



美元疯涨冲击波

对应大课：开放经济的宏观经济理论



助教：房晨

2024年5月26日

Housekeeping



清华大学
Tsinghua University

周序号	大课时间	小课备课时间	小课时间	小课备课内容	挑选案例助教
第一周	2月26/27日	2月27日	3月2/3日	生产要素市场（第18章）	杜翔宇 黄嘉伦
第二周	3月4/5日	3月5日	3月9/10日	收入与歧视（第19章）；收入不平等与贫困（第19章）	耿域新 孙昕知
第三周	3月11/12日	3月12日	3月16/17日	微观经济学前沿（第22章）	宗晶莹 房晨
第四周	3月18/19日	3月19日	3月23/24日	一国收入的衡量（第23章）	孙昕知 耿域新
第五周	3月25/26日	3月26日	3月30/31日	生活费用的衡量（第24章）	房晨 程莘航
第六周	4月1/2日	4月2日	(调休轮空)	无课	
第七周	4月8/9日	4月9日	4月13/14日	生产与增长（第25章）；储蓄、投资和金融体系（第26章）	宗晶莹 黄嘉伦
第八周	4月15/16日	4月16日	4月20/21日	失业（第28章）	何禹桥 杜翔宇
第九周	4月22/23日	4月23日	(调休轮空)	无课	
第十周	4月29日/*	4月30日	5月4/5日	货币制度（第29章）	程莘航 房晨
第十一周	5月6/7日	5月7日	5月11/12日	货币增长与通货膨胀（第30章）	孙昕知 何禹桥
第十二周	5月13/14日	5月14日	5月18/19日	开放经济宏观经济学的基本概念（第31章）	程莘航 宗晶莹
第十三周	5月20/21日	5月21日	5月25/26日	开放经济的宏观经济理论（第32章）	黄嘉伦 何禹桥
第十四周	5月27/28日	5月28日	6月1/2日	总需求与总供给（第33章）	杜翔宇 耿域新
第十五周	6月3/4日	6月4日	6月8/9日	货币和财政政策对总需求的影响（第34章）；通货膨胀与失业之间的短期权衡取舍（第35章）；宏观经济政策的六个争论问题（第36章）	何禹桥 房晨
第十六周	*/6月11日	6月11日	(无)	无课	

注：（1）第十周周二（也即4月30日）校庆及劳动节调休，钟老师课堂轮空，董老师周一课堂正常
 （2）第十六周周一（也即6月10日）端午节调休，董老师课堂轮空，钟老师周二课堂正常
 （3）由于清明节约休，原排在4月5日（星期五）的课程调整到4月7日（星期日）进行
 （4）由于校庆及劳动节调休，原排在4月28日（星期日）的课程停上



Housekeeping

关于memo与课堂



✓ 英文memo (最多700词)

- ✓ memo最后标注字数
- ✓ 不用回答全部小问
- ✓ 更少概括
- ✓ 更多思考 (自己国家的亲身经历!)

✓ 文献or数据源请做好标注

✓ 评语

- ✓ 希望听到大家的反馈hh

✓ 请不要迟交memo!

- ✓ (尽量不要卡点, 保持网络畅通)

上节课



□ 人民币再出海

- 蒙代尔不可能三角
- 特里芬难题 (悖论)
- 美元、英镑的国际化背景

□ 国际金融基础

- 套汇
- 即期、远期与掉期交易
- 投机交易

□ 做空与做多 (罗家乐)

□ 不可能三角 (刘煜鸿)

□ 狗狗币 (范圣烨)





New Session: One-Slide Show

本学期的全新环节：One-Slide Show

- 每周**1~2位**同学
- 时间在**3分钟**以内
- 课上展示**1页**PPT（可以**超过1页**，可用**英语**）

□ 对于**阅读材料**的思考 😊

- 将memo内容以PPT形式呈现

□ 对于生活中**经济学现象**的思考 😊

- 排队占座、修自行车、食堂饭菜、游戏充卡

□ 分享经济学相关的**阅读感悟** 😊

- 相关书籍、公众号推文、新闻报道……

- 提供**物质奖励**

- **不用写当周的memo**

希望大家积极报名！！！！

周次	日期	主题	7班	7班	8班	8班
第1周	3月3日	生产要素市场	例如: Charlie			
第2周	3月10日	收入与歧视, 收入不平等与贫困			何泽宇	严嘉妮
第3周	3月17日	微观经济学前沿	罗家乐	刘凯欣	刘鲁宁	彭泽豪
第4周	3月24日	一国收入的衡量				
第5周	3月31日	生活费用的衡量	罗家乐		董天一	
第6周	调休					
第7周	4月14日	生产与增长, 储蓄、投资与金融体系			刘祎旸	范圣烨
第8周	4月21日	失业	罗家乐	吴泓历		
第9周	调休					
第10周	5月5日	货币制度	陈子怡		王宇轩	
第11周	5月12日	货币增长与通货膨胀	秦子涵		宫梓宁	
第12周	5月19日	开放经济宏观经济学的基本概念	罗家乐			
第13周	5月26日	开放经济的宏观经济理论				
第14周	6月2日	总需求与总供给				
第15周	6月9日	货币和财政政策对总需求的影响; 通货膨胀与失业之间的短期权衡取舍; 宏观经济政策的六个争论问题				
第16周	无课					

Basic Concepts



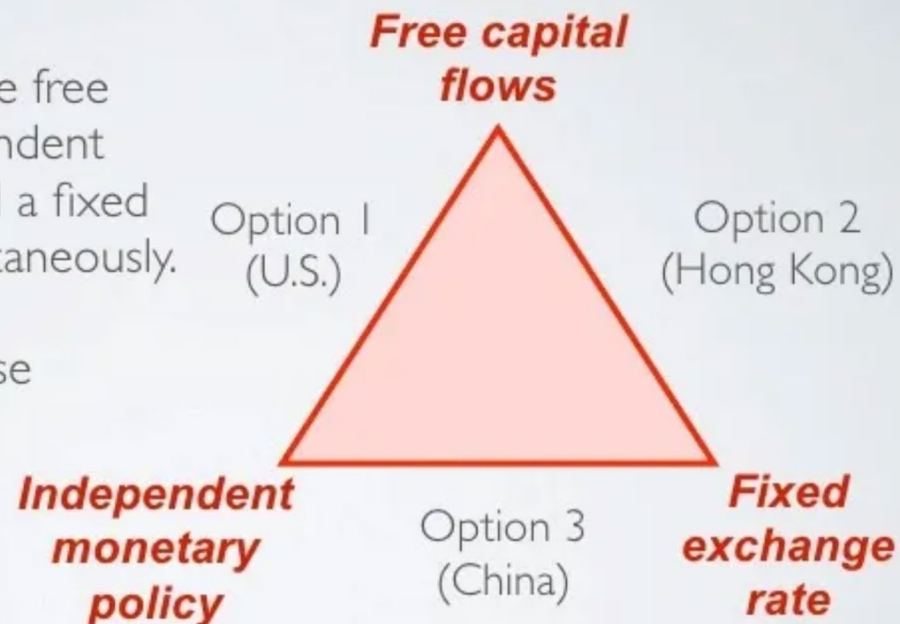
清华大学
Tsinghua University

“不可能三角”

THE IMPOSSIBLE TRINITY

A nation cannot have free capital flows, independent monetary policy, and a fixed exchange rate simultaneously.

A nation must choose one side of this triangle and give up the opposite corner.




Basic Concepts



清华大学
Tsinghua University

“特里芬难题”



TRIFFIN'S DILEMMA

"I forecast that if the United States corrected its persistent balance-of-payments deficits, the growth of world reserves could not be fed adequately by gold production at \$35 an ounce, but that if the United States continued to run deficits, its foreign liabilities would inevitably come to exceed by far its ability to convert dollars into gold upon demand and would bring about a gold and dollar crisis."

Robert Triffin
1911-1993

-Gold & the Dollar Crisis



Extension: Some Real Cases

开放经济系统——国际金融：外汇市场和汇率

外汇市场的参与者

- 商业银行——主体（客户）
- 从事国际贸易的公司或个人（旅游业）
- 非银行金融机构（证券、保险）
- 中央银行（干预汇率）
- 外汇经纪人

两个层次

- 银行同业市场
- 客户市场

全球货币跨境支付清算系统（SWIFT）

外汇市场的特征

- 分散化
- 交易量大
- 透明度低
- 24小时不间断

外汇市场的功能

- 外汇供求的结算
- 国际信用的提供（银行短期贷款）
- 抵补风险和投机（期货期权等）



Extension: Case 1 (purchase)

例1：个体购买行为

你要决定是购买一条国产毛衣还是一件美国产毛衣，其价格分别为150元人民币和75美元，设汇率为6.49¥/\$，则美国产毛衣的相对价格为？

如果汇率变为6.30¥/\$，则人民币是升值or贬值？

此时美国产毛衣的相对价格为？

$$75 \times 6.49 \div 150 = 3.25$$

$$75 \times 6.30 \div 150 = 3.15$$





Extension: Case 2 (arbitrage)

例2：个体套汇行为

你有100万美元（\$）

- 纽约市场的汇率为：8.0750 Dkr/\$
- 伦敦市场的汇率为：8.0580 Dkr/\$

理想状态下，你能通过套汇赚取多少钱？

- 纽约市场的汇率为：8.0750 Dkr/\$ 0.6615 £/\$
- 伦敦市场的汇率为：12.1025 Dkr/£

理想状态下，你能通过套汇赚取多少钱？



$$100\text{万} \times 8.075 \div 8.058 - 100\text{万} \approx 2110\$$$

$$100\text{万} \times 8.075 \div 12.1025 \div 0.6615 - 100\text{万} \approx 8643\$$$



Extension: Case 3 (forward)

例3：远期外汇交易行为

设某中国进口商从美国进口苹果iPhone6手机每台手机在中国销售价格 **¥4050**，30天后货物到达时须付给美国供应商 **\$614**（设目前的即期汇率：6.49¥/\$）

- 中国进口商这笔交易的**利润**？
- 如果30天后**人民币贬值**为6.59¥/\$，每台利润变为？
- 中国进口商与银行进行30日**远期外汇交易**如果银行同意按 6.52¥/\$ **出售30天USD**，进口商每台利润为？



$$¥4050 - \$614 * 6.49¥/\$ \approx ¥65$$

$$¥4050 - \$614 * 6.59¥/\$ \approx ¥3.7$$

$$¥4050 - \$614 * 6.52¥/\$ \approx ¥46.7$$



Extension: Case 4 (forward)

70. 什么是NDF——无本金交割远期外汇交易？

字号 大 中 小

文章来源：货币政策司

2005-12-21 16:47:00

[打印本页](#) [关闭窗口](#)

一种离岸金融衍生产品，交易双方基于对汇率的不同看法，签订非交割远期交易合约，确定远期汇率、期限和金额，合约到期时只需将预订汇率与实际汇率的差额进行交割清算，与本金金额、实际收支毫无关联。产品特点：针对有外汇管制的国家或地区，无需对本金进行交割。什么是即期外汇交易、远期外汇交易？

即期外汇交易是以双方约定的汇率交换两种不同的货币，并在一到两个营业日后进行清算的外汇交易。

远期外汇交易是指外汇买卖双方预先签订远期外汇买卖合同，规定买卖的币种、金额、汇率及未来交割的时间，在约定的到期日由买卖双方按约定的汇率办理收付交割的外汇交易。

[打印本页](#) [关闭窗口](#)



Extension: Case 4 (forward)

例4：人民币无本金交割远期交易

通用汽车公司向中国出售汽车零部件，在三个月之后通用将收到与1000万¥等值的\$作为货物的付款。

为规避外汇风险通用可以签订一份合约，以6.6 ¥/\$的价格交易无本金交割的远期人民币。

□ 在三个月后如果汇率为6.5 ¥/\$，则通用将会支付？

□ 如果汇率变为6.7 ¥/\$，通用将按照合约支付？



$$1000万 \times (1/6.5 - 1/6.6) \approx 23310\$$$

$$1000万 \times (1/6.7 - 1/6.6) \approx -22614\$$$



Extension: Case 5 (swap)

例5：外汇掉期交易

设花旗银行需要£进行3个月的运用。

一种方法是在即期市场买入£，然后在远期市场卖出一笔3个月的远期£，但商业银行很少这么做。

另一种方法是：

可以和美洲银行签定一项掉期协议 $\$ \rightarrow \pounds$ ；3个月后 $\pounds - \$$ 。

设即期汇率是 $\$/\pounds = 2.00$ ，3个月远期汇率是 $\$/\pounds = 2.10$

£的远期升水为0.10\$，这是参加掉期协议的交易商们关注所在，外汇掉期期限内的百分比收益率为？

✓ 看起来，这笔掉期交易使花旗银行获利，美洲银行为什么愿意交易？



远期升水/即期汇率 $= 0.10 / 2.00 = 0.05$ ，

百分比收益率为 $0.05 \times 4 = 0.20$



Extension: Case 6 (speculation)

例6：外汇期货交易（投机）

- 如果你相信在12月份£将卖到1.40\$的价格
- 而£12月第3个星期三的期货合约目前的卖出价是1.4972\$
- 那么你可以签订一份卖出12月第3个星期三交割的期货合约，设一份£12月期货合约的标准数额为£62500

□ 假如12月份确实卖到1.40\$的价格，你就可以按此价格买入£62500给交易对象，你从中获利为？



花费： $1.40 \times 62500 = \$87500$

获得： $62500 \times 1.4972 = \$93573$

买卖差价 \$6075 就是你的利润

About The Material

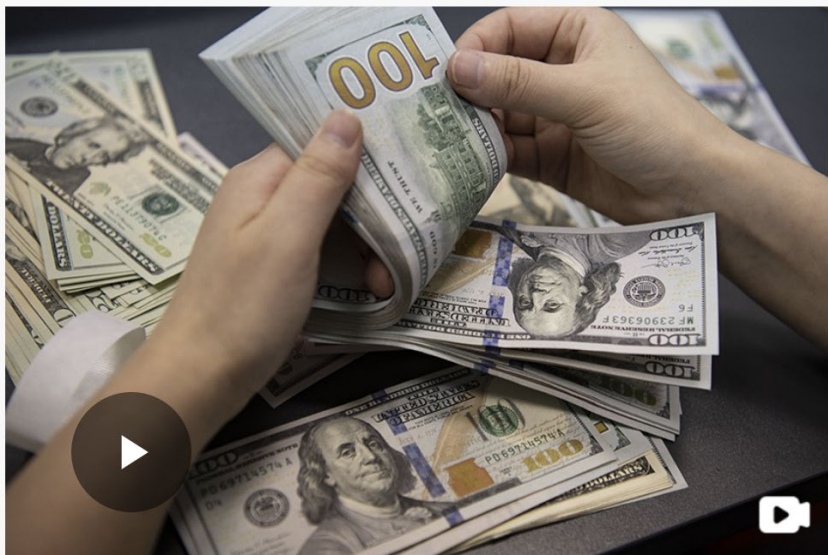
《财新周刊》 > 金融 > 正文

财新周刊 | 美元疯涨冲击波

来源于《财新周刊》 2022年第39期 出版日期 2022年10月10日



美联储为了应对通胀的激进加息，引发全球陷入某种加息“竞赛”，将导致资本市场降温、经济衰退、融资环境收紧，令部分国家的债务问题雪上加霜



《财新周刊》 2022年第39期 (10月10日)

文章结构

- 前言
- 美联储疯狂加息
- 全球加息“竞赛”
- 拖累全球经济
- 货币格局走向何方

经原知识点：开放经济的宏观经济学

□ 可贷资金市场与外汇市场的供给与需求

- 可贷资金市场
- 外汇市场

□ 开放经济中的均衡

- 资本净流出：两个市场之间的联系
- 两个市场的同时均衡

□ 政策和事件如何影响开放经济

- 政府预算赤字
- 贸易政策
- 政治不稳定与资本外逃



清华大学
Tsinghua University



About The Material

落选材料

2016-12-18 18:16

这位中国富豪说“我比较了国际上，税收最高的就是中国了”，于是他把工厂迁到了美国



嘎嘣脆脆



虎嗅网-2016年12月18日

□ Part A: 往外走

□ 非洲铁路，中国制造

- 亚吉铁路，东非铁路网

□ 曹德旺在美投资建厂

- 2016年10月7日，中国福建亿万富豪福耀玻璃董事长曹德旺在美国俄亥俄州投资6亿美元建设的汽车玻璃工厂正式竣工

□ 中国企业跨境并购浪潮四起

- 美的：三起国际并购
- 中国化工集团

□ Part B: ?

□ 对外投资监管再权衡

- 资本外逃和对外投资

□ 监管困境

- 信息缺失，缺少协调

□ 资金外流监管，企业又将眼光投向国内



□ 美元的国际化

- “多”：大量放债
- “一”：和石油挂钩
- 布雷顿森林体系、马歇尔计划等

□ 不可能三角的实际体现

- 对于以**小型、开放经济**为主的新兴市场，在美联储加息的碾压前，为了减少资本外流、支撑汇率，它们更不得不放弃货币政策的独立性而跟随加息。

□ 美国剧烈通胀的原因（同时来自**供需两端**）

- 新冠疫情期间采取的**货币和财政刺激造成的过剩需求**
- 疫情导致的**全球供应瓶颈以及俄乌冲突等带来的供给侧的挑战**
- 传统的货币紧缩政策对于来自供给侧的那部分挑战无法“对症下药”
- 加息是通过抑制需求从而对抗通胀的惯用工具，对于治理供给推动的通胀效果并不显著，而且很可能对扩大投资和产出起到反向作用
- **强劲的就业增长和家庭资产负债表，也给了美联储继续加息的底气**



□ 财政政策和货币政策的矛盾（丧失信心）

- 迫使英国**左手提高利率**，试图控制通货膨胀
- **右手又提重大的财政刺激方案**，试图支持增长
- 对这种财政刺激和货币紧缩，市场很难相信彼此能够协同，政策的可信度大打折扣

□ 正反馈与自我加强的效应

- **空间上的溢出效应**：小国接连不断加息
- **时间上的持续效应**：未来新增融资的成本将会上升

□ 五个渠道**诱发新兴市场债务危机**

- 加剧利差收窄，本币贬值加大资本外流
- 美国加息抬高融资成本
- 出口需求走弱冲击贸易收支
- 全球资产价格波动加大引发流动性风险
- 新兴经济体被动收紧货币

□ 中国**通缩**？

- “对中国来说，当前的经济情况比较好，通胀率较低，刺激手段也较多。因此，在我看来，全球经济的两个亮点就是美国和中国。” Jeff Klingelhofer表示。

Extension: De-Dollarization



◆ Try to guess the meaning of this table.

◆ What conclusions can you derive from this table?

Date	Renminbi	U.S. Dollar	Other
March 2010	0.3%	84.3%	15.4%
March 2011	4.8%	81.3%	13.9%
March 2012	11.5%	77.1%	11.5%
March 2013	18.1%	72.7%	9.2%
March 2014	26.6%	64.8%	8.6%
March 2015	29.0%	61.9%	9.0%
March 2016	23.6%	66.7%	9.7%
March 2017	17.6%	72.5%	9.9%
March 2018	23.2%	67.4%	9.4%
March 2019	26.2%	65.1%	8.7%
March 2020	39.3%	54.4%	6.3%
March 2021	41.7%	52.6%	5.6%
March 2022	42.1%	53.3%	4.7%
March 2023	48.4%	46.7%	4.9%
March 2024	52.9%	42.8%	4.3%

Source: Bloomberg (2024)

Extension: De-Dollarization



- ◆ Try to guess the meaning of this table.
- ◆ What sentence is covered by mosaic in the caption?
- ◆ What conclusions can you derive from this table?

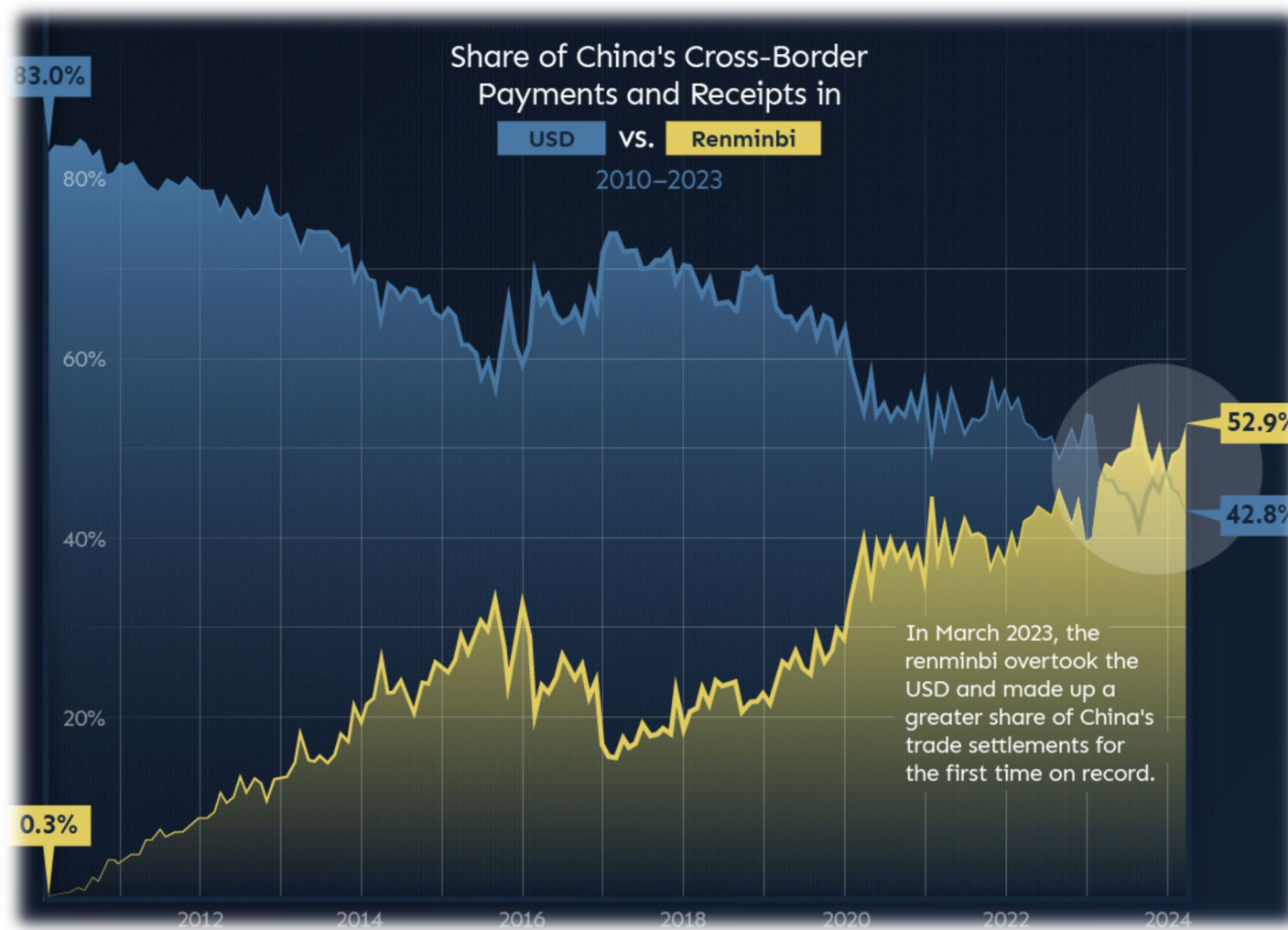
Currency	2013	2022	Change (pp)
U.S. Dollar	87.0%	88.5%	+1.5
Euro	33.4%	30.5%	-2.9
Yen	23.0%	16.7%	-6.3
Pound Sterling	11.8%	12.9%	+1.1
Renminbi	2.2%	7.0%	+4.8
Other	42.6%	44.4%	+1.8
Total	200.0%	200.0%	

Source: BIS Triennial Central Bank Survey (2022). Because [REDACTED], the sum of the percentage shares of individual currencies totals 200% instead of 100%.

Extension: De-Dollarization



清华大学
Tsinghua University



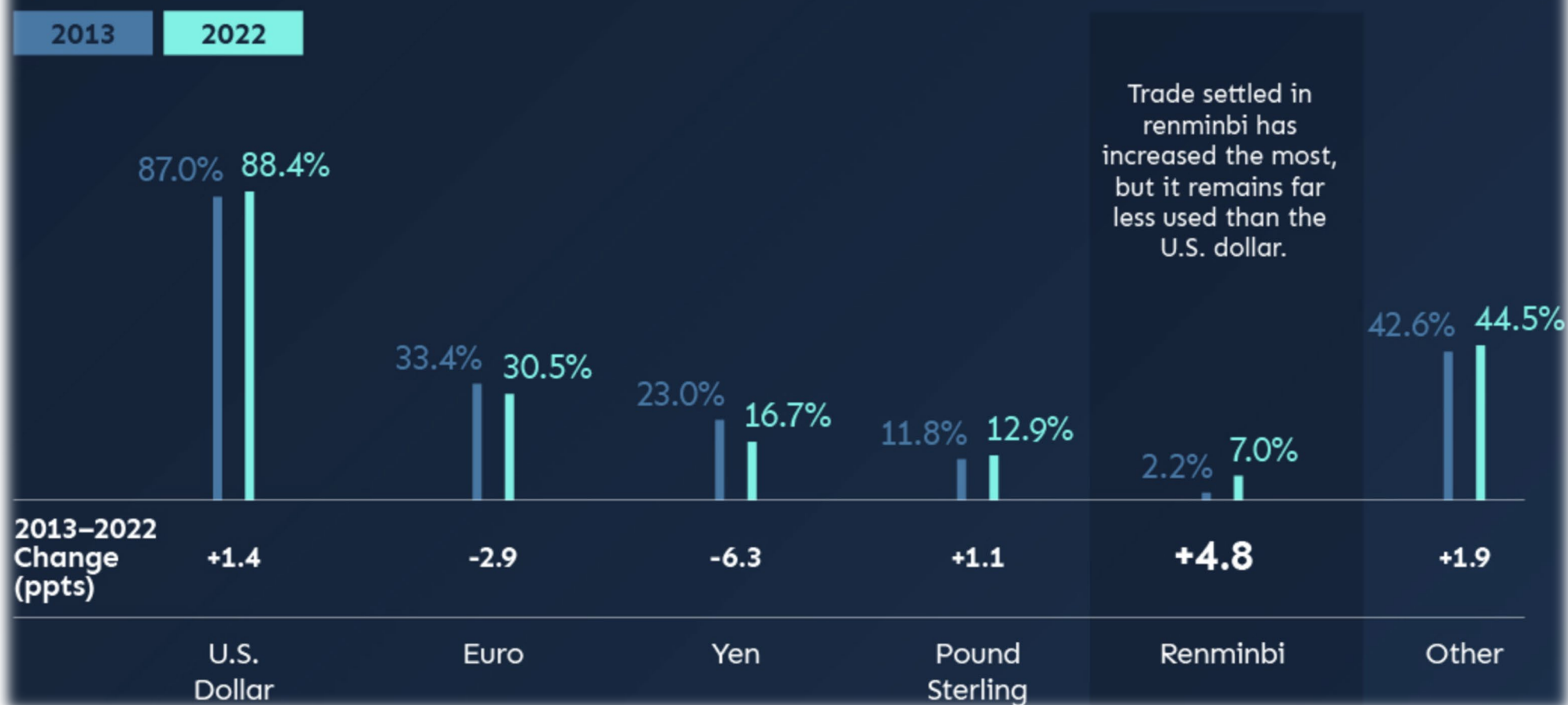
Source: Hinrich foundation



Extension: De-Dollarization

Share of Foreign Exchange Transactions*

By Currency





Extension: Wealth Effects (inflation rate)

- 你叫Leo，是一名德国青年
- 今天是2022年7月的一个周末
- 早上起床后，睡眼惺忪的你打开电视，听到了下面这则新闻.....

*The current inflation rate in Germany is 8.7%, the highest rate in more than 70 years. That is, goods and services priced at €100 one year ago now cost €108.7 on average. This price increase has a relatively **negative effect on savers**: the savings amount (e.g., checking account, bond, life insurance) is unchanged nominally or lower, but worth less in real terms as a consequence of money depreciation.*



Extension: Wealth Effects (inflation rate)

As an example, consider a €50,000 savings product with a three-year maturity that you took out one year ago. The real value of the savings product has already fallen sharply, and will depreciate further if inflation remains high:

€50,000 savings value one year ago ↓ €38,800 real value today

The inflation-induced savings depreciation thus has a negative effect on the real net wealth of savers.

Note: the numbers come from current calculations by the Universities of Chicago and Frankfurt (calculation details).

□ “宏观经济真是让人摸不着头脑”你一边刷牙，一边喃喃自语。

□ 之后，你打算出门晨跑.....



Extension: Wealth Effects (inflation rate)

□ 晨跑的路上，你突然碰到一位大学生，ta诚恳地希望你能填写一份调查问卷

□ 你拿起问卷，只见上面有这样一道题目：

Q9: What do you think, is an **unexpected increase in inflation** rather positive or negative for owners of the following financial instruments?

Response options: Very negative – Rather negative – Neither nor – Rather positive – Very positive

Cash on hand

Fixed-rate products (e.g., time deposits, bonds, life insurances)

Stocks

Real estate

Fixed-rate loans

□ “真是巧了，早上看的新闻正好就是关于通胀的！”你微微一笑，拿起了笔。

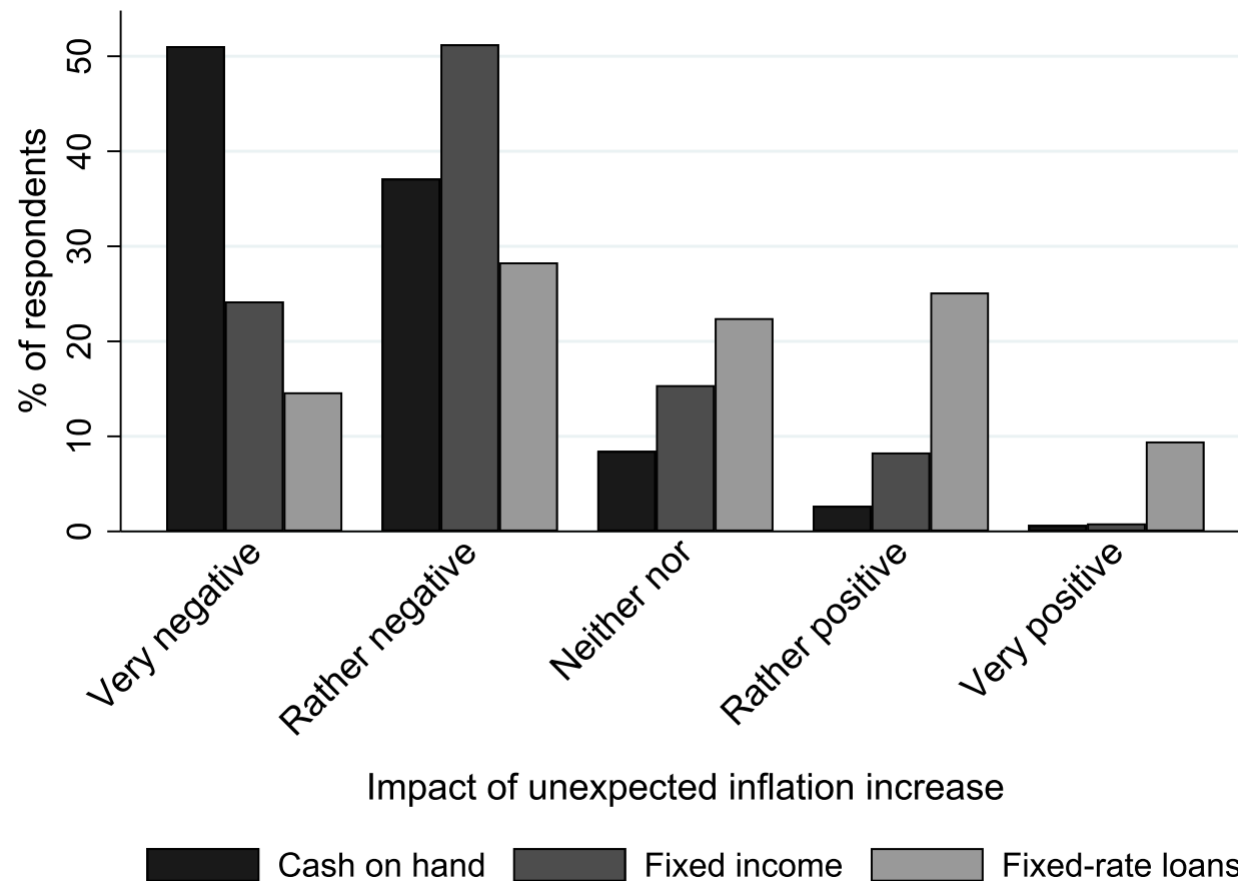


Extension: Wealth Effects (inflation rate)

- 当你听到通货膨胀率的消息后，你会怎样的反应or心情？
- 通胀是good news还是bad news？
- 即：对个体而言，通胀有什么好处，有什么坏处？

通货膨胀通常被认为负面的，因为物价上涨会削弱购买力。

但与此同时，它也会侵蚀债务的实际价值，而这可以增加家庭的实际财富。（财富效应）





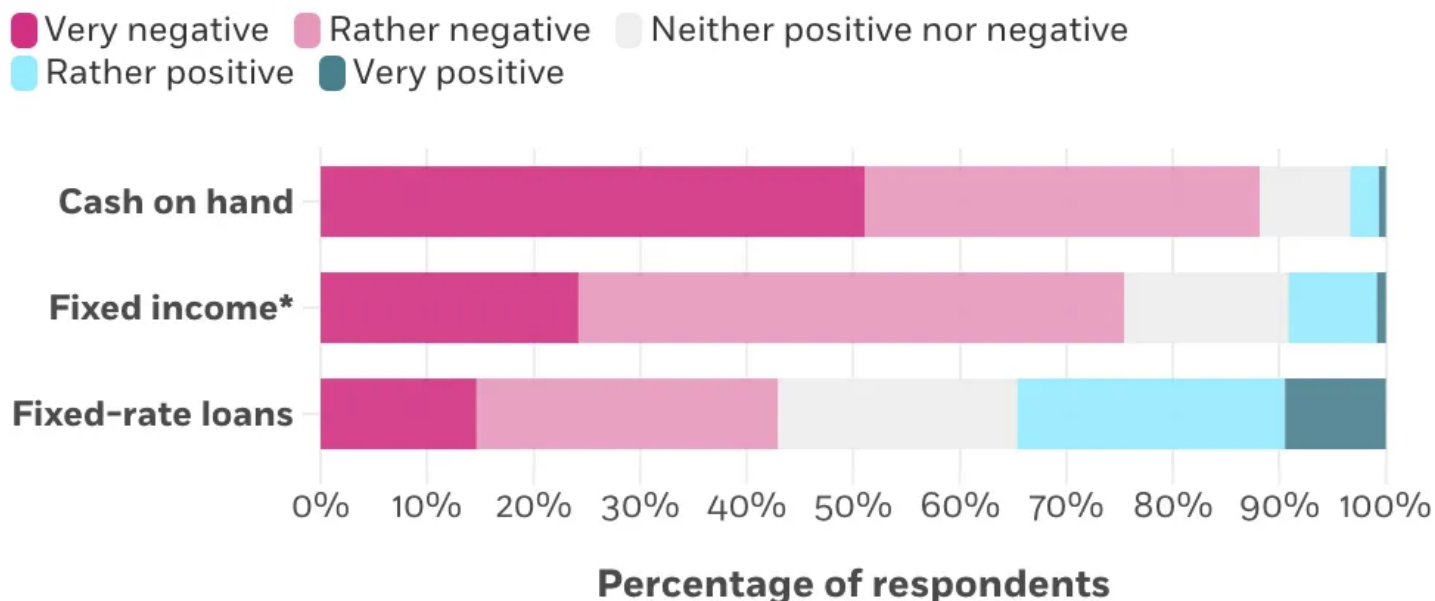
Extension: Wealth Effects (inflation rate)

□ 如果你是刚才那位发放问卷的大学生，根据你的调查结果，你发现很多人经济学的水平并不高。

□ 你想知道：如果有更多人知道或者了解了财富效应，那么对于他们的行为会产生怎样的影响呢？

□ 你会如何开展你的研究？

Perceptions about the wealth effects of inflation, by type of financial instrument



*Savings accounts, bonds, and life insurance were listed as examples.

Schnorpfeil et al., 2023



Extension: Wealth Effects (inflation rate)

- 你叫Leo, 是一名德国青年
- 今天是2022年7月的一个周末
- 早上起床后, 睡眼惺忪的你打开电视, 听到了下面这则新闻.....

The **current inflation rate in Germany is 8.7%**, the highest rate in more than 70 years. That is, goods and services priced at €100 one year ago now cost €108.7 on average. This price increase has a relatively **positive effect on borrowers**: the loan amount is unchanged nominally, but worth less in real terms as a consequence of money depreciation.



Extension: Wealth Effects (inflation rate)

As an example, consider a €50,000 loan with a three-year maturity that you took out one year ago. The real value of the loan has already fallen sharply, and will depreciate further if inflation remains high: €50,000 loan value one year ago ↓ €38,800 real value today

The inflation-induced loan depreciation thus has a positive effect on the real net wealth of borrowers.

Note: the numbers come from current calculations by the Universities of Chicago and Frankfurt (calculation details).

□ “宏观经济真是让人摸不着头脑”你一边刷牙，一边喃喃自语。

□ 之后，你打算出门晨跑.....



Extension: Wealth Effects (inflation rate)

□ 想一想：这样的研究设计用到了我们之前讲过的什么方法？

We implemented the on several thousand bank customers in July 2022 when inflation in Germany was at a 70-year high of 8.7%. We first ask questions on knowledge about the erosion channel. Respondents also estimate the recent change in their real net wealth and decompose their balance sheet, allowing us to calculate their net nominal position. The subsequent information experiment builds the core of our survey. We assign respondents into two and one . The treatment groups receive information on the current inflation rate, an explanation that unexpected inflation hurts savers / benefits debtors because it erodes nominal positions, and a calculation of the current change in real value of a representative savings product / loan. The single dif-

□ RCT: micro foundation of macroeconomics



Extension: Wealth Effects (inflation rate)

□ Research Conclusions

The group that learned about inflation's impact on savings subsequently was more bearish about savings than the control group. Those who received information about debt erosion were less credit averse.

Similarly, those in the savings-erosion group estimated a greater decline in their real net wealth than the control group, while members of the debt-erosion one guessed that their wealth increased by 2.5–2.9 percentage points. This is a dramatic swing from the control group's estimate of a 5.6 percent drop in net wealth.

The researchers followed the participants for several weeks after the experiment. Those in the debt-erosion group increased their planned and actual spending. “Our results suggest that changes in real net wealth affect households’ consumption response to inflation, conditional on households being aware of the wealth effects of inflation,” they write.

Extension: Wealth Effects (inflation rate)



清华大学
Tsinghua University

Households' Response to the Wealth Effects of Inflation*

Philip Schnorpfel[†] Michael Weber[‡] Andreas Hackethal[§]

March 5, 2024

Abstract

We study the redistributive effects of surprise inflation combining administrative bank data with an information provision experiment. On average, households are well-informed about prevailing inflation and are concerned about its impact on their wealth; yet, while many households know about inflation eroding nominal assets, most are unaware of nominal-debt erosion. Once they receive information on debt-erosion, households view nominal debt more positively and increase estimates of their real net wealth. These changes causally affect actual consumption and hypothetical debt decisions. Our findings suggest real wealth mediates the sensitivity of consumption to inflation once households are aware of the wealth effects.

JEL codes: D12, D14, D83, D84, E21, E31, E52

Keywords: Inflation Beliefs, Information Treatment, Consumption, Monetary Policy

For Consumers, Inflation Has an Upside



For Consumers, Inflation Has an Upside

People are much more aware of how inflation erodes their savings than how it also lowers the real value of debt.

By Andrea Riquier April 09, 2024 CBR - Economics



Extension: Wealth Effects (inflation rate)

□ 你认为这一个研究有怎样的价值与意义?

- ✓ the **direct effects of redistribution** might be limited in the short run.
- ✓ all agents have **full information rational expectations (FIRE)**: a strong assumption
- ✓ introduce information rigidity into macro models (micro level and humped-shaped macro responses)
- ✓ understanding **optimal monetary policy** in general and the implications for the **optimal inflation target** in particular remain largely unexplored in a framework that deviates from FIRE
- ✓ **suboptimal** debt choices at the individual level
- ✓ **information campaigns and robo-advise**



Extension: Information/Green Nudge

A Old Check-Out Interface



Cutlery Choice

Cutlery (based on Food Amount)

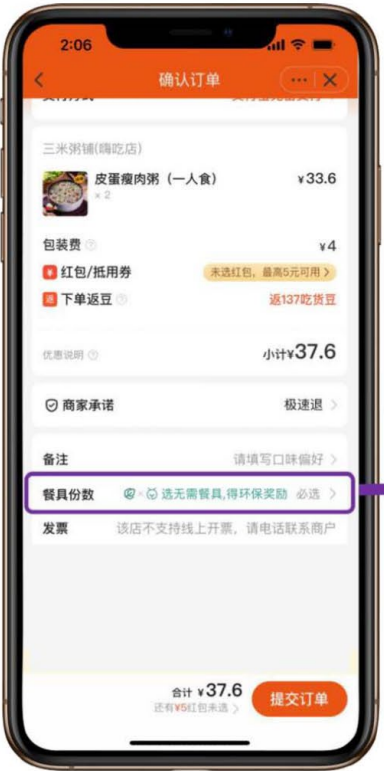
One Set of Cutlery

Two Sets of Cutlery

...

Confirm

B New Check-Out Interface with Green Nudges in Treated Cities



Cutlery Choice

No Cutlery

16 Green Points Reward to Plant Your Trees

Cutlery (based on Food Amount)

One Set of Cutlery

...

☐ No Cutlery as Default Choice

Confirm





Bonus Question: Wealth Effects (interest rate)

如何理解这里的“财富效应”呢？

“货币政策是有效但有限的。”盛松成对财新称，目前中国投资和消费的利率弹性很低。大幅降息不可能，小幅降息未必能促进消费和投资。由于财富效应的作用，存款利率下降，反而可能使居民储蓄存款和理财增加，而不是去消费了。企业

(来自经原小课第八次案例《钱去哪儿了》)

Interesting MEMO



清华大学
Tsinghua University

Singapore's case

Given the openness and dependency of the Singapore economy, the economy is no doubt greatly influenced. There are 2 main ways the interest rate hikes affect Singapore.

- Singapore's interest rate follows

刘煜鸿

Singapore is an interest rate taker. This means that it can only take interest rate from the world markets. Thus, when the world's biggest economy hikes its interest rate, Singapore's interest rate is bound to increase too.

When the Fed makes its first interest rate increase since 2018, raising rates by 0.25% to a level of 0.25–0.50% on March 16, 2022² and hikes thereafter, Singapore's interest rate followed suit and increased steadily³

Interesting MEMO



清华大学
Tsinghua University

美国通胀的原因

在案例中提到，美国的通胀来自供需两端，其中最主要的问题是长期货币与财政刺激造成的过剩需求。自 2008 年全球金融危机起，美联储为提振美国经济长期采取量化宽松的政策，这种政策降低了利率，使得大量资金涌入了收益更高的股市，金融市场的繁荣带动了实体经济的发展，同时也刺激着消费，促进了美国经济的发展。

如果说美联储能够在当时见好就收，也许美国的通胀并不会达到一发不可收拾的地步，可问题就在于，美联储深感量化宽松的有效，在之后反复使用这种手段，使得金融市场对其产生了依赖，甚至引发了 2013 年的“缩表恐慌事件”。并且，新冠疫情的打击使得美联储无法实施缩表计划，必须继续利用量化宽松来恢复经济，加上财政政策的刺激与外部供给的挑战，美国的通胀一时高歌猛进，一度超过 9%。

王思婷

Interesting MEMO



清华大学
Tsinghua University

美元的故事

布雷顿体系的崩塌

直到上世纪 80 年代，很多国家发现：如果美元与黄金挂钩，无论美国还是其他国家贸易都创造了美元需求，不就代表黄金皆流向美国吗？同时，他们也意识到美元霸权正间接具备操控各国经济的能力。于是，各国开始抛售美元兑换黄金，布雷顿森林体系因此失灵趋向崩塌。最终在 1971 年，美元宣布与黄金脱钩。

后续：从“黄金”到“石油”

罗家乐

在与黄金脱钩后，世界似乎又回到英镑体系崩塌的年代。因此，美国为了继续在全球建立美元霸权，它盯上了“石油”，并且随后宣布与石油挂钩。美元选择与石油绑定是因为石油是支撑全球运行最重要的大宗商品。从军事到民用生产，石油都是产业的启动器。因此，美元变向与石油挂钩，就相当于每个国家若要购买石油或其他大宗商品，就必须储备美元才能进行交易，而储备的美元称为“外汇储备”。美元因此又成为了世界上货币体系的领导者。所以直到现在，全球许多主要大宗商品依然是以美元结算。

难道加息是唯一的解决方案吗？

马来西亚的政策

亚洲各国担心本币贬值，通过采取多种货币升值工具，增加本币的储备，以应对这场硬战。我的家乡，马来西亚中央银行通过鼓励国有企业汇回外国投资并将其兑换成马币，以降低马币贬值的风险。

1) 缓解资本外流

美元加息吸引了当地的投资者从新兴市场撤出，转而投资高收益的美国国债、股票等金融产品，导致大量外资流出，增加了马币的供给量，不利于马币的稳定。通过鼓励国有企业将外国投资兑换成马币，马来西亚可以稳定国内的资金流动，使外汇市场的货币供给曲线向左移，减少马币的贬值压力。

黎润慧

2) 增加外汇储备

通过汇回外国投资，将海外投资的收益和本金兑换成马币，马来西亚中央银行能够增加外汇储备。这使得中央银行在外汇市场上拥有更多资金，从而拥有足够得空间，有效地干预市场，支撑马币的价值。当市场拥有充足的美元时，可以利用美元来干预当地的外汇市场，进一步加强马币的价值。

Interesting MEMO



清华大学
Tsinghua University

¥ 兑\$汇率的变动

让我们回顾一下从 2005 年以来人民币兑美元汇率的主要变动：2005 年至 2015 年，央行进一步深化对人民币汇率中间价报价机制的改革，人民币汇率总体呈升值态势，其间经历了 2008 年美国次贷危机引发的全球经济危机及美联储大幅降息和推行量化宽松政策，以及中国在全球对外贸易份额和规模上的逐步扩大。2015 年 811 汇改，央行开始发布显示人民币对由 13 个国家和地区货币构成的货币篮子的价值“CFETS 人民币汇率指数”，以此作为一种“一篮子货币汇率”。在此基础上，“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”这一中间价形成机制逐步确立）。在美国货币政策 2015 年 12 月重回正常化后，叠加金融危机，期间的大规模需求刺激政策留下的产能和库存过剩等问题，使得国内经济的内生增长压力开始显现，人民币汇率开始了近 2 年时间的贬值，最低在 2017 年初触及 6.96 的低点，此后总体呈现大幅双向波动的特征。2018 年中美货币政策相向而行，国内为应对金融去杠杆、贸易摩擦等带来的经济下行风险，连续实施降准等宽松政策，而美联储仍处于加息周期，使得人民币贬值压力再次上升。2020 年新冠疫情发生后，由于美元流动性紧张造成美元指数短暂抬升和人民币汇率破 7，美国、欧洲等发达经济体再次实施大规模降息和量化宽松等非常规政策，国内率先从疫情中恢复以及较为克制的货币政策，使得人民币重新转向升值，到 2022 年 3 月由于美联储逐渐缩减资产购买规模和重回加息周期等因素，逐渐收回现有流动性，美元指数持续走高，人民币汇率也再度转为贬值。

魏冠曦

Interesting MEMO



清华大学
Tsinghua University

银行破产

若结合目前美国政府的加息动作来解释资产负债表，细观银行持有的资产，可发现其中的债券价值是会因为利率而改变的，然而银行负债中存款的部分利率却是固定的。当联准会升息时，债券价格下降，意味着银行的资产缩水，但同时他的负债并没有减少。当银行资产减少，损失增加时，银行客户便容易感到不安，于是便容易蜂拥着前往提领存款，特别是未受存款保险报帐的银行客户，此时银行便需要大量资金来偿还负债，只要一出现客户想提款，但银行的现金不足的情况，便会出现银行的挤兑现象，引发银行破产。矽谷银行便是因为在联准会不断升息的动作下宣布增资，引起了存户的不安情绪，发生挤兑风潮，存户在一天共提领了约420亿美元，超过了银行的资产水准，故银行宣布倒闭。

孙湘旻

Interesting MEMO



清华大学
Tsinghua University

Argentina case

the impact of dollar fluctuations on their economies. For instance, due to political and economic instabilities, Argentina has been suffering from high inflation and currency devaluation, resulting in high net capital outflow (NCO) and declining U.S. Dollar reserves needed to protect its native currency. In response, the country has started adopting the Chinese Yuan for trade and financial transactions to minimize the U.S. Dollar fluctuations and stabilizes the value of its domestic goods and services (Bianchi, 2023).

邱子丹

Interesting MEMO



Indonesia rupiah

For instance, When the US Federal Reserve raises interest rates, it often attracts investors seeking higher returns on their investments. This can lead to capital outflows from emerging markets like Indonesia as investors reallocate their funds to US assets. Consequently, the Indonesian rupiah may depreciate against the US dollar as demand for the local currency declines. A weaker rupiah can increase the cost of imports, potentially fuelling inflationary pressures within Indonesia.

While a weaker rupiah may adversely affect Indonesia's purchasing power for imported goods, it can also enhance the competitiveness of Indonesian exports in international markets, as Indonesia good are cheaper for foreign buyers. This increased affordability can lead to higher demand for Indonesian exports in international markets. Industries such as manufacturing, textiles, and agriculture, which rely heavily on exports, can benefit from this competitive advantage. As a result, the export sector may experience growth, leading to increased revenue and job creation.

Interesting MEMO



银行破产

在联准会不断升息对全球经济造成巨大的同时，对于美国自身而言，持续性的加息动作也不见得是件好事，加息不但增加了联邦政府与个人的利息负担，还有可能触发本地银行破产危机。如2023年3月时美国矽谷银行（Silicon Valley Bank）及签名银行（Signature Bank）便正式宣布破产，使得美国政府不得不利用政府价格以矽谷银行所持有的债券作为担保向其提供贷款，同时指定联邦存款保险公司作为签

Interesting MEMO



清华大学
Tsinghua University

“坎蒂隆效应”

理想状态中，真实情况会有坎蒂隆效应，即货币流通会有许多“堵点”，额外创造的货币会先流向一部分行业和人群，例如大宗商品、房地产与能源，其次再流向普通收入人群。所以通货膨胀中食品与能源的价格会首先上涨，而普通人的工资改变却没那么明显，这体现为普通人的生活质量直线下降。在这种情况下，加息就是一种最常见的应对通胀的方法，即一个国家的中央银行通过某种手段提高整个市场的利息率。这种情况下，人们会趋向于将货币储蓄起来，从而削弱需求，应对供需之间的不平衡。

王陈以勒

Interesting MEMO



清华大学
Tsinghua University

“美元收割全球财富”

所谓“美元收割全球财富”的论述主要逻辑如下。

美元收割主要由三个部分构成，即“降息-加息-收割”。具体而言，首先降息，释放美元流动性，资金流向世界各地。落后的发展中国家需要也愿意借钱增加负债来进行发展，美国享受到了他国经济发展的红利，为下一步收割进行铺垫。其次，美联储加息，资金从其他国家抽离，回流美国。资金流出国货币大量兑换成美元，导致本国货币贬值。而前部分发展中国家持有的美元债务还是要以美元偿还的，这也就意味着偿还相同金额的美元债务需要付出更多的本国货币或包括股票等风险资产在内的资产，美元债务由此完成了“价值注入”。最严重的是，债务国往往会为了偿还美债和提振经济而选择增发本国货币，更会加剧通货膨胀和本国货币贬值，形成恶性循环，直至爆发经济危机。最后，收割。随着美元加息，一些国家或企业会因为资金被抽离，严重缺乏资金，负债增加，这就可能造成企业甚至国家破产。随后，美国由于加息回收了大量资金以及吸收了全世界的资金。有了这些资金就可以大肆低价收购全球因资金链断裂破产的优势资产，完成“割韭菜”的目标。

朱子宁

Interesting MEMO



清华大学
Tsinghua University

滞胀

美联储的激进加息政策不仅在国内引发了广泛影响，也引起了全球多国央行的连锁反应，形成了“加息竞赛”。各国央行为了防止本币大幅贬值，不得不跟随美国的步伐提高利率。然而，这种加息竞赛并未有效解决供需失衡问题，反而增加了全球经济陷入衰退的风险。提高利率的直接后果是减少市场中的流动资金，消费者和企业的借贷成本上升，导致消费和投资减少，最终使总需求曲线左移。尽管加息可以在一定程度上抑制需求过热，但在供给侧受限的情况下，如供应链中断、能源短缺和地缘政治风险，这一措施的效果非常有限。更高的利率不仅无法解决这些供给侧问题，反而可能加剧它们。明确地说，当总需求减少，经济增长放缓时，企业的生产和投资意愿也会下降。如果这种情况持续，长期总供给曲线也会左移，进一步降低潜在产出水平。这种供需双方面的萎缩，可能导致经济进入滞胀，即经济增长停滞而通货膨胀持续上升，从而增加了经济衰退的风险。

Interesting MEMO



清华大学
Tsinghua University

世界历史的走向

货币格局的改变

然而，货币格局的改变，并非一朝一夕之间。美国通过两次世界大战建立全球霸权，形成美元独大的格局；未来要想改变货币格局，也需要类似战争的、翻天覆地的国际事件，改变政治局势。但是问题就在于，全球性的战争还是否可能？在核武器“没有胜利者”的恐怖统治下，全球性战争是否还会发生？如果我们乐观地认为，世界大战不会重演，那么，还有什么事件能够强大到震动世界格局？还是说，这种变化会在较为稳定、平缓的环境下，逐渐渗透，慢慢发酵？

世界历史的走向是不确定而值得期待的。

王以予

Interesting MEMO



清华大学
Tsinghua University

A股市场

相比之下，A股市场主要受国内经济基本面的影响，表现出不同的规律性。尽管美联储加息对A股也有一定影响，但A股的涨跌更大程度上取决于国内的经济政策和市场环境。1995年2月1日美联储末次加息后，上证综指和深证成指均平稳运行，A股对加息反应较小。2000年5月16日美联储末次加息后，尽管美国互联网泡沫破裂，A股受影响较小。此外，在国内网络科技热潮推动下，上证综指和深证成指在一个月内分别上涨13%和10.7%。随后因美联储降息和国内国有股减持而震荡下跌。2006年6月29日美联储末次加息后，A股开启牛市行情。半年后上证综指和深证成指分别上涨63.2%和58.5%，主要受益于国内股权分置改革和汇率制度改革。2018年12月19日美联储末次加息后，在国内宽松政策（2019年1月的两次全面降准）的影响下，A股迅速上涨。三个月内上证综指和深证成指分别上涨21.2%和32.1%，随后震荡运行。

陈妍如

Interesting MEMO



清华大学
Tsinghua University

Sanctions, high inflation and devaluation

For Iran, already grappling with severe economic sanctions and high inflation, the Federal Reserve's actions have further compounded its difficulties. The strengthening of the US dollar has led to a devaluation of the Iranian rial, fueling domestic inflation and making imports more expensive. Additionally, as a major oil exporter, Iran's revenues have been reduced due to lower global oil prices, often correlated with a stronger dollar.

Iran also faces increased financial strain in servicing its dollar-denominated debt, as the cost of repayment rises with the appreciation of the US currency. This combination of factors has intensified Iran's economic hardship, necessitating strategic measures to mitigate the impacts.

马利亚

Interesting MEMO



清华大学
Tsinghua University

Outflow of investment

The impact of rising US dollar interest rates in Mexico and other countries is multiple. In the case of Mexico, this increase may cause the national currency, the Mexican peso, to weaken against the dollar. This has direct consequences in increasing gasoline prices, since Mexico imports much of its oil from the United States. In addition, rising interest rates in the US may attract international investors, who may prefer to invest in the North American country rather than Mexico or other emerging countries.

黄文星

Interesting MEMO



清华大学
Tsinghua University

Depreciation in Malaysia

For example, in Malaysia, our currency depreciated to a new low just 2 months ago, a low only seen during the Asian financial crisis in 1998². However, in contrast to many sharp criticisms, our central bank and monetary committee was persistent on their notion to not raise interest rates in accordance with the Fed. This was mainly to avoid stifling the development of the nascent post-Covid 19 economy. Although there was undeniable backlash on their decision, inflation rates remained low in Malaysia at around 2% even today, and recorded a 4.2% GDP growth in the first quarter of 2024.

俞此恒

I feel this goes to show that although standard textbooks propose the notion of Fed supremacy, smaller countries like ourselves in Southeast Asia still have to be independent and firm on our own feet and decisions. To not sway in the wind with others, but to do what is right.

Interesting MEMO



清华大学
Tsinghua University

《盐铁论》

这么看，对于美元加息的预期就很明显了。美元一直加息，一方面吸引资本，另一方面也给本国的制造业带来很大的压力，运营成本上升。更容易导致制造业空心，资金都流向金融业。这也不是美国加息的初衷。所以美元的加息必然是有尽头的。

《盐铁论》：“故善为国者，天下之下，我高；天下之轻，我重。”

美国在这个阶段通过提高无风险利率，暂时把超发的货币引入美债市场。市场疑惑的是，美联储能够承受这样的高利率多长时间？这就有了市场对于美联储的降息预期。美元货币供给太多，目前只是被高利率收紧。海量的美元一旦离开美债市场，进入生产资料领域，一定是会造成短期内急速的全球恶性通胀。未来这种情况一旦发生，对中国这种工业国也是非常难受的。生产成本上升，各行各业都会开启涨价的被动防守策略。美元相对人民币贬值并不要紧，重要的是要让美元相对于全世界主要经济体贬值。只有达成这一目的才能真正让人民币填补美元空缺出来的金融生态位。

张子涵

Interesting MEMO



清华大学
Tsinghua University

如何抗衡？

为应对美元加息带来的后果，其他国家可以采取几种策略来与之抗衡。首先，各国央行在面
对共同挑战如全球通胀压力时可以加强货币政策的协调与合作，以避免无序的利率竞争。其
次，他们可以加强财政政策的支持，通过公共投资和有针对性的财政刺激措施来支持经济。
在风险监管上，其他国家也应该加强金融监管（特别是对那些高杠杆和高风险债务的监管），
确保国内金融系统的稳定，防止金融危机的发生。

刘凯欣

After-Class Survey



清华大学
Tsinghua University

- 请大家扫码填写匿名问卷，谢谢大家！

