



硅谷银行外汇季刊 (2022年第四季度)

影响创新经济的货币最新情况和展望

目录

01

宏观方面：美元全方位走强但不平衡，其强势有望持续。中期选举结果可能为美元提供进一步的推动力。外汇期权市场的头寸显示出看涨美元的倾向。

04

02

外汇聚焦：[硅谷银行的货币评分卡](#)突出了哪些货币最容易受到美元持续走强的影响。

07

03

量化分析：远期外汇套息利差的情况发生了变化，这有利于美元买家。跟随美联储的步伐，可能会优化外汇套期保值的利差收益。

09

04

热点话题：尽管外汇市场进行了干预，但美元仍在继续飙升。

11

在今年的总结报告中，我们重新审视了美元强势背后的驱动因素，并确定在未来几个季度里，除非全球通胀形势发生重大变化，否则美元走势不太可能出现逆转。

在宏观部分，我们将关注外汇期权市场和中期选举，并找到更多支持美元的数据点。

美元走强给我们在海外产生现金流和回报的客户公司（全球性公司、风险投资和私募股权基金）造成了巨大阻力。另一方面，这一走势也给许多以美元而非海外收入为其全球扩张提供资金的早期公司带来了实质性提振。套期保值活动全面增加，这既包括那些希望防止进一步损失的公司，也包括那些寻求锁定外汇意外收益的公司。

在外汇聚焦部分，我们将介绍[硅谷银行货币评分卡](#)，这是一种衡量货币相对强弱和未来潜在调整变化的客观方法。在量化分析部分，我们对套期保值的成本进行了检查。由于过去12个月的货币政策导致利率变动，如今套期保值的成本有了很大的变化。

最后，我们的热点话题部分强调了一个可能破坏美元牛市的新趋势——央行对外汇市场的干预。

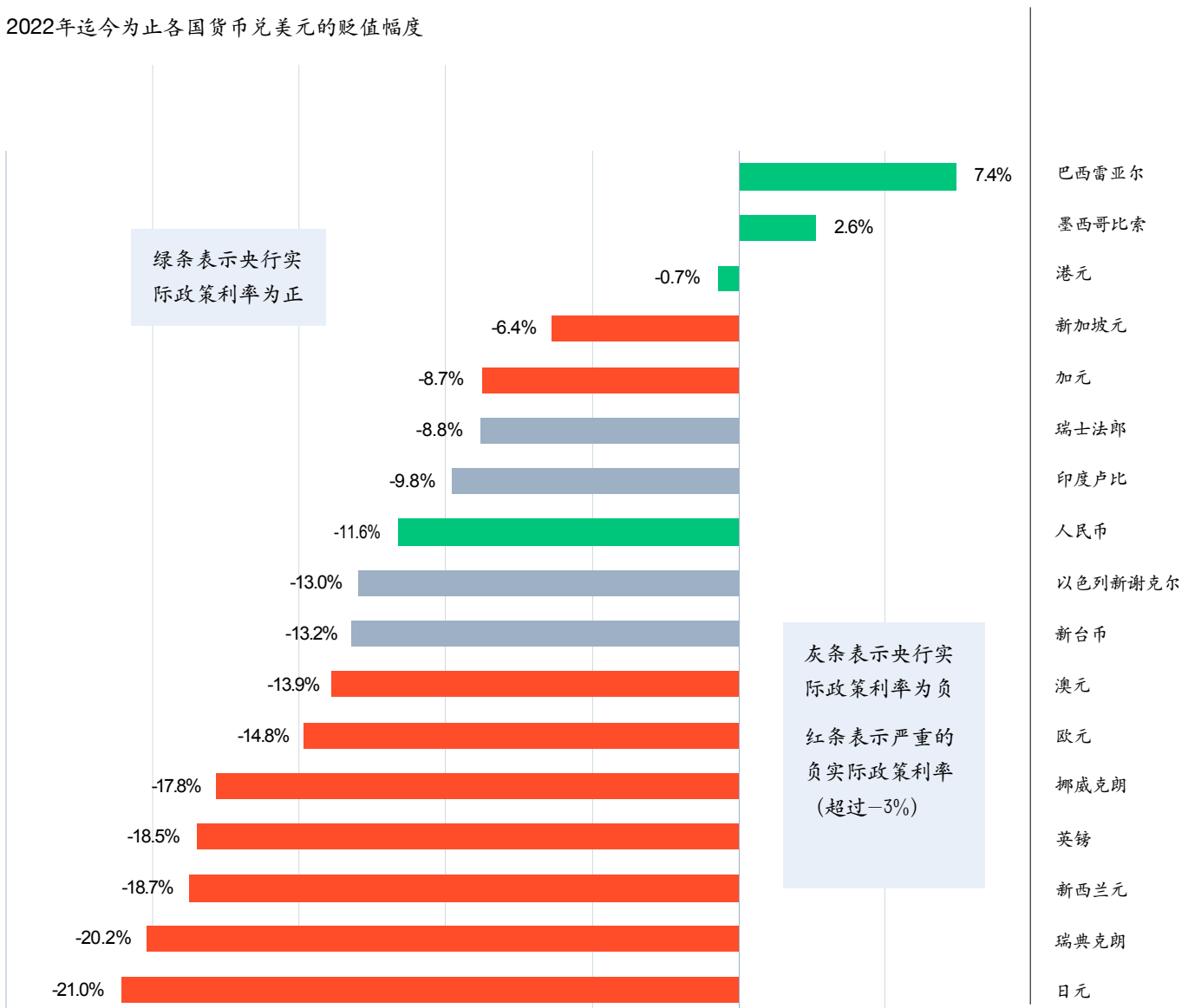


宏观方面

美元全方位走强但不平衡，其强势有望持续

- 不断上升的通胀、不断恶化的贸易和经常项目余额以及低于美元的利率，共同导致了这些货币兑美元的大幅贬值。
- 展望未来，受央行监管的货币将继续承受最大的下行压力。这些货币国家的央行被认为在对抗通胀方面落后，因为它们加息的速度不够快，无法跟上物价上涨的步伐。沿着这一思路，那些央行没有加息（如日本）或实际上降息（如中国）的货币将面临类似的阻力。
- 衡量央行前瞻性的重要指标之一是央行“实际”政策利率（即政策利率减去年度通胀率）。随着供给侧和地缘政治通胀压力的基数效应逐渐减弱，通胀率到达下一个较低水平，严重的负实际政策利率将是这些货币未来几个月走软的一个关键驱动因素。

2022年迄今为止各国货币兑美元的贬值幅度



资料来源：彭博社（截至2022年10月）

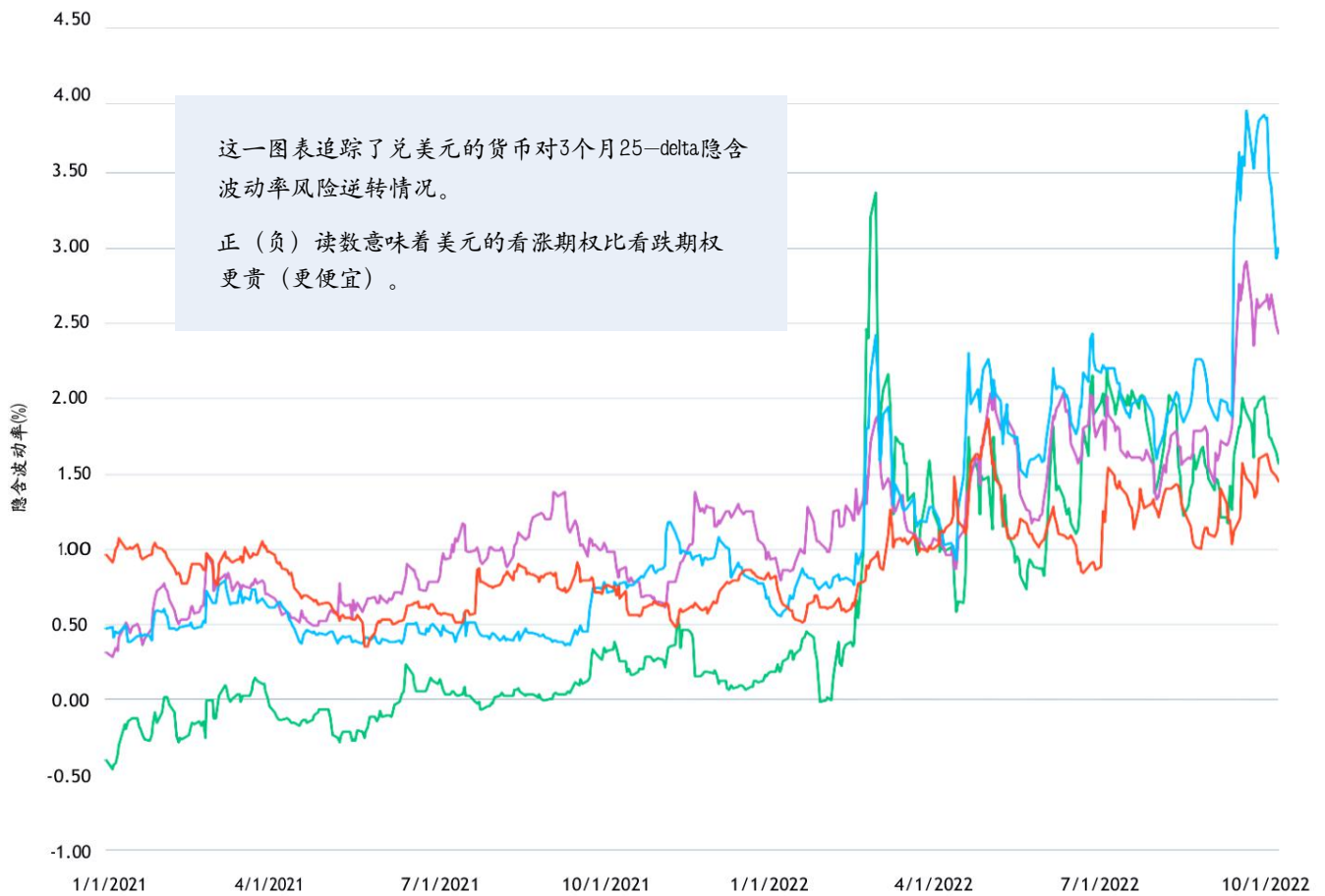
期权定价显示美元可能还有更多上行空间

- 在同等保护水平下，防止美元进一步升值的外汇期权价格高于防止美元下跌的外汇期权价格。
- 更高的价格反映了市场对受益于美元进一步升值的期权有更大的套期保值和投机需求。
- 这一指标通常被认为代表了市场集体寸头和观点偏向。



外汇市场指数显示，针对美元升值的避险需求过剩

— 欧元 — 加元 — 英镑 — 人民币



中期选举结果可能为美元提供进一步的推动力

美国国会的竞选日益激烈。通胀的爆发被认为是在民主党领导下发生的，这让共和党从今年年初左右就获得了中期选举的优势。然而在《通胀削减法案》、《更安全社区法案》和《学生债务赦免法案》等关键立法胜利后，民主党人正乘风破浪。根据RCP (Real Clear Politicss) 民调，民主党已经缩小了差距。

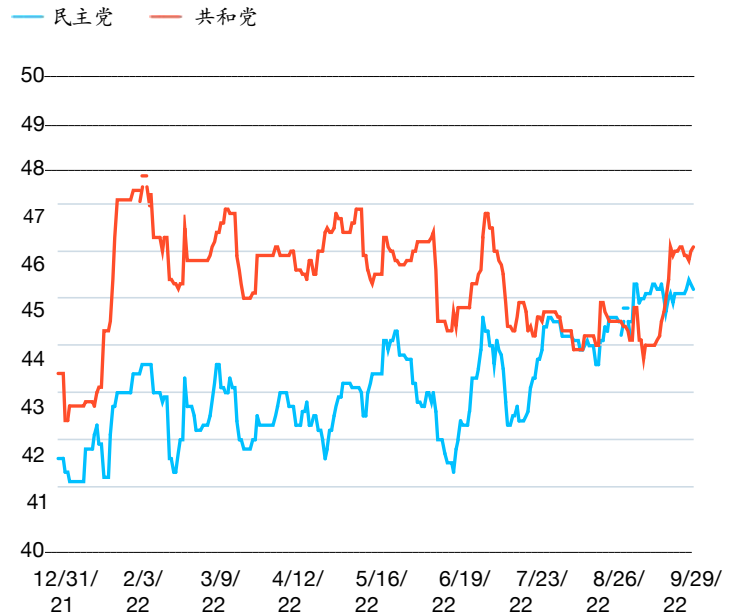
如果民主党获胜，那么美国国会和白宫将被一党同时控制，这种情况可能会阻碍美国的财政节制。分裂的国会多次迫使其在过度赤字支出或减税方面陷入僵局，这是分歧带来的积极一面。

我们可以把英国最近的预算危机作为过度支出潜在后果的一个例子。英国财政大臣夸西·科沃滕在上任38天后就被解职了，原因是他精心策划了一项减税计划，这将导致更多的债务。市场大量出售英国政府债券，以自己的方式迅速拒绝了这一提议，这导致30年期英国国债收益率在几天内从3.5%上升到接近5.0%。债券义警正在观察，没有资金支持支出将不会被看好。

新冠疫情时代已导致美国出现巨额赤字支出。美联储货币政策的正常化，包括加息和量化紧缩，已导致债券收益率大幅上升，这有助于美元走强。民主党日益高涨的势头使赤字问题成为人们关注的焦点。过度的支出可能会给债券带来进一步的下行压力，给收益率带来上行压力，这可能会进一步推动美元走高。



RCP (Real Clear Politicss) 民调显示两党竞争更加激烈 (%)



如果民主党获胜，那么美国国会和白宫将被一党同时控制，这种情况可能会阻碍美国的财政节制。

美元跟随收益率走高



资料来源: RCP (Real Clear Politicss) 民调、彭博社 (截至2022年10月)

外汇聚焦

硅谷银行货币评分卡突出了哪些货币最容易受到美元持续走强的冲击

我们的9分制评分卡对有助于解释汇率走势的所有9个潜在因素都进行了评分。如果该因素被认为有助于货币走强（推动力），则评分为+1；如果该因素被认为有助于货币走弱（阻力），则评分为-1；如果该因素被认为具有中性影响，则评分为0。各个因素相加的总分就是货币评分。分数越高（越低），货币预期的相对强势（弱势）程度就越高。



		I.	II.	III.	IV.	V.	VI.	VII.	VIII.	IX.	
		通胀率 (年同 比)	政策利 率 (%)	政策利率与通 胀率之差 (%)	GDP 增长 (季 度同 比)	失业率 (%)	经常项 目 (%G DP)	预算赤 字 (% GDP)	大宗商 品 价格压 力	与风险资产 的相关性	货币评分
发达市场											
欧元区	欧元	9.9%	1.25%	-8.65%	0.80%	6.60%	0.90%	-3.90%	Importer	Positive	-7
英国	英镑	10.1%	2.25%	-7.85%	-0.10%	3.60%	-4.33%	-4.87%	Importer	Positive	-6
日本	日元	3.0%	-0.10%	-3.10%	0.50%	2.50%	1.75%	-6.36%	Importer	Positive	-3
加拿大	加元	6.9%	3.25%	-3.65%	1.10%	5.40%	0.24%	-12.60%	Exporter	Positive	1
澳大利亚	澳元	6.1%	2.60%	-3.50%	0.90%	3.50%	2.25%	2.50%	Exporter	Positive	3
瑞士	法郎	3.3%	0.50%	-2.80%	0.30%	2.10%	7.94%	-2.27%	Importer	Low	1
新兴市场											
中国	人民币	2.8%	4.35%	1.55%	-2.60%	4.00%	2.06%	-3.83%	Exporter	Positive	3
巴西	雷亚尔	8.7%	13.75%	5.05%	1.20%	8.20%	-1.98%	-4.20%	Exporter	Positive	-1
印度	卢比	5.9%	5.90%	0.05%	-1.40%	6.50%	-1.90%	-6.65%	Importer	Positive	-5
墨西哥	比索	8.5%	9.25%	0.72%	1.00%	4.60%	0.25%	-0.64%	Exporter	Positive	4
基准货币											
美国	美元	8.2%	3.25%	-4.95%	-0.1%	3.70%	-3.9%	-3.5%	Exporter	Negative	0

■ 推动力 +1
■ 中性 0
■ 阻力 -1

简而言之：

预计表现好于美元的货币包括：澳元、加元、瑞士法郎、人民币和墨西哥比索。
 预计表现差于美元的货币包括：欧元、英镑、日元、巴西雷亚尔和印度卢比。

硅谷银行货币评分卡因素

- I. 通胀：持续较高的通货膨胀会损害一种货币相对于另一种货币的相对购买力，导致货币疲软。
- II. 政策利率：利率相对较高或预期利率相对较高的货币会因为寻求收益率的国际投资者在短期内的买入而获益。
- III. 政策利率与通胀率之差：差值为负表明，在高通胀水平下，货币政策过于宽松，导致货币走软。差值为正表明央行采取了限制性措施，利率增速超过了通胀，这对货币来说是积极的。当通胀率和政策利率一致时，这表明一种货币的政策立场是中性的。
- IV. GDP增长：当一国经济强劲增长时，该央行会收紧货币政策，作为控制增长的抓手。收紧货币政策（通常是通过加息）在短期内有利于货币。低至负增长的GDP为各国央行提供了实施宽松货币政策的理由，收益率因此下降，这就给货币带来了下行压力。
- V. 失业率：央行章程支持那些为劳动力市场带来稳定的政策。低失业率使各国央行有更大的空间收紧政策以遏制通胀，通过加息为货币提供支撑。
- VI. 经常项目余额：经常项目余额代表一个国家商品和服务净出口（出口—进口）的值。经常项目余额为负意味着一个国家是商品和服务的净进口国，这本质上意味着该国在输出资本来支付这些商品和服务，并增加其货币在全球市场的供应。更多货币供应意味着更低的货币价格。
- VII. 预算赤字：如果一个国家存在高预算赤字，那全球债券投资者可能会将此视为该国偿债困难的迹象，这可能导致债券出售、资本流出该国和货币贬值（正如最近在2022年9月英国发生的那样）。
- VIII. 大宗商品价格压力：大宗商品价格上涨，特别是那些由于市场低迷或地缘政治而迅速上涨的价格，将给能源净进口国的货币带来下行压力。
- IX. 与风险资产的相关性：美元是唯一屹立不倒的避险货币，在金融困境期间，投资者蜂拥而入。在2022年的避险浪潮中，日元、瑞士法郎、黄金、甚至加密货币等其他避险资产都没有起到多大的缓解作用。



量化分析

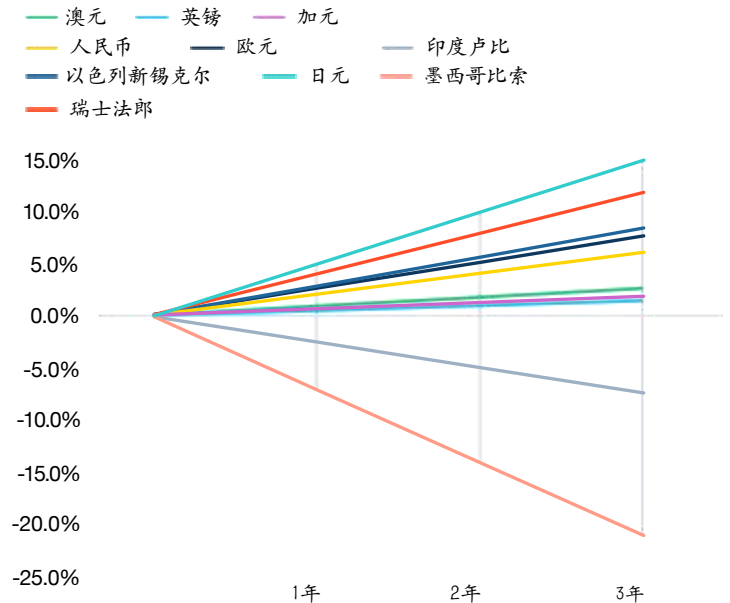
远期外汇套息¹利差的情况发生了变化，这有利于美元买家

- 在海外产生现金流和回报的全球性公司、风险投资和私募股权基金通常使用远期外汇合约来为外汇收益兑换美元套期保值。
- 2022年美联储加息的速度超过了大多数发达经济体，扩大了有利于美国的利差。这种有利于美国的利率优势提高了那些通过远期外汇合约锁定未来美元购买价格的美国公司和基金的利差收益。
- 硅谷银行客户买入美元卖出其他主要货币的平均利差增长目前为每年0.92%，而一年前为-1.17%。除一种货币外，买入美元卖出其他所列货币的利差都有所提高。

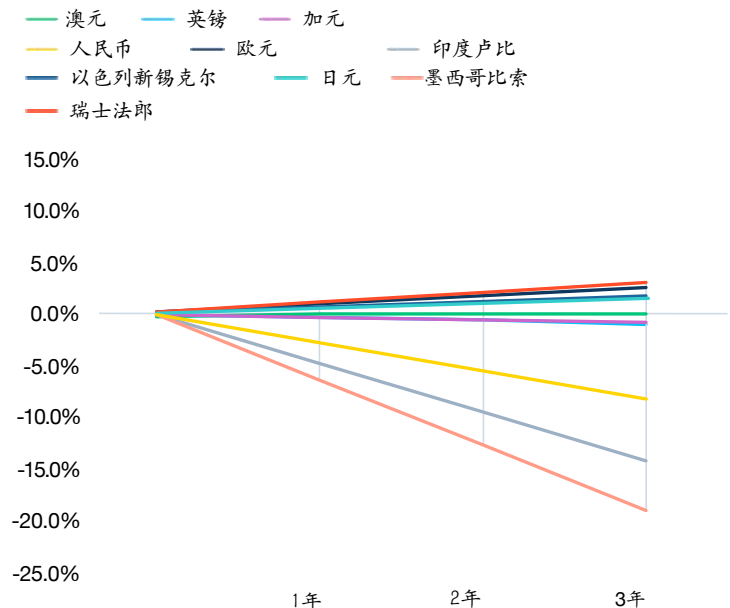
提高了那些通过远期外汇合约锁定未来美元购买价格的美国公司和基金的利差收益



累计赚取/支付的利差 (截至2022年10月)²



累计赚取/支付的利差 (截至2021年10月)²



正(负)读数意味着赚取(支付)了利差。换句话说，远期汇率比即期汇率更有利(更不利)。

资料来源：硅谷银行外汇风险咨询、彭博社 (截至2022年10月)

¹ 利差反映了用远期外汇合约进行套期保值的成本。它是执行套期保值时远期合约汇率与现行即期汇率的差额，根据货币对和方向的不同，对套期保值者有利或不利。利差是在买入高息货币卖出低息货币时赚取(或支付)的。

² 图表反映了1年期远期用插值法估算的利差，并推断到2年期和3年期。

跟随美联储的步伐， 可能会优化外汇套期保值的利差收益

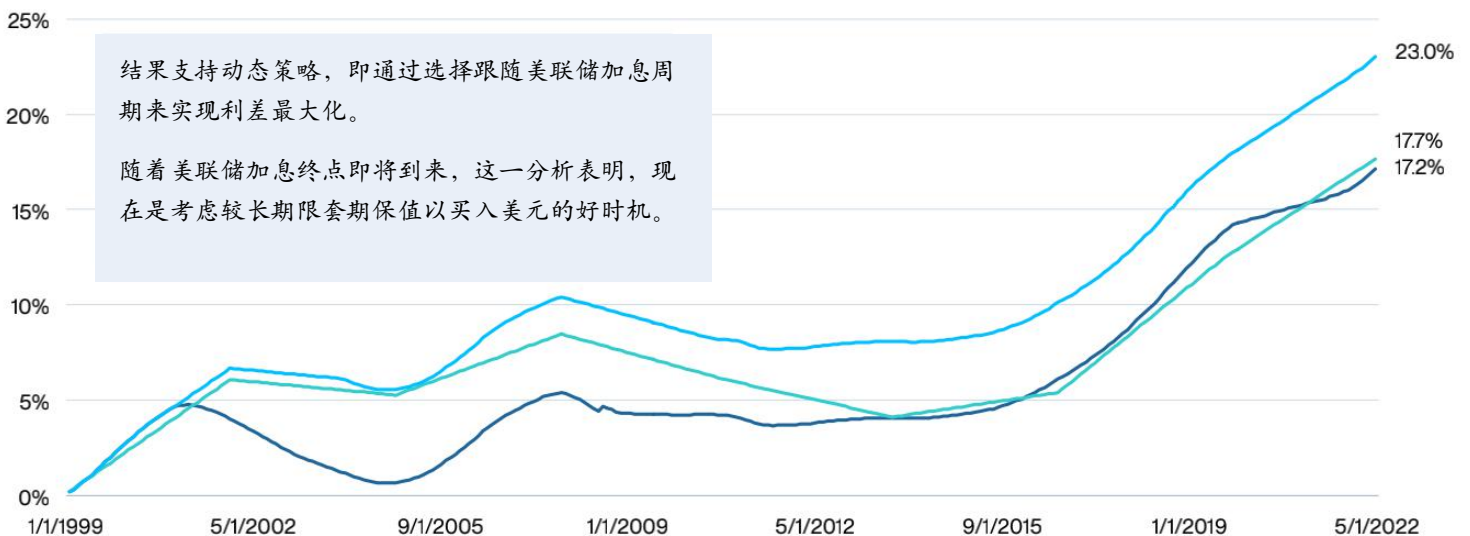
全球基金投资者如果对跨境退出的时机和金额有良好的了解，可能会使用期限较短或较长的远期合约对冲其汇率风险。这一选择取决于许多因素，包括信贷利用率、现金支出的规模和频率、调整金额的灵活性以及利差情况。至于后者，在过去20年的大部分时间里，投资于欧洲的美国基金都能够从远期外汇套期保值中赚取利差，因为美国的利率一直高于欧洲。如果目标是实现套期保值利差收益的最大化，那么选择对短期的远期合约进行展期，还是选择长期限合约更好？

下面的分析追踪了一家美元基金在过去20年里对连续3年期欧洲投资的当前风险进行对冲所获得的利差。评估三种不同的策略：1) 对1个月期限的远期合约展期 2) 对3年期限的远期合约展期，或3) 动态策略，基准套期保值期为1个月，但在美联储加息周期结束时转到3年。这种转变的理由是，较长的套期保值锁定了较高的美元利率，这是通过远期套期保值综合获得的，期限较长。



三种策略模拟累积外汇远期利差增长 (%)

— 对1个月期限的远期合约展期 — 对3年期限的远期合约展期 — 动态策略



热点话题

尽管外汇市场进行了干预，但美元继续飙升

随着世界各国政府试图在美元不断走高的背景下稳住本币，对外汇市场的干预又再度兴起。美联储大举加息和普遍的避险资金流入，对美元形成了强劲提振。干预可以有多种形式，但在基本层面上，干预是指一个国家利用其持有的外币计价债券和资产（即外汇储备）购买本币，以应对过度的抛售压力。虽然很难获得有关干预的数据，但我们可以将外汇储备组合的名义金额变化作为一个指标。该金额的减少意味着外汇储备被用来保卫本币。



国家	2022年外汇储备的下降	2022年与年内低点相比的贬值	2022年到10月的贬值
中国	-6.8%	-12.7%	-12.4%
印度	-17%	-10.7%	-9.9%
日本	-12%	-24.2%	-22.1%
韩国	-10%	-17.7%	-16.4%
马来西亚	-7.7%	-12.0%	-11.8%
菲律宾	-47%	-13.6%	-12.1%
台湾	-1.3%	-14.3%	-13.9%
英国	-13%	-23.1%	-14.5%
越南	-14%	-8.2%	-8.1%

所有货币的变动都是相对于美元的。
资料来源：彭博社（截至2022年10月）

表中列出的是据报道在2022年干预外汇市场的国家。

两点重要观察：

1. 尽管采取了干预行动，但其货币仍走弱；
2. 10月份的汇率接近年内低点，表明抛售压力依然存在。

干预措施很少画地为牢，其成功程度也是参差不齐。然而如果没有干预，这些货币可能会有更严重的贬值。

©2022 硅谷银行金融集团。版权所有。硅谷银行金融集团 (SVB Financial Group) 是所有业务单位和集团的控股公司。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。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。

本文所表达的观点仅代表作者本人，不一定反映硅谷银行金融集团、硅谷银行或其任何关联公司的观点。

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。

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。

本文件中列出的所有非硅谷银行公司及其在本文件中分享的各种统计数据、想法、分析和见解均来自独立的第三方，与硅谷银行金融集团没有关联。Comp ID#990029351