

肖立晟

nkxls@126.com

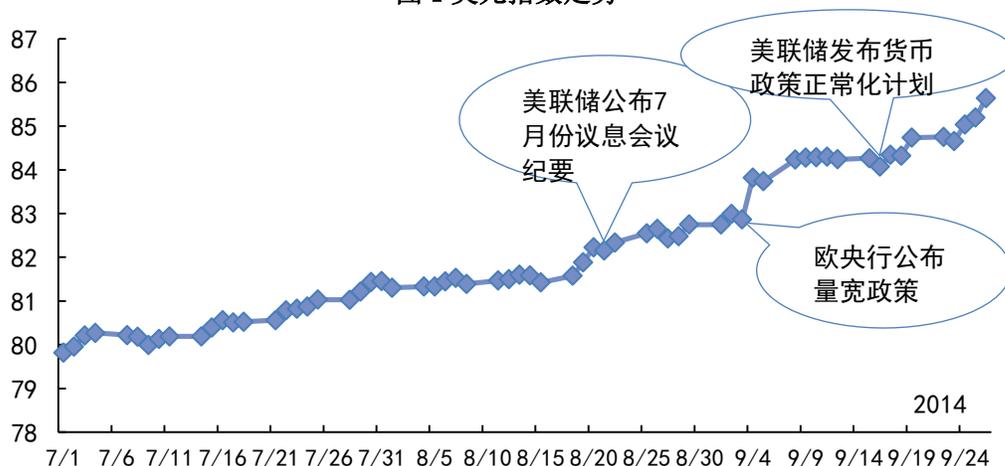
匡可可

kekekuang@163.com

美元走强：全球流动性供给变化和美联储的预期管理

今年第三季度，美元连续上涨 12 周，美元指数从 79.99 攀升至 85.66，这主要得益于美联储议息会议中释放的加息预期，以及欧央行推出的量化宽松政策。在 7 月 1 日至 9 月 30 日期间，美元指数出现了三次比较大的跳升：第一次在 8 月 21 日，美联储公布 7 月份议息会纪要显示，劳动力市场状况的改善整体超出预期，通胀已经企稳，“以快于当前预期的速度开始收缩货币政策可能是合适的”，反对宽松声音越来越强烈。第二次在 9 月 4 日，欧央行宣布再度降息并实施量化宽松货币政策，导致美元指数大幅跳升。第三次在 9 月 18 日，美联储发布货币政策正常化计划，市场预期加息逼近，美元指数出现进一步上升趋势。市场对这一轮美元牛市充满期待，在下一个季度，美元能否持续走强将取决于全球流动性供给方的变化，和美联储对加息的预期管理。

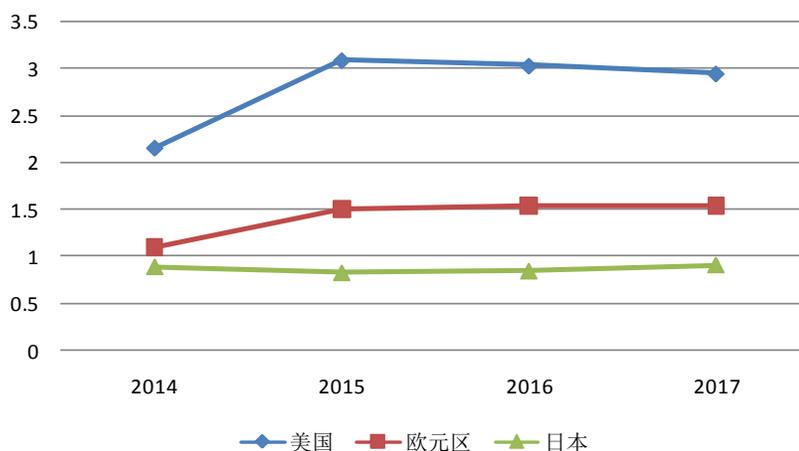
图 1 美元指数走势



数据来源：Datastream, IMF, 下同。

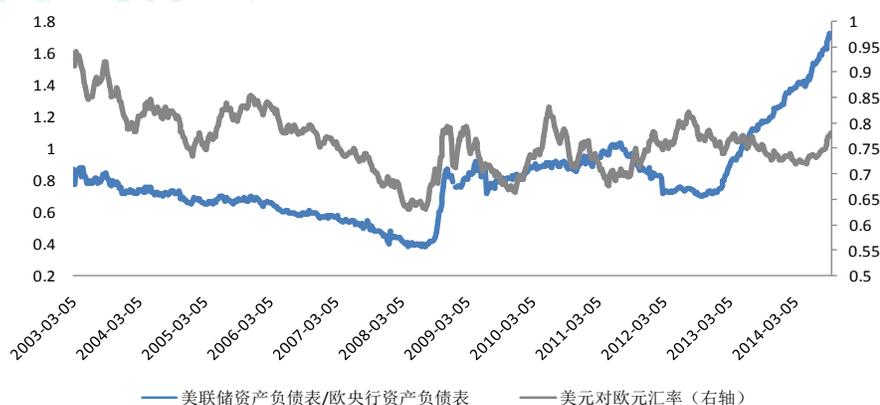
第一，美国相对其他发达国家取得经济增长方面的优势。美国在 2 季度经济增长达到 4.6%后，由于就业市场改善、工业生产恢复和房地产市场复苏的趋势未变，下半年经济有望延续增长。进入 3 季度以来多项经济指标继续显示出积极信号，采购经理指数、消费者信心、消费信贷、房地产景气指数等指标表现良好，投资者和消费者对经济前景的判断日趋乐观。预计三季度 GDP 增长将保持在 3%左右。金融危机之后美国的长期潜在增长率 2.1%~2.5%之间，近期美国经济增速高于潜在增长率，周期性向上力量是近期主旋律。而且根据 IMF 的最新预测，2014 年至 2017 年间，美国经济增长率会比欧元区和日本高出 1-1.5 个百分点（见图 2），进一步增强了美元的上升动力。

图 2 美元指数走势美日欧经济增长率预测值



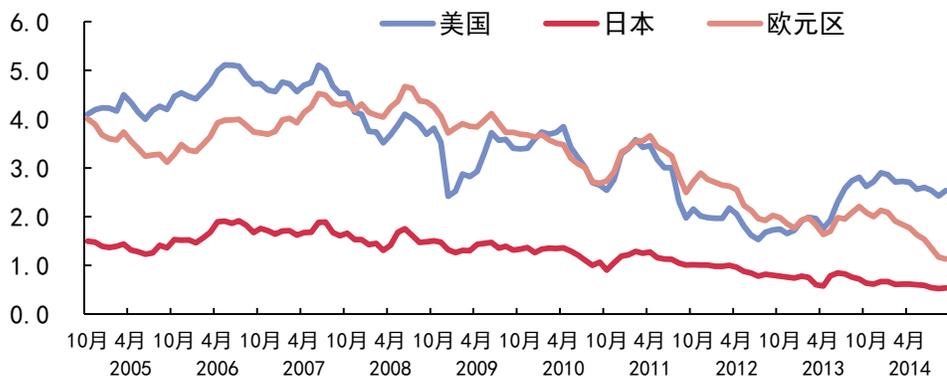
第二，欧洲央行量宽政策释放的流动性成为支持美元走强的另一因素。美联储量化宽松货币政策已经进入尾声，9月份失业率为5.9%，跌破6.0%的心理大关，10月底的议息会议将彻底结束数量宽松货币政策。与此同时，欧央行公布新一轮宽松货币政策，即将于2014年10月开始入市购买资产支持证券(ABS)和担保债券市场，正式启动量化宽松货币政策。这代表全球流动性供给方从美联储转向欧央行。下图表明，自2007年金融危机以来，除了2008年初，由于美元安全港效应，美联储扩张资产负债表时，美元反而升值以外，其他时间段，美联储相对欧央行扩张资产负债表都伴随着美元相对贬值。特别是在2011年末欧央行启动LTRO，美元出现大幅上涨。如果欧央行资产负债表的规模重新回到2012年初的水平，那么美联储/欧央行资产负债表的比率将会从1.69降至1.13，美元将可能从当前的0.78上涨至0.85。

图3 美联储、欧央行资产负债表与美元/欧元汇率



第三，利差吸引资金进入美国金融市场，进一步推高美元。目前，美国10年期国债收益率走高，而德国、日本10年期国债收益率则大幅下跌，息差已扩大到2011年8月以来的最高值(见下图)。按照当前货币政策的退出速度，预计在2015年年中，美联储会提高联邦基金利率，进入加息轨道，这也将极大的刺激海外投资者对美元的需求。

图 4 美、日、欧元区 10 年期国债收益率

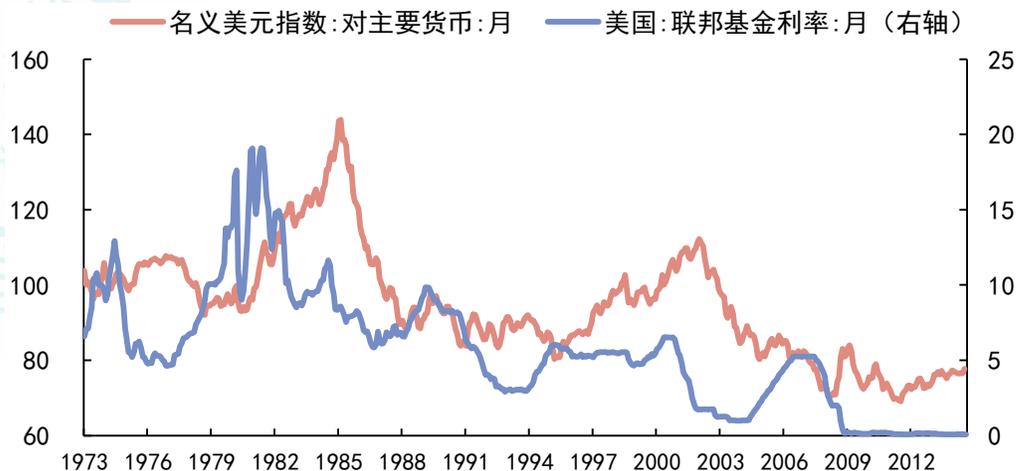


短期内，美元能否继续升值主要取决于两个因素：

第一，欧央行是否能够提供充足的流动性，尽管欧央行已经展示了未来四年内实施量化宽松货币政策决心，但是欧元区内部的政治冲突会影响欧央行实施政策的效率，特别是德国与其他南欧国家在货币政策上的分歧，如果欧央行的政策不够果断和强有力，那么对欧元汇率影响力将相对有限，相对应美元的涨势也会受到遏制。

第二，美联储对加息预期的管理。加息本身与美元升值之间并没有必然联系。1972 年至今，美国金融市场有八次利率连续上涨，第一次是 1972 年 3 月，最近的一次是 2004 年 6 月，见图 5。其中 80 年代早期和 90 年代中期，美联储上调联邦基金利率时，美元出现了连续上涨的牛市，其他时段利率上升后，并没有发现美元有较长时间的升值。

图 5 美元指数与美国联邦基金利率



值得注意的是，在 80 年代早期，美元牛市是在美联储连续加息之后才出现；90 年代中期的，利率上调则与美元升值基本同步。而此次美元升值则是基于美联储释放的加息预期，在正式加息之前就开始连续上涨。这种依赖美联储预期管理的升值势头也会受到美联储释放的其他信息影响，甚至在明年年中美联储按计划加息后，美元可能还会回吐此前的过度升值。事实上，历史数据也表明，上调利率与美元升值之间的关系并不稳定。利率变动仅仅是经济进入强劲复苏后的货币政策的反应。

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。