡的根源在于美国的通胀黏性以及由此引发的美国基准利率居高不下。这不仅将影响新兴市场货币，也将影响全球金融市场。

日前，国际投资机构对于全球金融市场的乐观预期正在发生变化，对于美国“二次通胀”风险的担忧和美联储降息预期回落潜在风险的担忧正在上升。越来越多的机构认为这将给金融市场敲响痛苦的警钟。摩根大通表示，未来仍然存在大量推升通胀的因素，这有可能导致更大的风险。资产管理公司贝莱德和东方汇理也认为，高通胀延续导致高利率环境的持续，将对全球资本市场造成拖累。

面临上述风险，新兴市场央行的确需要

关注货币贬值的压力，但仍然要看到当前新兴市场国家的韧性。

IMF评估认为，在最近几个月内，新兴市场对于全球利率波动的抵抗力在上升，挑战了“发达经济体的利率变化会对新兴市场产生显著外溢效应”的传统经济学观点。这一方面得益于疫情期间新兴市场更为迅速的货币政策调整；另一方面得益于新兴市场货币政策框架、货币储备、汇率安排等方面的进步。

但在美债利率高企和美元强势的大背景下，新兴市场国家的货币风险仍然存在，央行和货币政策制定者仍需保持足够的警惕，需利用货币储备支持短期流动性，并高度重视强化财政纪律以增强抵御风险能力。值得关注的是，虽然近期新兴市场货币指数连续下挫，但仍较去年同期和52周低点保持上涨态势。

如果说新兴市场国家的政策选择和路径清晰明确，那么美国的政策路径则令人感到费解。其通胀压力再次抬头，但其政策应对似乎仍然在避重就轻。美国通胀有两大深层次根源——财政货币化和输入性价格因素。

在财政货币化方面，美国联邦政府支出和赤字规模仍居高不下，过高的财政支出导致政府发债规模快速膨胀，而高利率政策又导致债务利息支出反推财政支出。美国国会预算办公室数据显示，单就债务利息支出一项已经从2020年的3450亿美元上升至2023

年的6590亿美元，预计2024年将进一步上升至8700亿美元。与此同时，美联储的资产负债表规模虽然自2022年开始有所缩小，但是截至4月最新数据显示，其规模仍然是疫情前的两倍左右。也就是说，财政货币化的问题不仅没有解决，甚至还有加剧的态势。

在输入性价格因素方面，摩根大通在分析美国通胀黏性的时候强调了多个要素。如果将大宗商品因素排除，供应链的扰动、全球贸易结构的变化、绿色经济的开支等都是推升美国长期通胀的重要因素。然而，细看这一系列因素，无论哪一项，似乎都是“美国优先”政策的结果，而非所谓的“产能过剩”“过度依赖”等问题的结果，更不是调高关税和打击他国出口所能解决的。

因此，正如IMF所说，新的贸易壁垒和不断升级的保护主义可能会加剧通胀，美国联邦基金利率下降的速度可能比市场目前预期的要慢；华盛顿的过度支出可能会导致全球融资成本上升，这将重新引发通货膨胀并破坏全球长期财政和金融稳定。

4月16日

韩元对美元汇率跌至 1美元兑1400韩元

日元对美元汇率跌至 1美元兑154.79日元

创34年来最低水平

4月19日

卢比对美元汇率跌至 1美元兑83.5585印度卢比

突破2023年11月触及的83.50盘中低点

韩国政府积极干预韩元贬值

本报驻首尔记者 杨明

随着美元降息预期回落，以及中东地区冲突扩大风险的上升，美元对世界主要货币出现了持续强势走势。受此影响，韩元对美元连日快速贬值，其间一度触及1美元兑1400韩元关口。外汇市场波动迫使韩国政府出手干预，开启了新一轮“韩元保卫战”。

据首尔外汇市场数据，4月16日，韩元兑美元汇率收盘价为1394.5韩元，比前一天上涨10.5韩元。以收盘价为基准，从4月5日开始，连续7天刷新近期高点，累计涨幅超过40韩元。4月16日上午，美元兑韩元一度达到1:1400，而近年来韩元汇率触及1400关口仅有3次，上一次还是在2022年11月。

在韩元跌破标志性关口后，韩国外汇管理部门第一时间表达了积极干预韩元贬值的意向。企划财政部和韩国央行发布公告称：“外汇当局正以特别警惕的态度密切关注汇率走势和外汇市场的供需动态等。外汇市场过度的单边波动对韩国经济来说是不可取的。”这是两个机构时隔22个月首次对外汇市场联手进行“口头干预”。

此轮韩元对美元汇率暴跌，很大程度上是源于市场对美联储降息预期的下降，加之中东地区冲突的升级导致市场对美元避险需求的上升，国际油价走高，美元对世界主要货币都呈现出强势。

受此影响，亚洲国家股市连续下跌，主要货币也连日贬值，韩元走低现象尤为严重。

从韩国投资证券的资料来看，4月1日至12日，欧元区货币和日本货币兑美元分别下跌了0.9%和1.0%，而韩元同期下跌1.8%，在主要国家中货币贬值趋势最为明显。

这种超预期的现象也迫使韩国与外国联手应对美元强势走势。韩日财长在4月16日会面时，对近期韩元和日元的汇率暴跌表示了担忧，并提出了为应对急剧的外汇市场波动将采取适当的措施。韩日两国的经济主管共同进行外汇市场口头干预尚属首次。有专家分析认为，韩日的联手行动在某种程度上有对美国施压的意味。

果然，4月17日，美日韩三国财长发表联合声明，称政策制定者正在关注货币市场，同时承认对近期韩元和日元的贬值感到担忧，并同意就外汇市场发展密切合作。

在一系列的口头干预措施下，韩元对美元汇率连续两日出现反转，截至4月18日收盘，韩元汇率定格在1美元兑1372.9韩元，两日累计升幅达21.6韩元。部分专家认为，韩国政府的应对措施对短期内稳定韩元汇率起到了重要作用，同时多种因素也制约着韩元汇率的过度波动。

首先，韩国近期出口以半导体为中心快速恢复，大幅改善了韩国贸易收支情况，这是增加美元供给、推动韩元未来升值的重要因素之一。而短期内的韩元贬值也会拉低韩国出口商品的价格，有助于继续刺激出口，带动

贸易收支进一步改善。

其次，韩国400亿美元规模的“国家养老金套期保值”也被市场视为抑制韩元暴跌的心理防线。据悉，国民年金进行外汇对冲的汇率小幅高于1410韩元线。也就是说，如果韩元跌破1:1410关口，美元就会机械性地涌入市场，阻止韩元的进一步贬值。

但这并不意味着韩国政府在外汇市场可以掉以轻心。一方面，美联储下调利率的可能性和时机越来越不明朗。美联储主席鲍威尔近期表示，美国通货膨胀并没有恢复到目标水平，短期内降息的可能性较低。而美国媒体援引芝加哥商品交易所FedWatch工具网站的数据表示，美联储9月降息的可能性达到71%，而在6月下调利率的可能性则不到15%；另一方面，中东地区冲突仍未看到短期内缓和的迹象，如果未来石油运输通道受阻，国际油价持续走高，韩元再次突破1400关口只是时间问题。

此外，目前韩元的弱势会导致进口商品价格的攀升，特别是能源价格上涨会引发国内商品价格的上涨，在高利率、高物价和韩元贬值同时出现的情况下，韩国政府很难找到刺激内需的有效政策手段，整体经济增速也将受到一定拖累。



图① 位于美国华盛顿的美联储大楼。

新华社记者 刘杰摄

图② 位于首尔的韩国银行。

新华社记者 王益亮摄

图③ 日本央行东京总部。

(视觉中国)

日元波动或致通胀卷土重来

本报驻东京记者 陈益彤

日本央行在3月的金融政策会议上做出了退出负利率的决定，然而在此后一段时间内，日元并未出现上涨趋势，反而跌势显著。相关分析认为，日元与美元的利率差成为日元“跌跌不休”的直接原因，日本经济或将因此受到波及。

据日本媒体报道，4月16日，纽约外汇市场日元对美元汇率一度下跌至1美元兑154.79日元，创下34年来的最低水平。由于对日本政府和日本央行可能介入外汇市场的预判上升，日元价格出现一定波动。对于日本介入汇率预判同步引发了股票市场的恐慌情绪，加之在前一天的美国市场上，由于3月的零售额超过预期，市场关于通货膨胀的担忧上升，投资者心理出现变化，多数行业的抛售趋势显著，美国主要股指纷纷下跌，日经平均股价时隔2个月跌破3.8万日元。同时，国债市场出现了10年期国债被抛售的现象，长期利率上升。最终形成了日元、股价、国债“三重贬值”的现象。4月17日，日元贬值的趋势并未出现明显好转，仍然接近1美元兑155日元的水平。这引发了日本经济界和社会的普遍担忧。

4月17日，日本商工会议所所长小林健在新闻发布会上表示，对于外汇市场日元汇率接近1美元兑155日元的贬值水平感到十分困扰，且困扰的程度与日俱增。他认为，资源价格上涨和日元贬值的双重作用令人担忧，

最近逐渐消退的“成本推升型”通货膨胀很有可能卷土重来。相比因日元贬值促进出口而一定程度受益的大企业来说，小企业受日元贬值的负面影响将更加严重。同时，他也希望政府与其他国家协调介入局势。他提议，应该与饱受美元“独步”升值之苦的国家携起手来，坚决干预日元贬值，修正汇率。经济同友会代表干事新浪刚史也在4月16日的新闻发布会上强调，目前已经到了需要纠正汇率的程度。他认为，日美利息差是日元贬值的主要原因，汇率干预能否改变现在的趋势还不明朗，美国有必要下调政策利率。

日本政府似乎也寄希望于通过国际货币政策协调缓解日元贬值的压力。4月17日，美日韩三国财长在美国华盛顿举行会议，并发表联合声明强调，就近期外汇市场的动向，认识到日韩对日元、韩元的快速贬值的严重担忧，三国将继续紧密协商。

从日本政府和日本央行的举措，以及经济界人士的分析来看，本轮日元贬值的最直接原因在于美国。日本经济界人士认为，虽然美国实施了大规模加息政策，但其总体经济环境依然稳定，结果却导致通胀率下降步伐减缓，向后推迟下调利率的时间，最终“美元独步升值”的趋势愈发显著。而之所以日本政府和日本央行迟迟未主动采取干预措施，是因为日本判断在采取买入日元、抛售美

元的行动前，有必要获得美国的理解，并希望在七国集团(G7)、二十国集团(G20)等国际协调框架下，与其他国家同步行动。有分析预测，目前经过国际协调后，日本干预货币政策的必要性已经得到了美国的认同，日本很有可能在G20财长和央行行长会议结束后就着手开始行动。

日元持续性贬值给日本经济造成的最直接影响是物价上涨。日本经济界人士表示，受日元贬值影响，进口小麦价格上涨，小麦制品价格也随之上涨，可能会再度引发“涨价潮”。此前帝国数据银行预测，今年日本涨价商品数量可能会超过1万种。同时，受日元贬值影响，本就难以从出口中获利的中小企业生存环境将进一步承压，“涨价潮”可能引发“倒闭潮”。此外，日本民众的海外旅行计划，也将因为日元大幅贬值而不得不另做打算。日本经济界人士还担忧，美元持续上涨，一旦“泡沫刺破”出现美元暴跌，将给国际贸易结算造成直接影响，持有美元的金融机构也将遭受打击，并且存在这一担忧的国家并不止日本。

在美元升值背景下，日元和日本经济遭受严重冲击，令日本政府和央行措手不及。下一步，日本将如何联合“受害者群体”共同应对来自美国的压力，值得继续关注。



印度 近期，由于受到美元走强的冲击，印度卢比跌至创纪录低点。公开数据显示，4月19日，卢比对美元汇率下跌至1美元兑83.5585卢比，突破了2023年11月触及的83.50的盘中低点，并且外界推测，卢比下跌趋势还将持续。受卢比疲软影响，印度股市同样表现不佳，标普印度 SENSEX 指数下跌0.5%。

这一轮美元走强，令许多亚洲国家货币受到影响，印度卢比也未能例外。目前，从美联储等多方的公开表态来看，美联储似乎不会很快放松政策，甚至不排除日后继续加息的可能性。鉴于这一点，近期美元仍将持续走强，包括卢比在内的亚洲货币无疑将会进一步受到严重冲击。

当下，对印度来说，调汇率、稳经济的任务已十分紧迫，原因是印度大选4月19日拉开帷幕，在大选期间让国家经济企稳是重要任务。本轮卢比贬值，印度国内制造业将会受到影响，尤其是对进口依赖较重的产业，如果处理不当，执政党必然会受到影响。印度业界普遍推测，为了及时缓解卢比贬值的问题，印度央行可能很快会对市场进行干预，抑制美元对卢比的汇率波动。

但相比于日元、韩元等，印度卢比仍是近一段时间内表现较好的新兴市场货币之一，跌幅明显较小。更重要的是，当前，印度的外汇储备正处于历史高位，印度央行拿出“工具箱”来调控汇率压力并不大，印度央行可以通过出售美元或购买卢比等方式来减缓卢比贬值的速度。

尽管一些国家看好印度经济发展势头，但在当前全球投资普遍放缓的氛围中，看好不等于入局。虽然印度一直致力于在全球供应链中占有一席之地，但实际上印度获得外国直接投资的速度正持续放缓。相关数据显示，2022财年至2023财年(2022年4月至2023年3月)，印度获得的外国直接投资净额为280亿美元，同比减少27%。2023财年至2024财年(2023年4月至2024年3月)，印度预计获得的外国直接投资将进一步下降，估计为210亿美元。

若想将印度打造成为更加具有吸引力的新兴经济体，政府在货币和财政改革上需要下一番功夫。处理本轮卢比下跌，也不妨视作印度政府的一次演练。