

## 硅谷银行外汇季刊

第三季度 | 创新经济的外汇和宏观情况更新

- 宏观情况：当前通胀的主要驱动因素是供给而非需求；
- 货币焦点：欧元、加元、印度卢比
- 定量分析：通胀上升和经济增长放缓，哪种情况更可怕？
- 热点话题：大宗商品价格出现降温迹象

### 宏观情况

#### 当前通胀的主要驱动因素是供给而非需求

如今通胀不断急剧上升的局面可谓多种因素造成的。自全球经济摆脱新冠肺炎疫情以来，消费者希望花掉他们在疫情期间被迫存下的钱，而那些更容易获得资金的公司则大举支出和投资以寻求营收增长。美国政府的多项计划为民众提供了新冠补贴，这提振消费了需求。许多美国人准备搭建居家办公室，或是启动被延迟维修的项目，但由于商店货架上空空如也，他们很难买到相应的材料。由于工厂关闭，船只在港口停靠，卡车闲置且没有司机，所以商店老板无法补货。例如，家装商店无法获得足够的木材和其他材料的存货来满足需求。随后俄罗斯因入侵乌克兰而受到制裁，引发了全球能源和大宗商品的供应中断，进一步加剧了贸易和供应链的压力。由于价格飙升和价格波动性加剧，美国以及其它发达国家和新兴经济体的通胀率因此达到数十年来的高点。

在2022年之前的几十年里，这个世界对于低通胀、低不确定性和央行的高公信力已经习以为常。全球金融市场的参与者信任并依赖于政策制定者支持经济增长和控制价格的能力。这些政策制定者有时还会超出他们的职权范围，例如在金融危机时期为资产价格提供支撑。但是他们可使用的利率设定和量化宽松等工具，只有在控制经济体的需求时才最为有效。而由于需求和供给侧方面的压力都在推高价格，所以这次与通胀的抗争将更为艰巨。美联储最近的一项研究估计，在美国目前高通胀的驱动因素中，有三分之二与供给有关。<sup>1</sup>

杰罗姆·鲍威尔（Jerome Powell）最近现身国会，再次煞费苦心地解释货币政策的局限性。他表示，“（美联储）能控制的是需求，我们的政策无法真正影响供给……所以能否实现软着陆实际上可能取决于我们无法控制的因素。”<sup>2</sup>这可能不是市场或政客想听到的。

<sup>1</sup> 《供需在多大程度上推动了通胀？》（旧金山联邦储备银行经济通讯系列，作者：Adam H Shapiro，2022年6月21日）

<sup>2</sup> 资料来源：[《美联储主席鲍威尔：控制通胀会“带来一些痛苦”》](#)（Marketplace网站）

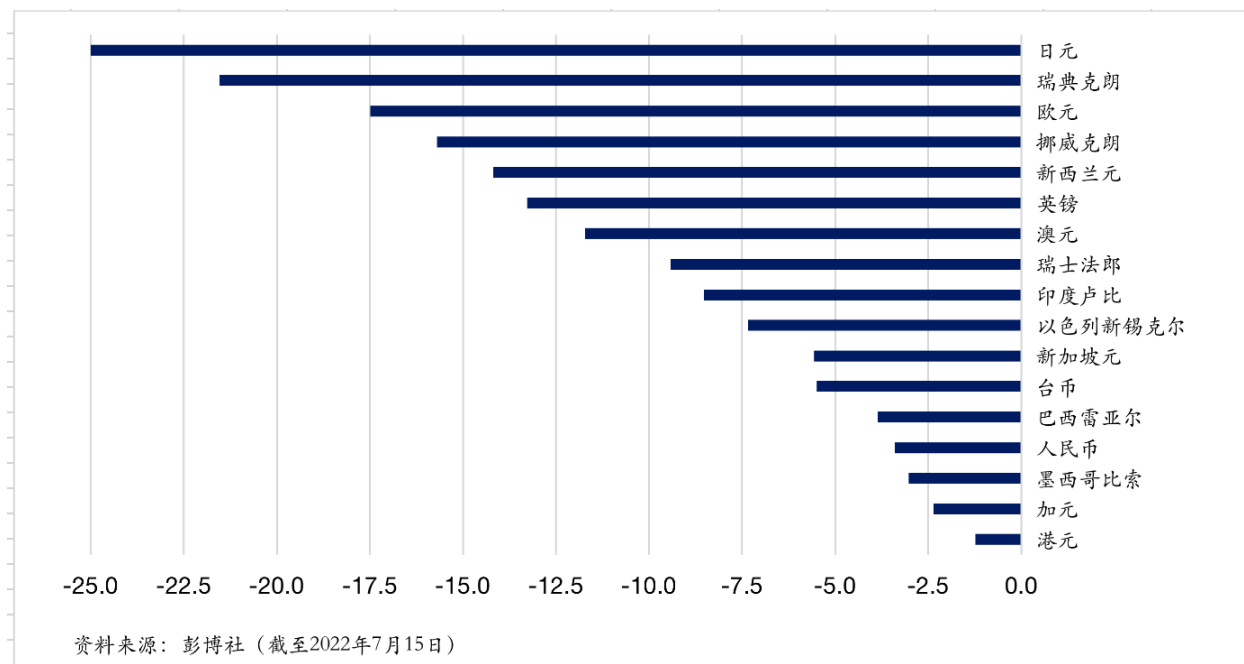
### 美元的前景取决于供给侧通胀压力消退的速度

全球各国的政策利率都在攀升。例外情况虽少，但仍值得关注，这其中包括欧元区和中国。尽管全球各国都在加息，但通胀尚未显示出降温的迹象。例如，美国、英国和加拿大的最新通胀数据是当前周期中的最高点，也是 40 多年来的最高水平。

美国经济和美元似乎可能出现两种结果中的一种。

美联储可能会采取积极行动来限制需求，因为这是该机构能够影响的一个领域，而且它可能在这个过程中制造出一场经济衰退。如图 1 所示，这种结果将支撑美元走强的趋势继续下去。美元仍是全球最大的储备货币，也是全球投资者的避险货币。美国不断加息且时间延长，这将提高美元的吸引力并促进资本流入，从而进一步推动美元走强。

图 1：自 2021 年 1 月以来各国货币兑美元汇率的百分比变化



又或者，供给瓶颈会逐渐好转，直到不再需要一直加息以降低价格，从而为软着陆做准备。在这种情况下，随着加息已完全反映在价格中，那么投资者会青睐风险较高的资产，我们因此可能会看到美元的走弱。

结果是通胀的不确定性造成了外汇的不确定性。

2022年，外汇对创新领域的科技和医疗公司造成了重大影响。与此同时，这些公司还要应对估值下降、融资受限和更大的商业不确定性。对于那些海外没有既定业务收入的公司而言，由于美元走强，其非美元支出和其他投入的成本降低，因此获得了意外之财。而另一方面，拥有非美元资产和海外收入的公司和私募股权基金在将资金汇回美国国内或将资产换算回美元时，会遭受与外汇相关的损失。无论贵司是外汇方面的赢家还是输家，我们都建议您考虑套期保值，以消除外汇这个不确定因素。对一半的风险头寸进行套期保值，可能会有助于贵司在降低风险的同时很好地实现灵活性。

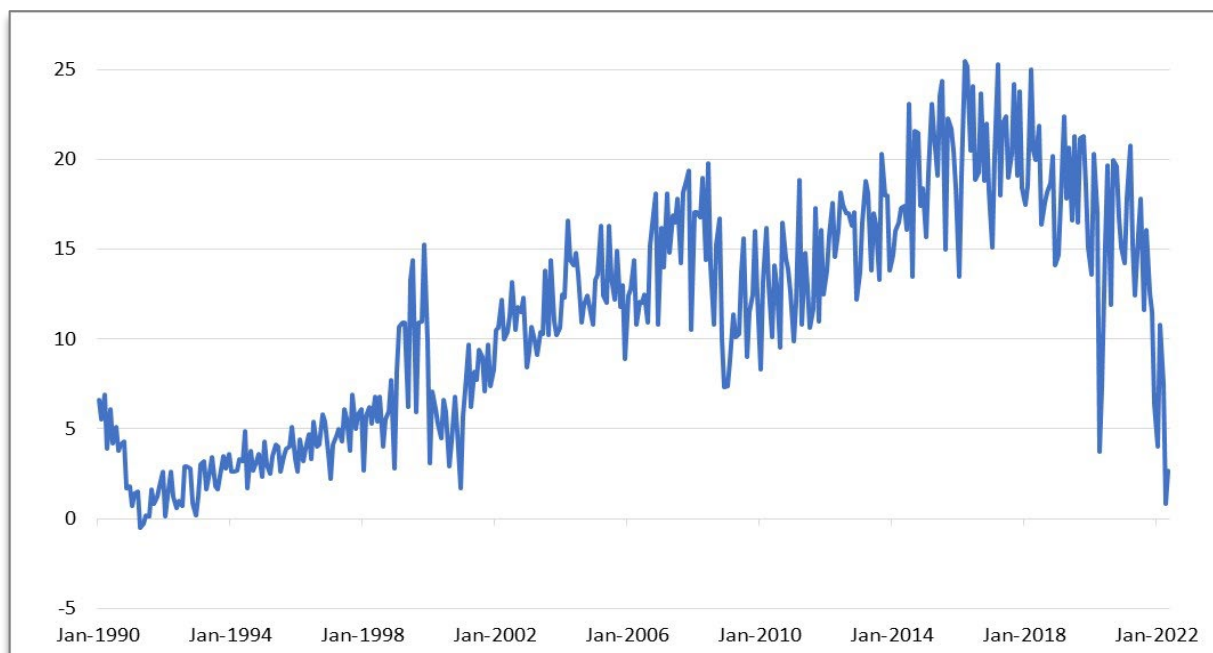
## 货币焦点

### 欧元兑美元平价，萧条

欧元兑美元汇率 20 年来首次跌至平价，原因是欧洲面临乌克兰战火肆虐和能源危机等不利因素，再加上欧洲央行行动谨慎，美联储行动激进。欧元兑美元平价代表了外汇市场的一个重要心理水平。

俄乌战争的余波引发了欧洲能源危机，这是因为对俄罗斯的制裁推高了大宗商品（包括进口到欧盟的天然气）的成本。这场危机可能会继续升级，俄罗斯可能会关闭通往德国的北溪 1 号天然气管道，这是一个切实的威胁。如果欧元区最大的经济体失去其主要能源来源，那么欧洲会陷入进一步的经济困境。德国的贸易差额数据已经显示出能源危机对其造成的影响，德国花了近 30 年才实现的贸易顺差已经被抹去，其中四分之三的亏损发生在过去 12 个月（图 2）。

图 2：德国的贸易差额（单位：10 亿欧元）

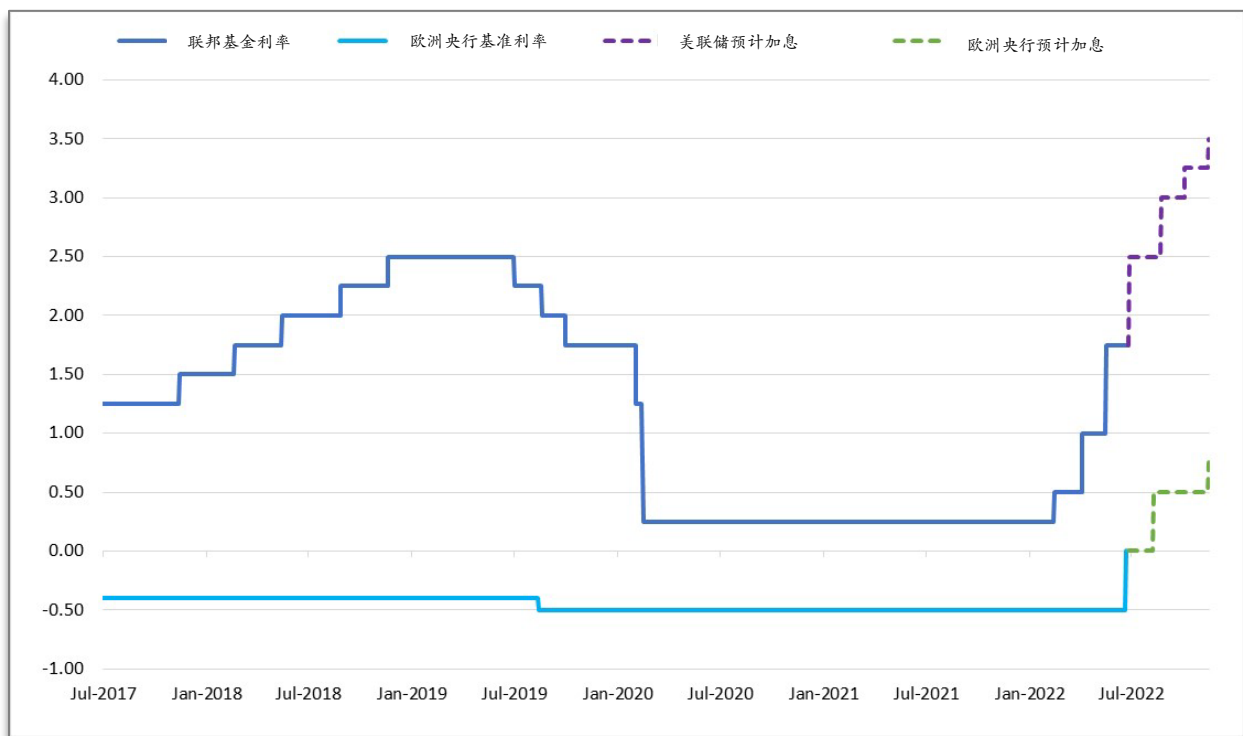


资料来源：彭博社（截至 2022 年 7 月 15 日）

能源价格的上涨是近期欧元区通胀率飙升的主要原因之一。话虽如此，但其实在俄罗斯入侵乌克兰之前，欧元区的通胀率就已经达到了历史高位。

2021 年年底，欧元区 CPI 同比为 5%。截至 7 月份，其 CPI 飙升至 8% 以上。欧洲央行把经济增长，尤其是“外国”经济体的增长放在首位，所以在加息方面行动迟缓。欧洲和美国央行政策的分化吸引了以欧元计价的资本流入美元资产。欧洲央行终于在 7 月份以 50 个基点启动了加息周期，但考虑到美联储预计将在同一时期<sup>3</sup>加息 125 个基点，这一举措可能不足以支撑欧元反弹。欧洲央行在加息方面落后于人了，而且看起来可能会继续落后（图 3）。

图 3: 美联储和欧洲央行的政策利率



资料来源：彭博社（截至 2022 年 7 月 15 日）

平价可能会让位给新的低点。欧元区的结构性不利因素，包括脆弱的能源供应、低利率和全球经济放缓，应该会在中期内继续对欧元构成压力。与此同时，如果美国的劳动力市场仍然紧张，美联储的鹰派应该会推动美元走强。

哪些因素可能会导致欧元兑美元汇率的逆转？

<sup>3</sup> 资料来源：彭博社，美联储未来加息由联邦基金利率期货决定，而欧洲央行未来的加息由欧元隔夜指数掉期决定。

- 在欧元方面，俄乌冲突的解决和对俄罗斯制裁的撤消将增加人们对欧元区经济的信心，供给侧压力的缓解也有助于抑制通胀。欧洲央行采取更加鹰派的立场也将会为欧元提供支撑。
- 在美元方面，一些观察人士正梦想着“美联储转向”，即该央行将扭转目前为应对通胀而采取的激进加息和/或量化紧缩措施。美联储的转向将降低对联邦基金利率的预测，并降低整个曲线的收益率，从而缓解美元的看涨压力。美联储需要看到通胀降温、GDP萎缩或失业率上升的迹象，才会推进这一系列的发展。坏消息也可能是好消息，即经济指标走弱可能表明美联储成功实现了软着陆，降低了过度加息的必要性。

#### 加元（CAD）：原油价格的上涨提振了加元

从表面上看，加元兑美元汇率似乎步履维艰。然而我们再深入表面就会发现在当前情况下，加元表现得相当好。如图 4 所示，在 2022 年上半年和美元本轮牛市开始以来，加元是 10 国集团主要货币中兑美元汇率表现最好的。

有几个因素可以解释加元的抗压性。首先是过去两年原油价格的大幅上涨。原油约占加拿大总出口量的 15%，价格上涨带来的意外之财帮助支撑了当地产业，改善了该国的商品贸易差额。加元兑欧元汇率（下图 4）突显了加元的优异表现，这与油价的上涨密切相关。

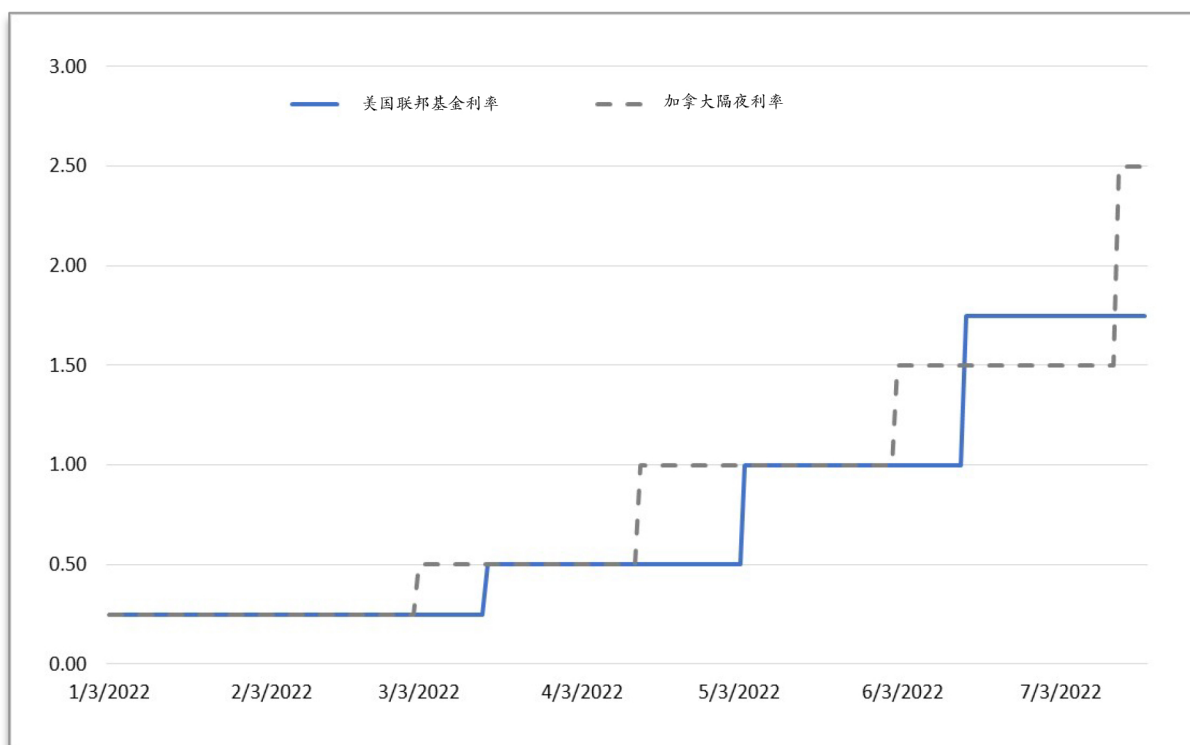
图 4：原油价格 VS 欧元兑加元汇率



资料来源：彭博社（截至 2022 年 7 月 1 日）

其次，加拿大央行已经采取了与美联储非常相似的行动来应对更高的通胀率。该央行今年已经三次提高其基准利率至 1.50%，并暗示将有进一步加息。市场预计到年底，其利率将至少达到 3%，这与美联储的路径如出一辙。加元与美元利率平价有助于保持加元与美元的接近，并帮助加元跑赢大多数其他货币。

图 5：加拿大和美国的政策利率



资料来源：彭博社（截至 2022 年 7 月 3 日）

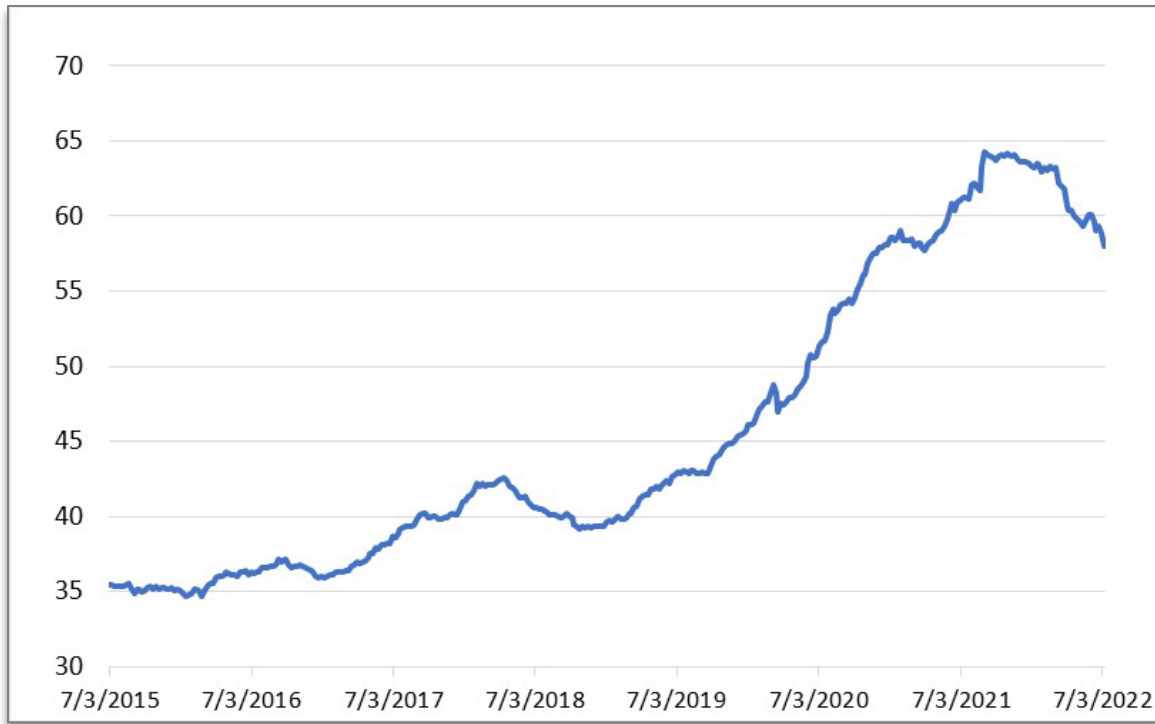
最后，加拿大的经济增长保持不变。预计其经济在 2022 年将增长 3.8%，2023 年增长 2.4%。经济的持续增长将给该央行以通过加息来对抗通胀的喘息空间。加元还受益于政府的稳定，自俄乌战争以来，欧洲大部分地区都面临着地缘政治风险有关的负面新闻，而加拿大得以避免这些问题。

这些因素一直是支撑加元的强劲支柱。然而外汇市场并不是在真空中运行的，外生因素很容易会造成外汇市场的“左右摇摆”。例如，油价下跌可能会削弱加元。我们很难持续预测汇率走势，但就目前而言，除非出现重大外生变化，否则鉴于美国和加拿大货币政策的趋同以及基本面的相似性，这一货币对在 2022 年剩余时间内可能会保持窄幅距离。

**印度卢比 (INR)：** 无法幸免于美元强势的浪潮，其央行因此介入

印度卢比终于备经考验，突破了 1 美元兑 80 卢比这一重要的心理关口。尽管印度央行动用了外汇储备来保护其货币不过度贬值，但贬值仍在继续。如图 6 所示，外汇储备减少的速度表明了这一行动的紧迫性，最终结果也是喜忧参半。

图 6: 印度外汇储备 (单位: 10 亿美元)



资料来源: 彭博社 (截至 2022 年 7 月 3 日)

印度央行还采取了其他措施，现在正直接干预外汇市场，以缓解市场对美元日益增长的需求（这给卢比带来了抛售压力）。其他已采取的措施包括：

- 将本财年外国公司借款上限提高一倍至 15 亿美元。
- 取消了银行的利率上限，以吸引更多外国实体的资金。
- 放宽外国机构投资印度企业和政府债的规定。

在过去十年里，印度经济的蓬勃发展惠及了那些参与其中的外国投资者，而他们在印度央行的此轮行动中再次受益。但伴随着这一好消息的是外汇市场风险的上升。目前的状况可能有利于进入，但可能不利于退出。

过去 10 年，卢比平均每年贬值约 4.4%，但在 2022 年有所回升。今年迄今为止，卢比的贬值导致投资损失约 6%。对于有 5 到 10 年退出期限的基金来说，这种汇率方面的损失可能会迅速累积：过去 10 年，汇率方面的亏损会使总收益减少近三分之一。

我们很难说印度央行的干预是否会有效遏制卢比的进一步贬值。我们永远不会知道与事实相反的情况，即如果没有该央行的干预，卢比将会多么疲软。最终卢比的命运可能不在政策制定者手中。美元当前的牛市周期似乎站稳了脚跟，这正在推动其他货币的走势，对于消费和进口大量石油和其他大宗商品的国家来说这点尤为如此。

## 定量分析

### 高通胀和低增长，哪个更可怕？

发达经济体和新兴经济体的央行都已开始抗击通胀。物价上涨不再被认为是暂时的，因为这已经影响到工资和经济领域中其他“粘性”更强的部分。央行面临一项艰巨的任务，原因有二。首先，央行的措施可能会解决需求方面的通胀压力，但不能解决贸易和供应链中断等供给方面的问题。其次，旨在对抗物价上涨的政策将导致经济产出减少和增长放缓。根据国际货币基金组织的预测<sup>4</sup>，从2021年到2022年，全球经济增长预计将下降约50%。

其结果是急剧上升的通胀率和不断恶化的经济增长，这是一个非常糟糕的组合，类似于无味但高热量的甜点。央行官员们对经济软着陆抱有希望，这是一种完美的、人为制造的经济减速，既能抑制物价，又能避免经济衰退。拉动政策杠杆太多或太少都有可能让经济体处于一个或另一个极端。

哪个极端更糟糕？历史表明，低增长更可怕。

我们进行了一项实证分析，以评估在通胀和增长分别处于两种情况下<sup>5</sup>，美国经济的健康状况。自1972年以来，我们渡过了203个季度，在其中42个季度里，经济处于以下四种状态之一：

- 高通胀，高增长
- 高通胀，低增长
- 低通胀，高增长
- 低通胀，低增长<sup>6</sup>

下表1显示了标普500指数在每种状态下的年平均表现，以及作为基准的总体表现。

---

<sup>4</sup>资料来源：《战争阻碍全球复苏》（《世界经济展望报告》，2022年4月）

<sup>5</sup>资料来源：我们用股市的跑赢或跑输的数据作为衡量经济健康程度的指标。

<sup>6</sup>高和低分别定义为高于70分位数和低于30分位数。



表 1: 标普 500 指数在通胀和增长不同时期的表现（1972-2022 年各季度）

标普500指数的表现 (1972 - 2022年)					
	所有季度	高通胀/高增长	高通胀/低增长	低通胀/高增长	低通胀/低增长
平均年回报率	7.1%	9.7%	0.6%	27.3%	4.4%
季度数	203	10	18	5	9

根据1972-2022年的季度数据，如果经济数据高于第80个百分位数，则一个季度的特征是处于高通胀或高增长状态；同样，如果读数低于第20个百分位数，则认为经济表现出低通胀或低增长。通胀和增长的时间序列分别是同比核心CPI和季度GDP增长。

在分析的50年期间，美国经济在203个季度中的42个季度里处于4种状态之一，其中18个季度符合滞胀标准。

在 2022 年的前两个季度，美国经济都处于高通胀/低增长的状态，这种情况通常称为滞胀。这是我们研究中最糟糕的组合，股市表现明显不佳（这种情况下平均年回报率仅为 0.6%，而所有季度的平均年回报率为 +7.1%）。在另一个极端，即低通胀/高增长的“金发女孩”经济场景下，股市表现强劲，这并不令人意外。

其他两种状态下的结果更具启发性。股市在高通胀/高增长的季度表现出色，但在低通胀/低增长的季度则表现不佳。换句话说，当增长强劲时，高通胀似乎对股市没有影响，但在低增长时期，即使通胀率也很低，股市也会陷入困境。

包括英国央行、美联储和欧洲央行在内的发达国家央行因在当前通胀爆发期间的自满而受到批评。一些观察人士认为，当 2021 年出现通胀上升的初步迹象时，各国央行加息的速度不够快，而且随着通胀进一步加剧，政策利率似乎正在滞后。

这项研究的结果表明，央行的耐心或许是有道理的，尤其是考虑到强劲的就就业形势。与应对低增长相比，各经济体在应对高通胀方面表现出了更强的韧性。

## 热点话题

大宗商品价格可能已经见顶

大宗商品价格上涨是 2022 年全球通胀问题的核心。自 2020 年 3 月 15 日以来，大宗商品价格全面走高。自那之后，整体大宗商品指数几乎翻了一番。截至 2022 年 7 月 21 日，油价首当其冲上涨了 159%（见表 2）。

但今年迄今为止，大宗商品价格显示出明显的逆转迹象，自俄乌战争开始以来尤为如此。就木材这一新冠疫情后大宗商品市场的宠儿而言，其价格在今年已经下跌了近一半。

表 2: 自关键日期以来的大宗商品价格表现

	2020年3月16日 (疫情期间低点) 以来	2022年年初至今	2022年02月25日 (俄乌冲突) 以来
整体大宗商品指数	86%	17%	3%
原油	159%	28%	5%
铜	38%	-27%	-27%
小麦	46%	6%	-4%
玉米	63%	-3%	-13%
木材	86%	-48%	-54%

资料来源：  
彭博社数据截止2022年7月21日。整体大宗商品指数指其他类型大宗商品一般期货价格指数。

大宗商品价格的变化和总体通胀之间通常存在滞后性。展望未来，我们可以预期价格的持续逆转将在一定程度上缓解通胀。这点是令人鼓舞的，但我们必须牢记的是大宗商品价格下跌也可能预示着GDP增长放缓，这甚至可能意味着衰退。

## 了解更多信息

硅谷银行为那些推动创新发展的行业和问题提供独家视角。

我们邀请您访问我们的外汇风险咨询内容库，获取可操作的国际业务风险管理指导和套期保值策略。

1. [科技公司](#)
2. [生命科学和医疗公司](#)
3. [PE/VC 投资人](#)

如果您有问题或需要就贵司具体的风险管理情况与我们讨论，请直接联系您在硅谷银行的外汇业务顾问，或者通过 [GroupFXRiskAdvisory@svb.com](mailto:GroupFXRiskAdvisory@svb.com) 联系我们的外汇团队。

## 免责声明

©2022 硅谷银行金融集团。版权所有。硅谷银行 (SVB)、硅谷银行金融集团 (SVB FINANCIAL GROUP)、硅谷银行 (SILICON VALLEY BANK) 和箭头标志是硅谷银行金融集团的商标，在许可下使用。硅谷银行是美国联邦存款保险公司以及联邦储备系统的成员。硅谷银行是硅谷银行金融集团（纳斯达克：SIVB）位于加州的子公司银行。

外汇交易风险很大，如果汇率出现不利变动，短期内可能会发生损失。汇率可能会高度波动，并受到许多经济、政治和社会因素，以及供求和政府干预、控制和调整的影响。金融工具的投资有很大的风险，包括投资本金的潜在损失。在进行任何外汇交易前，您应先征询税务、财务、法律、会计及其他顾问的意见，并根据自己的目标、经验及资源做出投资决策。

本篇内容所表达的观点仅为我们截至发布之日的观点。本资料基于我们认为可靠的信息，但我们并不保证该信息是准确或完整的，因此不应作为决策依据。

本资料包括但不限于统计信息，仅供参考之用。本资料基于我们认为可靠的第三方来源的信息，但该信息未经我们独立核实，因此，我们不保证该信息的准确性或完整性。这些信息不应被视为税务、会计、投资、法律或其他建议，也不应被视为投资或其他决策的依据。在做出任何投资决策前，您应先获取相关及具体的专业意见。与本资料有关的任何内容均不应被解释为以获取或处置任何投资或从事任何其他交易的招揽、要约或建议。