

2021 年 03 月 14 日

美元看空“陷阱”再论

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）

xuji@kysec.cn

证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）

caojinqiu@kysec.cn

证书编号：S0790120080057

自 2020 年 12 月我们提示看空美元存在逻辑“陷阱”以来，美元大幅反弹、远超市场预期。重申：经济基本面、央行政策态度及资金流向等，均支持美元已进入强势通道。

● 年初以来，美元大幅反弹，大超市场主流预期

2021 年初至今，市场一片看空声音中，美元指数自低位大幅反弹。美元指数 2020 年持续、大幅走弱之后，以“美元将趋势走弱”为代表的看空美元言论频出，并逐渐成为市场主流声音。但 2021 年初以来，美元指数一改颓势，自低位的 89.4 大幅反弹至 91.67。伴随美元反弹，全球做空美元的资金头寸较 2020 年加速减少。

美元反弹背后，是美欧疫情控制及宏观形势的相对强弱出现“逆转”。中短期内，美欧经济的偏离程度对美元走势影响最大。回顾 2020 年，美元持续走弱背后，是美国疫情控制差于欧洲、拖累经济修复，并非看空言论提及的美联储放水等。同样，美元 2021 年以来大幅反弹，是因为美国疫情加速好转、经济复苏持续加快。

● 疫苗大规模推广及多轮财政刺激，将驱动美国经济修复显著加快

伴随疫苗供应大增、接种速度持续加速提升，美国有望比欧洲更早实现群体免疫。截至 3 月初，美国已收到辉瑞等厂商承诺，在 7 月底前共获 7 亿剂疫苗；而欧盟受制于阿斯利康等产能不足，收到的疫苗数远不及美国。美国单日疫苗接种量也已稳定在 220 万剂以上、且仍在加速提升，遥遥领先欧盟。综合疫苗供应及接种速度来看，美国有望在 6 月上旬接近群体免疫目标，领先欧盟至少 1 个季度以上。

疫情加速改善，及多轮大规模财政刺激政策的支持下，美国经济复苏的弹性空间远超欧洲。随着疫情加速改善，美国工业生产、餐饮消费等的修复均显著加快，表现远好于欧盟。同时，美国前后连续多轮大规模财政刺激政策的实施，以及政策中直接向居民“发钱”等，使美国居民收入水平在疫情后不降反升。疫情加速改善，及私人部门更加健康的资产负债表，使美国经济的复苏弹性空间远超欧盟。

● 经济形势、央行态度及资金流向等，均支持美元已进入强势通道

部分市场观点寄希望于美联储加码宽松，以压低美债利率、保持弱势美元；然而，历史经验显示，无论是资产价格还是美联储操作，都是经济趋势的追随者。历次美国经济趋势向好阶段，无论美债及美元走势如何，只要物价水平超预期及就业数据等持续改善，美联储均选择了调整政策立场。如 2013 年，通胀抬升及就业向好下，开始讨论退出 QE。相反，经济趋势走弱时，美联储往往快速放松货币。

重申观点：经济形势、央行态度及资金流向等，均支持美元已进入强势通道。经济层面，受疫苗大规模推广及多轮财政刺激支持，美国经济复苏弹性远超欧洲。央行层面，伴随美国经济前景持续向好，美联储对宽松货币的态度已经从积极转向“暧昧”，而欧央行持续释放鸽派信号、并在最新会议中承诺将加快购债速度。美德利差由 120bp 左右大幅走扩至 180bp 以上，也说明资金流向有利美元走强。

● 风险提示：病毒频频突变，导致新冠疫苗失效。

相关研究报告

目 录

1、 周度报告：美元看空“陷阱”再论	4
1.1、 年初以来，美元大幅反弹，大超市场主流预期	4
1.2、 疫苗大规模推广及多轮财政刺激，将驱动美国经济修复显著加快	5
1.3、 经济形势、央行态度及资金流向等，均支持美元进入强势通道	7
2、 大类资产回溯：10Y 美债利率升破 1.6%	10
3、 重点关注：美联储 3 月 FOMC 会议	11
4、 数据跟踪：美国 2 月 CPI 同比升至近 1 年新高	12
4.1、 美国数据	12
4.1.1、 美国 2 月 CPI 同比升至近 1 年新高，能源分项同比大幅上涨	12
4.1.2、 美国 1 月批发销售环比增速高于预期，3 月消费者信心指数继续上升	12
4.1.3、 当周 EIA 原油库存继续大增，当周初请失业金人数好于预期	13
4.2、 欧洲数据	13
4.2.1、 欧元区 1 月工业产出增速高于预期，3 月 Sentix 投资信心指数上升	13
5、 风险提示	13

图表目录

图 1： 2020 年，美元指数持续、大幅走弱	4
图 2： 2020 年，欧元、英镑持续、大幅走强	4
图 3： 2021 年 1 月起，美元指数触底反弹 2.5% 至 91.67	4
图 4： 全球做空美元的资金头寸已开始加速减少	4
图 5： 构成美元指数的一揽子货币情况	5
图 6： 美元指数走势，与美欧疫情形势的变化密切相关	5
图 7： 美国的累计疫苗接种量远远超过欧盟	6
图 8： 美国的疫苗接种进度遥遥领先欧盟	6
图 9： 美国的每日疫苗接种量大幅高于欧盟	6
图 10： 美国群体免疫时点，或领先欧盟 1 个季度以上	6
图 11： 美国制造业 PMI 表现强于德国	6
图 12： 美国居民的外出就餐意愿高于德国居民	6
图 13： 疫情扩散后，美国财政刺激力度位居全球之首	7
图 14： 财政刺激支持下，美国居民状况远好于欧洲居民	7
图 15： 美国新增非农就业人口、失业率持续向好	7
图 16： 美国服务业就业出现明显改善	7
图 17： 美国 2 月 CPI、PPI 同比大幅反弹	8
图 18： 3 月开始，美国通胀压力将加速抬升	8
图 19： 2021 年初以来，10Y 美债利率快速、大幅上行	9
图 20： 美德利差持续、大幅走扩，将支撑美元走强	9
图 21： 当周，美元下跌，欧元、英镑上涨	10
图 22： 当周，美元指数震荡下跌	10
图 23： 当周，主要国家 10Y 国债收益率多数下行	10
图 24： 当周，10Y 美债收益率继续上行	10
图 25： 当周，全球主要股指多数上涨	11

图 26: 当周, 纳斯达克上涨、恒指下跌	11
图 27: 当周, WTI、Brent 原油价格双双下跌	11
图 28: 当周, COMEX 黄金价格上涨	11
图 29: 美国 2 月 CPI 同比升至近 1 年新高	12
图 30: 其中, 能源分项同比大幅上涨	12
图 31: 美国 1 月批发销售环比增速高于预期	12
图 32: 美国 3 月密歇根大学消费者信心指数继续上升	12
图 33: 美国当周 EIA 原油库存继续大增	13
图 34: 美国当周初请失业金人数好于预期	13
图 35: 欧元区 1 月工业产出增速高于预期	13
图 36: 欧元区 3 月 Sentix 投资信心指数上升	13
 表 1: 辉瑞、莫德纳等药企纷纷调高对美国的疫苗交付目标, 阿斯利康等对欧盟的疫苗交付量却不及预期	5
表 2: 从最新政策立场来看, 美联储、欧央行官员的表态出现明显分化	8
表 3: 海外重点数据发布日期情况	11

1、周度报告：美元看空“陷阱”再论

事件：2020 年 1 月以来，美元指数触底反弹，最高升破 92。

资料来源：Wind、彭博社

1.1、年初以来，美元大幅反弹，大超市场预期

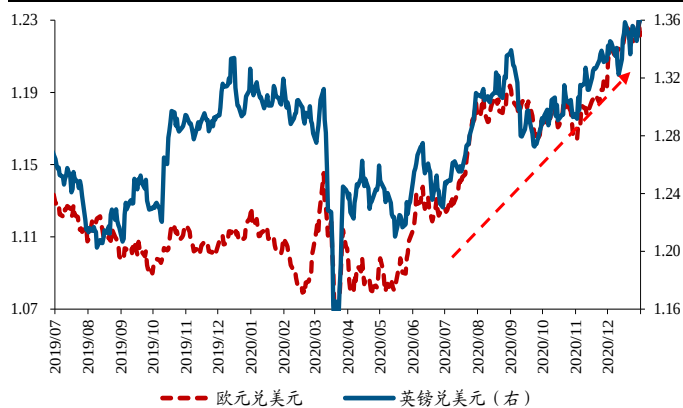
2020 年 5 月以来，尤其是 2020 年 12 月后，市场上各种看空美元的言论频出。回顾 2020 年，美元指数从 5 月下旬起自 100 以上的高位回落，12 月中下旬更是进一步跌破 90、刷新 2018 年 4 月后新低。美元指数的持续下跌，引发市场广泛讨论。其中，看空美元的言论，如“美元已进入 8~10 年下行周期”、“美元指数跌破 80 只是时间问题”等频频出现，并逐渐成为了市场主流预期。

图1：2020 年，美元指数持续、大幅走弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

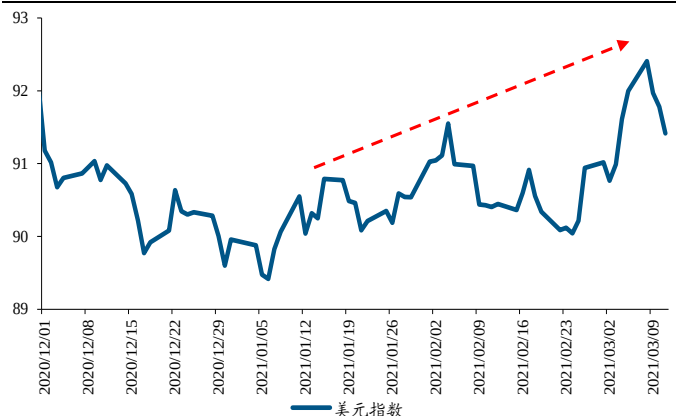
图2：2020 年，欧元、英镑持续、大幅走强



数据来源：Wind、开源证券研究所

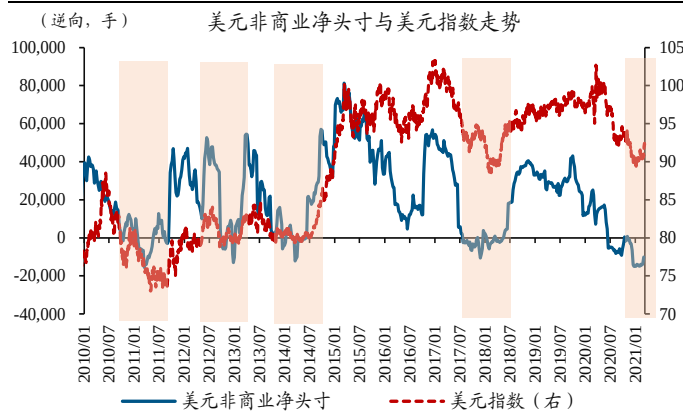
然而，与主流预期截然相反，2021 年初至今，美元指数一改颓势，自低点大幅反弹。2020 年 1 月以来，在市场一片看空声音中，美元指数开始止住跌势，并自低位持续反弹。1 月 1 日至 3 月 12 日，美元指数由 89.4 上涨 2.5% 至 91.67，并多次在盘中升破 92。从 CFTC 公布的数据来看，伴随美元指数止跌反弹，全球做空美元的资金头寸已开始减少。

图3：2021 年 1 月起，美元指数触底反弹 2.5% 至 91.67



数据来源：Wind、开源证券研究所

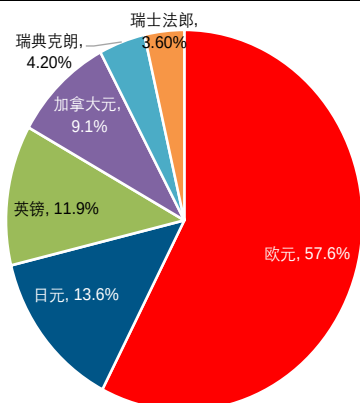
图4：全球做空美元的资金头寸已开始加速减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

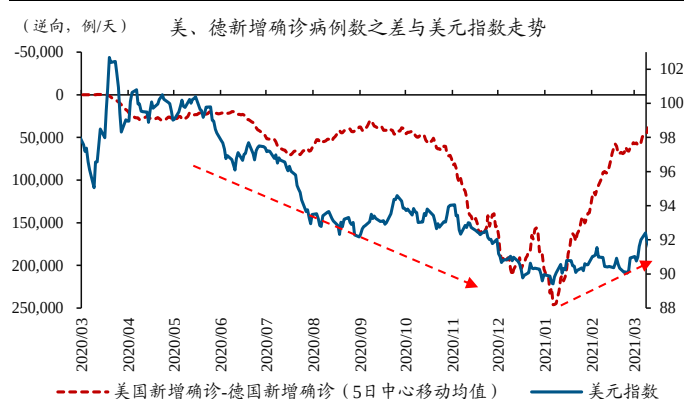
疫情扩散以来，美元指数的走势，主要与美欧疫情形势的变化密切相关。由于欧元在美元指数中占比较高，中短期内，美欧经济偏离程度对美元指数走势影响最大。2020年5月后，美元指数持续走弱，与美国疫情形势控制差于欧洲、导致经济复苏进程慢于欧洲等紧密相关。相反，2021年初以来，随着美国疫情形势开始加速好转、经济复苏进程逐渐超过欧洲，美元指数自低位大幅反弹。正如数据所显示的，美元指数走势，与美德新增确诊病例之差的变化高度负相关。

图5：构成美元指数的一揽子货币情况



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：美元指数走势，与美欧疫情形势的变化密切相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

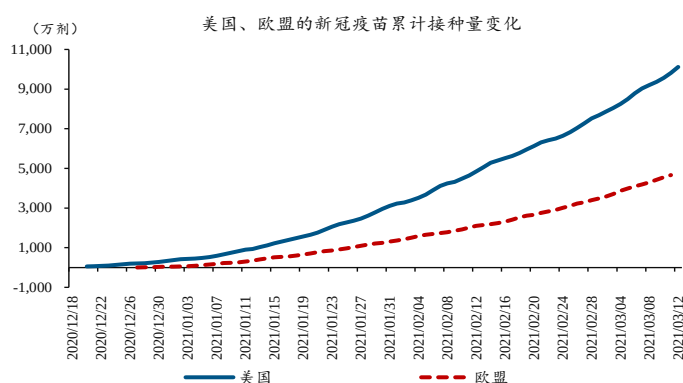
1.2、疫苗大规模推广及多轮财政刺激，将驱动美国经济修复显著加快

伴随疫苗供应大增、接种速度持续加速提升，美国有望比欧洲更早实现群体免疫。疫苗供应方面，辉瑞、莫德纳及强生纷纷提升对美国的疫苗交付速度，并承诺于7月底前向美国合计交付7亿剂疫苗。与美国相比，欧盟虽然也预定了足量疫苗，但受制于产能问题，实际收到的疫苗数量远不及既定计划。疫苗接种方面，截至3月12日，美国累计完成超1亿剂疫苗接种，远远超过欧盟的4663万剂；美国单日疫苗接种量已稳定在220万剂/日以上，相当于欧盟的2倍水平。结合疫苗供应及接种速度来看，美国有望在6月上旬接近群体免疫目标，领先欧盟至少1个季度以上。

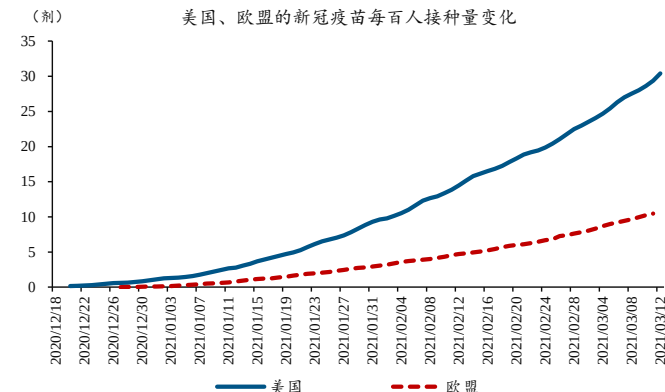
表1：辉瑞、莫德纳等药企纷纷调高对美国的疫苗交付目标，阿斯利康等对欧盟的疫苗交付量却不及预期

经济体	药企	表态
美国	辉瑞	截至2月20日，辉瑞公司已经向美国政府提供了4000万剂疫苗；有望在3月底前向美国政府提供1.2亿剂疫苗；预计在5月底前供应2亿剂疫苗；计划在7月底前供应3亿剂疫苗
	莫德纳	莫德纳公司将于3月向美国提供3000至3500万剂疫苗，此后每月提供4000至5000万剂；预计在7月底之前交付额外1亿剂（累计3亿剂）疫苗
	强生	强生公司承诺，将在6月底前向美国政府提供1亿剂疫苗
欧盟	辉瑞	截至2月中旬，辉瑞公司已向欧盟交付2300万剂疫苗
	阿斯利康	阿斯利康公司将于1季度向欧盟提供3000万剂疫苗（原合同的1/3），2季度交付量可能不及原计划的1/2。

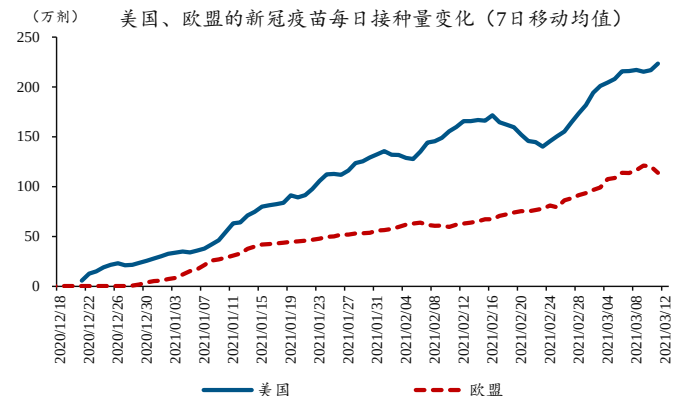
资料来源：Pfizer、Moderna、Johnson & Johnson、开源证券研究所

图7：美国的累计疫苗接种量远远超过欧盟


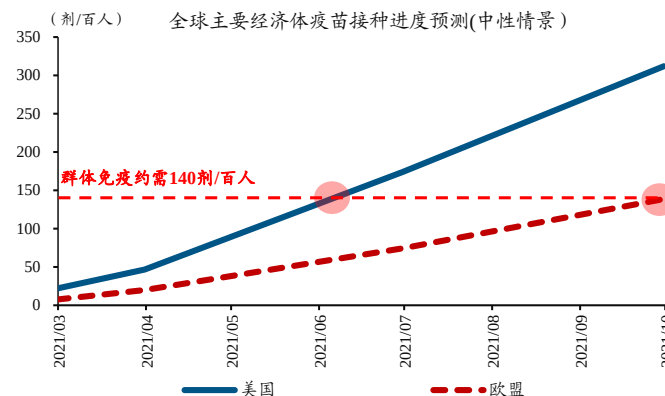
数据来源：Our World in Data、开源证券研究所

图8：美国的疫苗接种进度遥遥领先欧盟


数据来源：Our World in Data、开源证券研究所

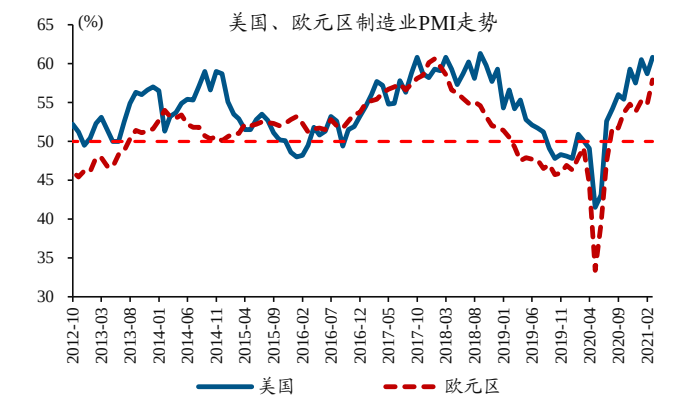
图9：美国的每日疫苗接种量大幅高于欧盟


数据来源：Our World in Data、开源证券研究所

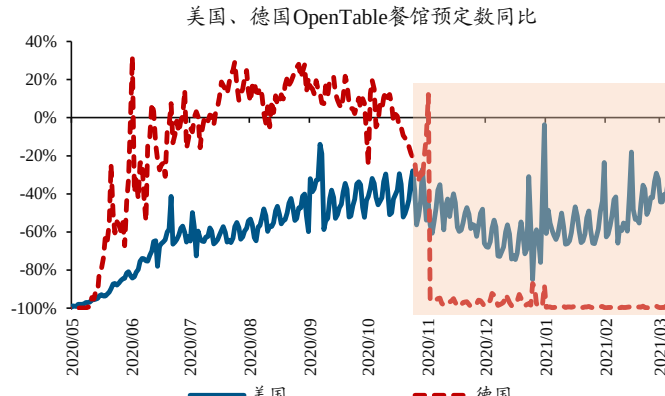
图10：美国群体免疫时点，或领先欧盟1个季度以上


数据来源：Our World in Data、开源证券研究所

疫情加速改善下，美国经济基本面表现持续强于欧洲，工业生产、餐饮消费等修复显著加快。最新经济数据显示，美国2月制造业PMI录得60.8%、刷新近3年高，并高出欧元区及德国等制造业PMI水平。线下经济活动当中，美国工业生产的修复持续加快，居民的出行意愿也明显升温。从OpenTable公布的餐馆预定数来看，美国餐馆预定数同比已从-85%的低点修复至-37%，而德国依然处于-98.5%的历史低位。

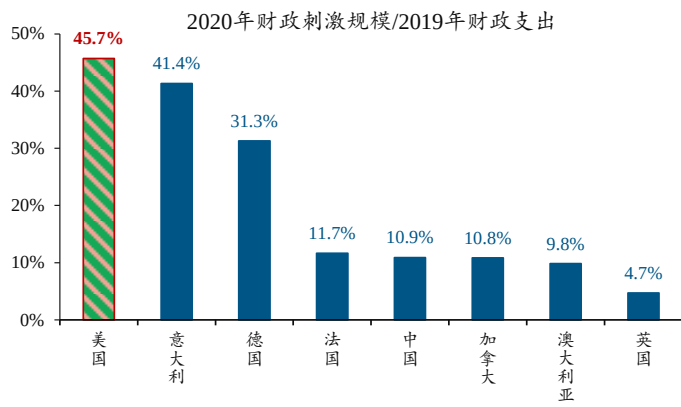
图11：美国制造业PMI表现强于德国


数据来源：Wind、开源证券研究所

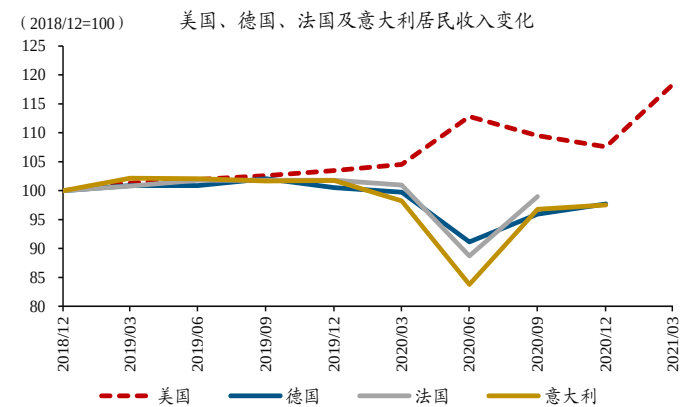
图12：美国居民的外出就餐意愿高于德国居民


数据来源：Wind、开源证券研究所

连续多轮的财政刺激政策落地，使美国经济复苏的弹性空间，远远超过欧洲。2020 年疫情扩散后，虽然都实施了财政刺激，但美国的财政刺激规模占 2019 年的财政支出比例达到 45.7%，远高出德国的 31.3%、法国的 11.7%。同时，由于财政刺激政策包括了直接向居民提供大额现金支票及失业金补贴等，美国居民收入水平在疫情后“不降反升”，远远好于德国、法国等。2021 年，美国继续加大刺激力度，拜登 1.9 万亿美元财政刺激法案的落地，将进一步支持居民及企业部门。私人部门更加健康的资产负债表，使美国经济的复苏弹性空间，远远超过欧洲。

图13：疫情扩散后，美国财政刺激力度位居全球之首


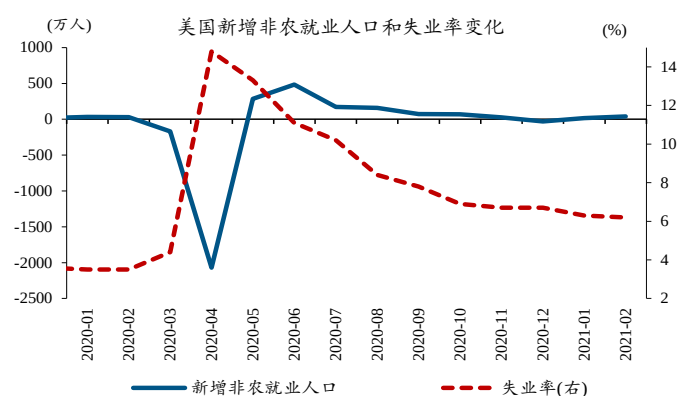
数据来源：IMF、World Bank、开源证券研究所

图14：财政刺激支持下，美国居民状况远好于欧洲居民


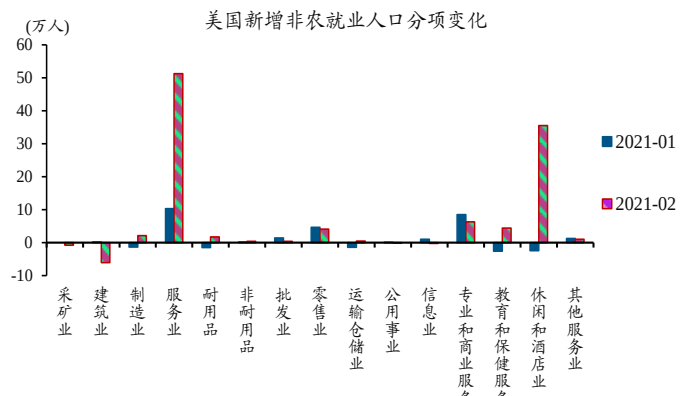
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、经济形势、央行态度及资金流向等，均支持美元进入强势通道

伴随疫情加速改善、经济修复加快，美国就业景气开始回升，通胀也进入到快速上涨通道。疫情加速改善下，美国每周申请失业金的人数不断下滑，2月当月非农就业人口也录得增长37.9万人、大超预期。前期受疫情反弹拖累的服务业整体及休闲、酒店业等就业，均表现亮眼。通胀方面，美国2月CPI同比增长1.7%、创2020年3月以来新高，2月PPI同比增长2.8%、为2018年10月以来最大涨幅。根据我们的预测，伴随经济修复加快及油价上涨，美国CPI同比可能于3月后升至2%以上、高点甚至可能超4%。

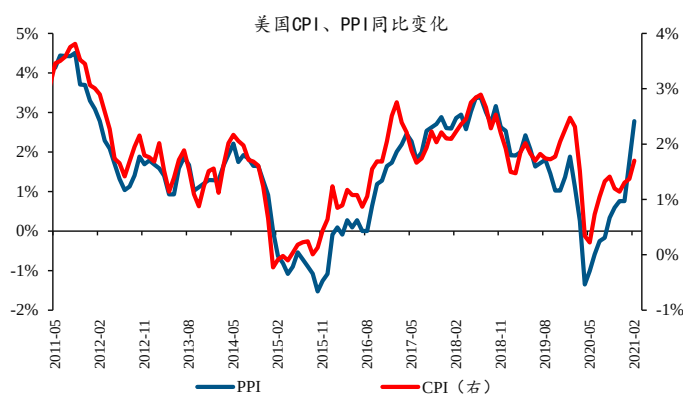
图15：美国新增非农就业人口、失业率持续向好


数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：美国服务业就业出现明显改善


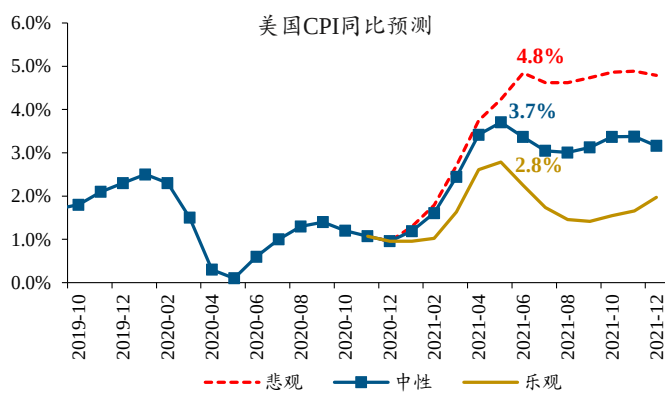
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17: 美国 2 月 CPI、PPI 同比大幅反弹



数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 3 月开始, 美国通胀压力将加速抬升



数据来源: Wind、开源证券研究所

从美、欧央行最新表态来看, 美联储对未来政策路径的表态越发暧昧, 而欧央行继续传递鸽派信号、甚至公开喊话存在加码宽松可能。在经济基本面趋势向好的背景下, 美联储官员对经济前景的看法越发乐观, 对未来政策路径的表态越发“暧昧”。以美联储主席鲍威尔为例, 他不断重申宽松立场不变, 但又频频表达对美国经济前景的乐观预期, 对于美国债券市场近期的波动也“无动于衷”。相比美联储, 欧央行在持续释放鸽派信号的同时, 还“付诸”实际行动。在最新的 3 月利率决议中, 欧央行承诺将加快购债速度, 并表示未来不排除进一步加码宽松的可能。

表2: 从最新政策立场来看, 美联储、欧央行官员的表态出现明显分化

央行	姓名	职位	最新表态
美联储	Jerome Powell	主席	承认债市波动, 担心金融环境“持续”收紧, 但未提出解决方案
	Richard Clarida	副主席	对美国经济前景更为乐观, 不担心美债收益率上行
	John C. Williams	纽约联储主席	美债收益率的上行反映了前景以及疫苗接种进展, 对美联储的购债计划持观望态度
	James Bullard	圣路易斯联储主席	美国 2021 年的经济表现将非常强劲
	Christine Lagarde	行长	将灵活购买债券, 以避免融资条件收紧
欧央行	Francois Villeroy	管委/法国央行行长	央行对任何不当的紧缩政策“可以而且必须作出反应”, 包括可能降低存款利率
	Weidmann	管委/德国央行行长	可以灵活调整紧急抗疫购债计划, 正关注政府债券收益率走势
	Yannis Stournaras	管委/希腊央行行长	公开呼吁欧洲央行加速 PEPP 项目购债速度, 表示目前市场上出现了“不必要的债券利率上行”

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17523

