

2024年3月26日

美联储货币政策转向宽松下的全球汇率表现

——宏观策略报告

分析师：

明道雨
从业资格证号：F03092124
投资咨询证号：Z0018827
电话：021-68758120
邮箱：mingdy@qh168.com.cn

分析师：

顾森
从业资格证号：F3082395
投资咨询证号：Z0018858
电话：021-68757223
邮箱：gus@qh168.com.cn

分析师：

刘晨业
从业资格证号：F3064051
投资咨询证号：Z0018826
电话：021-68757223
邮箱：liucy@qh168.com.cn

投资要点：

从经济层面来看，目前全球经济整体回升，但有一定的分化。美国经济韧性较强，而且近期经济回升趋势相对明显；欧洲经济边际回暖，但回升力度不强，整体弱与美国；中国经济复苏偏慢，但是相对稳健的经济增长目标以及经济刺激预期，经济增长预期较强。从三大经济体相对强弱来看，美国>中国>欧元区。

从全球通胀来看，整体呈回落趋势。但是近期美日等发达经济体通胀有所回升，核心通胀依旧较高，再通胀的风险上升。特别是美国和日本通胀的反弹导致美联储降息预期减弱，日本结束17年的负利率，进入加息周期。因此，通胀方面，美国通胀较强是支撑美元表现较强的原因之一。美国>日本>欧元区>中国。

从货币政策层面来看，目前全球货币政策由紧缩逐步转向宽松。美联储预计今年降息3次，降息幅度75BP，但是经济软着陆预期增强、以及通胀回升或高于预期，导致美联储货币宽松预期减弱。欧央行由于经济增长动力不强，通胀回落，预计会率先降息，宽松力度强于美联储。日本央行由于日本经济复苏较好、通胀回升，进入加息通道，预计今年至少加息2次。中国由于经济复苏偏慢以及通胀较低，货币政策有进一步宽松的空间。因此，货币政策层面。美联储>欧央行>日央行>中国央行。

从国际收支层面来看，目前全球资本向没日欧流入的趋势不变。经常账户方面，欧美需求回升，美元以贸易赤字方式流出加大，中国、日本以及新兴经济体经常账户可能好转。金融和资本方面，美国和日本由于经济增长较快，金融市场和地产市场表现较好，吸引全球金融和产业资本流入本国。欧洲资本吸引力相对较弱，特别是德国产业资本流出。中国由于经济复苏偏慢以及金融和地产市场表现欠佳，资本一度大幅流出，近两个月有流入的迹象，对汇率的拖累减弱。因此，国际收支层面，美国>日本>欧洲>中国。

从全球基本面来看，美国经济软着陆概率上升且经济增长逐步回升，再通胀风险上升，货币宽松预期减弱，目前预计降息2-3次；国际资本持续大幅流入，汇率基本面最强。在今年预计降息2-3次的情况下，美元指数预计在100-107区间波动，中枢103。欧元经济基本面最弱，降息预期最强、也最早，预计欧元兑美元在1.04-1.1区间波动。中国经济增长预期较好，通胀预期回升，但地产风险仍存，年内可能还有一次降息和降准，预计美元兑人民币在7.0-7.4区间波动。因此，汇率层面，美元>人民币>欧元。

风险因素：中美博弈加剧、国内刺激政策不及预期、流动性收紧超预期。

正文目录

1. 美国经济仍具韧性，欧洲相对偏弱	5
1.1. 美国经济韧性较强且持续回暖	5
1.2. 欧洲经济有所回暖，但整体乏力	5
1.3. 中国经济仍处于复苏初期	6
2. 全球通胀整体回落，但欧美核心通胀仍旧较高	6
3. 美欧央行货币转向宽松，国内延续宽松	7
4. 美欧资本吸引力仍旧较强	9
4.1. 美国资本吸引力仍较较强	9
4.2. 欧元区资本吸引力有所改善	10
4.3. 中国资本吸引力有待加强	11
5. 小结	11

图表目录

图 1 欧洲天然气和原油价格	5
图 2 美国通胀小幅回落	5
图 3 欧美经济景气情况	6
图 4 美国薪资和消费情况	6
图 5 制造业及非制造业 PMI	6
图 6 经济驱动三驾马车数据	6
图 7 主要发达经济体 CPI	7
图 8 主要新兴经济体 CPI	7
图 9 美国通胀持续回落	7
图 10 美国核心通胀仍旧较高	7
图 11 美联储维持利率不变	8
图 12 欧央行维持利率不变	8
图 13 全球主要央行货币政策比较	9
图 14 美国经常账户差额及美元指数	10
图 15 美国国际资本流动情况	10
图 16 欧元区经常账户差额及欧元	10
图 17 欧盟国际资本流动情况	10
图 18 中国经常账户差额	11
图 19 中国国际资本流动情况	11

1. 美国经济仍具韧性，欧洲相对偏弱

1.1. 美国经济韧性较强且持续回暖

经济景气方面，美国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值 51.5，预期 50.7，前值为 50.7；Markit 服务业 PMI 初值 51.3，预期 52.3，前值为 52.5；美国 2 月 Markit 综合 PMI 初值 51.4，预期 51.8，1 月前值 52。制造业上升和服务业下降，美国经济景气整体下降，但仍旧强劲。就业方面，美国 2 月新增非农就业人口 27.5 万，预期 20 万，前值从 35.3 万下修至 22.9 万人；失业率 3.9%，预期 3.7%，前值 3.7%。美国就业市场虽然有所放缓，但仍然较为强劲。美国 2 月平均时薪同比 4.3%，预期 4.4%，前值 4.5%；环比 0.1%，预期 0.3%，前值 0.6%，薪资增速依旧保持较快增长。目前美国劳动力市场整体较为强劲，就业—薪资—通胀螺旋上升循环依旧。消费方面，美国 3 月密歇根大学消费者信心指数初值为 76.5，前值为 76.9，1 月消费支出环比增长-0.1%，消费增速有所放缓，但符合市场预期。

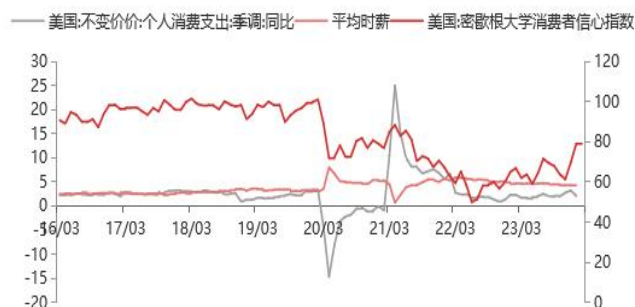
整体来看，美国经济韧性整体较强，而且近期回升趋势明显。

图 1 欧洲天然气和原油价格



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 2 美国通胀小幅回落



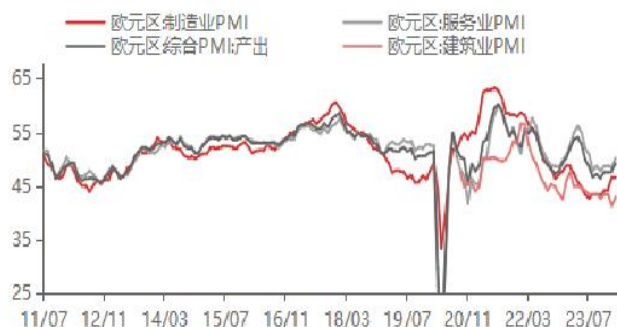
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.2. 欧洲经济有所回暖，但整体乏力

经济景气方面，欧元区 2 月制造业 PMI 46.5，预期 47，前值 46.6，服务业 PMI 50.2，预期 48.8，前值 48.4，Markit 综合 PMI 初值 49.2，预期 48.5，前值 47.9；欧元区 2 月份 PMI 数据显示欧洲经济增速有所回升，但整体低迷。就业方面，欧元区 2 月失业率 6.4%，与上月持平，但整体呈回落趋势。消费方面，欧盟 27 国 2 月零售销售环比 0，前值-0.4%；同比 1.6%，前值 2.7%，回落 1.1%。欧盟消费整体呈回落趋势。

目前欧元区制造业和服务业回升相对较好，但是经济景气程度不强以及消费放缓。经济整体有所回升，但回升力度不强。。

图3 欧美经济景气情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图4 美国薪资和消费情况

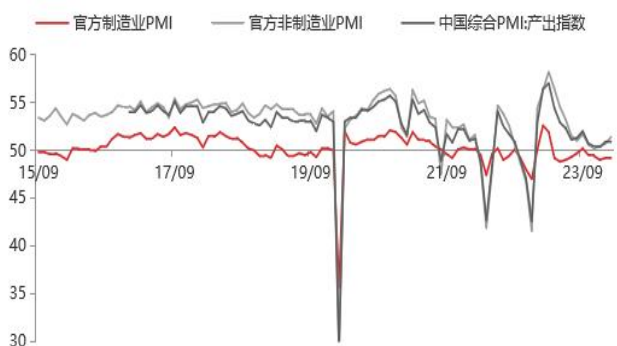


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.3. 中国经济仍处于复苏初期

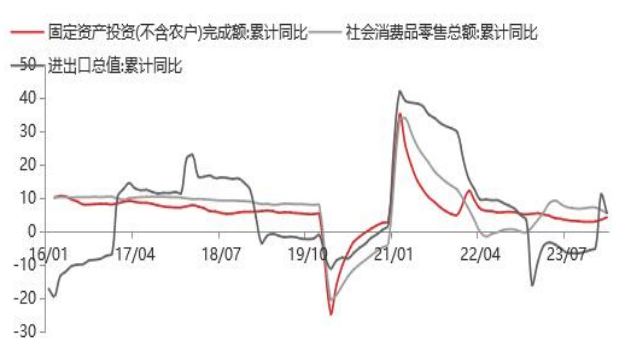
经济景气方面，中国2月官方制造业PMI为49.1%，非制造业PMI为51.4%，综合PMI为50.9%。制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别低于上月0.1%、高于上月0.7%和与上月持平，我国经济景气水平整体有所回升，但经济复苏仍旧偏慢。从经济驱动力来看，驱动经济增长的三驾马车继续分化，其中1-2月固定资产投资累计同比4.2%，较去年1-12月上升1.2%；消费同比增长5.5%，较去年1-12月下降1.7个百分点；1-2月进出口同比5.5%，较去年1-12月上升10.5个百分点。目前国内经济增长三驾马车中，基建、制造业增长较快，但房地产投资修复偏慢；外贸出口短期超预期回升；消费延续复苏，是拉动经济增长的主要动力。

图5 制造业及非制造业PMI



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图6 经济驱动三驾马车数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

从经济层面来看，目前全球经济整体回升，但有一定的分化。美国经济韧性较强，而且近期经济回升趋势相对明显；欧洲经济边际回暖，但回升力度不强，整体弱与美国；中国经济复苏偏慢，但是相对稳健的经济增长目标以及经济刺激预期，经济增长预期较强。从三大经济体相对强弱来看，美国>中国>欧元区。

因此，经济层面，美国经济基本面较强是支撑美元表现较强的原因之一；中国经济次之，对人民币汇率有一定的支撑。美国>中国>欧元区。

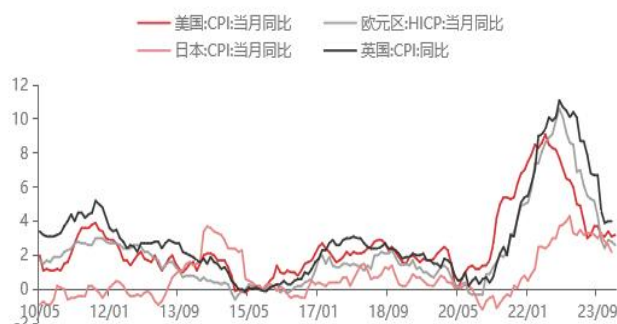
2. 全球通胀整体回落，但欧美核心通胀仍旧较高

全球主要发达经济体通胀整体下行。美国 2 月 CPI 同比 3.2%，预期 3.1%，前值 3.1%；环比 0.4，预期 0.4%，前值 0.3%；整体超预期回升。欧元区 2 月 CPI 同比 2.6%，前值 2.8%，整体呈回落趋势。日本 2 月 CPI 同比 2.5%，前值 2.2%，整体呈回落趋势。英国 2 月 CPI 同比 3.4%，前值 4%，整体呈回落趋势。但全球发达经济体通胀高于预期，主要原因是原油价格反弹，对通胀的拖累减弱。

全球主要新兴经济体通胀有所分化，其中中国通胀较低，俄罗斯和印度通胀较高。中国 2 月 CPI 同比 0.7%，预期 0.5%，前值-0.8%；环比 0.4，预期 0.4%，前值 0.3%；整体超预期回升。印度 2 月 CPI 同比 5.2%，前值 5%，整体保持平稳。俄罗斯 2 月 CPI 同比 7.7%，前值 7.4%，整体呈回升趋势。

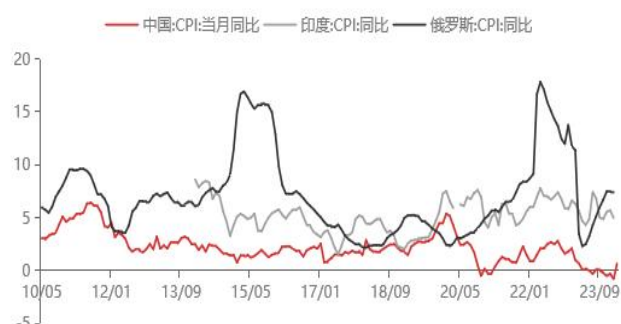
从全球通胀来看，整体呈回落趋势。但是近期美日等发达经济体通胀有所回升，核心通胀依旧较高，再通胀的风险上升。特别是美国和日本通胀的反弹导致美联储降息预期减弱，日本结束 17 年的负利率，进入加息周期。因此，通胀方面，美国通胀较强是支撑美元表现较强的原因之一。美国>日本>欧元区>中国。

图 7 主要发达经济体 CPI



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 8 主要新兴经济体 CPI



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 9 美国通胀持续回落



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 10 美国核心通胀仍旧较高



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

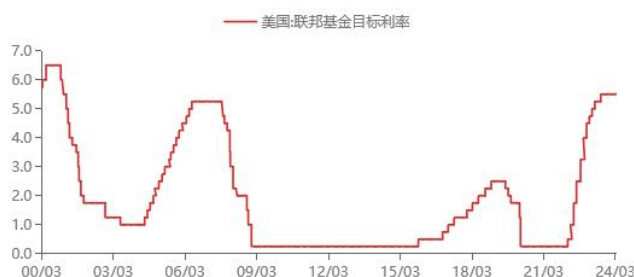
3. 美欧央行货币转向宽松，国内延续宽松

美联储3月继续暂停加息，利率维持在5.25%-5.50%。利率水平方面，一致同意维持利率不变，重申等待对通胀回落信心的增强，删除了1月份声明中关于就业增长“放缓”的措辞。利率前景方面，点阵图维持今年累计降息三次的预期，但至少5名官员削减了今年降息的幅度，9名美联储官员预计2024年将降息2次或更少；将2025年底利率预期中值上调至3.9%，长期中值升至2.6%。通胀前景方面，点阵图显示，2024年底核心PCE预期中值上调至2.6%；过去一年通胀已经降温，但仍处于“高位”。经济前景方面，点阵图全面上调2024-2026年底GDP预期中值；经济活动一直在稳步扩张，但经济前景不确定。鲍威尔重申政策利率或已达峰，如有需要，准备将利率维持较高水平更长时间。今年某个节点降息是合适的。劳动力显著疲软将是启动降息的理由。“离对降息有信心不远”指的是决策者需要确认通胀进展将继续；本次会议讨论了放缓缩表问题，不久后实行是适宜之举，将会高度关注预示缩表结束的迹象。

从货币政策层面来看，目前全球货币政策由紧缩逐步转向宽松。美联储预计今年降息3次，降息幅度75BP，但是经济软着陆预期增强、以及通胀回升或高于预期，导致美联储货币宽松预期减弱。欧央行由于经济增长动力不强，通胀回落，预计会率先降息，宽松力度强于美联储。日本央行由于日本经济复苏较好、通胀回升，进入加息通道，预计今年至少加息2次。中国由于经济复苏偏慢以及通胀较低，货币政策有进一步宽松的空间。

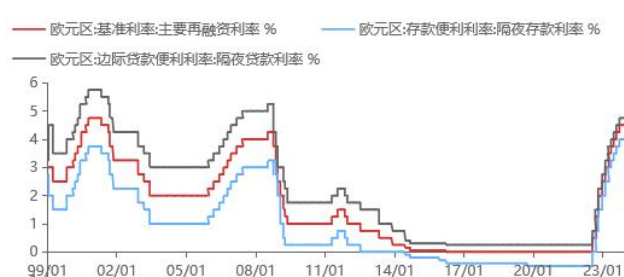
因此，货币政策层面。美联储>欧央行>日央行>中国央行。

图 11 美联储维持利率不变



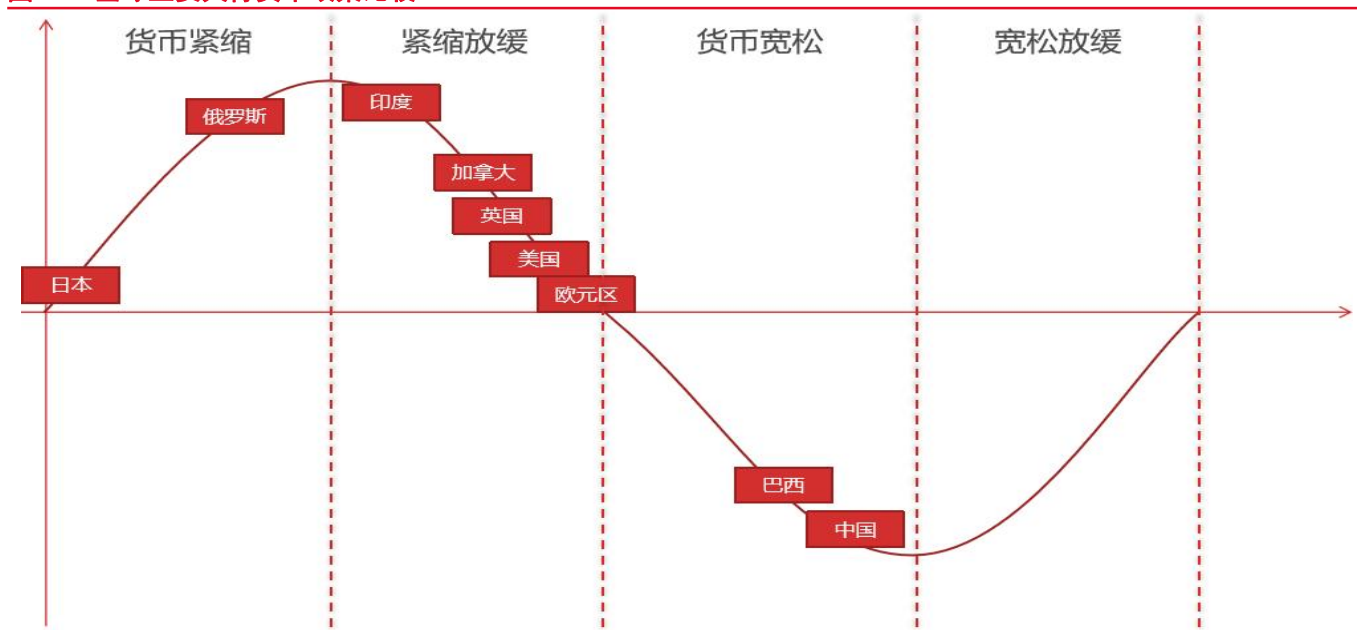
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 12 欧央行维持利率不变



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 13 全球主要央行货币政策比较



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

4. 美欧资本吸引力仍旧较强

影响国际收支平衡表上的经常项目因素主要有：国际贸易，经常账户顺逆差；资本项目的因素有：政府间贷款、投资收益、国际借贷、直接投资等，其中起主导作用的依旧投资收益与直接投资。

经常账户顺逆差，一般如果一国经常账户顺差或者顺差扩大，那么结汇需求增多，相应本币升值。一般而言，经常账户顺逆差对汇率的影响偏滞后且带有顺周期的特性。

投资收益包括股市收益、债市收益等，如果一国在资本品投资回报率上具有比较优势，那么国际资金就会偏向于流向高收益的地方。

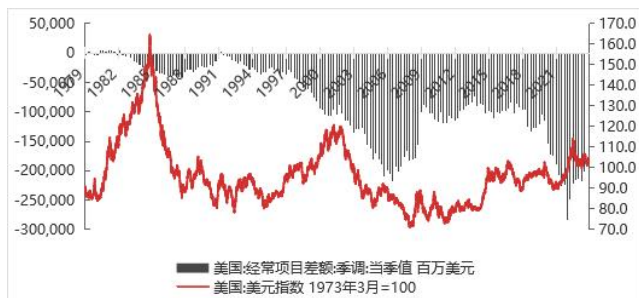
而直接投资主要取决于一国的经济增长潜力和实体投资回报率的比较优势。我们在研究这种优势的时候以两国之间的十年期国债收益率之差表示两国之间的投资回报率之差，通过分析两国之间的十债收益率之差与汇率的相关关系，我们发现两者之间长期呈正相关，阶段性相关性更明显。其中中美十债收益率之差与美元兑人民币的相关性高达 82%，美德十债收益率之差与欧元的相关性相对较低，仅为 20%；但阶段性相关性更高；美英十债收益率之差与英镑的相关性为 59%；美日十债收益率之差与日元的相关性为 60%；美印十债收益率之差与美元兑卢比的相关性高达 67%。

4.1. 美国资本吸引力仍较强

经常账户方面，自 2000 年以来，美国经济快速增长时期，美国向全球购买大量的商品，经常账户逆差持续扩大，如 2001-2006 年，2020-2022 年；其中 2006 年差额将近 8000 亿美元，2022 年 9400 亿美元。在经济放缓或者衰退期，美国需求减弱，相应经常账户逆差收窄。

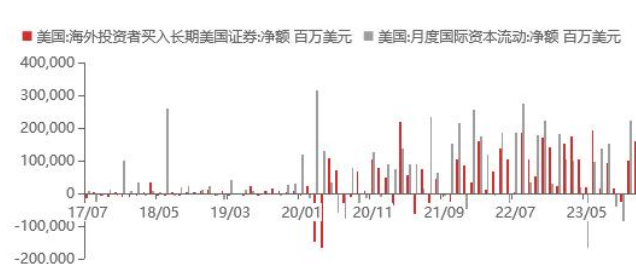
资本与金融账户方面，每一轮美联储的货币紧缩与宽松都伴随着美元流动性的紧缺和泛滥、国际资本的流入和流出。2020 年受疫情影响，全球经济陷入衰退，伴随着美联储的降息和量化宽松，资本大幅流出美国；后期随着美国经济的复苏、制造业的回流以及美联储的加息，资本大幅回流美国，2022 和 2023 年海外投资者买入美国证券以及国际资本净流入均超过万亿美元。资本的流入是美元走强的原因之一。

图 14 美国经常账户差额及美元指数



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 15 美国国际资本流动情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

4.2. 欧元区资本吸引力有所改善

欧洲欧元兑美元、英镑兑美元汇率与经常项目净值呈较为明显的反向波动。2008 年 10 月金融危机爆发后，希腊债务危机引发了随后的欧元危机，在美元走强的背景下欧元由 1.57 的高位跌至 1.25，欧元区经常项目净值由顺差转变为 11 月的赤字 192.48 亿欧元。同时期英镑由 2.1 的高位最低跌至 1.4，英国经常项目净值扩大。

2014 年到 2015 年，在欧洲经济衰退的背景下，欧洲央行降低存款利率，下调基准再融资利率，下调边际贷款利率，主动推升通胀水平以刺激欧洲经济，欧洲经常项目净值扩大，14 年第三季度达到 320 亿欧元，同时欧元大幅跳水，由此前 1.37 的平均水平断崖式下跌至 1.1 附近，并在此位长期徘徊。

2022 年俄乌冲突以来由于国际能源价格大幅上涨，欧元区能源进口价格大幅上涨，经常账户急剧恶化。商品贸易由 2021 年的顺差 689 亿欧元转变为 -4320 亿欧元，与此同时欧元同期大幅贬值至平水水平。

图 16 欧元区经常账户差额及欧元



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 17 欧盟国际资本流动情况



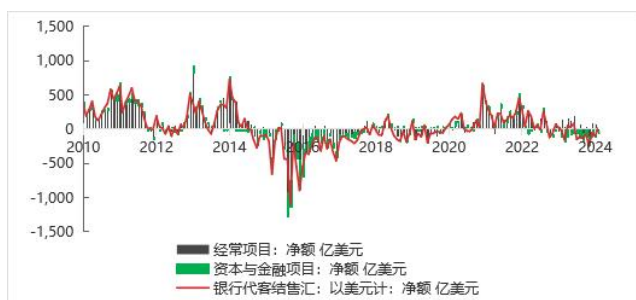
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

4.3. 中国资本吸引力有待加强

经常账户方面，自 2010 年以来，国内经常账户银行代客结售汇大幅顺差的时间段分别为：2010-2014 年、2020-2022 年。逆差的时间段为：2015-2016 年。其余年份基本保持平稳。

资本与金融账户方面，2010 年以来中国金融与资本账户大致经历了四轮变化。第一轮是 2010-2014 年，国内经济整体复苏，直接投资增加，证券投资净流入，人民币汇率持续升值。第二轮是 2015 年-2016 年，随着全球经济衰退以及国内发生股灾，直接投资和证券投资大幅净流出，叠加 2015 年“8.11”汇改，人民币汇率持续贬值。第三轮是 2018 年-2022 年，随着国内经济复苏以及国内应对疫情相对较好，直接投资和证券投资大幅流入，人民币汇率持续走强。第四轮是 2022 年至今，由于疫情的影响、美联储的加息、国内房地产市场风险暴露，国内经济持续放缓、资本市场走弱，直接投资和证券投资大幅流出，人民币汇率贬值。

图 18 中国经常账户差额



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 19 中国国际资本流动情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

从国际收支层面来看，目前全球资本向没日欧流入的趋势不变。经常账户方面，欧美需求回升，美元以贸易赤字方式流出加大，中国、日本以及新兴经济体经常账户可能好转。金融和资本方面，美国和日本由于经济增长较快，金融市场和地产市场表现较好，吸引全球金融和产业资本流入本国。欧洲资本吸引力相对较弱，特别是德国产业资本流出。中国由于经济复苏偏慢以及金融和地产市场表现欠佳，资本一度大幅流出，近两个月有流入的迹象，对汇率的拖累减弱。

因此，国际收支层面，美国>日本>欧洲>中国。

5. 小结

从全球基本面来看，美国经济软着陆概率上升且经济增长逐步回升，再通胀风险上升，货币宽松预期减弱，目前预计降息 2-3 次；国际资本持续大幅流入，汇率基本面最强。在今年预计降息 2-3 次的情况下，美元指数预计在 100-107 区间波动，中枢 103。欧元经济基本面最弱，降息预期最强、也最早，预计欧元兑美元在 1.04-1.1 区间波动。中国经济增长预期

较好，通胀预期回升，但地产风险仍存，年内可能还有一次降息和降准，预计美元兑人民币在 7.0-7.4 区间波动。

因此，汇率层面，美元>人民币>欧元。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn