

# 硅谷银行外汇季刊展望（2022年第二季度）

## 外汇市场不得不应对通货膨胀、利率上升和收益率曲线趋缓等问题

本文由多位作者编写

### 要点

- 通货膨胀一直是货币价格和波动的主要驱动因素。
- 此前收益率曲线发生倒挂时，投资者的悲观情绪和美元都曾有走高的趋势。
- 本文的货币焦点部分重点介绍了三种“突出重围”的货币——日元、人民币和以色列新谢克尔。
- 尽管比特币初获成功，但其表现更像是一只杠杆化的高贝塔值股票，而不太像法定货币或“通胀克星”。

### 宏观概述

通货膨胀不是“暂时的”。

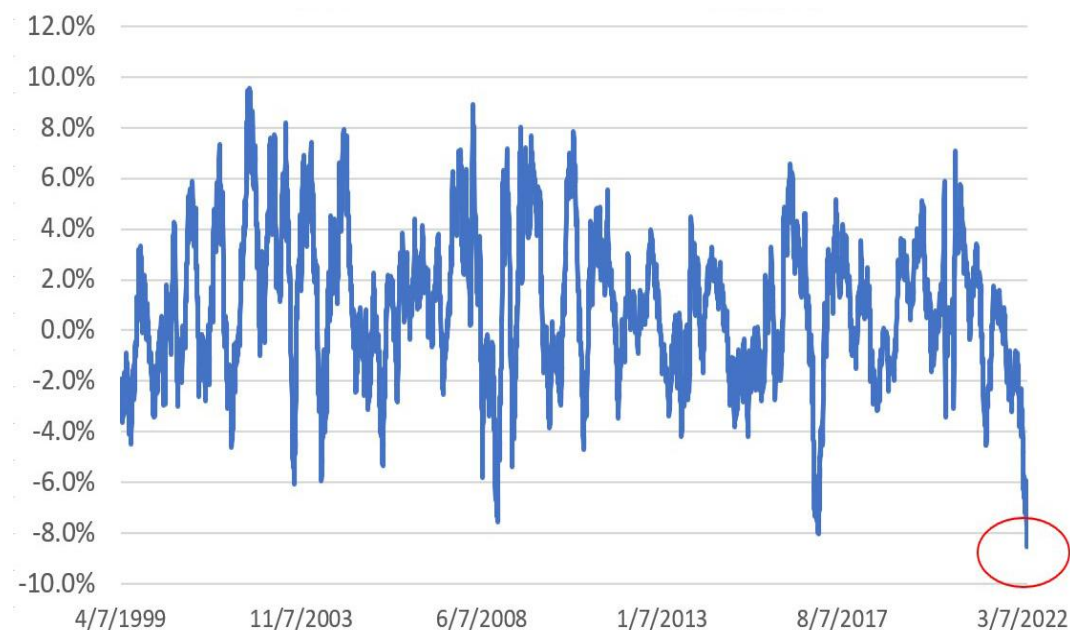
今年2月俄乌冲突爆发后，“新冠疫情后的通货膨胀只是暂时现象”的观点消失了。在冲突之前，由于供应链紧张、电脑芯片和其他中间产品短缺以及经济重启造成的消费需求激增，价格已经承压。而屋漏偏逢连夜雨，俄乌冲突又对食品、能源和大宗商品的供应造成了额外干扰，这导致通胀率螺旋式上升。

### 通胀是今年金融资产价格变动的主要催化剂。

美国的通胀率创下了40多年来的最高记录。欧元通胀率也创下历史新高。除了日本、瑞士和中国等少数几个国家，通胀正在发达经济体和新兴市场经济体中肆虐，导致各资产类别的风险再定价。<sup>1</sup> 此外，消费价格上涨开始带来加薪压力。

通胀是今年金融资产价格变动的主要催化剂。随着利率的上升和对进一步加息的预期，2022年第一季度是有史以来全球债券表现最差的一个季度（图1）<sup>2</sup>。

图1： 彭博全球综合债券指数3个月的滚动变化



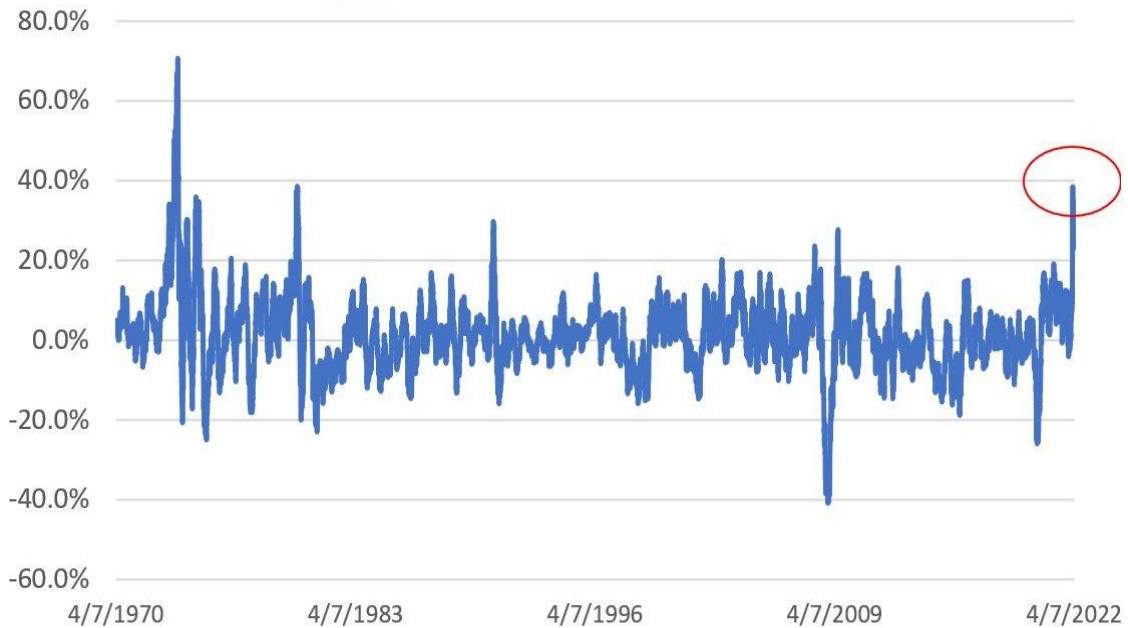
资料来源：彭博社2022年

在股市，通胀对各板块产生了可追溯且不成比例的影响。严重依赖融资来兑现高增长承诺的科技股受到的打击最大。截至本文撰写时，纳斯达克100指数今年以来的跌幅接近15%，而由美国通信服务、电力供应商和天然气分销商股票组成的公用事业精选板块指数（这些板块对资金的依赖程度较低，因此受利率波动的影响较小）在同一时期上涨接近10%。<sup>3</sup> 仅仅一个季度之后，不同板块之间的回报率差异（一种资产价格走向与其他数据相反的情况）就达到了25%，这是十分显著的差别。

### 通胀通过两个主要渠道影响货币。

首先，大宗商品价格的上涨（涨幅是上世纪70年代以来从未发生过的）正在推高大宗商品生产国的货币。

图2：彭博大宗商品指数 (BCOM) 3个月的滚动变化



(图表) 来源：彭博社2022年4月

虽然美元今年上涨（美元指数DXY和BBDXY分别上涨4.5%和2.8%），但涨幅并不均匀（图2）。在过去的一年中，俄罗斯对乌克兰的入侵推动了现有的大宗商品牛市，这也给大宗商品出口国的货币带来了进一步的利好。

作为全球主要供应来源的俄罗斯大宗商品出口受到制裁，加剧了大宗商品市场的稀缺性，加速了价格上涨的趋势。大宗商品价格上涨可能只是一个开始，因为我们也许会进入一个新的大宗商品超级周期（大宗商品需求持续增长的周期），这其中绿色能源转型也起到了一部分的推动作用。<sup>4</sup> 请注意，如果融资货币的利率保持在较低水平，回报率差异还会继续存在甚至会加速拉开差距。

其次相对而言（表1），由于全球债券收益率上升，再加上央行加息预期，那些利率变动幅度最大的经济体所发行的货币因此获益。加息意味着对通胀的担忧加剧，从而可能导致购买力下降的这一概念目前还未产生影响。换句话说，套利交易又回来了。资金正流向收益率最高的地方，其中部分资金流入了巴西、南非和墨西哥等新兴市场。

**换句话说，套利交易又回来了。**

**资金正流向收益率最高的地方。**

在发达经济体中，美国和加拿大支付的收益率远高于欧洲、日本、瑞典和以色列。不出所料，美元和加元的表现优于其它货币。套利交易是全球投资者为寻求更高回报而采用的一种策略，在这过程中资金从低利率国家流入高利率国家。如果投资标的货币相对于投资者的本币不贬值，那么交易最终是有利可图的，从而完胜名义收益率。套利交易可以直接通过债券或有收益的产品来实现，也可以综合使用衍生品。在过去10年的大部分时间里，发达国家整

体的收益率已经低到让人觉得套利交易十分具有吸引力的程度。这种情况已经改变，而美元和加元将从中受益。因为低收益货币国家的央行仍在缓慢地改变政策方向或是在抗拒改变，所以这一趋势将持续下去。

表1：大宗商品价格和利率上升情况下货币的走势

国家	货币兑 美元走势 (年初至今)	新冠疫情低 点以来关键 政策利率的 变化	驱动货币走强/走弱的 关键因素 (所有从年初至今的变化)
巴西	18.60%	9.75%	大豆+26%，铁矿石+38%
南非	8.70%	0.75%	黄金 +7.9%，铁矿石+38%，铂+2.8%
哥伦比亚	9.64%	1.75%	布伦特原油 +42%
澳大利亚	2.15%	0.00%	铁矿石+38%
挪威	0.40%	0.75%	布伦特原油 + 43%
加拿大	-2.42%	0.00%	原油 +43%
印度	-3.12%	0.00%	依赖石油
瑞士	-3.58%	0.25%	低政策利率: -0.75%
以色列	-4.77%	0.00%	低政策利率: 0.35%
欧洲	-4.90%	0.00%	低政策利率: -0.50%
瑞典	-8.58%		低政策利率: 0.00%
日本			低政策利率: -0.10%

资料来源：彭博社 2022年

## 量化分析

**收益率曲线倒挂时，投资者悲观情绪加剧，美元表现出色。**

今年4月1日收盘时，美国的收益率曲线正式倒挂，这意味着2年期债券为投资者提供了比10年期债券更高的回报（前提是投资要持有至到期）。

这并不是愚人节的玩笑，而是对未来经济状况不同看法的表达。由于对通胀问题以及美联储控制通胀能力的担忧，所以债券投资者要求在2年内获得更大的补偿。从长期来看，相对于较短期限产品的收益率，人们对美国经济衰退的担忧使10年期的收益率受到了抑制。

收益率曲线倒挂，虽然违反了资产收益应与风险相称的核心金融原则，但并不是一个罕见的现象。自20世纪70年代中期以来，已经有六次收益率曲线倒挂的情况，总共占有所有交易日的13.2%。收益率曲线倒挂预示着对未来的悲观情绪。股票业绩的历史数据证实了这一点。

只在曲线倒挂的日子里持有标普500指数<sup>5</sup>的年化收益率比整个时期内被动持有该投资要差8%以上（表2）。换句话说，曾投资于标普500指数的1美元，今天的价值会接近45美元，不包括股息分红。如果投资者只在10年期与2年期收益率差为负值（即收益率曲线倒挂）的日子里做多股票，1976年投资的1美元现在将只值1.13美元，表明业绩严重不佳。这点对创新部门很重要，因为当股票市场疲软时，他们的融资会更加困难。据[techcrunch](https://www.techcrunch.com)报道，2022年第一季度就出现过这种现象。

表2：1976-2022年期间标普500的表现

	所有日子	只在收益率曲线倒挂的日子持有
年化收益率	8.62%	0.27%
正收益日	51.5%	50.2%
负收益日	48.5%	49.8%

资料来源：硅谷银行外汇风险咨询、彭博社

收益曲线倒挂带来的避险特性也体现在货币表现上。几十年来，美元一直是各央行首要的储备资产，也是普遍避险资产配置的首选。相比所有日子，美元<sup>6</sup>在收益率曲线倒挂日子里的优异表现也证明了这一点（表3）。事实上在这些日子里，正收益日和负收益日的占比是更有利于美元的。

表3：1976-2022年期间美元的表现

	所有日子	只在收益率曲线倒挂的日子持有
年化收益率	-0.16%	1.21%
正收益日	48.5%	52.1%
负收益日	51.5%	47.9%

资料来源：硅谷银行外汇风险咨询、彭博社

## 货币聚焦

全球通胀和收益率的上升可能标志着日元的转折点。当世界其他国家都在与失控的通胀作斗争时，日本却继续面临着过去二十年来顽固的低增长和低通胀。全球高通胀已导致固定收益市场的崩溃，推动收益率大幅走高。日本10年期国债也未能幸免。在被抛售的过程中，第一季度的收益率从8个基点增长到25个基点（0.25%）。此举导致日本央行承诺购买无限量的日本国债，确保上升的收益率不会超过0.25%。

相对于美元，日元此前曾受到收益率差异扩大以及俄罗斯入侵乌克兰后大宗商品进口价格昂贵的负面影响。由于日本央行承诺将10年期日本国债利率维持在0.25%，所以它必须购买大量债券，这将给日元带来更大抛售压力。日本央行似乎是在牺牲日元来保持日本国债的低收益率。

从3月11日到4月14日，日元已经下跌了7%，导致日元对美元跌至20年来的低点。事实上在过去的10年里，日元相对于美元已经贬值了50%以上。日元持续遭抛售，标志着日元长期避险和储备货币的地位，以及其数十年来对美元走强的趋势可能发生变化。

一旦我们看到传统的避险行为（股票抛售和债券收益率从近期高点回落）出现，就应该密切关注市场是否为了避险而对日元有买入兴趣，这则意味着其避险地位将保持不变。在2022年的大部分时间里，股票和债券同时出现抛售（偏离了用于投资组合优化的典型假设），如果这种情况持续下去，日元作为避险货币的地位可能会受到最大的影响。

日元大幅走低可能标志着其作为储备货币地位下降的转折点。如果人们在寻找某个国家的货币作为储备资产，那么他们为什么要持有日元呢？因为日本是一个自然资源匮乏、军事力量有限、经济增长乏力、收益率低至负值、其央行正在实施直接压低本币汇率政策的国家。市场可能不得不将目光投向日元之外，日元可能不再被视为外汇市场避险情绪的晴雨表。加密货币也许正在成为一种领先的选择，一种全天候可用的选择。

**人民币在面临重大阻力的情况下依然坚挺。**

尽管面临许多“负面”因素/事件，但人民币在过去一年中持续上涨（涨幅2.8%）。这些不利因素包括：

- 股市熊市，沪深300指数较2021年6月高点下跌22%。
- 房地产泡沫破裂，主要房地产开发商濒临违约。
- 为了实行疫情“清零政策”，数千万人口的城市被封锁，经济停摆。
- 监管机构担忧货币投机者推动人民币对美元走强。<sup>7</sup>
- 中国央行与美联储货币政策的分化。

尽管存在这些不利因素，但人民币继续受益于大量外国储蓄，大量资金因此流入。2016年，人民币加入国际货币基金组织（IMF）的特别提款权（用于补充IMF成员国官方储备的国际储备资产）货币篮子，这为人民币的坚挺提供了积极的支撑作用。此外，新冠疫情推动了中国的出口繁荣，支撑了经济基本面，再加上人民币利率要高于发达经济体更高，这些都为人民币提供了利好。<sup>8</sup>相比其他货币，10年期中国国债的收益率优势达到2%到3%。这将继续吸引套利投资者远离美国、欧洲和日本资产，转而投资中国债券和现金存款，人民币可能会因此发挥更大的储备货币作用。尽管规模仍然很小（不到3%），但以人民币计价的全球储备资产正在增长。这发生在美元在全球外汇储备中所占份额下降之际，但是逾二分之一的储备资产仍以美元计价。

**尽管以色列新谢克尔是2021年表现最好的货币，但它仍将走弱。**

2021年，以色列新谢克尔是全球相对于美元表现最好的货币。新谢克尔对美元升值为3.5%，而大多数货币对美元都在贬值。然而今年，新谢克尔的升值十分艰难。事实上，年初至今新谢克尔对美元的价值已经下跌了4.4%，而且看起来还会进一步贬值。

多种因素正在导致新谢克尔日益疲软：

- 由于俄罗斯和中国的地缘政治风险加剧，以及美国利率/债券收益率的飙升，美元作为避险货币的地位整体走强。
- 为应对利率上升和高波动性，全球正在抛售成长型/科技股（而以色列是一个以科技为主的经济体）。
- 以色列最近的安全紧张局势/耶路撒冷的骚乱。

所有的目光都集中在以色列央行身上。4月11日，以色列央行自2018年以来首次加息，其基准利率从0.10%提高到0.35%，大于市场预期的0.25%。该央行表示，在经济持续实现“强劲金融活动”（第四季度GDP同比增长17.8%）和劳动力市场稳固（失业率为3.9%，为两年来最低）的情况下，加息是为了应对通胀（3月CPI同比增长3.5%，创10年新高）和住房价格（1月和2月同比增长了20%）的上涨。

## **以色列新谢克尔的疲软趋势应该会在中期持续下去。**

该央行表示，这是其货币政策逐步收紧的开始。交易员们目前认为，在未来12个月内，以色列央行将进一步加息150个基点。但是这是否足以控制通胀？货币市场并没有因为新谢克尔落后于通胀曲线而给予奖励。



## 热点话题

加密货币初获成功，但还不足以成为“通胀克星”或法定货币的替代品。

虽然实际的使用场景还没有被充分定义或采用，但投资者近年来对加密货币的热情一直很高涨。根据加密货币交易所币安（Binance）的数据，仅在2021年，机构投资者就向比特币注入了93亿美元（比2020年增长了36%）<sup>10</sup>。而随着投资者对于使用数字钱包拥有加密货币越来越放心，散户需求也有所增加。Coinbase的超级碗广告以及Crypto.com、FTX和其他平台对美国主要体育项目的赞助也推动了加密货币的发展。最后，传统金融机构以投资形式对该领域的背书进一步增强了其乐观的前景。

但是投资者因持有加密货币面临何种类型的风险敞口？我们跟踪比特币对比纳斯达克100（NDX）、彭博大宗商品指数（BCOM）和美元指数（DXY）的回报，后面三个指数分别代表股票、通胀和法定货币（表4）。结果表明在2019年和2020年，由于比特币初露头角，因此它与其他资产类别之间的相关性很低。去年，随着通胀压力开始浮出水面，比特币的回报与大宗商品的回报有实质性的关联（相关性为40%），而大宗商品的走势可以作为衡量通胀的指标。但是到2022年迄今为止，比特币的交易方式不太像“通胀克星”或法定货币替代品，而更像是杠杆化的高贝塔值股票（与纳斯达克100指数的相关性为73%，该指数可作为衡量高贝塔值股票的指标）。

表4：与比特币的相关性（XBT/USD）

与比特币的相关性（XBT/USD）			
	纳斯达克100指数	彭博大宗商品指数	美元指数
代表	高贝塔值股票	通胀	法定货币
2019年	-15%	0%	-4%
2020年	16%	35%	-14%
2021年	29%	40%	-9%
2022年初至今	73%	14%	-16%

相关系数的计算是基于每周的回报。高于+/-30%说明实质相关。高于+/-70%说明两者明显一起发生变动。

资料来源。彭博社、硅谷银行外汇风险咨询



## 展望未来

遏制通胀的代价是无法为有机增长提供支撑。基于这一前景，股票和其他风险资产的价格已经调整走低。但是有些货币正因为本轮通胀周期的第一阶段而获益。在这个阶段，利率上升的速度快于购买力下降的速度。高收益货币、大宗商品出口经济体发行的货币以及美元因此表现良好。如果您在频繁地使用这些货币，我们则建议您更新预算利率，以评估近期的影响，如果有必要，采取行动来补救不想要的结果。

如果您想讨论贵司的具体情况或获取有关硅谷银行外汇风险管理定制服务的信息，请联系您在硅谷银行的外汇业务联络人，或者联系[GroupFXRiskAdvisory@svb.com](mailto:GroupFXRiskAdvisory@svb.com)。

了解更多信息：

[外汇风险咨询服务](#)

[硅谷银行最新外汇信息和评论](#)

1 通胀数据的来源：彭博社

2 基于彭博全球综合债券总回报指数（开始日期为1月1日）

3 资料来源：彭博社。纳斯达克100指数的代码是NDX，公用事业精选板块指数则为IXUTR。

4 <https://www.economist.com/the-economist-explains/2021/06/02/is-a-commodities-supercycle-under-way>

5 资料来源：彭博SPX指数。出于解释的目的，股息不包括在内。

6 使用彭博DXY指数计算美元回报

7 <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-11-21/china-fx-committee-urges-banks-to-cap-speculation-as-yuan-surges?sref=4rlaOYXw>

8 《今日中国：人民币不会崩溃的1万亿美元理由》（彭博社，Ye Xie，2022年4月12日）

9 资料来源：<https://www.binance.com/en/news/top/6693616>

### 信息披露

©2022硅谷银行金融集团。版权所有。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）、MAKE NEXT HAPPEN NOW 和箭头标志是硅谷银行金融集团的商标，在许可下使用。

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、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，包括投资本金的可能损失。在进行任何外汇交易前，您应先征询税务、财务、法律及其他顾问的意见，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。

本资料中列出的所有非硅谷银行命名的公司，以及其分享的各种统计数据、想法、分析和见解，都来自独立的第三方，与硅谷银行金融集团没有任何关联。

硅谷银行的这份具体的中英文双语资讯仅供参考。对于中英文内容之间的疑问或澄清事项，应参考本资讯的英文版本和内容。任何与产品相关的初始或持续的条款、表格、申请或交易/服务相关的文件都将仅以英文提供并填写完成。

Comp ID#