

# 美元与大宗商品价格“跷跷板效应”会消失吗

李旭东

近期,美元指数和大宗商品价格呈现同频共振走势,两者间曾经的负向关系发生了逆转。这一变化既有暂时性因素,也有结构性因素。暂时性因素反映了短期影响,但结构性因素的影响将是长期的,可能使得美元越来越像一种“商品货币”。这将导致美国干预大宗商品走势的实际意愿与力度下降,提高全球通胀顽固性;大部分新兴市场经济体受到双重冲击,诱发全球滞胀压力;虽然对中国影响相对较小,但也引发物价波动乃至通缩担忧。

尽管有观点认为美元与大宗商品走势可能恢复历史相关性。但是,更多理由支持美元与大宗商品价格之间的正向共振可能变得更普遍。对于包括中国在内的能源等大宗商品进口国而言,过去大宗商品价格与美元之间的负相关性提供了良好的对冲工具与缓冲机制,现在则面临美元走强和商品价格上涨的叠加冲击。在此背景下,要及时研判新情景对进出口的影响,尽早做好政策准备;要危中寻机,把握历史主动,增强适应性增长能力;要推动人民币在能源等大宗商品中的使用,防范输入通胀和金融稳定风险。

## 1 美元与大宗商品走势历史关系的逆转

至少从20世纪80年代中期到新冠疫情暴发前夕,全球大宗商品价格与美元走势呈现高度相关的负向共振走势。在大宗商品价格上涨时,美元通常会贬值。反之,当商品价格下跌时,美元的价值往往会上升。在两次海湾战争时期,油价上涨而美元贬值。在三次投资者风险厌恶情绪上升的经济和金融压力时期,美元升值而油价下跌(图1)。

这一俗称为“跷跷板效应”的经验模式近期已经发生显著逆转。从2021年初到2022年中期,全球食品价格上涨了约30%,石油价格上涨了约150%,一些地区的天然气价格飙升了六倍以上。但美元对几乎所有主要货币的汇率非但没有走弱,反而是升值的。从2022年中到2023年4月,随着大宗商品价格回调,美元指数出现同向贬值走势。对比过去的战争时期和全球金融风险升高时期,凸显了近期二者关系转变的特殊。

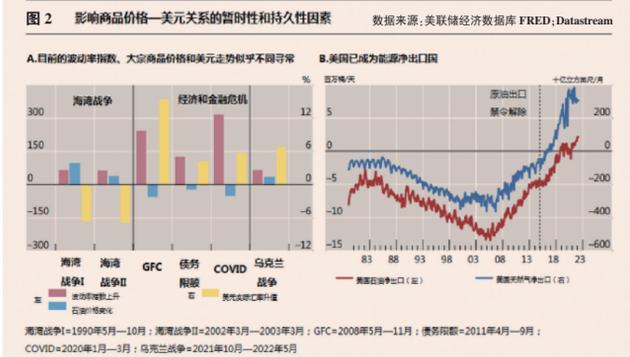
美元与商品价格历史关系的逆转可能既反映了暂时性因素,也反映了结构性因素。暂时性因素反映了短期冲击,但结构性因素的影响将是长期的,可能使得美元越来越像“商品货币”。

一是短期地缘冲突爆发,美元避险属性强化。俄乌冲突一方面导致供给减少从而推高商品价格,对全球金融市场的稳定运行造成不利影响,强化了投资者的避险行为。

二是短期美国大幅加息,资金大量流入美国。美联储比绝大多数其他国家央行更快收紧货币政策,这在一定程度上反映了美国对战争的经济影响(包括商品价格飙升)的敞口较小。对其他国家而言,本国政策利率与美国政策利率的差距出现扩大,导致本国货币相对美元出现更大幅度贬值。

三是长期美国贸易结构改变,通过贸易条件影响美元走势。美元与商品价格关系转变的结构性决定因素是美国贸易构成的变化。在历史上,美国是石油和天然气净进口国,但现在这一情况变了,最近10年开始的页岩油繁荣大大增加了美国的能源产量。美国在2017年成为了天然气净出口国,随后在2019年成为了石油净出口国(图2)。俄乌冲突后各国都在寻找替代俄罗斯的能源来源,又强化了这些变化。根据美国能源信息署(EIA)数据,2022年,美国石油产量的50%被用于出口,而这个数字在上世纪90年代只有10%,并且美国已超过卡塔尔和澳大利亚成为全球第一大液化天然气(LNG)出口国。

历史上,油价上涨伴随着美国贸易条件(即美国出口价格与美国进口价格之比,图3)恶化和美元贬值。但随着美国石油产量增长,二者之间的关系逆转,现在全球油价上涨会带来美国贸易条件的改善,商品价格走势和美国贸易条件之间呈现正相关关系。贸易条件和汇率之间类似的正相关关系在商品出口国普遍存在,比如加拿大和澳大利亚,但在商品进口国并不存在。这表明,除非美国再次成为主要的能源净进口国,否则商品价格上涨和美元升值同时发生的现象在未来可能会比过去更常见。



## 2 对不同经济体的短期影响显著分化

美元与商品价格关系的逆转意味着,美元的波动会加剧商品价格变动对全球经济的影响。对不同国家而言,短期影响存在着显著差异。

一是影响美国干预的实际意愿与力度,提高全球通胀顽固性。美元指数与商品价格关系的逆转,微妙地影响着美国政府的政策。近期,石油生产国纷纷宣布从5月份起至2023年年底主动减少超过“欧佩克+”生产协议中规定的石油产量,而美国政府却未采取任何实质性应对措施,引发国际油价一度大涨7.9%。究其原因,美国作为新的能源出口国,能源等大宗商品价格上涨会改善其贸易条件,从而增加实际收入,并通过增强借款人的还款能力使得金融状况宽松。除了能源,美国经济对全球其他大宗商品价格的实际承受能力也显著增强,2023年1月份,美国CPI同比为6.4%,比上月仅下降0.1个百分点,而美国就业指标走势依然强劲。

二是冲击大部分新兴市场经济体,诱发全球滞胀压力。由于美元在全球贸易和金融中的主导地位,美元与商品价格关系的同向上涨意味着滞胀效应。对大部分新兴经济体而言,商品价格上涨通过消费者价格上涨(挤压家庭收入)和企业生产成本增加(抑制投资)发挥作用。在商品供给冲击推高油价的同时,美国货币政策收紧和避险需求推动美元升值,这两个方面的发展都放大了以本币计价的商品价格的上涨。与之相对应的是,在2022年,全球通胀飙升而增长下降(图4)。

三是对中国影响相对较小,但也引发物价波动担忧。2022年,在全球通胀高达8%以上的情况下,

我国全年CPI只有2%,说明我国较好地控制了消费物价上涨。但是,必须看到我国同样面临着较大压力。首先,增加我国能源成本。2022年,我国原油、天然气和煤炭等能源产品合计进口3.19万亿元,增长40.9%,占进口总值的17.6%。随着2023年能源价格的反弹,能源支出压力恐很难缓解;其次,加大外贸出口压力,抑制进口意愿。2023年1月—2月,我国来料加工装配贸易出口696.88亿元,同比下降17%,进料加工贸易出口6984.70亿元,同比下降4.8%,一般贸易出口22390.63亿元,同比增长3.1%,进口17724.95亿元,同比下降1.2%;第三,影响投资信心,降低货币流动速度。2023年3月,CPI同比上涨0.7%,PPI同比下降2.5%,与此同时,3月新增社融和新增人民币贷款均较高,月末广义货币(M2)增速达到12.7%。信贷资金大量投放对投资与经济增长的拉动效应在下降。

综合来看,商品价格上涨和美元升值增加了除美国之外其他国家增长失速和高通胀的风险,尤其是在商品进口经济体。这些影响最近同时出现,进一步加剧了滞胀风险。然而在过去,由于美元价值和商品价格存在负相关关系,因此这些效应往往会互相抵消。2002年—2008年商品价格上涨而美元贬值时期和2021年—2022年美元和商品价格同时走强时期的对比明显地反映了这一点(图4)。因此,美元与商品价格的同向波动对现阶段的滞胀风险具有重要影响。如果美元与商品价格之间的正相关关系持续存在,二者被放大的共同影响可能会变得更加频繁。

## 3 冷静研判长期化的挑战与机遇

尽管有观点认为美元与大宗商品走势可能恢复历史相关性。从2020年开始影响大宗商品价格和汇率的力量规模和性质,包括新冠疫情和俄乌冲突,都是不寻常的,不太可能再次发生。但是,更充分的证据支持美元与大宗商品价格的同频共振可能会成为常态。在此背景下,对大宗商品与美元关系逆转的分析与应对需更加冷静理性,中国要把握历史主动,增强适应性增长能力。

### ● 持续的负面影响:从多渠道冲击经济与金融运行

对于能源等大宗商品进口经济体而言,过去大宗商品价格与美元之间的负相关性提供了良好的对冲工具。如果以美元计价的大宗商品价格上涨的同时美元又贬值,则以本币衡量的大宗商品价格涨幅较小。因此,当相关性逆转,全球大宗商品价格上涨带来的滞胀效应将被放大。

一是生活和生产成本冲击效应。在其他条件不变的情况下,大宗商品价格上涨会对生活成本和生产成本产生影响,从而产生滞胀效应。一方面,食品和能源开销的增加将挤压可支配收入,降低消费需求。另一方面,能源和原材料投入品价格的上升也推高了企业的生产成本,这可能会降低投资需求。最后,由大宗商品价格上涨推动的通胀上升,也可能促使货币政策做出反应,从而抑制实体经济发展。

二是金融市场波动上升效应。大宗商品价格上涨会侵蚀大宗商品进口国的偿债能力,从而削弱国家经济信誉,导致金融状况收紧。叠加美元走强,就会导致更紧缩的金融与信贷环境,特别是贸易信贷。例如全球供应链产生了大量中间投入品,这些半成品都需要美元贸易融资来支撑,当美元更贵,贸易融资也变得难以维系。特别是对于产业链较长的制成品,维系的难度更高。因此,美元升值导致了全球贸易和制造业活动的收缩,这对以制造业为主的新兴市场国家的影响更大。

三是金融稳定框架冲击效应。美元汇率与商品价格之间相关性的持续转变可能对宏观金融稳定

框架(MFSFs)造成冲击。这些框架是近十年来全球金融稳定合作的基础,它们通常包含不同程度的外汇干预、宏观审慎和资本流动管理政策,来根据国内外金融状况在货币和财政政策之间权衡。美元与商品价格关系的持续改变可能导致宏观经济波动性扩大,以及在通胀和产出稳定之间更加难以权衡。解决这些问题可能需要进一步加强宏观金融稳定框架,研究新的政策安排和工具。

### ● 潜在的历史机遇:冲击石油美元循环后的变革

美国作为能源出口国的新地位可能会通过另一个途径影响全球金融体系,即石油美元制度(the petrodollar regime)。长期以来,主要石油出口国一直用美元为石油交易定价。通常,石油美元被回收成为美国国债和其他美国资产,从而加强美元的储备货币地位,这体现了美元在全球贸易和金融中的主导地位(图5),以及美元对全球经济和金融状况的巨大影响。

美国石油进口减少意味着流入全球金融体系的石油美元减少。这可能减少美元在全球流通货币中的比例,并影响贸易结算和储备管理的货币选择。随着美元对商品出口国经济的稳定效应减弱,一些能源和大宗商品出口国可能综合考虑主要出口国的货币需求。此时推动人民币在石油贸易中的使用,可以在一定条件下,避免油价上涨和美元升值的滞胀影响。最近的数据显示,即使油价和石油出口收入大幅增长,主要的海湾国家(即伊拉克、科威特和沙特)也减少了对美国国债的投资(图5),这可能是由于非美元石油出口结算增加。

张力摄