



# 管涛：全球汇率与利率





今天给大家分享的题目是美联储紧缩下半场，对全球利率汇率前瞻。我想从四个方面给大家做一个汇报。

首先来回顾美联储紧缩的上半场，美联储紧缩上半场主要表现在汇率方面有比较大的变化。今年美联储由于前期错判了美国的通胀形势，从3月份开始启动了追赶式加息，3-11月份六次加息累计375个BP，为1982年以来最快最陡峭的加息周期。在美联储紧缩，美债收益率飙升的背景下，全球遭遇了美元荒。前9个月，美国财政部的TIC统计，美国国际资本净

流入总额累计 1.18 万亿美元，同比增长了 49%，流入的规模是历史上同期最高。其中，私人外国投资者累计净增美国证券资产 1.25 万亿美元，官方外国投资者净减持 713 亿美元。从这个情况来看全球是大量的资本流向美国，全球遭遇美元荒。

在这样一个背景下美元指数，美元出现了比较快的升值。年初到 11 月 18 号，ICE 美元指数上涨 11.5%；美联储编制的名义美元指数升值 7.5%。其中对发达经济体升值了 9.6%，对新兴市场经济体升值 5.6%。这一场汇率的博弈主要是反映了市场对各大经济体综合表现的打分。我们可以看到这一波美元走强，非美货币贬值，总体上美元对发达经济体货币涨的更多，对新兴市场来讲相对涨的比较少。其中，对日元上涨了百分之二三十，对欧元一度也上涨了 20% 以上，但是近期有所回落，对英镑也曾经达到接近于平价的水平，对人民币中间价涨了 11.7%，对韩元上涨了 12.7%。

今年全球外汇市场的调整表现为四大特征，一个是发达经济体货币表现不如新兴市场国家，因为新兴市场国家一些资源国相对有优势；二是日元的避险成色不足，跟瑞士法郎相距甚远，而且跌幅是在主要经济体里跌幅最大的；三是商品货币加元、澳元表现相对较好；四是亚洲的主要货币普遍表现相对较弱。

我们看到在全球资本流向美国的过程中，TED 利差，3 个月的 libor 减 3 个月的美债收益率比去年有所上升，但不是危机，这是美联储紧缩开启以后银行银根紧缩的自然反应。

早在两年前的时候，银保监会主席郭树清先生在陆家嘴论坛上曾经指出，考虑到国际供应链恢复需要较长时间，要素成本进一步上升，加之各国持续刺激需求，货币派生机理变化，通胀有可能卷土重来。当时美国 PPI 还是负的，CPI 在 0 附近。但是我们看到现在全球高通胀如期而至，大部分国家都追随美联储加息紧缩。

各国面临的通胀逻辑有所不同。今年全球的通胀是混合型的通胀，既有供给不足的原因，也有需求过热的原因。对于欧元区、日本来讲，可能主要反映为供给侧的冲击，俄乌冲突、地缘政治风险对粮食、能源价格的影响，还有产业链修复缓慢也令欧盟、日本陷入能源限制型生产危机；中国的出口交付也受到疫情反复的影响；劳动供给不足，在美国表现为劳动参与率大幅下降，也是美国通胀一部分的原因。当然，美国通胀还有比较显著的特点，就是因为前期的财政货币双刺激，在这样一个情况下美国也出现了需求过热的原因。

由于各国通胀基础不同，所以采取的货币政策立场不同。对于中国来讲在以内为主的基调下，中美利差变动主要来自于美债收益率的变化，今年十年期的中美国债收益率差从上一年年底的 100 多个 BP 到现在是变成了负的一两百个 BP，这主要反映了美债收益率的上行，实际上中债收益率回落是有限的。日本、韩国等国被迫干预外汇市场，主要的原因是源自于本地货币的汇率贬值，叠加大宗商品价格上涨，加大了当地的输入型通胀压力。欧盟在货币指数的同时，推出了 PPI 工具，谨慎缩表，应对统一的

货币政策可能对债务沉重的欧元区成员带来的影响。

实际上，今年很多发达或者新兴经济体均面临汇率不论固定还是浮动都难以确保货币政策独立性的二元悖论。前面也讲了，像日本、韩国，实际上欧元区，还有英格兰央行也面临类似的问题，由于当地的货币大幅贬值，叠加大宗商品价格上涨，导致了输入型通胀压力。今年以来，除俄罗斯卢布、乌拉圭比索、巴西雷亚尔等极少数货币对美元略有升值外，90%的货币对美元都有不同程度的贬值，其中三分之二的货币贬值了10%以上，贬值超过20%的有6种货币。

其次来讲讲美联储紧缩的下半场，我们预计下半场的美联储紧缩会有三种情形。

现在通胀韧性和美联储紧缩仍然是未来一段时间内首要的风险。11月4号的时候美联储发布了半年度的金融稳定报告，过半数的受访者表示货币紧缩、俄乌冲突、流动性紧张和高能源价格是未来12至18个月的主要风险。虽然认为过度紧缩风险的人数占比比4月份上一次半年度报告的时候有所下降，但美联储紧缩仍然是金融市场的头等大事。

我们注意到10月份美国的通胀出现了超预期的回落，但是目前读数仍然偏高，在CPI的12个子项中有8个子项增速绝对值是过去5年均值的两倍以上。我们也注意到美国核心CPI的季调指数比2019年底仍然上涨了12.7%，但是低于同期私人非农时薪14.8%的涨幅，意味着疫情前期增加的实际购买力依然过高，导致核心CPI可能还没有涨够，所以具有较

长的韧性。现在美国的通胀有从商品向服务扩散的趋势，特别是跟住宅有关的房租项上涨的粘性依然较强。10月份美国CPI的回落很大程度上跟油价走势有关，但是我们也看到10月份现货布伦特原油均价环比上升了4%，同比仍然高达11%。未来受俄乌冲突这些不确定性的影响，全球能源价格走势未来也存在比较大的不确定性。

在最新一次的美联储议息会议上，美联储如期加息75个BP，根据美联储议息会议的声明，表示下一步将考虑评估限制性货币政策的累计效应，以及对经济活动和通胀的滞后影响，这引发了市场的广泛憧憬，认为美联储下一次也就是12月份的议息会议上有可能会放慢加息的步伐，但是，在之后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔明确讲现在已经解决了加息有多快的问题，后面还有两个问题，一个是未来的终点的联邦基金利率会有多高，同时限制性的货币政策立场会持续多久。鲍威尔在会上明确表示，未来美国联邦基金利率终端的水平有可能会高于9月份议息会议点阵图的水平，市场预期有可能达到5%以上。最近一段时间，美联储理事布拉德表示最终端利率有可能高达7%。还有一个是鲍威尔再次重申了，目前货币政策紧缩做的太多的风险会小于做的太少的风险，因为做多了大不了未来用政策工具给经济提供支持，但是如果做的太少的话，通胀变的根深蒂固，未来需要再度紧缩，就业将付出更高的代价。所以在11月2号，美联储11月份议息会议当天，美国金融市场也出现了过山车的行情，大起大落。刚开始议息会议声明发布的时候，大家认为美联储政策立场转鸽，美元大跌、美股大涨。但是，新闻发布会之后市场理解就是鲍威尔仍然是阐释了鹰派

的立场，所以又是美股大跌，美元大涨。

未来美联储紧缩有三种情形。第一种情形是美国经济继续一枝独秀。即便未来美国经济难以软着陆，但仍有可能实现高通胀、低失业、低增长的滞胀经济。从 1965 年以来美联储有 11 次加息周期，其中 8 次都出现了衰退，但是三次软着陆加息的幅度都远小于这一轮加息周期。而且，特别考虑到美国有可能存在一个潜在增速下行的情形。9 月份的议息会议纪要披露，美联储工作人员研究结果显示近期美国潜在产出预估拉开幅下调，主要是因为生产率增长放缓，还有劳动参与率降低，在这样一个情况下美国潜在产出增长水平大幅下调，而且会持续到 2025 年，这导致美国有可能出现低增长、低失业、高通胀的情况，通胀的韧性会超过预期。在这种情况下，美联储有可能会加息到 5% 左右，紧缩的持续时间会超过预期，美元有可能会出现第二个阶段的进一步上涨。

第二种情形是美国经济显著衰退。由于美联储激进的紧缩，再加上美国“财政悬崖”，可能导致美国需求断崖式下跌。特别是中期选举以后，现在民主党已经丧失了对众议院的控制权，预计在 2025 年之前美国政府难有财政刺激，将加大美联储货币紧缩对经济的冲击。在这样一个情景下，美联储有望在 2023 年的下半年重回宽松，兼顾失业率和通胀，采取预防性缓慢降息的策略，这也是市场目前预计的情形。在这种情形下，美元有可能会先涨后跌，全年小幅收跌，这是第二种情形。

第三种情形就是美国经济深度衰退伴随着金融危机。由于美联储这一

波超预期的紧缩，导致应该很多金融风险有可能会充分暴露，现在应该说是金融风险点多面广，防不胜防。美元周期基本上是以债务危机收尾。即便未来发生金融危机不是源自美国，但是全球化的背景下美国难以独善其身。一旦出现金融危机式的经济衰退，资产价格大跌，信心丧失，美国的通胀有可能会快速下降，这意味着第三阶段过度紧缩会持续比较短的时间。这样的背景下，美联储在 2023 年会大幅降息，甚至一次性降息 75 个或者 100 个基点。刚开始应该是避险情绪支持美元进一步上涨，但是避险情绪过后美元会重回大幅贬值。

最近一段时间，主要国际机构都纷纷下调了明年全球经济增长的预测值。在 10 月份中旬的时候，国际货币基金组织将明年全球基金增长预测值下调到百分之二点七，认为有四分之一的概率明年会增速降到 2% 以下，而且明确表示现在还不是最坏的时刻，对很多人来讲 2023 年从感觉上将是衰退的一年。10 月 13 号的时候，世界银行已经将明年全球经济增长预测从 6 月份预测 3% 下调到 1.9%，而且明年明确表示全球经济正在危险的逼近衰退。10 月初的时候，联合国贸发会警告，任何认为加息控通胀不会导致衰退是一种轻率的赌博 如果现在不调整政策 全球将陷入长期的经济

**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\\_49437](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49437)

