

# AgRadar Consulting

独立客观 洞见未来

宏观经济周报

## 强势美元链条的断裂

第 017 期

[www.agradar.cn](http://www.agradar.cn)



关于我们:

AgRadar Consulting ([www.agradar.cn](http://www.agradar.cn) 天津诚瑞有道企业管理咨询公司)是一家总部设在北京、在伦敦设有办公室的专业的独立第三方宏观经济咨询与农产品咨询公司, 主要业务领域覆盖咨询报告服务 (宏观与产业)、国际大宗粮食采购服务、企业经营风险管理咨询等。

## 核心观点：

- 1、8 月 CPI 出炉，高于预期，预计美联储将加息 75BP，关键关注联储新闻发布会离场，如继续鹰派发言，市场将下行，如转鸽，股市将率先反弹。
- 2、我们认为强势美元的传导链条接近终点，如果美国经济确认衰退，美元将进入下行周期。
- 3、对于国内的经济我们保持谨慎乐观态度，核心在于信心和消费的复苏。

## 强势美元链条的断裂

自疫情以来，美元指数从 2021 年的 90 上涨至今日的 110 附近，上涨幅度超过 20%，与其他几次美元走强所不同的是，本次导致美元指数走强的最大贡献是发达国家货币的大幅走弱，其中仅 2022 年至今，欧元对美元贬值接近 12%，英镑对美元贬值超过 15%，日元对美元贬值超过 24%。令人意外的是，此前亚洲较为弱势的泰铢、菲律宾比索、印尼盾对美元的表现均好于发达国家货币对美元的表现。

目前市场对于美元的走强预期仍然很强烈，认为在美联储不断加息、全球经济面临衰退的背景下，套利资金和避险资金将会继续买入美元卖出非美货币。从交易的趋势逻辑上来看，这一观点没有任何问题，全球自由资本的流动在短期上的选择并不会发生突然的转向，因此，在现在断言美元见顶是逆市场而为。

但是我们梳理美元走强的底层逻辑之后，会发现或许强势美元的链条已经存在断裂的隐忧。

国内高通胀会吞噬本币信用和购买力，持续的高通胀会导致经济失速，货币贬值。但美元却是一个例外，从 2021 年开始，美国采取了天量的货币宽松政策刺激经济复苏，随之而来的是国内的高通胀，在高通胀之下美元却一直保持强势走势，这本身是一个意外。如我们前文所述，导致本次美元持续走强的原因是其他发达国家和地区太烂。

以欧元来说，在俄乌冲突之前，欧元尚能保持币值的稳定，欧元兑美元尚能维持在 1.23 附近，但俄乌冲突之后，欧元兑美元迅速走软，大幅走低至平价附近。欧洲国家对于俄罗斯的制裁让能源问题成为了全欧洲经济最大的掣肘，欧洲能源价格高企，不仅能源短缺还需要高价向美国购买能源，等于美引起的地缘冲突，买单的却是全欧洲国家。而英镑的问题则和欧元问题一致，脱欧并没有

以日元来说，导致日元走低的核心原因在于日本央行的自杀式经济政策，在国内需求不振的情况下，寄希望通过弱势汇率提升本国产品在国际市场的价格竞争力，提振本国出口拉动本国经济。但日本未曾预料到的是，原本来料加工形式的贸易获利的核心是原材料的价格低廉，本国的劳动附加值较高。但在今年由于能源和原材料价格的大幅上涨，让日本的谋划落空。以贸易数据来看，日本财务省 9 月 15 日公布的初步统计结果显示，8 月份日本贸易逆差为 28173 亿日元（约合人民币 1373 亿元），为自 1979 年有可比数据以来最大值。

一个国家不可能同时实现资本流动自由，货币政策的独立性和汇率的稳定性。在本国货币大幅贬值、国内通胀高企的情况下，发达国家所面临的问题更为严重。从欧洲来看，目前正在做的努力是寄希望通过大幅度加息来缓解通胀，同时提升本国货币的竞争力，维持资本的自由流动和汇率的稳定性。对于日本央行来说，继续贬值的压力巨大，其一是国内的通胀带来的压力，其二是弱势货币提振出口

被证伪，持续弱势的日元并不符合日本自身利益，我们在不久的将来会看到日元利率的提升。

在特朗普时代推行的去全球化延续至今，美国希望看到的是国内制造业的整体回归，从而提振国内的就业。但显然，从劳动力成本上来看，美高企的劳动力成本并不足以支撑该战略的延续。中国制造，东南亚制造的成本优势并不是去全球化就能进行抵消的。即便是能源价格高企，美国实现大量能源出口的境况下，美国贸易逆差仍然居高不下，美国 7 月贸易逆差为 706 亿美元。

大量自由资金流入美元市场，所谋求的无外乎保值增值，如若美国经济仍能保持持续增长，我们认为链条的延续，而如若美国经济陷入衰退，除了保值之外则增值的目标无从实现。且从美国近期的经济数据来看，并不理想。

9 月 13 日，美国劳工统计局公布数据显示，美国 8 月 CPI 同比上涨 8.3%，高于市场预期的 8.1%，前值 8.5%；8 月 CPI 环比上涨 0.1%，高于市场预期的-0.1%，增速较前值的 0%小幅回升。

9 月 14 日，美国劳工部发布的数据显示，美国 8 月 PPI（生产者价格指数）同比增长 8.7%，低于预期的 8.8%和上月的 9.8%；环比下降 0.1%，与预期持平，高于上月的-0.4%。

无论是 CPI 数据还是 PPI 数据，均表明美国通胀顽固，继续加息会推升美元升值预期。但继续加息无疑会导致美国经济继续承压。从权益类市场表现来看，标普 500 指数上周单周下跌 163.75，跌幅 4.03%，纳斯达克 100 指数单周下跌 629.75，跌幅 5%，道琼斯指数下跌 1132 点，跌幅 3.52%。通胀无牛市正在美国市场上演，从今年年初以来，标普下跌幅度超过 18%，纳斯达克综合指数下跌超过 26%，道琼斯指数下跌超过 15%。债市来说，美债 10 年期下跌超过 12%。目

前唯一坚挺的就是美元。

如若汇市走软，美元持续贬值，那么美元将会从持续流入转为流出。从货币的市场表现来看，即便是亚洲有一些货币走软，但幅度并未比发达国家更大，其核心在于本国经济尚能保持良好的运转。而对于国内经济结构保持良好，且贸易保持顺差的国家来说，我们认为该国货币对美元贬值是不合理的。

因此，我们更倾向于强势美元的链条逻辑存在断裂的风险。

## **Part 2: 去全球化、区域经济一体化、去美元化、人民币国际化**

从特朗普政府开始，美国开始推行去全球化政策，试图谋求美国制造业的复苏。这显然是美国政府的一厢情愿，在资源成本趋同而劳动力成本的巨大差异下，美国制造业面对来自发展中国家巨大的成本优势，不可能具有竞争优势。这也是我们近年来看到的东南亚发展中国家的对美出口巨大顺差，中国对美贸易维持规模顺差。

去全球化的战略不仅没有提升本国制造业的回归，反而推进了区域经济一体化的加速，尤其是远东地区为甚。以中国来说，一带一路、上合经济组织、中非合作论坛、中国东盟自由贸易区都是对于美去全球化战略的最好回应。

美主导的去全球化战略的结果导致全球出现了差别巨大的两大阵营，其一是以美国为核心的发达国家阵营，其二是中国主导的发展中国家阵营。

仅从货币汇率表现来看，东南亚货币表现强于日元、韩元，甚至强于欧元、英镑。

而汇率表现相对强势的核心无外乎是本国经济的增长，以中国与东盟贸易为例，今年 1-8 月份，中国与东盟贸易额占中国对外贸易总额比重 15%，较上年同期这一占比上升；中国与东盟贸易额达 6275.8 亿美元，同比增长了 13.3%，按此

增速预计今年中国与东盟贸易额将达 1 万亿美元。

对于东盟国家来说，对中国贸易成为了该地区经济增长的引擎。

而在此前 AgRadar 宏观周报中屡次重点强调的欧洲去俄罗斯能源化的问题，现在已经引起了欧洲内部的分裂。匈牙利因为接受俄罗斯能源而导致欧洲将匈牙利从民主国家中除名。

从欧洲议会主席冯德莱恩的荒谬言论中我们可以看到，欧洲离分崩离析并不遥远，欧洲议会一帮政客仍然主导自身所谓的民主，而能源问题已成为欧洲各国政府挥之不去的大麻烦。

在利益面前，匈牙利成为了第一个吃螃蟹的人，在此之后呢？我们相信会有更多选择妥协的国家。我们会发现欧洲会出现政治和经济的截然不同选择。

更重要的是，欧美主导的对俄的制裁尽管可能会导致俄罗斯经济的颓势，但从另一个角度来看，以卢布结算的俄罗斯能源并不缺乏买家，去美元化已经成为区域贸易的现实。

世界只有这么大，如若更多的贸易形式去美元化，如若美国持续把自身的经济问题变成全球的问题，那么我们可以预见的是，区域贸易将会更多选择区域货币进行直接结算。

对于人民币国际化来说，这将是巨大的机会。

今年 7 月，人民币作为国际货币在贸易金融市场上的份额，从 2020 年的 1.84%，上升至 3.07%。而排名从 2020 年的第四位，上升到第三位，超过日元，仅次于美元和欧元。尽管人民币的份额和美元相比还有较大差距，但是较欧元相比，差距已经缩小了一半。

而在即期外汇交易中，人民币的地位上升至第五位，位居美元、欧元、英镑

和日元之后。而在使用人民币进行即期外汇交易的国家中，英国以 37.18% 的份额位居第一。

这足以说明在政治层面尽管欧美都在极力的打压中国，但是欧美的公司身体仍然较为诚实，中国贸易伙伴仍然是他们在当前形势下的最优选择。

### **Part 3: 国内的隐忧但总体乐观**

在过去，房地产、国内消费、对外出口是中国经济三架的马车，但目前来看，均存在问题。

如若我们将欧美经济定义为通胀螺旋的末期，衰退的早期，那么毫无疑问，中国必将迎来出口的显著衰退。从近期的海运费和出口订单等先行指标来看，已经被证实。

需求的下降并不等同绝望，从中国产品竞争力来看，我们需要担心的是绝对值的下降，而不必过于担心出口份额的降低。这也是我们曾多次提及的，以人民币贬值寻求出口的增加并不会促进欧美需求的增加，欧美自身需求的下降是内部问题，而不是靠外部动力可以解决的。

而地产方面，尽管负面诸多，但我们更倾向于判断地产是事前的干预，而不是事后的弥补。在地产主动去杠杆的过程中，我们已经摸清楚地产行业的底线，且目前基本已经守住底线。经济的去地产化我们认为已经实现，至少从未来的经济贡献结构中来看，我们认为地产不再成为经济增速的减分项，而有可能成为加分项。

保交流、保竣工、防烂尾的专项资金保障下，我们可以看到竣工面积增速有所好转，施工面积增速大幅提高。在供给方面存在一定基础的情况下，我们也看到了各地在政策端的松动，以刺激地产消费，但很显然，我们不应该对地产需求

有过高的期望，核心在于国内整体消费信心仍然不足。

国内经济我们寄予希望最大的是消费，从近期的下调存款利率来看，是希望居民领域能够降低储蓄，增加消费。但主导居民消费意愿的在于收入和就业，从近期的数据来看，目前就业情况有所好转。

从国内市场来看，我们也很明显的看到大宗商品价格近期处于各种拉扯之中，海外以衰退交易为核心，而国内则大多在交易低库存与成本端的扰动。基于我们对于过往的观察，由于中国大量的大宗商品均与国际进口价格相关，因此，国内或有独立性，但独立性并不强。

价格上的整体表现为周期性的错配，由于海外反映的即期供需价格，而由于物流等因素，在国内现货端往往滞后于海外周期一月左右。因此，近月端的商品价格往往滞后于海外价格的波动。但从长期走势来看，并不会影响国内大宗商品远期的方向。

在本周，美联储将会迎来再一次加息，尽管市场预计加息 100 点的概率提升，但在 AgRadar 看来，仍然是 75 点，对于加息 75 点市场已经完全充分交易，核心是美联储对于后面的货币政策预期。如果美联储仍然保持鹰派立场，我们预计全球市场将会下行，而如果为鸽派转向，我们预计股市将会有一定程度的反弹。

关于我们：

AgRadar Consulting ([www.agradar.cn](http://www.agradar.cn) 天津诚瑞有道企业管理咨询公司)是一家总部设在北京、在伦敦设有办公室的专业的独立第三方宏观经济咨询与农产品咨询公司，主要业务领域覆盖咨询报告服务（宏观与产业）、国际大宗粮食采购服务、企业经营风险管理咨询等。

中国粮食进口市场是一个规模庞大、需求稳定的长期繁荣市场，根据海关统计数据，中国年



## AgRadar Consulting

诚瑞有道农业咨询

进口大豆规模超过 9000 万吨、油脂超 1000 万吨、玉米 2000-3000 万吨、小麦、大麦超 2000 万吨。AgRadar 致力于帮助中国粮食上下游产业链掌握全球粮食市场动态、降低采购成本、对冲市场风险。

AgRadar 利用全球化的产区资源，致力于将具有性价比的全球粮食资源进口至中国，满足生产商、贸易商的需求。

免责声明：《AgRadar 宏观经济观察》坚持独立、审慎原则，力求报告内容客观、公正，但报告所载的观点、结论和建议仅供参考，使用者不能依靠本报告取代独立判断。对使用者依据本报告所造成的一切后果，《AgRadar 宏观经济观察》不承担任何法律责任。