



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第87期）

美元下半年走势及对中国和全球的影响

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2024年6月



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

2024年6月5日 总第87期

美元下半年走势及对中国和全球的影响

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：中国人民大学经济研究所



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

美元下半年走势及对中国和全球的影响

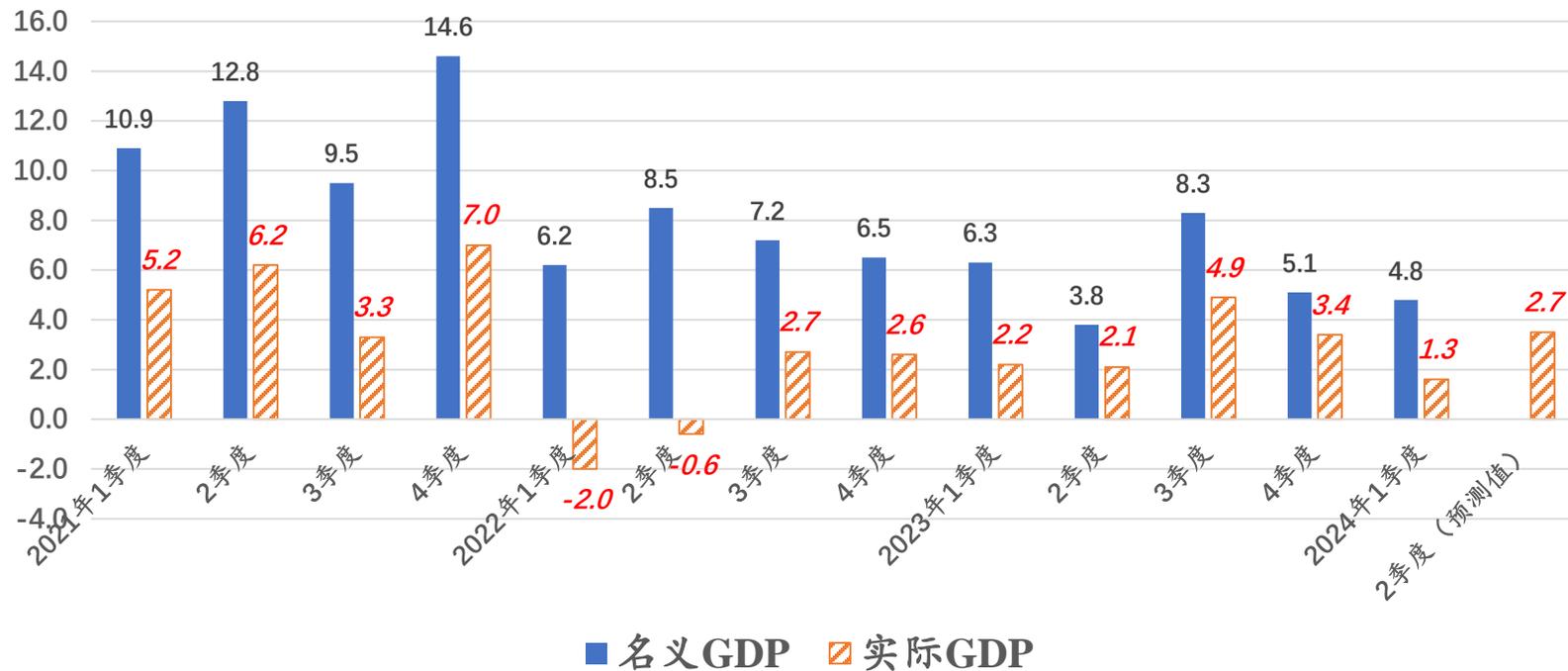
报告人：王晋斌

2024年6月5日

目录

- 一、美元下半年走势的美国内部逻辑
- 二、美元下半年走势的美国外部逻辑
- 三、美元下半年走势对中国和全球的影响
- 四、简要总结

一、美元下半年走势的美国内部逻辑



美国经济增速2021Q1-2024Q2 (环比年率)

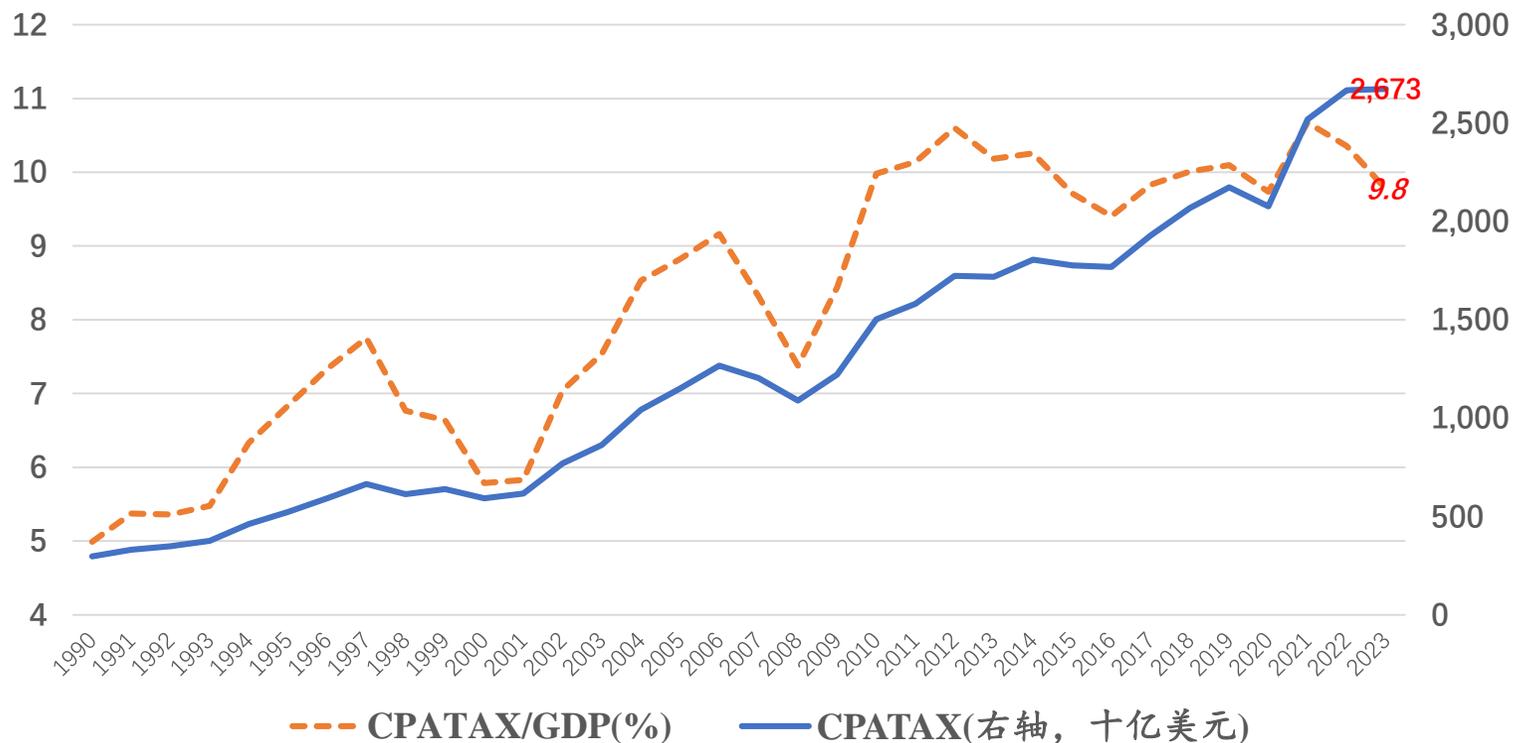
数据来源：BEA。2024Q2数据来自Atlanta Fed GDP Now Estimate, MAY 31, 2024.

1: 经济运行还在潜在产出水平之上

2021年3月美国通胀超过2% (CPI同比2.6%，PCE同比2.7%)。2022年1-2季度是美国通胀高点，实际GDP出现环比负增长。除此之外，除了2024年1季度GDP环比年率1.3%，低于潜在产出水平1.8%以外，其余季度产出水平均高于1.8%。

从年度来看，2021-2023年美国GDP增速5.8%、1.9%和2.5%，均在产出水平之上运行。美联储2024年3月20日预测今年GDP增速2.1%。

一、美元下半年走势的美国内部逻辑



2: 公司利润处于历史峰值, 利润占GDP比例有所下滑

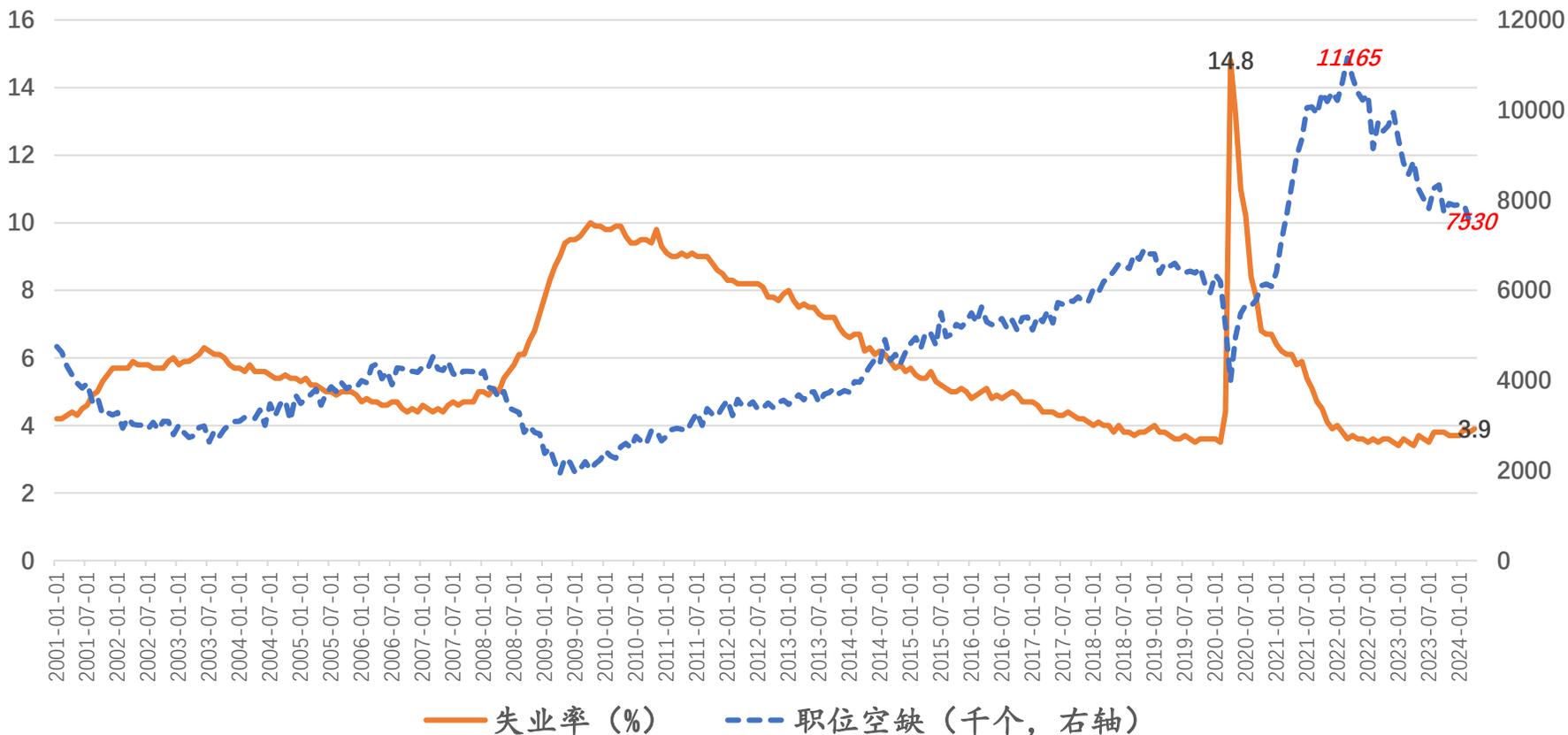
2021-2022年名义GDP远高于实际GDP, 使得2021年美国公司存货估值和资本消费调整后的税后利润 (CPATAX) 相比2020年上涨21.3%, 2022年相比2021年上涨5.9%, 2023年利润总额相比2022年仅上涨0.2%。

从利润占GDP比例来看, 2023年这一比例为9.8%, 低于2021-2022年的10.7%和10.4%。

美国公司利润 (十亿美元) 及占GDP (名义) 的比例 (%)

CPATAX : Corporate Profits After Tax with Inventory Valuation Adjustment (IVA) and Capital Consumption Adjustment (CCAdj), Billions of Dollars, Annual, Seasonally Adjusted Annual Rate. 数据来源: U.S. Bureau of Economic Analysis.

一、美元下半年走势的美国内部逻辑



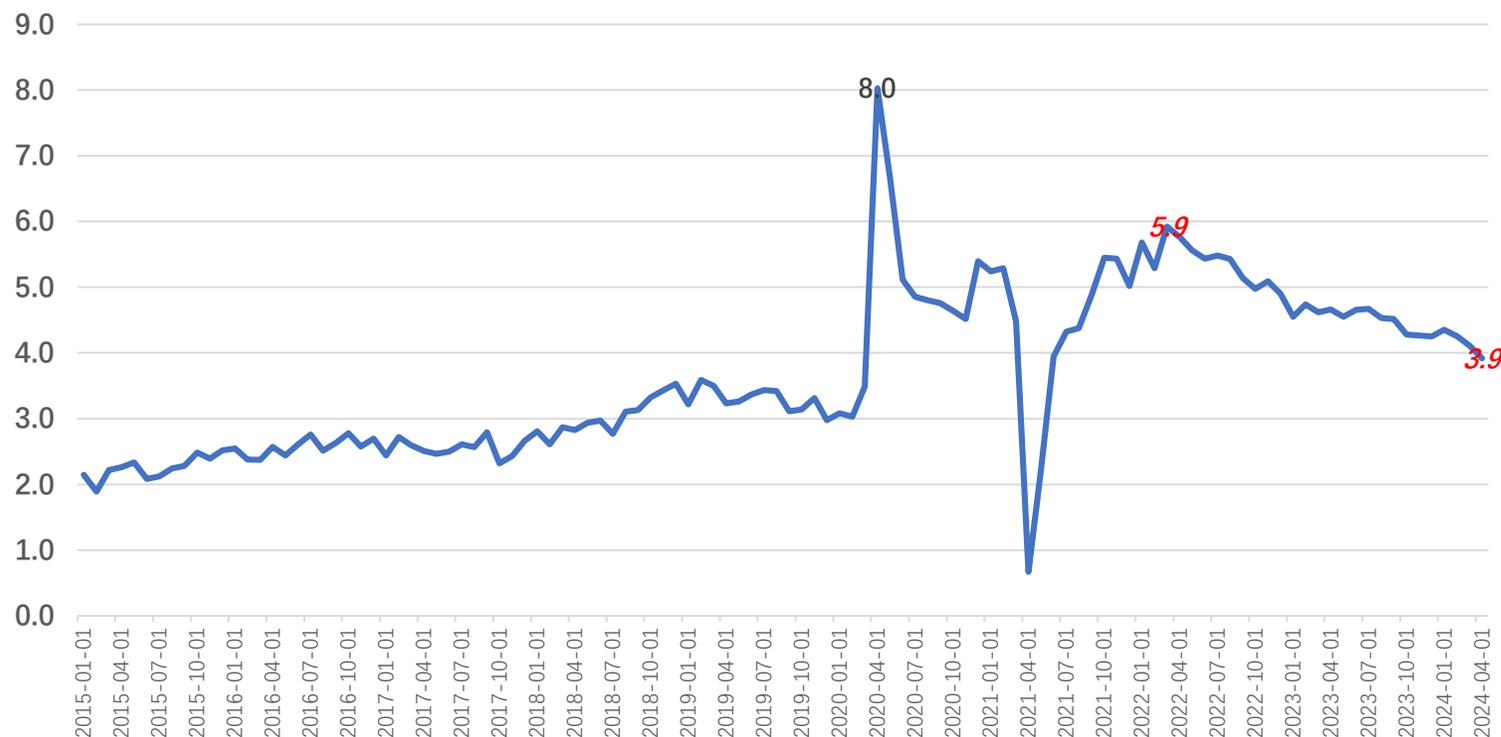
3: 劳动力市场紧张状态还在延续

2024年4月份美国经济失业率**3.9%**。2023年8月之后，失业率一直在3.7%-3.9%之间波动。低于长期自然失业率4.0-4.1%。

空缺岗位目前仍有753万个，相对于2021年10月至2022年7月连续10个月超过1000万，劳动市场强劲状态有所变弱。相对于2015-2019年月度均值577.4万个，2017-2019年月均616.2万个来说，美国劳动力市场还是紧张的。

美国经济中失业率和职位空缺数量
数据来源: U.S. Bureau of Labor Statistics.

一、美元下半年走势的美国内部逻辑



美国经济所有私人部门员工平均小时收入 (同比, %)

数据来源: U.S. Bureau of Labor Statistics

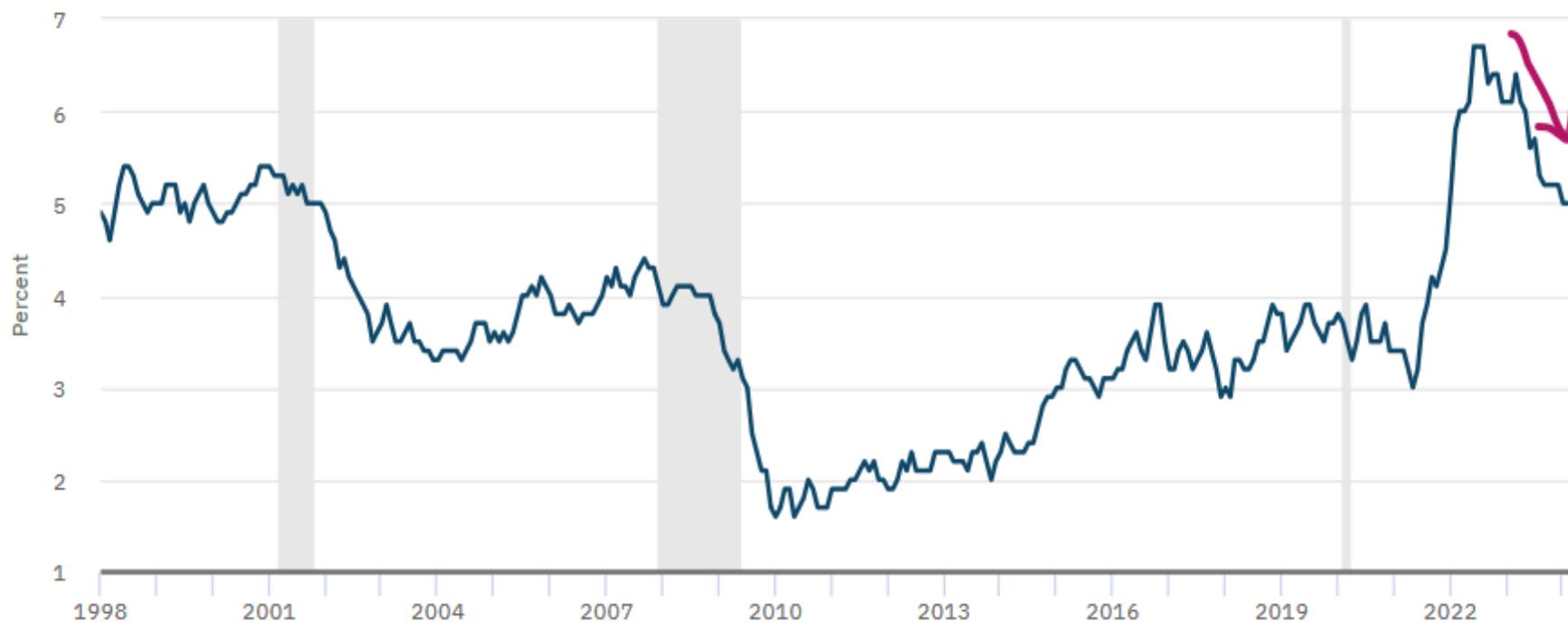
4: 员工收入上涨幅度超过通胀率, 形成了缓和的工资-物价机制, 支撑了美国通胀

2022年3月美联储加息时, 所有员工的平均小时收入同比增长5.9%, 此后, 员工平均小时收入增幅放缓, 截至2024年4月同比上涨3.9%。

依据BLS提供的私人行业工人工资和薪金 (Wages and Salaries) 的数据, 2022年2季度Employment Cost Index同比5.6%, 此后, 雇员成本指数增幅放缓, 截至2024年1季度同比增幅4.3%。

Wage Growth Tracker

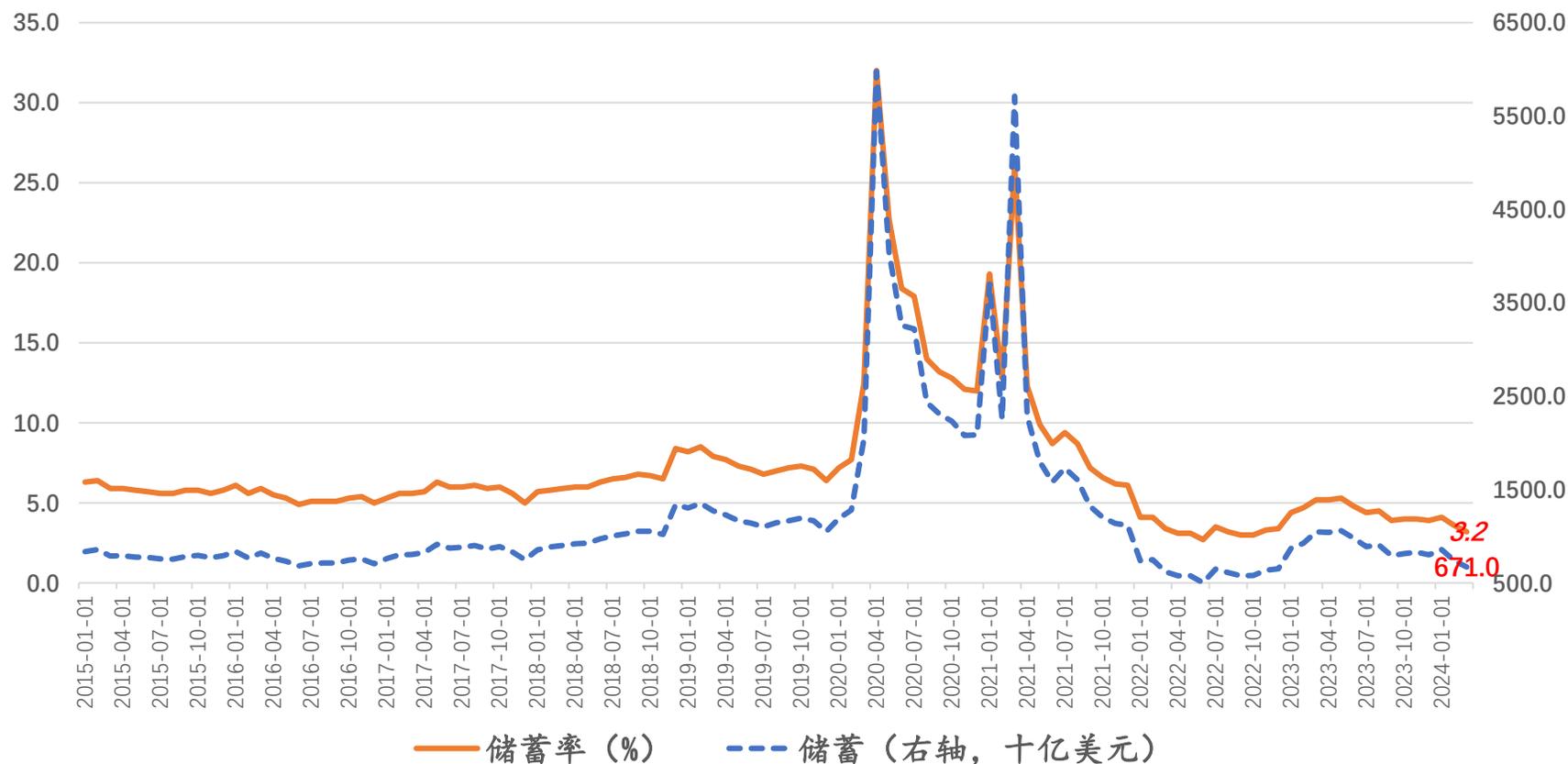
three-month moving average of median wage growth



依据美联储亚特兰大分行提供的工资增长追踪器提供的调查数据，三个月移动平均的中值工资增长，2022年6-7月的同比增长率为6.7%，此后逐步下降至2024年2月份的5.0%，高于疫情前水平，与1998-99年接近。

Source: Current Population Survey, Bureau of Labor Statistics and author's calculations

一、美元下半年走势的美国内部逻辑



5: 超额储蓄完全消失

2020年4月美国私人储蓄率高达32%，储蓄额（季度调整年率）接近5.98万亿美元；2021年3月美国私人储蓄率高达26.1%，储蓄额（季度调整年率）略超5.71万亿美元。

2024年3月，储蓄率下降至3.2%，储蓄额6710亿美元。超额储蓄完全消失。

美国经济中私人储蓄率与储蓄额（十亿美元，季调年率）

数据来源：U.S. Bureau of Economic Analysis

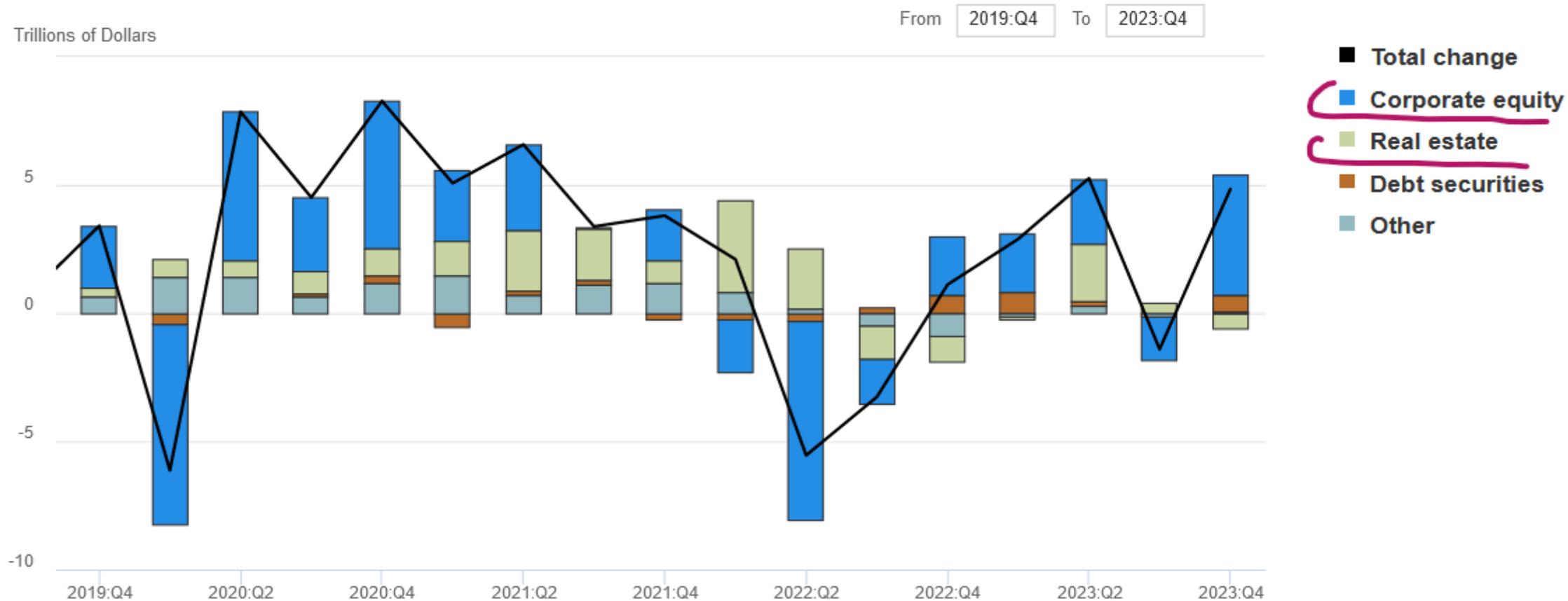
一、美元下半年走势的美国内部逻辑

| Household Net Worth and Growth of Domestic Nonfinancial Debt | | | | | | |
|--|----------------------------------|---|------------|------------|--------------------|------------------------|
| Year | Household net worth ¹ | Growth of domestic nonfinancial debt ² | | | | |
| | | Total | Households | Businesses | Federal government | State and local gov'ts |
| 2014 | 86,934 | 3.9 | 1.1 | 7.0 | 5.4 | -2.2 |
| 2015 | 89,901 | 4.5 | 2.6 | 7.1 | 5.0 | 0.5 |
| 2016 | 95,013 | 4.4 | 3.2 | 5.0 | 5.6 | 1.0 |
| 2017 | 103,759 | 4.3 | 4.0 | 6.2 | 3.7 | -0.0 |
| 2018 | 104,324 | 4.7 | 3.2 | 4.4 | 7.6 | -1.2 |
| 2019 | 116,891 | 4.7 | 3.5 | 4.6 | 6.6 | -0.0 |
| 2020 | 131,398 | 12.3 | 3.5 | 9.3 | 24.1 | 3.0 |
| 2021 | 150,233 | 6.3 | 7.4 | 4.9 | 7.1 | 2.2 |
| 2022 | 144,628 | 5.7 | 6.3 | 5.8 | 6.1 | -1.6 |
| 2023 | 156,214 | 5.2 | 2.7 | 2.2 | 9.8 | 0.7 |
| 2021: Q4 | 150,233 | 8.8 | 7.9 | 7.1 | 12.1 | -1.0 |
| 2022: Q1 | 152,332 | 8.3 | 8.1 | 7.9 | 10.2 | -2.4 |
| Q2 | 146,785 | 6.2 | 7.0 | 7.2 | 5.6 | 1.6 |
| Q3 | 143,516 | 4.6 | 6.4 | 4.1 | 4.2 | -0.5 |
| Q4 | 144,628 | 3.2 | 3.3 | 3.5 | 4.0 | -5.1 |
| 2023: Q1 | 147,521 | 3.8 | 2.4 | 4.6 | 4.5 | 1.2 |
| Q2 | 152,780 | 6.3 | 2.7 | 1.9 | 12.7 | 2.8 |
| Q3 | 151,376 | 5.4 | 3.2 | 1.4 | 10.6 | -0.3 |
| Q4 | 156,214 | 4.8 | 2.4 | 0.8 | 10.0 | -1.1 |

6: 疫情至今的此轮财富效应过大，但财富效应在下降

2023年底美国家庭净财富156.2万亿美元，相比2019年增长了39.3万亿美元，增幅**33.6%**。

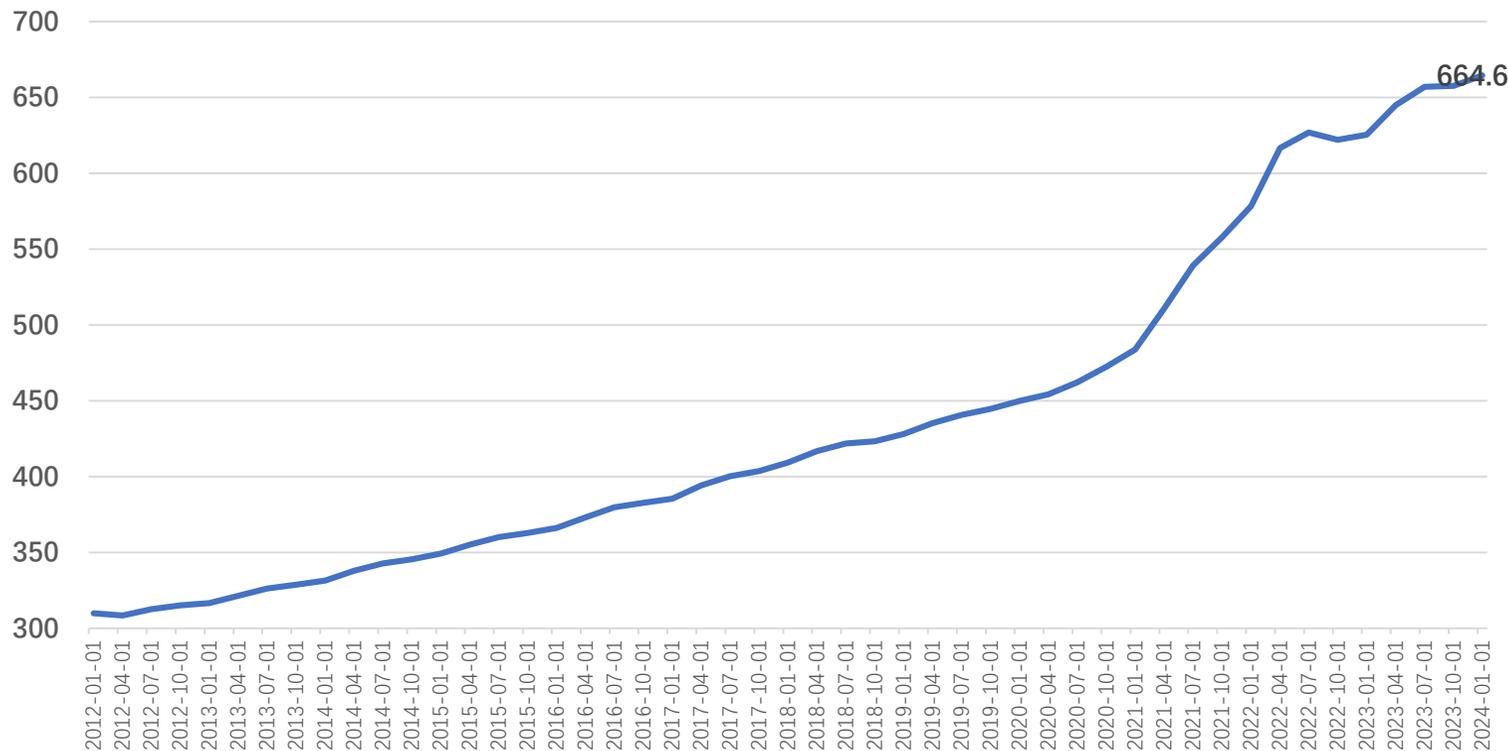
相比2022年，2023年增加了11.6万亿美元，直接和间接持有的公司股票价值增加了**4.7万亿美元**，房地产价值减少了0.6万亿美元。



Changes in Net Worth: Households and Nonprofit Organizations, 2019 - 2023

数据来源: Financial Accounts of the United States - Z.1, Fed.

房地产市场价格出现分化：住房价格上涨，商业地产价格下跌



All-Transactions House Price Index for the United States, Index
 1980:Q1=100, Quarterly, Not Seasonally Adjusted

数据来源：U.S. Federal Housing Finance Agency.

2024年1季度全美房价指数664.6，相比2019年底444.7上涨了**49.5%**。

美国房价上涨的原因大体包括：疫情激进刺激政策；居住习惯改变，房市供给不足等多种原因。高利率压制下，美国房价对利率免疫的一个重要原因是：加息前固定利率贷款占比高达92%(美联储)，导致房价对利率免疫。

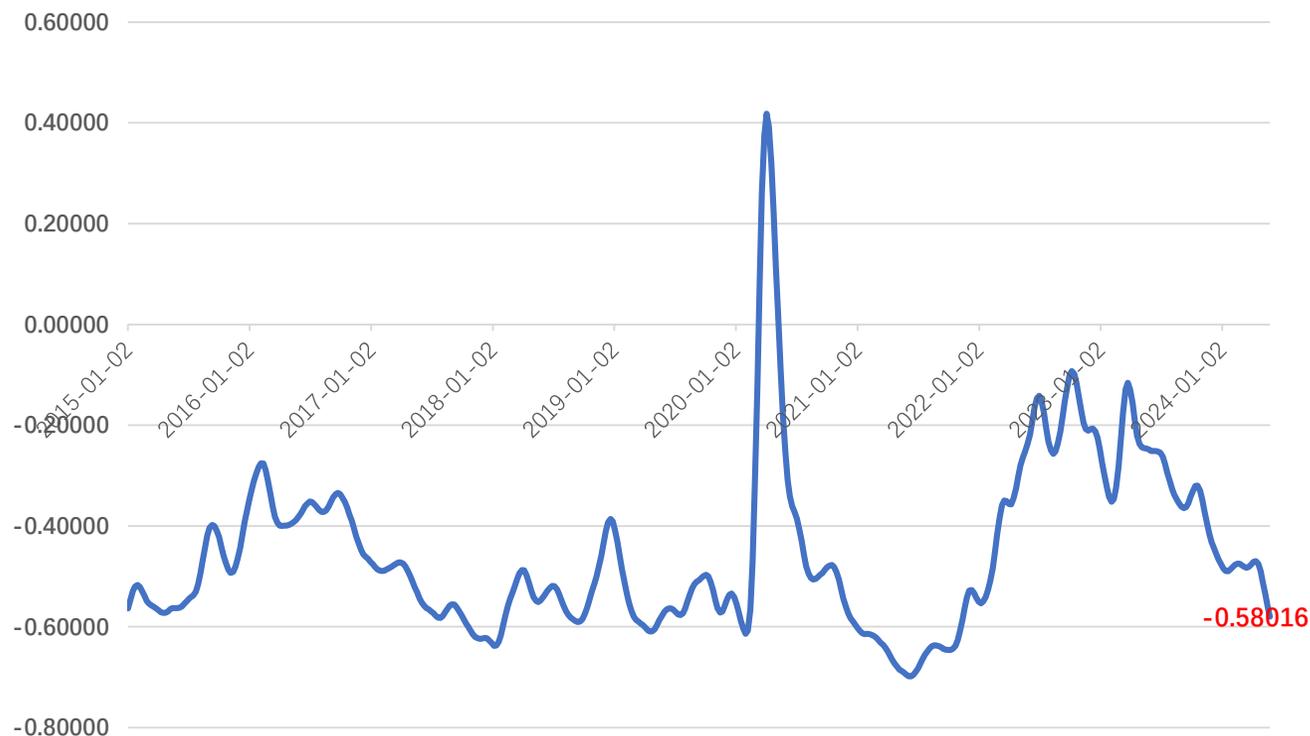
美国房地产经纪人协会 (National Association of Realtors) 的数据显示，2024年以来美国住房库存增加，4月份121万个单位，相比2023年底的99万个单位显著上升。

商业不动产价格2023年3-4季度同比下降**1.5%**和**7.5%**。相比2023年底商业不动产信贷，所有商业银行增加了298.6亿美元，相比2019年底增加6710.5亿美元。截至2024年4月末，信贷余额约2.99万亿美元，约占银行信贷的**17%**。大银行商业地产大多在城市中心位置。

美国股市与金融条件

截至2024年6月3日，美国道琼斯指数、纳斯达克指数和标普指数500分别上涨2.34%、12.11%和10.77%。

截至5月24日，美国金融条件指数-0.58 (Risk indicators contributed -0.26)，基本恢复至疫情前水平，甚至更加宽松些 (2015-2019年-0.50)。截至5月30日，存款机构在美联储储备金**3.39**万亿美元，财政部TGA账户近**0.72**万亿美元。5月31日纽约分行逆回购规模**0.44**万亿美元。市场流动性较为充裕。



Chicago Fed National Financial Conditions Index, Index, Weekly, Not Seasonally Adjusted

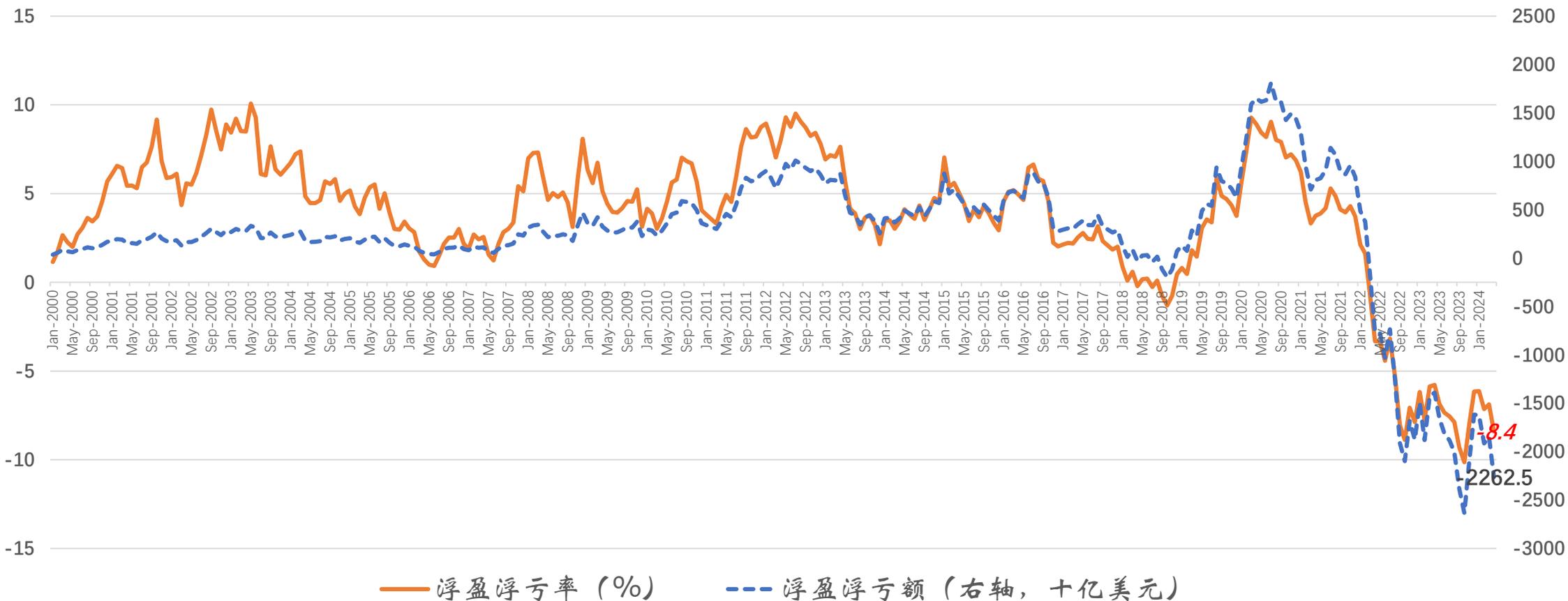
美国股市基本面：估值已经较高，尤其纳斯达克估值偏高

美股市场概况 (更新时间: 2024-05-31)

市场统计

| 截至日 | 上市公司家数 | | | | 总市值 (亿美元) | | | | 市盈率 (TTM) | | | 股息率 (%) | | |
|------------|--------|------|------|------|-----------|---------|-------|---------|-----------|-------|-------|---------|------|------|
| | NASDAQ | NYSE | AMEX | 合计 | NASDAQ | NYSE | AMEX | 合计 | 标普500 | 纳斯达克 | 道琼斯 | 标普500 | 纳斯达克 | 道琼斯 |
| 2024-05-31 | 3345 | 1952 | 242 | 5539 | 313,295 | 383,826 | 1,125 | 698,245 | 26.38 | 41.41 | 26.41 | 1.31 | 0.7 | 1.46 |
| 2023-12-31 | 3347 | 1954 | 234 | 5535 | 280,158 | 357,293 | 979 | 638,430 | 24.84 | 42.93 | 25.66 | 1.42 | 0.75 | 1.46 |
| 2022-12-31 | 3464 | 2026 | 211 | 5701 | 197,387 | 328,120 | 983 | 526,490 | 20.02 | 27.97 | 20.69 | 1.71 | 1 | 1.77 |
| 2021-12-31 | 3480 | 2117 | 189 | 5786 | 297,084 | 380,788 | 954 | 678,826 | 26.41 | 38.6 | 26.38 | 1.22 | 0.59 | 1.36 |
| 2020-12-31 | 2778 | 1932 | 177 | 4887 | 230,537 | 319,198 | 686 | 550,421 | 36.99 | 66.6 | 30.21 | 1.48 | 0.76 | 1.61 |
| 2019-12-31 | 2502 | 1820 | 173 | 4495 | 155,343 | 302,393 | 654 | 458,390 | 24.05 | 33.46 | 22.15 | 1.78 | 1 | 1.97 |

美国债市：2024年4月美国可交易国债账面价值26.9万亿美元，市场浮亏2.26万亿美元，浮亏率8.4%。2023年10月浮亏2.64万亿美元，浮亏率约10.1%，仅次于1981年8-9月的约10.6%。



美国可交易国债账面浮盈浮亏情况

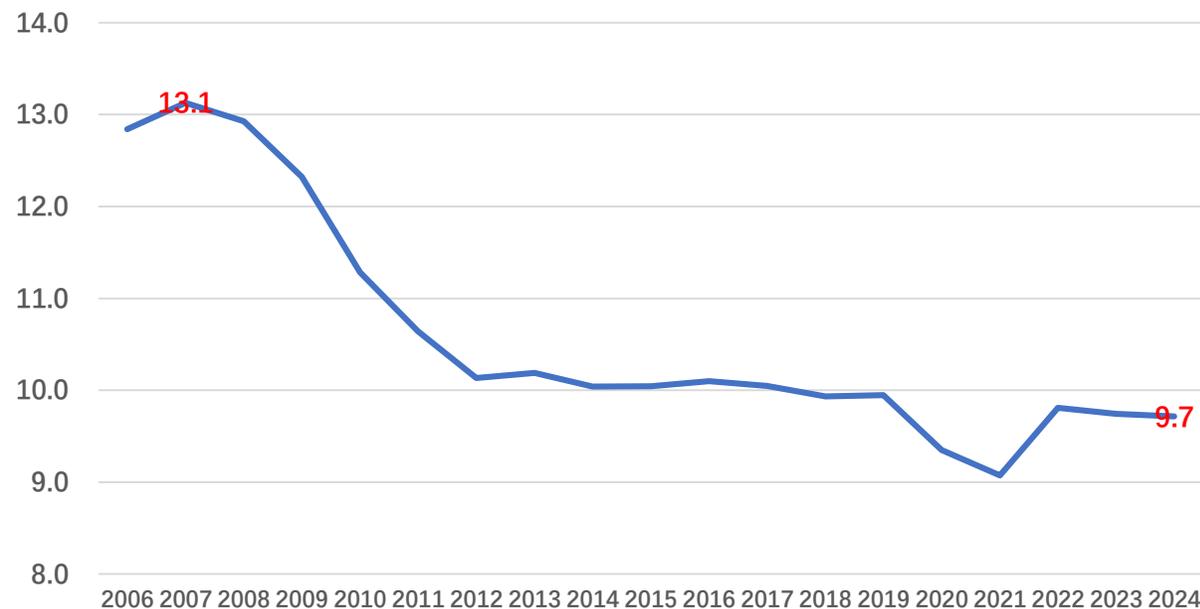
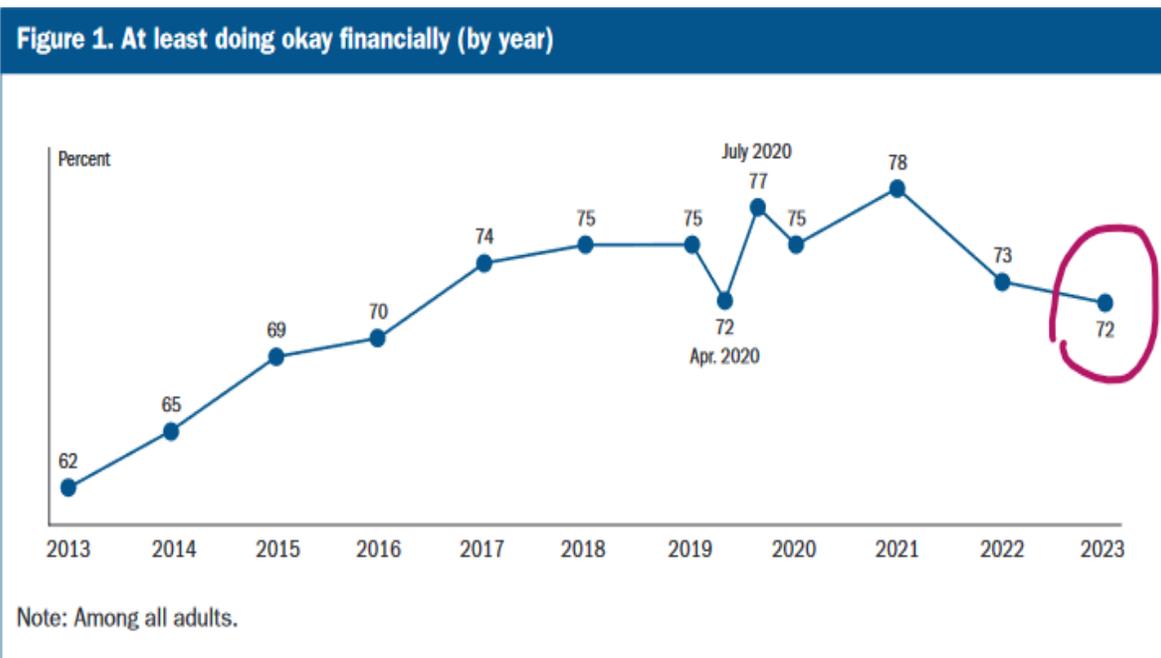
数据来源：Par and Market Value of U.S. Government Debt. Billions of Dollars, Dallas, Fed.

一、美元下半年走势的美国内部逻辑

7: 居民财务状况开始具有挑战性

2023年家庭经济决策调查 (SHED) 的结果表明, 美国居民总体经济状况与前一年几乎没有变化, 但低于2021。尽管通货膨胀速度有所放缓, 但许多成年人仍继续表示, 更高的价格对他们的财务管理是一个挑战。2024年1季度美国家庭服务支出占可支配收入9.7%, 低于疫情前水平。1985年以来的峰值是2007年13.1%。

家庭债务总量在增加, 纽约分行的 Quarterly Report on Household Debt and Credit数据显示, 2024年Q1美国家庭债务总额增加**1840亿美元**, 达到17.69万亿美元, 其中, 抵押贷款余额增加了**1900亿美元**, 达到12.44万亿美元, 支撑了房价。



美国家庭债务服务支出占可支配收入比例 (%，季调)
数据来源: Board of Governors of the Federal Reserve System

一、美元下半年走势的美国内部逻辑

8：资产负债表视角的经济状态

依据美联储的数据，2023年4季度，非金融类企业债务占其净财富（市值）比例**42.05%**，这一比例是2011年以来季度均值的92.3%，是疫情前2015-2019年季度均值的90.3%。按照历史成本法，2023年4季度，非金融类企业债务占其净财富比例62.76%，这一比例是2011年以来季度均值的92.3%，是疫情前2015-2019年季度均值的**88.2%**。因此，由于金融资产占美国非金融企业资产的比例大约在45%，除非**投资者风险偏好逆转**，美国金融市场出现资产价格的显著下行调整，美国企业资产负债表就会出现恶化。

居民家庭资产负债表总体健康，债务服务比例9.7%，低于疫情前水平。

联邦政府债务赤字增加，2024年净利息支付将突破GDP的3%（3.1%）。

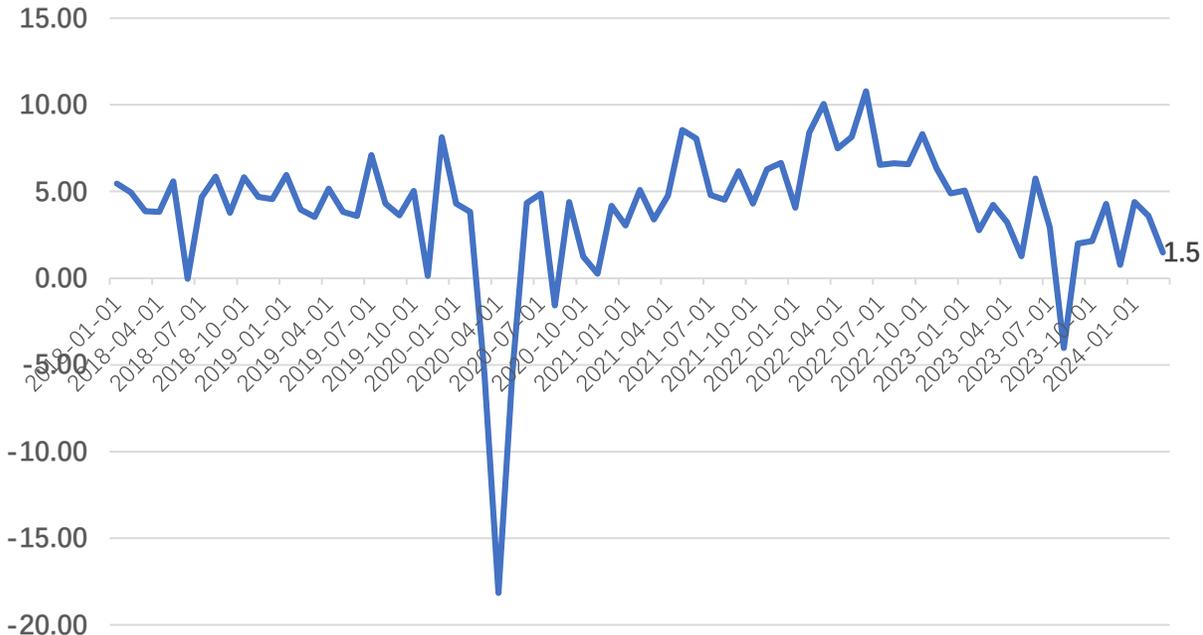
美国通胀具备微观主体活动的支撑，韧性强。

一、美元下半年走势的美国内部逻辑

9: 消费者、企业和地方政府新融资温和上升

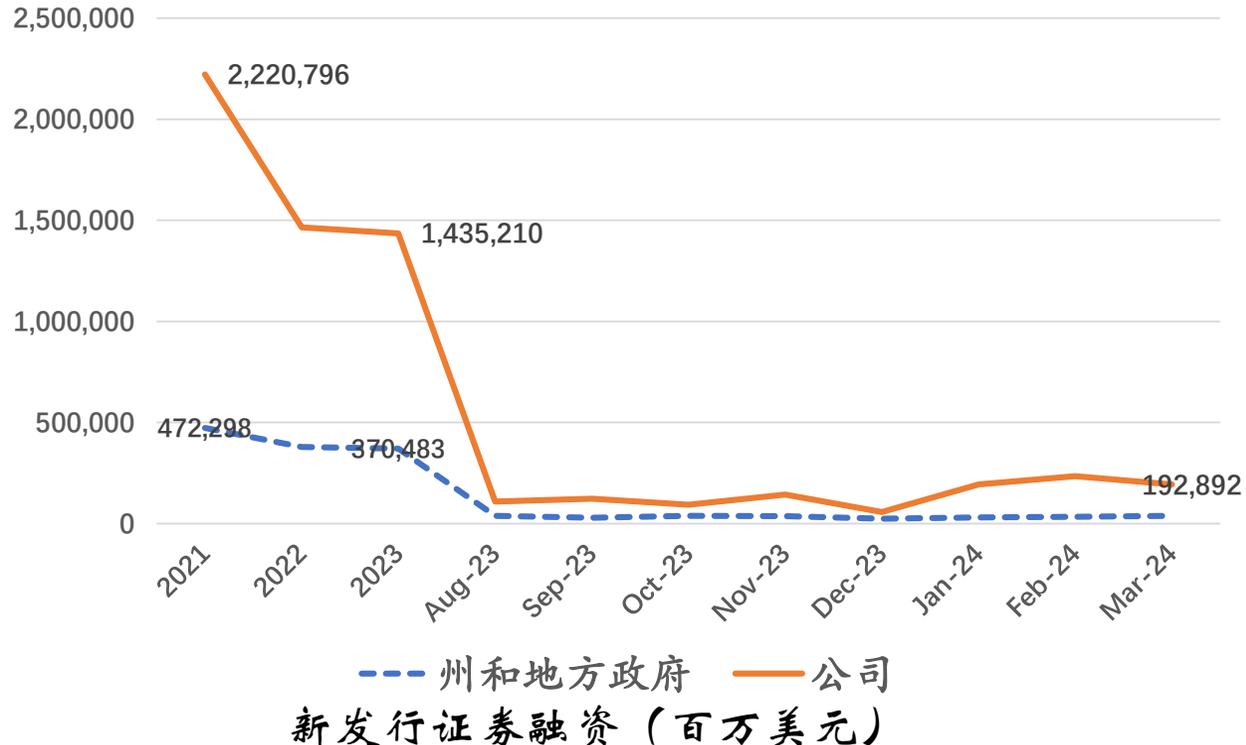
2024年3月消费者信贷增长1.5%，2023年7月以来消费信贷增速保持在相对低位。2024年5月密歇根消费者信心指数为67.4，2023年11月以来的最低水平（4月份的数据为77.2）。

2024年1-3月企业新发行证券近6200亿美元，大约是2023年的43.2%。州和地方政府997亿美元，为2023年的26.9%。非金融公司商业票据从1月末的2699亿美元上升至4月末的3019亿美元；总体商业票据从1月末的1.18万亿美元上升至4月末的1.26万亿美元。2024年1季度，私人总投资环比增长1.1%，同比增长5.8%。私人住宅固定资产投资增长7.4%。



美国消费者信贷增长率 (年率)

数据来源: Board of Governors of the Federal Reserve System (US)



新发行证券融资 (百万美元)

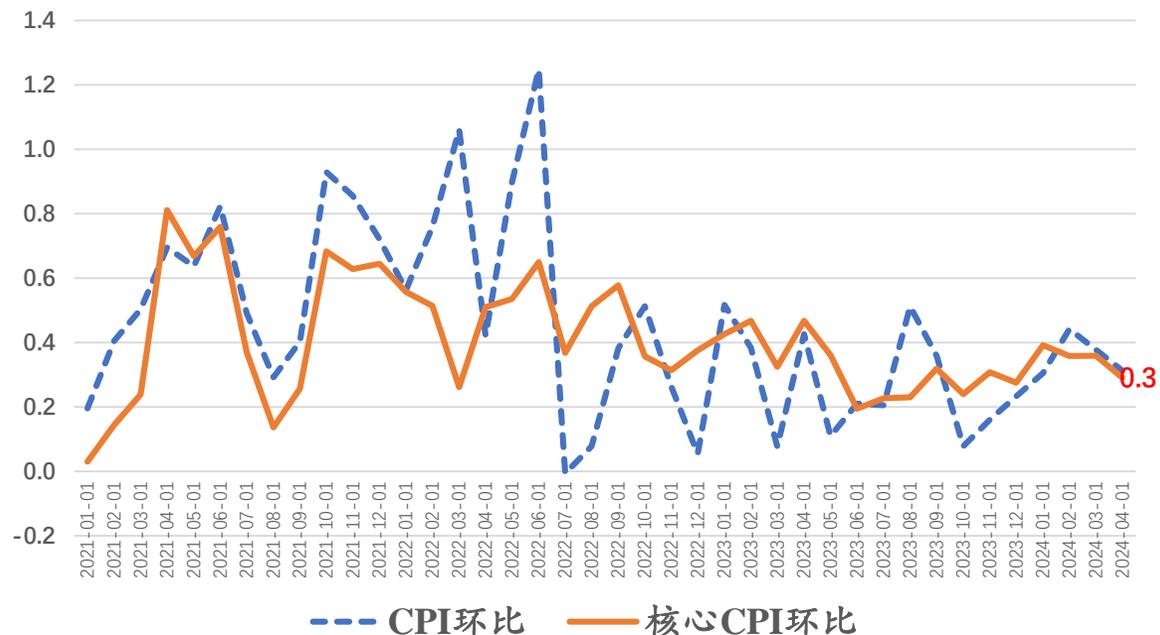
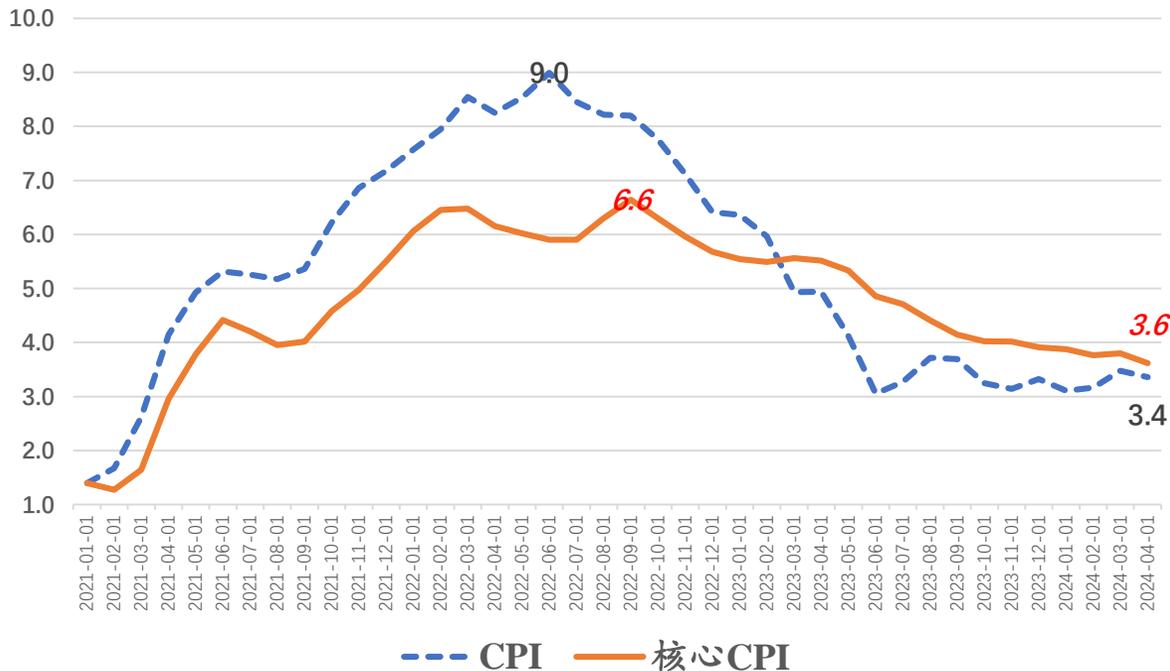
数据来源: Board of Governors of the Federal Reserve System (US)

一、美元下半年走势的美国内部逻辑

10：美国联邦政府财政支出刺激经济的力度下降

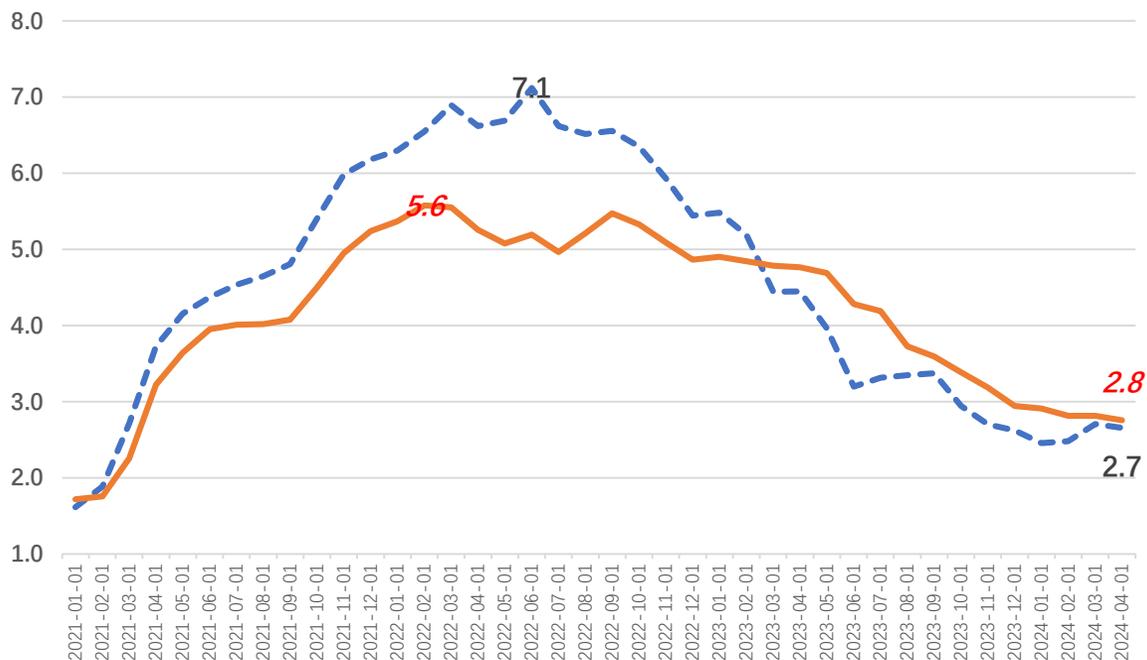
依据CBO2024年2月公布的10-Year Budget Projections，2024年美国财政赤字**1.507**万亿美元，低于2023年的1.695万亿美元。2024年财政赤字占GDP比例5.3%，低于2023年6.3%。由于存量已经超过34万亿美元，2023年净利息支出占GDP比例2.4%，2024年达到3.1%。联邦政府2024年刺激美国经济的力度下降。

一、美元下半年走势的美国内部逻辑：通胀（CPI）韧性

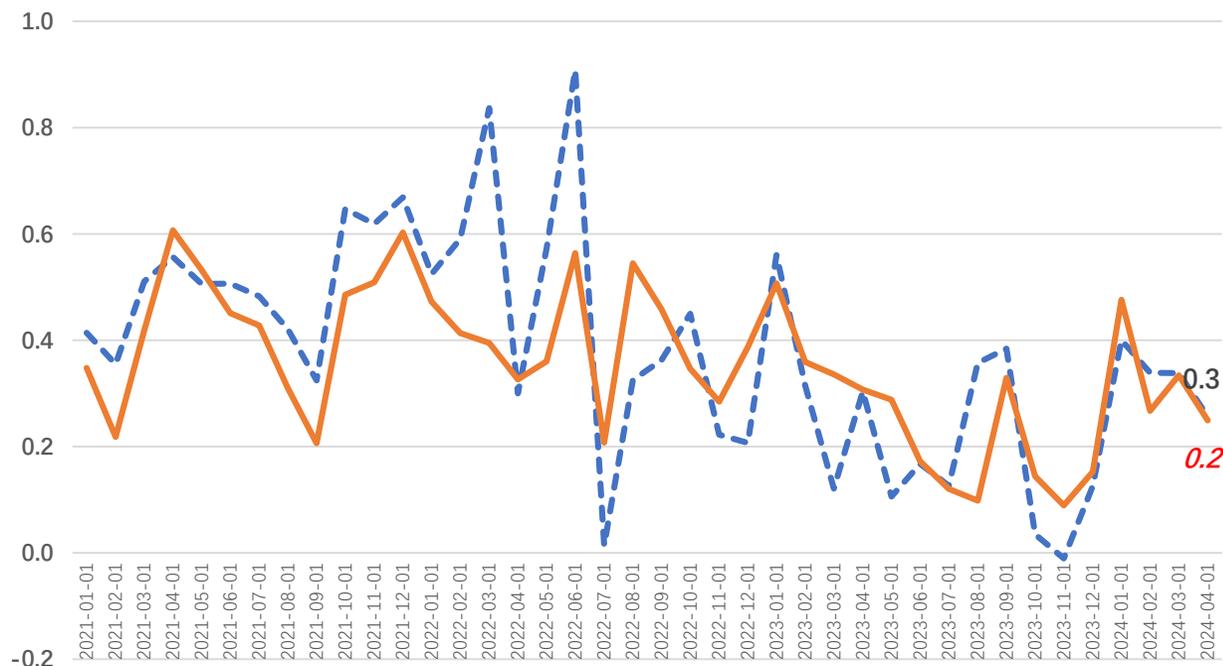


- (1) 从CPI来看，4月份CPI同比3.4%，核心CPI同比3.6%，环比两者均为0.3%。同比和环比均超出美联储的目标值。
- (2) 核心CPI下行的速度比CPI要慢，能源与食品价格和供应链瓶颈冲击消失，总需求扩张是基本原因。2023年2月以来Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI)基本为负值（NEW YORK FED）。
- (3) CPI同比在2023年6月下降至3.1%（对应最高基数同比9.0%），此后基数显著下降，但此后10个月美国经济CPI一直保持在3.1%-3.7%的区间，说明**通胀的顽固性可能已经形成（通胀中枢持久性上移）**。

一、美元下半年走势的美国内部逻辑：通胀（PCE）韧性



--- PCE — 核心PCE



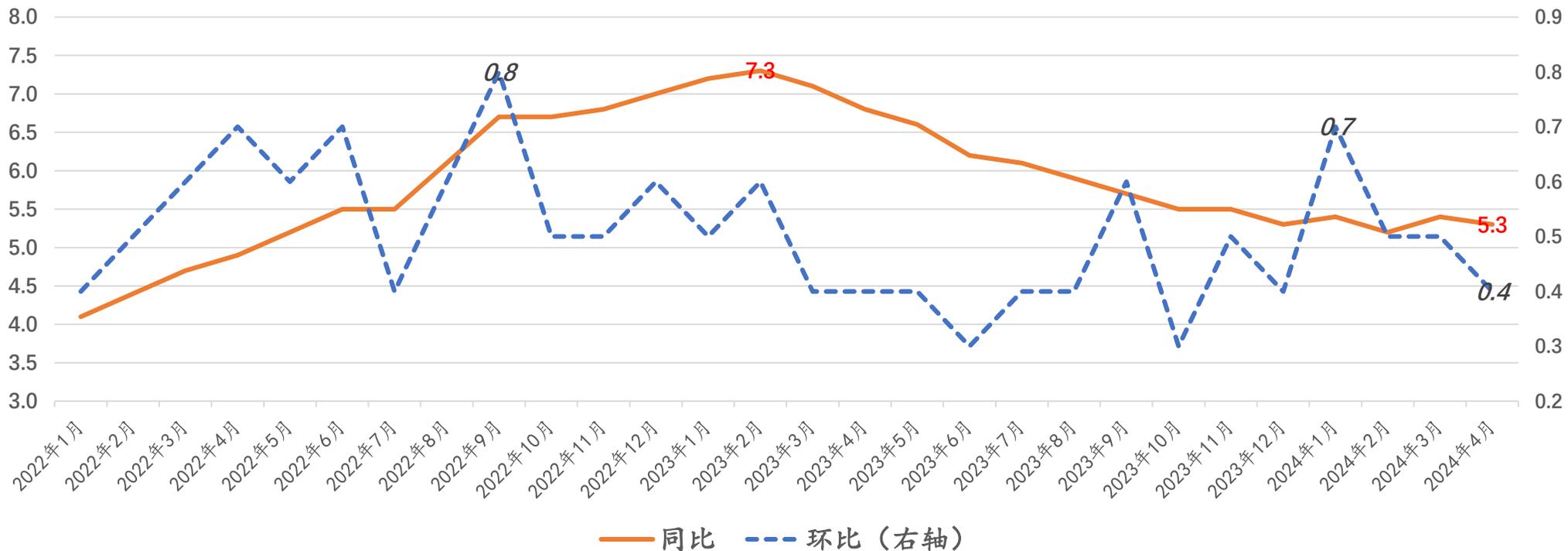
--- PCE环比 — 核心PCE环比

(1) 4月份PCE同比2.7%，核心PCE同比2.8%；PCE环比0.3%，核心PCE环比0.2%，同比环比超过美联储目标值。

(2) 核心PCE下行速度比PCE慢，能源食品价格和供应链瓶颈冲击基本消失，总需求扩张是基本原因。

(3) 随着基数下降，PCE在2.5%-2.9%的区间已经停留了7个月，核心PCE在2.8%-2.9%区间内停留了5个月，说明**通胀的顽固性可能已经形成（通胀中枢持久性上移）**。

除食品和能源外的全部服务：通胀（PCE）韧性

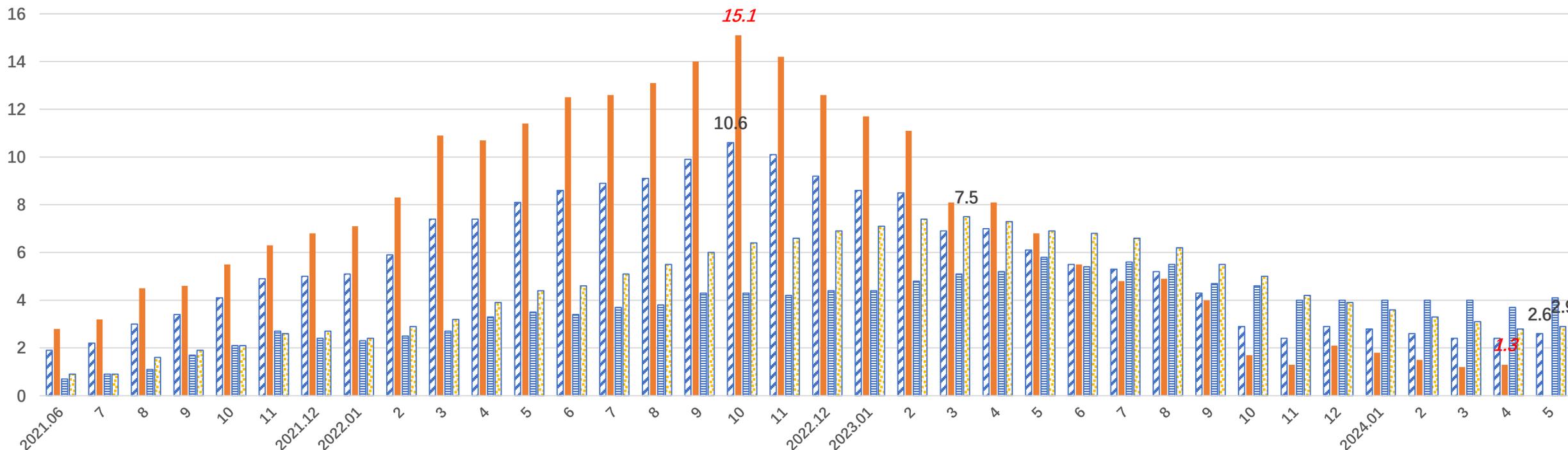


除食品和能源外的全部服务（住房、医疗服务、交通服务）占CPI篮子权重大约2/3,占核心CPI篮子权重大约70%。2024年4月这类核心服务价格同比**5.3%**，环比**0.4%**；2024年3月CPI同比3.4%，核心CPI同比3.6%。对比数据会发现，这类核心服务主导了美国的通胀。**利润-工资-物价循环决定了美国通胀还需要多月才能收敛于2%。**

依据5月31日BEA数据，4月份个人可支配收入环比0.2%，较1-3月份环比0.7%、0.3%和0.5%显著下降。私人消费支出PCE环比0.2%，较2-3月份的0.7%显著下降，1月份环比0.1%。4月份收入和支出环比增幅下降是4月份核心服务价格环比降至0.4%的重要原因。

二、美元下半年走势的美国外部逻辑

(一) 美元指数：美元对外名义综合定价，不能忽视**被动阶段性走强**的风险



■ HICP ■ 货物 ■ 服务 ■ 核心HICP

欧元区通胀率 (同比%)

数据来源: ECB.

二、美元下半年走势的美国外部逻辑

(一) 美元指数：美元对外名义综合定价，不能忽视**被动阶段性走强**的风险

欧元区通胀率（HICP）从2023年10月份进入3%的区间，2024年3-4月份同比2.4%，5月份预估值**2.6%**；核心HICP从2024年4月份进入3%的区间，5月份预估值2.9%。欧元区货物价格从2023年10月份落入2%以下区间，2024年4月份同比1.2%，5月份预估值1.3%。服务价格粘性很强，从2023年11月份以来一直维持在4%左右。

欧元区GDP从2023年1季度开始在潜在产出率之下运行，2023年Q1-Q4分别为1.3%、0.6%、0.1%、0.1%；2024年Q1同比**0.4%**。欧元区通胀下行速度快于美国，**欧元区通胀缺乏足够的总需求支撑，同时缩表规模大于美联储**（美联储缩表超1.6万亿美元，欧洲央行缩表约2.3万亿欧元）

失业率从2021年8月的8.3%一直下行至2024年4月的**6.4%**。从2021年9月份开始，欧元区进入了欧元区历史上的**最低失业周期**。

通胀数据和GDP数据显示，**欧元区不会晚于2024年7月降息，6月可能降息，比美联储降息早**。

二、美元下半年走势的美国外部逻辑

(一) 美元指数：美元对外名义综合定价，不能忽视美元**被动阶段性走强**的风险

瑞士央行2024年3月21日，将利率下调了25个基点至1.50%，瑞士通胀已连续多月回落至2%以下。

瑞典央行2024年5月15起将基准利率下调25个基点至3.75%，应对经济疲软（2024年预计GDP同比0.3%）。这是瑞典央行八年来首次降息，4月通胀率为3.9%，开启了高通胀下的降息。

日本央行2024年3月19日谨慎告别负利率周期，采用零利率。今年4月的主要通胀指标均低于2%的目标，这是自2022年8月以来的首次，日本央行能否在3季度再次加息具有很大不确定性。

加拿大2024年Q1年化增长率1.7%，增速低于预期，消费者价格指数（CPI）的增幅由3月份的2.9%下行至4月份的2.7%。加拿大央行是否早于美联储降息有不确定。

英国4月CPI同比上涨2.3%，为2021年7月以来的最低水平；剔除能源和食品价格波动的核心CPI同比上涨3.9%，尤其是服务业价格同比增速接近6%（5.9%），使得通胀持续保持在2%的基础不稳固。2024年Q1，英国实际GDP同比增长1.29%，较上季度加快2.33个百分点，比上年同期加快0.89个百分点。经季节调整后，2024年一季度，英国实际GDP同比增长0.21%，环比增长0.63%。**英国降息可能会早于美国。**

二、美元下半年走势的美国外部逻辑

(二) 地缘政治：复杂的多重影响

1. 地缘政治动荡可能会增加美元的避险属性 (+)；
2. 地缘政治动荡可能会催生“去美元化”，降低美元的需求 (-)；
3. 地缘政治动荡可能会再次导致全球能源、产供应链的不稳定，加剧通胀的韧性 (+)。
4. 国际大选年增添了不确定性。

VIX指数今年以来上涨了5.3%（截至6月3日），涨幅不大。



三、美元下半年走势对中国及全球的影响

美元走势的判断：

2024年上半年是强美元，下半年大概率是强美元。基本原因是：美国经济金融基本面要强于美元指数中的经济体，尤其是强于欧元区。同时，由于**美联储降息可能在3季度之后**，降息应该晚于欧元区和英国，瑞士瑞典已经降息，美元会出现阶段性被动走强的风险。

美国利率：

今明两年国际金融市场是高利率。按照美联储2024年3月20日在《经济预测计划》中的数据，2024-2025年**4.6%和3.9%**。长期利率2.6%（中性利率0.6%）。美国**中性利率可能已经抬升**，长期联邦基金利率可能会高出美联储的预测2.6%。2024年政策性平均利率会**高于4.6%**。

美联储放缓缩表：

6月开始实施250亿美元国债+350亿美元MBS，国债从600亿美元下降至250亿美元。放缓缩表可视为降息的前奏。

三、美元下半年走势对中国及全球的影响

全球外汇市场：

汇率承压的风险并未完全过去。欧元相对于美元存在贬值压力；日元新底线160基本可以守住。日本财务省数据显示，4月26日-5月29日期间，日本央行动用了624亿美元干预外汇市场，创新月度干预记录。

亚洲新兴经济体今年以来汇率波动剧烈。4月以来，日元、韩元、泰铢、印尼盾等亚洲货币汇率在美元走强中出现了不小的跌幅，出现了**超调风险**。

今年以来人民币相当稳健，截至4日上午10时，美元指数上涨2.7%，人民币对美元贬值2.2%。增长预期+顺差+跨境资本流动平衡+减少对美元依赖对冲了美中国债利差扩大的压力

(1) 今年以来中美政策性利差没有变化 (0)；

(2) 资产荒导致10年期中债收益率从年初2.56%下行至5月底的2.29%，10年期美债收益率从年初3.95%上行至5月底的4.51%，中美国债收益率倒挂超过220个BP (-)；

(3) 贸易顺差：2022-2023年连续2年商品贸易顺差超过8200亿美元。今年1-4月商品贸易顺差2556.6亿美元（中国海关） (+)。

(4) 2024年1-4月，银行累计结汇7159亿美元，累计售汇7788亿美元，结售汇逆差629亿美元 (-)。

(5) 4月境外投资者净买入境内债券、股票分别为1247亿和451亿元人民币（上证13-14倍PE），境外机构投资者已连续8个月增持中国债券 (+，存在变化)。

(6) 人民币作为融资货币，跨境净流出增加，人民币融资成本相对较低 (+)。

(7) 今年1季度中国货物贸易跨境结算中使用人民币结算的占比近30%，降低了对美元的依赖 (+)。

(8) 今年以来离岸汇率对美元贬值1.94%，在岸 (CFETS) 贬值2.12%，在岸离岸均稳健 (+)。

(9) 今年1季度GDP增速5.3%。近期国际机构上调了中国经济增速预期（比如，IMF上调至5.0%） (+)

人民币汇率风险点

(1) 地缘政治贸易摩擦带来的贸易顺差下降问题；

地缘政治的复杂性长期影响汇率。相对高通胀下的强美元，降低了进口价格，有利于美国控通胀，但美国出口恶化。2022年2月美元实际汇率指数100.82 (2020=100)，2022年10月达到峰值112.99。2023年12月106.66，2024年4月份109.75。从2023年8月开始，美国货物和服务贸易逆差扩大，从589亿美元扩大到2024年3月的694亿美元；同期货物贸易逆差从841亿美元扩大至925亿美元 (1-3月均超过915亿美元)，相比疫情前2015-2019年月度均值扩大了约**250亿美元**。

(2) 银行结售汇持续的逆差需要关注；

(3) 地产修复需要较长时间，资产荒导致10年期国债利率过低，风险溢价上行，一方面导致中美国债利差扩大对人民币汇率造成压力，另一方面压制风险偏好，不利于金融市场资产价格和经济活力的提升；

(4) 美联储降息延后，持续的大幅度中美利差带来跨境资本流动的不确定性。

四、简要总结

- 1、美国经济基本面决定通胀韧性超预期，美联储降息时间一再打破市场预期，但限制性利率开始发挥作用，利润-工资-物价循环决定了美国通胀要多月才能收敛于2%。美联储需要观察到PCE通胀处于2.0%-2.5%区间数月才会考虑降息，首次降息时间可能要到3季度及之后，大概率采用预防性降息方式。
- 2、2024年下半年强美元，尤其要关注美元被动阶段性走强的风险。
- 3、2024年下半年国际金融市场高利率态势没有实质性变化。如果美国金融市场投资者风险偏好不下降，会延缓美联储降息，对全球其他经济体金融和外汇市场都会造成压力。
- 4、2024年上半年人民币汇率超预期的稳健（7.10-7.25），但要高度关注中美国债利差、地缘政治和贸易摩擦带来的冲击风险。加强宏观审慎管理（包括跨境资本流动、结售汇等），坚决防范汇率超调。
- 5、货币政策以我为主，政策性利率维持不变，观察美联储降息。



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇



美元下半年走势及对中国和全球的影响，CMF专题 报告发布

6月5日，CMF 宏观经济热点问题研讨会（第87期）于线上举行。

本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席**杨瑞龙**主持，聚焦“美元下半年走势及对中国和全球的影响”，来自学界、企业界的知名经济学家**毛振华、王永利、管涛、徐奇渊、洪灏、王晋斌**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院副院长、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**王晋斌**代表论坛发布 CMF 中国宏观经济专题报告。

报告围绕以下四个方面展开：

- 一、美元下半年走势的美国内部逻辑
- 二、美元下半年走势的美国外部逻辑
- 三、美元下半年走势对中国和全球的影响
- 四、简要总结

一、美元下半年走势的美国内部逻辑

第一，经济运行还在潜在产出水平之上。2021年3月美国通胀超过2%（CPI 同比2.6%，PCE 同比2.7%）。2022年1-2季度是美国通胀高点，实际 GDP 出现环比负增长。除此之外，除了2024年1季度 GDP 环比年率1.3%，低于潜在产出水平1.8%以外，其余季度产出水平均高于1.8%。从年度来看，2021-2023年美国 GDP 增速5.8%、1.9%和2.5%，均在产出水平之上运行。美联储2024年3月20日预测今年 GDP 增速2.1%。**因此，由于美国经济增速维持在潜在产出水平之上，其通货膨胀现象表现出相当顽固的特性，总需求为通胀提供了支撑。**

第二，由于美国名义 GDP 高，公司利润处于历史峰值，但利润占 GDP 比例有所下滑。

2021-2022年名义 GDP 远高于实际 GDP，使得2021年美国公司存货估值和资本消费调整后的税后利润（CPATAX）相比2020年上涨21.3%，2022年相比2021年上涨5.9%，2023年利润总额相比2022年仅上涨0.2%，2023年美国公司的税后利润达到了2.67万亿美元。从利润占 GDP 比例来看，2023年这一比例为9.8%，低于2021-2022年的10.7%和10.4%。

第三，公司较高的利润水平导致劳动力市场紧张状态还在延续。2024年4月份美国经济

失业率3.9%。2023年8月之后，失业率一直在3.7%-3.9%之间波动，低于长期自然失业率4.0-4.1%。空缺岗位目前仍有753万个，相对于2021年10月至2022年7月连续10个月超过1000万，劳动市场强劲状态有所变弱。相对于2015-2019年月度均值577.4万个，2017-2019年月均616.2万个，美国劳动力市场仍然紧张。

第四，因为劳动力市场处于紧张状态，员工收入上涨幅度超过通胀率，形成了缓和的工资-物价机制，支撑了美国通胀。2022年3月美联储加息时，所有员工的平均小时收入同比增长

5.9%，此后，员工平均小时收入增幅放缓，截至2024年4月同比上涨3.9%，但仍然超出美国的通胀水平。依据 BLS 提供的私人行业工人工资和薪金（Wages and Salaries）的数据，2022年2季度 Employment Cost Index 同比5.6%，此后，雇员成本指数增幅放缓，截至2024年1季度同比增幅4.3%，说明限制性的利率水平发挥了一定作用，但是货币政策存在时滞。

依据美联储亚特兰大分行提供的工资增长追踪器提供的调查数据，三个月移动平均的中值工资增长，2022年6-7月的同比增长率为6.7%，此后逐步下降至2024年2月份的5.0%，高于疫情前水平，与1998-1999年接近。

第五，支撑消费的另一个重要因素是储蓄，但美国的超额储蓄完全消失。2020年4月美

国私人储蓄率高达32%，储蓄额（季度调整年率）接近5.98万亿美元；2021年3月美国私人储蓄率高达26.1%，储蓄额（季度调整年率）略超5.71万亿美元。2024年3月，储蓄率下降至3.2%，储蓄额6710亿美元。**超额储蓄完全消失，说明目前支撑美国消费的不再是储蓄，而主要是工资收入。**

第六，疫情至今的此轮财富效应过大，但财富效应在下降。2023年底美国家庭净财富

156.2万亿美元，相比2019年增长了39.3万亿美元，增幅33.6%。**相比2022年，2023年增加了11.6万亿美元，直接和间接持有的公司股票价值增加了4.7万亿美元，房地产价值减少了**

0.6万亿美元。根据美联储的调查，美国不同社会阶层持有公司股票的比例存在差异。超过90%的群体持有的股票资产在其总资产中的占比大约为12%。因此，股票市场的财富效应将对其消费行为产生影响。

从2019年至2023年美联储针对美国家庭以及非营利组织净财富变化的调查结果中可以发现，**公司股权和不动产是两个最主要的财富组成部分。**自疫情以来，美国的房价也呈现出上涨趋势，房地产和股票对美国居民财富的正增长起到了显著的推动作用。

但房地产市场价格出现了分化，即住房价格上涨，商业地产价格下跌。2024年1季度全美房价指数664.6，相比2019年底444.7上涨了49.5%。美国房价上涨的原因包括疫情激进刺激政策，居住习惯改变，房市供给不足等多种原因。高利率压制下，美国房价对利率免疫的一个重要原因是加息前固定利率贷款占比高达92%，导致房价对利率免疫。

而商业不动产价格2023年3-4季度同比下降1.5%和7.5%。美国银行业由于持有商业地产相关资产，导致其资产负债表状况出现恶化。截至2024年4月末，信贷余额约2.99万亿美元，约占银行信贷的17%。美国大型商业银行的商业地产表现相对稳健，因为它们所持有的商业地产主要位于城市中心区域。但一些区域性的银行商业地产的资产价值存在问题。在这轮加息过程中，美国部分区域性银行出现了关闭的情况，其中有一部分与商业地产价值下降有直接关联。

从股市来看，截至2024年6月3日，美国道琼斯指数、纳斯达克指数和标普指数500分别上涨2.34%、12.11%和10.77%。美国股市的上涨与其宽松的金融条件密切相关，截至5月24日，美国金融条件指数为-0.58（Risk indicators contributed - 0.26），基本恢复至疫情前水平，甚至更加宽松些（2015-2019年为-0.50）。除此之外，美国金融市场流动性较为充裕，截至5月30日，存款机构在美联储储备金3.39万亿美元，财政部TGA账户近0.72万亿美元。5月31日纽约分行逆回购规模0.44万亿美元。目前美国市场上的多余流动性大概超过1万亿美元。因此，自今年6月份之后，尽管美联储将放慢缩表的步伐，但并未完全停止缩表。

尽管美国股市表现强劲，但整体估值偏高，尤其是纳斯达克，其市盈率较高，而股息率较低。这可能与当前美国股市中人工智能等科技股的高估值有密切关系，这些领域的技术进步对美国股市估值上涨起到了重要推动作用。但从财富估值的角度来看，目前美国市场的估值水平偏高。

目前美国债券市场正面临巨额亏损。由于利率上升，美国国债出现了巨大的账面亏损。2024年4月美国可交易国债账面价值26.9万亿美元，市场浮亏2.26万亿美元，浮亏率8.4%。2023年10月浮亏2.64万亿美元，浮亏率约10.1%，仅次于1981年8-9月的约10.6%。浮亏率的计算方法是将市场价值减去账面价值，再除以国债的账面价值，当浮亏率达到8%时，其浮亏金额相当庞大，接近2.3万亿美元。

第七，居民财务状况开始具有挑战性。2023年家庭经济和决策调查（SHED）的结果表明，美国居民总体经济状况与前一年几乎没有变化，但低于2021年。尽管通货膨胀速度有所放缓，但许多成年人仍继续表示，更高的价格对他们的财务管理是一个挑战。2024年1季度美国家庭债务服务支出占可支配收入比例为9.7%，低于疫情前水平，1985年以来的峰值是2007年13.1%。但家庭债务总量在不断增加，纽约分行的 Quarterly Report on Household Debt and Credit 数据显示，2024年 Q1美国家庭债务总额增加1840亿美元，达到17.69万亿美元，其中，抵押贷款余额增加了1900亿美元，达到12.44万亿美元，支撑了房价。

第八，从资产负债表视角来看美国目前的经济状态。据美联储的数据，2023年4季度，非金融类企业债务占其净财富（市值）比例42.05%，这一比例是2011年以来季度均值的92.3%，是疫情前2015-2019年季度均值的90.3%。按照历史成本法，2023年4季度，非金融类企业债务占其净财富比例62.76%，这一比例是2011年以来季度均值的92.3%，是疫情前2015-2019年季度均值的88.2%。因此，金融资产占美国非金融企业资产的比例大约在45%，这一比例实际上呈下降趋势，说明这些企业的资产负债表相对健康，除非投资者风险偏好逆转，美国金融市场出现资产价格的显著下行调整，美国企业资产负债表就会出现恶化。其次，居民家庭负债表总体健康，债务服务比例9.7%，低于疫情前水平。所以，美国通胀具备微观主体活动的支撑，韧性强。此外，联邦政府债务赤字增加，2024年净利息支付将突破 GDP 的3%。

第九，消费者、企业和地方政府新融资温和上升。2024年3月消费者信贷增长1.5%，2023年7月以来消费信贷增速保持在相对低位。2024年5月密歇根消费者信心指数为67.4，是2023年11月以来的最低水平（4月份的数据为77.2），说明美国的经济状况可能正在出现某种程度的逆转。2024年1-3月企业新发行证券近6200亿美元，大约是2023年的43.2%。州和地方政府997亿美元，为2023年的26.9%。非金融公司商业票据从1月末的2699亿美元上升至4月末的3019亿美元；总体商业票据从1月末的1.18万亿美元上升至4月末的1.26万亿美元，企业

的融资状况偏强。2024年1季度，私人总投资环比增长1.1%，同比增长5.8%。私人住宅固定资产投资增长7.4%。由于目前美国房地产供给不足，投资相对来说有一个较大幅度的增长。

第十，美国联邦政府财政支出刺激经济的力度下降。依据 CBO2024年2月公布的10-Year Budget Projections，2024年美国财政赤字1.507万亿美元，低于2023年的1.695万亿美元。2024年财政赤字占 GDP 比例5.3%，低于2023年6.3%。由于存量已经超过34万亿美元，2023年净利息支出占 GDP 比例2.4%，2024年达到3.1%。联邦政府2024年刺激美国经济的力度明显下降。目前主要是依靠企业利润、工资、市场的财富效应（股市和房地产）支撑了美国的通胀。

从 CPI 来看，4月份 CPI 同比增长3.4%，核心 CPI 同比增长3.6%，环比两者均为增长0.3%，同比和环比均超出美联储的目标值。核心 CPI 下行的速度比 CPI 要慢，主要是因为能源与食品价格和供应链瓶颈冲击消失，总需求出现扩张。所以，美国通胀目前最根本的原因在于劳动力市场。2023年2月以来 Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI) 基本为负值（NEW YORK FED）。CPI 同比在2023年6月下降至3.1%（对应最高基数同比9.0%），此后基数显著下降，但之后10个月美国 CPI 一直保持在3.1%-3.7%的区间，说明通胀的顽固性可能已经形成，整个美国通胀的中枢或出现持久性上移。

4月份 PCE 同比增长2.7%，核心 PCE 同比增长2.8%；PCE 环比增长0.3%，核心 PCE 环比增长0.2%，同比和环比均超过美联储目标值。核心 PCE 下行速度比 PCE 慢，这也是受到总需求扩张的影响。随着基数下降，PCE 在2.5%-2.9%的区间已经停留了7个月，核心 PCE 在2.8%-2.9%区间内停留了5个月，同样说明通胀的顽固性可能已经形成。

核心服务的价格支持了美国的通胀。除食品和能源外的全部服务（住房、医疗服务、交通服务）占 CPI 篮子权重大约2/3，占核心 CPI 篮子权重大约70%。2024年4月这类核心服务价格同比增速为5.3%，环比为0.4%；2024年3月 CPI 同比为3.4%，核心 CPI 同比为3.6%。**对比数据发现，这类核心服务主导了美国的通胀。利润-工资-物价循环决定了美国通胀还需要多月才能收敛于2%。**

依据5月31日 BEA 数据，4月份个人可支配收入环比增速为0.2%，较1-3月份的0.7%、0.3%和0.5%显著下降。私人消费支出 PCE 环比增速为0.2%，较2-3月份的0.7%显著下降，1月

份环比增长0.1%。4月份收入和支出环比增幅下降是4月份核心服务价格环比增速降至0.4%的重要原因。

二、美元下半年走势的美国外部逻辑

第一个因素是美元指数，这一指数与六种货币（欧元、日元、英镑、加拿大元、瑞典克朗和瑞士法郎）挂钩。在固定汇率制度崩溃后，美元指数与这六种货币建立了联系。特别是自1999年欧元出现以来，欧元在美元指数中的权重被设定为57.6%。作为对外名义综合的定价指数，下半年不可忽视的一个重要因素是美元被动阶段性走强的风险，因为欧元区通胀率下行速度非常快。欧元区通胀率（HICP）从2023年10月份进入3%的区间，2024年3-4月份同比2.4%，5月份预估值2.6%；核心HICP从2024年4月份进入3%的区间，5月份预估值2.9%。欧元区货物价格从2023年10月份落入2%以下区间，2024年4月份同比1.2%，5月份预估值1.3%。服务价格粘性很强，从2023年11月份以来一直维持在4%左右。

欧洲通胀下行速度快于美国主要有两个原因。一是欧元区经济增速下滑较快，欧元区GDP从2023年1季度开始在潜在产出率之下运行，2023年Q1-Q4分别为1.3%、0.6%、0.1%、0.1%；2024年Q1同比0.4%，欧元区通胀缺乏足够的总需求支撑。同时，欧元区的缩表规模大于美联储，美联储缩表超1.6万亿美元，欧洲央行缩表约2.3万亿欧元。二是欧元区失业率一直维持在较低水平，从2021年8月的8.3%一直下行至2024年4月的6.4%。从2021年9月份开始，欧元区进入了欧元区历史上的最低失业周期。

通胀数据和GDP数据显示，欧元区不会晚于2024年7月降息，6月可能降息，比美联储降息早。由于其经济基础并不支持当前的通胀水平，按照目前经济增速继续下降的趋势，可以预见通胀的下降速度将会相当快。因此，为了维持经济稳定，欧元区已经表现出降息的意向。

瑞士央行2024年3月21日，将利率下调了25个基点至1.50%，瑞士通胀已连续多月回落至2%以下。瑞典央行2024年5月15起将基准利率下调25个基点至3.75%，应对经济疲软（2024年预计GDP同比0.3%）。这是瑞典央行八年来首次降息，4月通胀率为3.9%，开启了高通胀下的降息。日本央行2024年3月19日谨慎告别负利率周期，采用零利率。今年4月的主要通胀指

标均低于2%的目标，这是自2022年8月以来的首次，日本央行能否在3季度再次加息具有很大不确定性。加拿大2024年 Q1年化增长率1.7%，增速低于预期，CPI 增幅由3月份的2.9%下行至4月份的2.7%。加拿大央行6月5日降息25个基点。英国4月 CPI 同比上涨2.3%，为2021年7月以来的最低水平；剔除能源和食品价格波动的核心 CPI 同比上涨3.9%，尤其是服务业价格同比增速接近6%，使得通胀持续保持在2%的基础不稳固。2024年 Q1，英国实际 GDP 同比增长1.29%，较上季度加快2.33个百分点，比上年同期加快0.89个百分点。经季节调整后，2024年一季度，英国实际 GDP 同比增长0.21%，环比增长0.63%。英国降息可能会早于美国。

如果美元指数所关联的经济体中有两至三个比美国更早采取降息措施，那么美元有可能出现被动性阶段性走强。

第二个因素是地缘政治，这是一个复杂的多重影响。一方面，地缘政治动荡可能会增加美元的避险属性导致美元走强。另一方面，地缘政治动荡可能会催生“去美元化”，降低美元的需求。其次，地缘政治动荡可能会再次导致全球能源、产供应链的不稳定，加剧通胀的韧性。同时，今年这一国际大选年增添了不确定性。VIX 指数（恐慌指数）今年以来上涨了5.3%（截至6月3日），涨幅不大，但是支撑了美元指数。

三、美元下半年走势对中国及全球的影响

综合美国的内部因素和外部因素，我们对美元走势的基本判断是2024年上半年是强美元，下半年大概率是强美元。因为美国经济金融基本面要强于美元指数中的经济体，尤其是强于欧元区。同时，由于美联储降息可能在3季度之以后，降息应该晚于欧元区和英国，瑞士瑞典已经降息，美元会出现阶段性被动走强的风险。从美国利率来看，今明两年国际金融市场是高利率，按照美联储2024年3月20日在《经济预测计划》中的数据，2024-2025年分别是4.6%和3.9%，长期利率为2.6%（中性利率0.6%）。美国中性利率可能已经抬升，长期联邦基金利率可能会高出美联储的预测2.6%，2024年政策性平均利率会高于4.6%。6月开始实施250亿美元国债和350亿美元 MBS，国债从600亿美元下降至250亿美元，放缓缩表可视为降息的前奏，但降息可能到今年三季度及以后。

由于美联储降息的滞后和高利率的持续，汇率承压的风险并未完全过去。欧元相对于美元存在贬值压力；日元新底线160基本可以守住。日本财务省数据显示，4月26日-5月29日期间，日本央行动用了624亿美元干预外汇市场，创新月度干预记录。亚洲新兴经济体今年以来汇率波动剧烈。4月以来，日元、韩元、泰铢、印尼盾等亚洲货币汇率在美元走强中出现了不小的跌幅，出现了超调风险。

今年以来人民币相当稳健，截至6月4日上午10时，美元指数上涨2.7%，人民币对美元贬值2.2%。具体来看，人民币汇率主要受到以下九个因素影响：

第一，今年以来中美政策性利差没有变化；

第二，资产荒导致10年期中债收益率从年初2.56%下行至5月底的2.29%，10年期美债收益率从年初3.95%上行至5月底的4.51%，中美国债收益率倒挂超过220个BP（负面因素）；

第三，2022-2023年连续2年商品贸易顺差超过8200亿美元，今年1-4月商品贸易顺差2556.6亿美元（正面因素）；

第四，2024年1-4月，银行累计结汇7159亿美元，累计售汇7788亿美元，结售汇逆差629亿美元（负面因素）；

第五，4月境外投资者净买入境内债券、股票分别为1247亿和451亿元人民币，境外机构投资者已连续8个月增持中国债券（正面因素，但存在变化）；

第六，人民币作为融资货币，跨境净流出增加，人民币融资成本相对较低，全球对人民币作为融资货币的需求增加（正面因素）；

第七，今年1季度中国货物贸易跨境结算中使用人民币结算的占比近30%，降低了对美元的依赖（正面因素）；

第八，今年以来离岸汇率对美元贬值1.94%，在岸（CFETS）贬值2.12%，在岸离岸均稳健（正面因素）；

第九，今年1季度中国GDP增速5.3%。近期国际机构上调了中国经济增速预期（比如，IMF上调至5.0%）（正面因素）。

所以，增长预期、顺差、跨境资本流动平衡和减少对美元依赖等因素对冲了美中国债利差扩大的压力，今年上半年人民币汇率非常稳健。

但同时也有一些需要关注的风险点。一是地缘政治贸易摩擦带来的贸易顺差下降问题，地缘政治的复杂性长期影响汇率。相对高通胀下的强美元，降低了进口价格，有利于美国控通胀，但美国出口恶化。2022年2月美元实际汇率指数100.82（2020=100），2022年10月达到峰值112.99。2023年12月106.66，2024年4月份109.75。从2023年8月开始，美国货物和服务贸易逆差扩大，从589亿美元扩大到2024年3月的694亿美元；同期货物贸易逆差从841亿美元扩大至925亿美元（1-3月均超过915亿美元），相比疫情前2015-2019年月度均值扩大了约250亿美元。美国会以不平衡为理由挑起各种贸易摩擦，这对我们的贸易顺差或贸易出口会有影响。

二是银行结售汇持续的逆差需要关注。过去人民币汇率面临贬值压力时，结汇与售汇在许多情况下呈现出逆差状态。

三是地产修复需要较长时间，资产荒导致10年期国债利率过低，风险溢价上行。一方面导致中美国债利差扩大对人民币汇率造成压力，另一方面压制风险偏好，不利于金融市场资产价格和经济活力的提升。

四是美联储降息延后，持续的大幅度中美利差带来跨境资本流动的不确定性，需要通过宏观审慎来加以监控和管理。

五、 简要总结

第一，美国经济基本面决定通胀韧性超预期，美联储降息时间一再打破市场预期，但限制性利率开始发挥作用，利润-工资-物价循环决定了美国通胀要多月才能收敛于2%。美联储需要观察到PCE通胀处于2.0%-2.5%区间数月才会考虑降息，首次降息时间可能要到3季度及之后，大概率采用预防性降息方式。

第二，2024年下半年强美元，尤其要关注美元被动阶段性走强的风险。

第三，2024年下半年国际金融市场高利率态势没有实质性变化。如果美国金融市场投资者风险偏好不下降，会延缓美联储降息，对全球其他经济体金融和外汇市场都会造成压力。

第四，2024年上半年人民币汇率超预期的稳健（7.10-7.25），但要高度关注中美国债利差、地缘政治和贸易摩擦带来的冲击风险。加强宏观审慎管理（包括跨境资本流动、结售汇等），坚决防范汇率超调。

第五，货币政策坚持以我为主，建议政策性利率维持不变，观察美联储降息。

王永利：美国经济不确定性犹存，上半年走势“好”中有忧

王永利 中国银行原副行长

以下观点整理自王永利在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第87期）上的发言

一、美国经济走势与货币政策预期

今年以来，美国经济增长表现突出，超出了市场预期。美国自2022年3月起开始加息，去年7月，联邦基金利率已经达到了5.25%-5.5%的较高水平。随后，美国CPI同比增速从2022年6月的9.1%逐步下降至去年年底的3%左右。许多人预期美国可能在今年第一季度或最迟第二季度进入降息周期。这种预期不仅在市场交易中得到体现，也在美元汇率指数上有所反映，即美元汇率从高峰期逐步开始下降。

从今年的实际走势来看，美国CPI同比增速并未低于3%，甚至在过去两个月中略有回升。美国整体经济增长仍然保持良好态势，企业的盈利能力、负债水平以及吸纳就业的能力均处于一个较好的状态。美元的高利率加上企业盈利水平的改善，吸引了全球资本更多地流向美国，推动美国股市表现强劲。同时，美国国债的销售情况良好，并没有出现销售困难的问题。

另一方面，自2020年以来，由于疫情冲击、地缘政治冲突等多重因素的影响，美国CPI同比增速出现了偏离正常水平的剧烈波动。从2020年3月份开始，CPI同比增速急剧下滑，随后逐渐企稳，2021年下半年开始反弹。起初，市场普遍认为这种变化是暂时性的，但到了11月份，发现这是一个趋势性问题，CPI正在快速上升，这迫使美联储采取了一系列宏观政策措施，并在2022年3月份进入了加息周期。

由于CPI同比变化幅度较大，仅观察当年单月的同比数据可能无法全面客观地反映情况，一个更为合理的方法是观察最近三年每个月同比增速的总和，以此来比较变化趋势。从这个角度来看，美国2022年6月CPI同比增长了9.1%，尽管随后每个月的同比增速呈现下行趋势，但将三年的数据累计起来一直维持在17%左右，且今年基本上也维持在这个水平。尽管4月份的数字略低于17%，但并没有出现大幅度的下降。因此，从累计三年的情况来看，CPI的变化并不像当年同比数据那样显著。基于此，美国的降息周期可能不会那么快到来。

尽管美元自去年7月起已加息近一年，但效果并不明显。一个重要原因是全球其他主要经济体的经济发展状况比美国更差，导致资金并未分流，反而更多的国际资本流向了美国。目前欧元区和英国面临更大的经济下行压力，可能需要提前降息。北欧一些国家已经开始降息。中国经济下行压力依然很大，存在着降息的需求。日本加息的步伐也不会太快。因此，从目前的情况看，第三季度美国是否加息存在较大的不确定性。

今年上半年，美国的月度CPI同比增速在去年基数下降的基础上可能略有上升，3月和4月都呈现出这一趋势。但去年下半年CPI基本维持在略高于3%的水平，美国CPI同比增速可能在下半年略有下降。结合近期地缘政治冲突的影响，再加上美国将在11月举行大选，目前看来，美国在11月之前降息的可能性并不大。

二、美国经济前景的不确定性与挑战

之前美国经济增长的重要推动力源自于政府债务的迅速增加，大规模的转移支付使得企业和家庭部门的收入与消费没有受太大影响。因此，在全球经济遭受冲击的背景下，美国经济得以维持较好的增长，表现突出。然而，随着利率上升至较高水平，美国政府债务的进一步扩张空间还有多大尚存疑问。尽管目前国债依然能够售出，但随着债务的持续扩张，特别是每年需要偿还的债务数量不断增加，无论是还旧借新还是借新还旧，都需要按照新的利率重新定价，这将导致债务成本显著增加。债务扩张的空间以及财政的承受能力都是需要深入探讨的问题。此外，如果债务规模大幅扩张，市场对国债的信任度将如何变化也是一个关键因素。

同时，以前通过增加救助而积累的超额储蓄现在已基本耗尽。尽管当前的收入水平和社会资产的增值在一定程度上支撑着消费，但未来的消费情况仍存在较大不确定性。

此外，前期持有较大商业地产，以及低利率水平的中长期债券在加息过程中浮亏给一些银行造成压力，目前已有多家中小型银行面临困境，应进一步关注这将如何影响整个银行业的信贷扩张。美联储在减缓缩表的过程中，也考虑到支持中小型银行的流动性。

尽管美国股市表现良好，但泡沫风险也在逐步积累，其可持续性值得关注。如果国际经济格局出现新的变化和新的增长点或某些国家的经济增长表现较好，是否会吸引资金分流，

进而导致美国经济出现较大幅度的下滑值得警惕。如果美国经济出现严重下滑，迫使美联储大幅降息，可能带来非常巨大的挑战。

三、政策建议

美元是全球的中心货币，美国的利率政策和美元汇率的变化会对全球经济产生深远影响。对中国而言，自2022年以来，虽然面临诸多挑战，但在人民币对美元的汇率以及对其他国家货币的汇率表现相当稳健。但中国经济下行压力依然较大，就业和收入预期并没有明显改善，房地产、地方债务以及中小金融机构的风险问题正在通过各种措施加以解决，但仍处于关键时期。

大家都关注7月份即将召开的二十届三中全会将采取何种力度来推动改革、扩大开放、营造更好的营商环境，增强中国的国际吸引力。我们应始终坚持以我为主、稳中求进。在人民币兑美元的汇率政策上，今年可以设定7.1作为理想的中间目标值。在此基础上，上下浮动5%作为基本的控制区间，即6.75%至7.45%的范围，如果汇率有所波动，我们不应过度反应或惊慌失措，而应保持稳定。同时，需要准备充足的应对政策，一旦汇率波动超出控制区间，出现大幅波动时，应迅速采取措施进行控制，以维持其总体稳定。

从长远来看，我们应当借鉴日本的经验，深入研究人民币国际化的路径，尤其是海外资产的配置问题。在全球化的大背景下，考虑中美关系的可能变化，合理规划海外资产，包括央行的外汇储备，这涉及到货币种类结构、国家分布、资产选择等多个方面。

管涛：保持对美联储降息的理性预期，做好中国应对预案

管涛 中银证券全球首席经济学家

以下观点整理自管涛在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第87期）上的发言

一、综合全球货币政策局势，不宜低估美元走势偏强的可能性

研究汇率要关注相对价格的逻辑，即研判汇率走势不能只看这个国家会发生什么，还要看其他国家会发生什么。

很多人存在一个严重误判，认为美联储进行零利率和量化宽松，所以美元中长期贬值不可避免。这是错误的，因为放眼全球，不仅美国在进行零利率和量化宽松，欧洲和日本都是负利率和量化宽松政策，所以单用货币政策难以得到美元必然中长期贬值的结论。

去年年初，我们发布了一篇研报，名为《强势美联储是否已经接近尾声？》，去年年底又发布了一篇文章《美联储加息的尽头会是不是美元贬值？》。当时，我们就提出了对市场所谓“共识”的质疑，市场认为美联储停止加息，美元就要开始贬值了，实际上这是经不起考究的。

从历史上看，美联储从加息周期切换到降息周期的时候，美元的顶部往往晚于美债收益率和政策性利率的顶部。即使美联储停止加息，美元强势还会持续较长时间。市场在去年年底的时候提出，2024年美国大概率软着陆，美联储大幅降息，美元趋势性走弱。而我们认为，2024年依然存在很大不确定性，美国经济在2024年有三种情形：“软着陆”、“不着陆”和“硬着陆”。总的看法是，如果美国经济不衰退，美联储是不可能大幅降息的，美元也不会趋势性走弱。

二、经济基本面保持强劲，美联储降息预期推迟

今年下半年，影响美元走势的内部逻辑还是美国经济、通胀和就业三个方面，加上海外市场的变化。今年以来，年初由于美国通胀超预期，就业市场仍有韧性，所以，市场预期美国经济“不着陆”的概率上升。紧接着，4月份美元指数一度升破106，非美货币普遍承压，特别是亚洲货币大幅波动，日元跌破160，不断地刷新34年以来的新低。但进入5月份以后，随着美国通胀如期回落，一季度美元GDP数据修正，就业市场、零售数据和消费者信心也出现了新变化，最近美元指数又有所回调，一度跌破103。

总的来看，市场普遍认为美联储的降息时间会迟于去年年底的预期，降息幅度也会不及预期。去年年底，市场认为美联储大概3月份开始降息，在2024年降息5-6次，而目前预期9月份开始降息，全年大概降息1-2次。当然，关键是下周即将召开的美联储议息会议。目前，美联储按兵不动基本已成定局，关键是看新的点阵图，这会揭示美联储官员对于美国经济前景和通胀的预期，以及对降息预期新的看法。

三、欧央行酝酿6月降息，日本干预汇市收效甚微

外部逻辑需要关注欧洲和日本央行货币政策的变化。近期即将召开的欧央行议息会议大概率传达出降息讯息，意味着欧央行可能降息早于美联储。如果6月份，美联储按兵不动，而欧央行开始降息，那么欧元对美元汇率会不会出现进一步下跌？存在很多不确定性。

近两年来，市场共识频频“被打脸”。比如市场认为，日本央行退出负利率，日元会大幅升值，各方严阵以待，结果3月19日日本退出负利率以后，日元照跌，日股照涨。不排除这次对欧元的预期也会遭到证伪。市场普遍认为欧央行先采取降息行动，欧元会走弱，但从近期外汇市场情况来看，欧元也没有那么弱。欧央行开会以后欧元是否会大幅走弱还要拭目以待。总之，目前的市场逻辑认为，欧央行降息会导致欧元走弱，这也是欧央行谋求货币政策独立性不得不承担的后果。

对日本来说，日本央行退出负利率，为什么日本汇率会继续承压呢？经济重估和政治重估是很重要的因素。还有一个重要因素，尽管日本退出了负利率，但是日本的政策性利率仍然在零附近，日美利差仍然很大，日元仍然是全球重要的利差交易货币。在此情况下，如果日本央行的货币政策不激进，对日元的帮助是有限的。尽管日本央行在4月底和5月份连续大规模地入市干预，个人认为效果有限。实际上，日本央行干预以后，日元短暂地升破155，

但现在又到了157附近，随时可能再度跌破160。日本央行目前已经投入600多亿美元的外汇储备干预，还能砸多少钱进去？如果没有美方的配合，日本央行的干预恐怕有心无力。

因此，虽然日元的关键取决于日本央行的货币政策，但是日本的经济恢复不及预期。日本去年经济增长1.9%，远高于潜在经济增速。但直到去年，日本实物经济总量才恢复到疫情前水平。日本今年一季度环比折年率是主要经济体中唯一负增长的国家。虽然日本股市正在创新高，但日本经济也未必像股市表现那么强劲。所以，日本在发达经济体里，经济恢复相对较慢。而且历史上，日本在2000年和2006年退出量宽政策，最后都是以失败告终。因此，日本在货币紧缩问题或货币政策退出问题上，会非常慎重。

在此情况下，今年以来，美元走势偏强，主要国家货币相对于美元的负利差进一步扩大，正利差是进一步收敛。前5个月，英国、法国、德国、日本的十年期国债收益率相对于美债收益率负利差分别比上年底扩大了11、7、6和11个基点。所以，从外部逻辑看，美元走势比较强，除了经济基本面重估和政治重估外，利差仍然是一个重要影响因素。

一个很有意思的情况是，从2022年、2023年的经验来看，美元指数的高点都是出现在9月份和10月份。我认为其中有两个原因：一是9月份是美国财年的最后一个月份，可能有季节性效应，财年期末企业财务并表，会把海外资产负债进行调整，可能会对美元产生影响；二是快到年底，市场对来年美国的经济增长、通胀、货币政策产生新的预期，从而对美债收益率和美元指数走势产生一定的影响。因此，今年美元指数的阶段性高点也可能会在9-10月份出现。

四、美国经济可能“不着陆”，负面影响或渐次显现

去年底和今年初，大家都把美国经济“软着陆”、美联储大幅降息、美元走弱作为经济形势预判和经济政策决策的重要前提假设条件。但现在看来，美国经济“不着陆”的概率并不低。当然，美国经济未来“硬着陆”的可能性不能排除，甚至最坏可能出现滞胀的情况。但从眼前的情况来看，美国经济“不着陆”的概率更大。

对于中国带来的影响，一是强美元带来的“虹吸效应”会进一步发挥作用。去年中国国际收支口径 FDI 净流入锐减的一个重要原因就是美联储紧缩，海外融资成本提高，融资条件收紧，影响到中国利用外商直接投资。今年一季度的初步数据显示，中国国际收支口径 FDI

净流入同比下降超50%，仍然保持下降势头。更进一步的影响是，强势美元不但会影响中国海外资产安全，更可能影响与中国联系紧密的新兴市场，其中的重债务国可能出现货币危机和债务危机，导致中国在当地的资产安全受到影响，需要引起我们关注。

第二，美国经济前景的不确定性很大，我们的讨论也在“软着陆”、“不着陆”、“硬着陆”三个场景中不断地切换，市场不断对美联储紧缩预期进行重估，这会导致美国风险资产价格剧烈波动。美股的剧烈波动进而影响全球的风险偏好。对中国资本市场来讲，这种情况下既有机遇也有挑战。挑战是，美股剧烈震荡，风险偏好降低，也会影响A股的正常运行。机遇是，按照资产再平衡效应，前些年美股和全球大部分股市都涨了不少，A股、港股在一定程度上具有估值优势，是有吸引力的。因此，总体来说对中国有利有弊，怎么样趋利避害很关键。

第三，对中国的货币政策会带来一定影响。如果美联储降息，则可以打开中国的降息空间。但现在看来，如果美联储不降息甚至加息，我们就要面临三元悖论带来的挑战。只有对汇率波动有一定的容忍度，货币政策才有自主性；如果过分强调汇率的稳定，那么就要牺牲货币政策的自主空间。这是我国面临的两难或者三难选择。

最后，对人民币汇率的影响。在给定其他因素不变的情况下，美元强势，人民币汇率也会承压，对我国带来一定影响。所以，我们也要高度关注。

五、针对美国经济和政策前景的不确定性，中国应做好应对预案

首先，预案比预测更重要。无论是去年年底的中央经济工作会议，还是今年4月底的中央政治局会议，谈到外部环境时都表达的是“复杂性、严峻性、不确定性上升”。“不确定性是最大的确定性”。美国经济也许比我们想象得更好，但也有可能是站在悬崖边上，没有掉下悬崖的时候是正常状态，一旦掉下悬崖就是自由落体。因此对我们来讲，要从最坏处打算，做好应对预案，争取最好的结果。

其次，做好自己的事情。一方面用好正常的财政货币政策空间，保持经济运行在合理区间，这是非常重要的；另一方面要做好改革，特别是7月份要召开三中全会，要对未来中期的改革进行谋划，我们要抓住这个春风，规划好改革蓝图，并把改革落到实处。特别是最新“国九条”推出后，资本市场正在加快落实1+N的政策体系，我们需要把资本市场的基础

制度搞好，提高资本市场投资的回报率。这有助于吸引中长期国内外资金、长期资金、耐心资本。

最后，关注汇率政策和货币政策的协调性，明确到底谁主谁辅。没有无痛的选择，决定谁主导都是有弊有利的。

徐奇渊：美元强劲底色恐难改变，各国承压需主动破解

徐奇渊 中国社科院世经政所副所长

以下观点整理自徐奇渊在CMF宏观经济热点问题研讨会（第87期）上的发言

一、美联储降息未必导致美元疲软

假定今年9月份美联储降息，之后三个月的美元表现是什么样呢？以过去几十年中七轮降息周期的历史经验看，实际上，过去七轮降息中，只有两轮降息导致了三个月后的美元走弱；三轮降息的三个月后美元是升值的，甚至升值趋势明显；还有两轮降息的结果为不太明显的升值或贬值，基本是走平趋势。

即使将作用期限延长到半年以后，可以发现大体上还是这样的结果。七轮降息中，有两轮的结果是贬值，两轮走平，三轮升值。所以，美联储降息和美元走势的关系实际并不确定，甚至可能是中性或偏走强的关系。

二、内外氛围支撑美元升值通道

第一，经济重估。美国、欧洲、日本的经济基本面差异逐渐显现，美国经济基本面保持较强韧性，而欧洲、日本的经济基本面则相对较弱。

美国国内经济方面，从需求端出发，美国一季度GDP季调后环比折年率大幅下降，从去年四季度3.4%掉到今年一季度1.6%（初值），市场因而减弱了美国经济预期。区分内外需来看，通常用居民消费和企业投资相加来代表美国内需的基本盘；而政府投资偏向于政策层面，相对外生；净出口代表外需部分，也相对外生，而且每个季度波动比较大。因此，剔除政府投资和进出口数据，只观察消费、投资，就会发现美国一季度的内需增速是2.3%，跟去年四季度基本持平，所以美国的经济韧性仍然突出。从供给端出发，美国的经济韧性仍然相对强劲。放眼全球主要发达国家，疫情之后，只有美国的劳动生产率回到或超过疫情前的趋势线，而欧洲和日本都没有。

从美国的外部环境看，也有利于美元保持强势。以日本为例，近年来日元大幅贬值，一半原因是美联储加息带来的利差，另一半原因是日本经济基本面重估。日元汇率与其数字经济、绿色经济、人工智能、金融市场发展等基本面密切相关。以数字经济为例，日本的服务贸易顺差呈下降趋势，原因之一在于日本的数字经济领域要付大量的钱给美国，也要付中国一部分钱，比如看 Netflix 的网剧要付钱、用 ChatGPT 要付钱、用云计算和云服务要钱，都需要付钱给美国，付小部分钱给中国。所以，日本的经常账户也出现了重估，这和日本没有赶上数字经济、人工智能等新技术赛道相关。此外，在疫情之前，日本居民理财更偏向于投资国内资产，但疫情期间居民理财转向了 App 线上理财，类似于我们用支付宝，很多日本年轻人把资金多元化投资到海外资产。所以，日本的资产价格看似很强，实际剔除汇率贬值后没有那么强。即使美联储降息以后，美日利差缩小，日元也难以回到原来的位置，这也意味着美元指数也难以回落到加息之前的位置。

整体来看，欧洲处于俄乌战争的阴影下，日本处于长期老龄化社会，缺乏创新的动力，而美国的 AI 发展将进入一个新的技术革命周期，全球主要经济体经济基本面重估，进而，经济基本面重估带来相应的美元指数重估。

第二，地缘政治重估也是美联储即使降息也难以让美元走弱的一个重估轨道。地缘政治重估的重要转折点是2022年2月份发生的俄乌战争，从此以后，陆续的地缘政治、局部冲突不断，加强了美元作为安全资产、避险货币的属性。

为什么1998年的降息并没有引发美元的贬值甚至还升值了？这是因为90年代克林顿政府时期的，美国拥有互联网技术兴起带来的新经济发展，促使美联储降息并没有引发美元的贬值。而这一轮降息周期，美国不但有经济重估，还有地缘政治上的重估，全球资金大量回流美国。所以，经济重估和地缘政治重估结合起来，美元强周期可能比我们想象的时间更长。

第三，美国还有一个很大的不确定性是今年下半年的美国总统选举。特朗普和拜登之间存在悬念，目前从民调来看，特朗普较为占优。如果特朗普当选，按特朗普的风格，刚上台后会猛烧几把火。一种预期是，2025年特朗普当选以后，美国经济可能会迎来一个短暂的繁荣期，包括2025年、2026年。但这种繁荣可能会加剧美国通胀的黏性，延长通胀下行时间。所以，如果特朗普当选，市场预期会马上反映，对美国通胀预期的延长会进一步反映在资产

价格定价中，对应美联储降息的过程可能又要进一步拉长，从而影响美元走势。因此，美国大选这个因素也会影响到美元。

总体上看，美国经济的重估、美元指数里对应国家的经济基本面的相对重估，和地缘政治紧张的重估，加上特朗普当选反映到资产价格里的影响，都可能会对美元产生支撑作用。

三、美元走强预期如何影响全球经济复苏

首先，对美国自己的影响。美国国债市场投资者结构发生了变化。过去美国国债投资者以商业银行等机构投资者为主，在2023年以前，机构投资者占比大概是50%-60%的水平。机构投资者占比高的好处是其持有美债相对稳定，受美债价格、收益率波动的影响相对较小，美国国债市场也会相对稳定。自2023年开始至今，美国国债市场里对国债价格波动比较敏感的投资者占比明显上升，提高了十几个百分点，对国债价格波动不敏感的投资者占比下降了十几个百分点，从而加剧了美国国债市场的波动性。

美国企业债市场也存在潜在风险。美国企业债里，3A级企业的占比下降，垃圾债企业的占比上升。这对于债券市场来说，难以直接评判好坏，好的地方在于它能通过价格发现的功能，对垃圾债进行定价，提高金融市场流动性；不好的方面，从金融市场稳定性来说，在过去十多年，特别近几年以来，3A级债券占比明显减少，而垃圾债占比明显上升。与此同时，在2020年美联储大幅降息救市时，企业和居民大量借入低息贷款。经过借款周期，利率还没有降回原来的低水平，利息不断滚动，企业和居民可能不得不借新还旧，产生巨大的经济压力。因此，美国的国债和企业债市场存在潜在担忧，这也一定程度上反映在2023年初硅谷银行破产事件中（虽然硅谷银行也有自身经营管理失误的问题）。

其次，对发展中国家债务的影响。美元走强预期对发展中国家债务的波及面较大，但是否会导致全球系统性风险？可能不会，更多的是导致局部性问题。比如部分重债穷国，包括阿根廷、巴西等拉美国家，对资本流入较为依赖，对美联储加息或美元汇率也比较敏感。重债穷国可能会认为，虽然债台高筑，美联储加息或者美元升值将加大偿债压力，就像《三体》里的“乱纪元”，这些国家扛一扛、等一等，也许到2024年就好了。但是结果，这些国家发现2024年美联储也没有如预期般进入降息通道，或许再扛一扛、等一等，到2024年底或2025年初就好了。我想说的是，这一轮“乱纪元”可能比我们想象的更长，发展中国家中的

重债穷国可能低估了自己未来1-2年要面临的挑战。这也是中国作为债权人也需要考虑的一个因素。所以，对于发展中国家中的债务穷国，必须清醒认识到这个问题的紧迫性、必要性，要积极地寻找债务重组的方案来解决问题，而不是等着美联储这个周期过去而自然而然地解决这个问题。

此外，对中国的影响。尽管我认为，美元维持高位和中美利差维持高位，不应该成为中国货币政策的一个约束条件。但必须承认，我国的货币政策还是会不可避免地受到一定程度的限制。中美利差高位可能会让我们的货币政策，特别是利率货币政策受到更多外部影响。所以，如果货币政策受到影响，国内的财政政策就要更加积极地发挥作用，当前我国的财政政策挤出效应较小。

但我个人更倾向于认为，我国的货币政策不应该受到美联储货币政策那么多的影响。除了利率平价以外，支撑汇率稳定的还有购买力平价，更重要的还有信心的平价。如果我们的货币政策和财政政策宽松，包括其他的非经济政策、改革政策，能够真正激发私人部门和国际投资者的信心，让大家觉得这个政策是有效的。那么市场信心得到提振，这比利差和其他影响因素都更加重要，具有决定性。如果我们把信心找回来了，汇率就会得到强有力的支撑。所以，我们应该释放货币政策、财政政策的空间，用足、用好各种政策发力的空间。

洪灏：中美经济周期有望共振向上，应坚定人民币 汇率信心

洪灏 思睿集团首席经济学家

以下观点整理自洪灏在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第87期）上的发言

美元强势有可能反映两个情景。一是美国经济基本面非常好，经济增长强劲，产生的投资回报率强于其他实体经济，因此资金流向美国市场；二是全球风险偏好下降，全球金融系统紧急避险，资金回流美元系统，推动美元强势。这两个情景是两个完全不同的结果。前者是美国经济强势支撑全球经济走强；后者是全球金融系统中美元流动性收缩以及美元回流到美国境内的情景。目前很明显地看到，现阶段反映的应该是前者。

一、美国半导体周期强势延续，中美经济周期并未明显脱钩

根据美国实体经济以及中国实体经济周期的运行规律，中美经济周期并未明显脱钩。但由于美国半导体周期强势延续，中国房地产周期弱势，中美经济周期难以完全同步共振。在2022年下半年，美国经济周期进入低谷，同时中国的经济周期也进入低谷。随着疫情管控，中国经济周期逐步修复，美国经济周期持续上行，尤其反映在美国的半导体周期中。2023年初，GPT 横空出世到现在，美国半导体周期持续走强，甚至从美国股市板块来看，美国半导体板块也一直在引领美国市场走强。同时，美国盈利周期也持续维持在荣枯线之上。今年以来美国企业盈利强势，尤其部分大型科技公司的业绩大幅超预期。因此，美国的盈利周期虽然已经持续修复了一段时间，但依然保持在扩张的区间。

中国的经济周期虽然和美国经济周期有非常强的相关性，然而可能受到房地产市场弱势的影响，从2022年四季度以来的经济周期修复走得一波三折。我国的经济周期在2022年四季度回暖之后，到2023年上半年，都有较强的经济修复，这也从A股和港股市场表现看得出来，但之后再次下行，反映了我国房地产市场产生的拖累。

二、失业率见底，或预示美国通胀将从历史高位回落。

美国5月就业数据显示，美国新增就业岗位开始走软。单位劳动成本（ULC）和美国强通胀的环境息息相关。通常美国的就业岗位中，70%是服务业，随着美联储“大放水”推动制造业回流美国，制造业工人工资有所上涨。但在2022年左右，美国单位劳动成本进入高点后开始回落，与此同时美国个人消费价格指数水平开始出现较快的回调；美国的失业率开始回升，这也代表了美国失业率已经见底或者美国经济创造新增就业工作的机会开始边际减少。这些迹象表明，美国通胀将继续向历史高位回落。从数据上看，今年前两个月美国的通胀压力似乎还居高不下，一直在美联储预期的长期平均水平之上，但近一个月以来，美国的核心PCE物价指数基本符合预期，同时失业率开始增加，单位劳动成本下降。该环境有利于美联储货币政策由高息环境转入降息环境量。

三、中美通胀周期未明显脱钩，美国通胀继续回落

一般中国是出口国，美国是消费国，所以，中国的通胀周期略微领先于美国消费者通胀周期大概1-2个季度。中国作为制造业出口大国，上游的通缩情况将引领美国消费价格指数下降。同时，中国十年国债收益率通常领先于两国经济周期3-6个月。中国的十年国债收益率不断下降，甚至达到历史上较低的水平，同时超长国债利率也在不断地创新低。反映了中国作为制造业大国，通胀压力并不是特别高。因此，传导至美国，美国作为消费国，消费端通胀压力也不断回落。进而，对美联储货币政策来说，加息的可能性应该不是很大。

今年是大选年，一般来说，美联储为了保持中立姿态，会避免在11月份左右的大选时降息，表现出给某一个政党托底的行为。随着美国通胀压力不断下降，如果美联储真的要降息，我们认为最有可能的降息决议应该在9月前。9月之后，美联储降息的机会就会越来越少。从边际上来说，美国的市场利率水平不应该继续大幅走高，市场存在美联储9月降息的预期。反映到数据上，美国的十年期国债收益率大幅跳水，同时基于美联储9月降息的预期，美国国债期货也在不断上升。

四、中美息差有望缩小，美元套利交易优势减弱

这对全球资本市场走势有什么影响？过去3-4年里，美国国债价格以及中国股市走势的相关性是非常强的。也就是说，美国长端国债收益率在不断上升时，产生的两国息差将引导资本回流美国，直接导致中国资本市场下行的压力。该影响是难以忽略的。

根据今年中美息差数据，如果美国利息不再走高甚至有边际下降的可能，那么美国国债市场的收益率会提前反映甚至会加速反映。如果中国利息下降速度慢于美国收益率下降速度，对中国市场的压力和人民币汇率的压力都会大幅减轻。

当中美两国基准利率的息差越小，美元套利交易的获利空间越小，就会减轻中国资本外流的压力，以及增加中国对于内地经济系统性的信心，从而减轻中国资本市场的运行压力，这是个大概率事件。一方面美国的就业数据开始出现明显放缓趋势，甚至市场上有人认为美国进入了滞胀的环境。我们相信美国滞胀的可能性不大。反而由于美国半导体周期继续保持强势，美国盈利周期也高于预期等因素，更有可能的是，美国通胀压力将继续放缓，基本面保持强势。此时，如果美联储选择开始降息，中国的货币政策空间就打开了，汇率压力、资本跨境流动的压力和资本市场下行的压力都可以减轻了。

另外，今年美国经济强势的一个重要原因，是美国政府在一个经济周期的高潮附近继续进行大幅财政赤字政策。目前，美国赤字占 GDP 的比例依然停留在7%左右，疫情时大概在7%-8%。也就是说，虽然疫情已经过去好几年了，但美国政府的财政赤字依然保持疫情时期的状态。近年来美国联邦预算赤字占经济的比重甚至高于一战和二战时期。当然，这能吸引全球资本流向美国，也是美国经济保持强势的一个原因，其后也反映在美国资本市场的表现和美元汇率上面。

五、美股历史性跑赢新兴市场，人民币汇率有望保持基本稳定

人民币相对于美元来说，不应该太弱。之前发生了一波比较大幅的人民币贬值，一下子冲到7.3的走弱行情。展望未来，随着中国基本面改善，政策空间打开和信心重塑，即便美元保持相对强势，人民币也不应该走得太弱。尤其是在中国资本市场的吸引力和信心开始增加时，人民币能得到一定支撑。

对于全球其他市场来说，在美元强势下，美国相对新兴市场的表现不断创新高，这是历史上没有发生过的，这已经大幅突破了2000年克林顿时期美国市场的强势表现。一般来说，在美元强势时，全球资本市场的资本流向反映的是资本逐利，而不是风险偏好下降。所以，对于其他市场来说，美元走强叠加欧洲减息，新兴市场会受到一定冲击。但对人民币汇率和中国资本市场来说，今年美元强势背景下，人民币汇率走势远远强于其他新兴市场货币，以

及在春节之后，港股市场和 A 股市场都有非常强势的修复。所以，希望在下半年里，即便美元保持强势，人民币汇率、资本流向以及资本市场走势在政策空间打开之后能继续维持比较好的表现。



把脉中国经济 传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址: 北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学立德楼1104

Add: 1104, Lide Building, Renmin University of China,
59 Zhongguancun Street, Haidian District, Beijing, PR.China

网站: <http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号:

