

美元指数短期或已见底

引言：美元指数在 3 月底上升至 93.29 之后便开始震荡回落，重新回到 90.1 左右的位置，对于判断美元何时会出现拐点，我们需要研究：1) 当前美元指数和美元兑其他货币是否趋势相同？2) 什么因素导致美元回落？3) 后续美元指数能够企稳回升的条件是什么？4) 今年汇率市场变动频繁是否会对我国货币政策形成约束？

一、当前汇率市场的主线：美元走弱+欧元强劲。今年以来，全球汇率市场的变动相对比较频繁，且两国之间的汇率波动不对称。1 月到 2 月底期间，美元指数上行，但美元兑人民币汇率贬值；3 月底至今人民币汇率指数下行，但是美元兑人民币汇率同样贬值，都指向今年以来人民币走势相对美元较强。从结构上来看，从 3 月 30 日至 5 月 7 日，美元指数回落了 3.27 个百分点，美元兑欧元贬值 3.82 个百分点，证明一方面美元自身较弱，另一方面欧元近期强势回升。从非美货币人民币权重来看，人民币 BIS-SDR 指数差值回落，印证了上述判断。**造成这种汇率市场波动不对称的主要因素还在于疫情打乱了原来货币政策和财政政策的节奏。**名义利差和美元指数之间的相关性比起实际利差更强，说明今年以来主要国家更在意本国的经济复苏节奏，淡化了外围环境因素，导致汇率变化更多反映了两国货币政策相对边际变化。

二、当前货币政策的相对边际变化导致美元弱势和欧元强势。从美国来看，首先，在美联储开启前瞻性指引之前，美国国债收益率都会陷入一段时间“震荡纠结期”；其次，随着第三轮财政刺激落地，美债收益率上行的斜率放缓，也约束了美元指数的上行；第三，从美债交易层面上来看，在 2 月日本和欧洲对美债进行抛售后，4 月以来美债的吸引力回升，使得美元指数承压。**从欧元区来看，**当前欧元指数出现一定的反弹，主要是受益于疫苗接种率加快，经济复苏预期使得货币政策的表述转向；从 3 月底以来欧元区疫苗接受至少一剂疫苗的占比上行较快，与此相呼应的是法国央行行长表示，欧洲央行可能会在不到一年的时间内结束其疫情紧急救助计划。**从经济面来看，**3 月美国制造业和欧元区之差高位回落，反映了欧元区近期经济面存在快速复苏的趋势。

三、未来货币政策的空间和通胀预期决定了美元指数回落空间有限。一季度美债收益率的涨幅和美元指数的回升其实并非完全匹配。主要由于：1) 欧元区经济复苏的基调依然存在，德国 10 年国债收益率较强势，所以两者名义利差走阔的不多；2) 美联储调整了货币政策框架表明美联储加大了对通胀的忍受程度，在需求复苏带动下，美国通胀预期的涨幅带动高于欧元区通胀，所以导致两者之间实际利差反而收窄，约束了美元上行的动力。**往后看，首先，**通胀预期从商品价格转向核心 PCE，使得美元的韧性加强；**其次，**美联储减少购债规模的时间点领先于欧元区，美债收益率供大于求，带动美元指数回升。

四、全年全球汇率双向波动概率较高，但是人民币汇率韧性较强。今年以来，新兴市场率先加息以应对通胀和资本外流带来的贬值压力。相较之下，在我国国债收益率曲线并未陡峭化的背景下，人民币仍然保持相对强势，主要由于全球资金流入人民币市场，成为了人民币强势的重要基石。往后看，全球汇率市场变化仍然较大，但是不会成为制约我国货币政策的因素。**首先，**本轮美联储货币政策转向较温和，对外部的冲击效应也将减弱。**其次，**随着中国资本市场的加速开放，海外资金依然净流入中国。

风险提示：

- 1、疫情疫苗的不确定性上行；
- 2、政府应对措施和方法不当，恐慌情绪蔓延；
- 3、货币政策收紧超预期，风险资产波动加剧。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

内容目录

引言：	3
一、当前全球汇率市场的主线：美元走弱+欧元强劲	3
二、当前货币政策边际变化决定了美元的弱势和欧元的强势	6
三、未来货币政策的空间和通胀预期也决定了美元指数回落空间有限	11
四、全年美元汇率波动较频繁，但是人民币汇率韧性较强	13

图表目录

图表 1：1-2 月美元指数上行，但是美元兑人民币下行	3
图表 2：当前人民币汇率指数下行	3
图表 3：欧元兑美元强势上行	4
图表 4：BIS-SDR 人民币汇率指数回落	5
图表 5：影响汇率的因子	5
图表 6：美德名义利差和美元指数的相关性较实际利差更强	6
图表 7：伯南克在 2013 年 6 月开启前瞻性之前，美债收益率保持震荡	7
图表 8：美国财政部发债规模依然较高	8
图表 9：2 月日本大规模抛售美债	9
图表 10：3 月日本国内投资者对国外中长期债券净卖出由正转负	9
图表 11：欧元区从 3 月底至今接种至少一剂疫苗的占比增速上行	10
图表 12：美国和欧元区制造业 PMI 差值收窄	11
图表 13：通胀预期下行对美元指数的支撑	12
图表 14：美国和中国地产投资均开始走弱	12
图表 15：新兴市场通胀大幅走阔	13
图表 16：土耳其和巴西的外汇储备依然比较强	14
图表 17：我国外汇储备依然比较充足	15
图表 18：我国经常项目、资本项目和金融项目相对仍然较强	15
图表 19：一年期 NDF 回落，表明人民币韧性较强	16
图表 20：我国资本账户开放明细	16

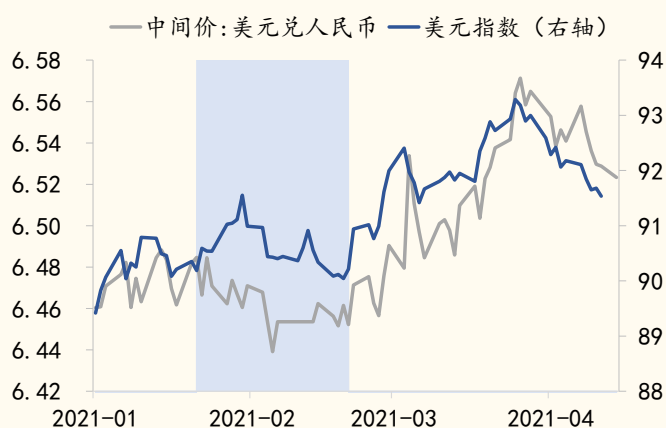
引言：

美元指数在3月底上升至93.29之后便开始震荡回落，重新回落到90.1左右的位置，对于判断美元何时会出现拐点，我们需要研究：1) 当前美元指数和美元兑其他货币是否趋势相同？2) 什么因素导致美元回落？3) 后续美元指数能够企稳回升的条件是什么？4) 今年汇率市场变动频繁是否会对我国货币政策形成约束？

一、当前全球汇率市场的主线：美元走弱+欧元强劲

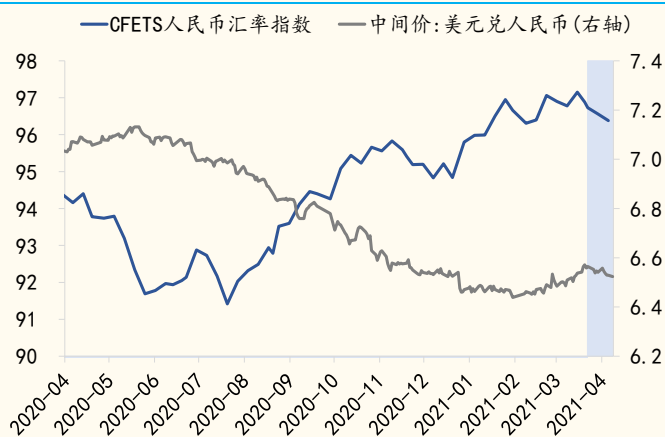
今年以来，全球汇率市场的变动相对比较频繁，且两国之间的汇率波动不对称。首先，1月到2月底期间，美元指数上行，但是美元兑人民币贬值下行的现象。自从2015年811汇改之后，美元指数和美元兑人民币走势存在着较大的正相关性，主要由于央行开始实施多因子汇率中间价决定机制，为达到人民币一揽子货币稳定，所以就会出现美元兑其他主要货币升值之际，人民币兑美元出现贬值，但是1-2月底之间这两者之间出现了一定的背离。其次，3月底至今人民币汇率指数下行，但是美元兑人民币依然升值，都指向今年以来人民币走势相对美元较强。

图表 1：1-2 月美元指数上行，但是美元兑人民币下行



来源：Wind，国金证券研究所

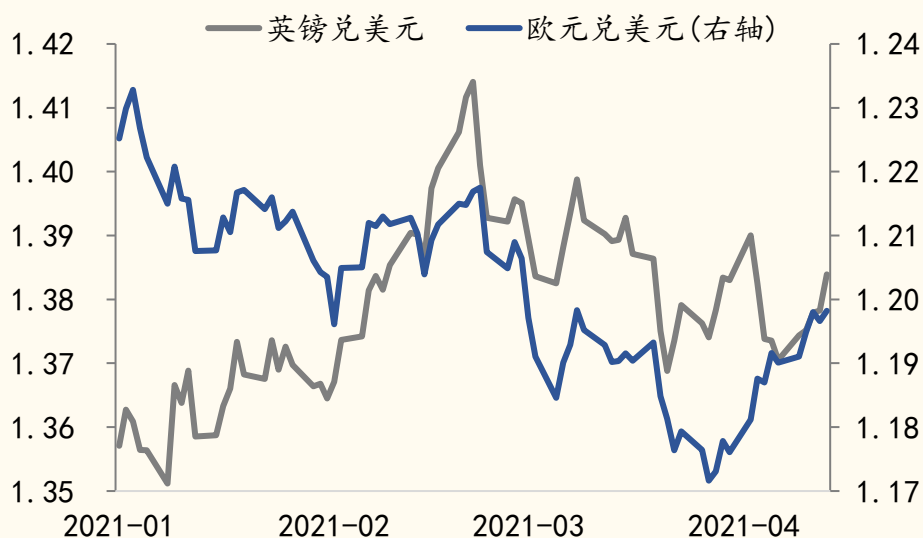
图表 2：当前人民币汇率指数下行



来源：Wind，国金证券研究所

当前美元和美元兑其他货币走势相同，且从走弱幅度来看，证明了一方面当前是美元自身走弱引发美元指数回调，另一方面是由于欧元的近期强势回升。从3月30日至5月7日，美元指数回落了3.27个百分点，美元兑欧元贬值3.82个百分点，美元兑英镑没有明显变化，那么就证明了：美元指数下跌的原因在于美元自身走弱+欧元走强。

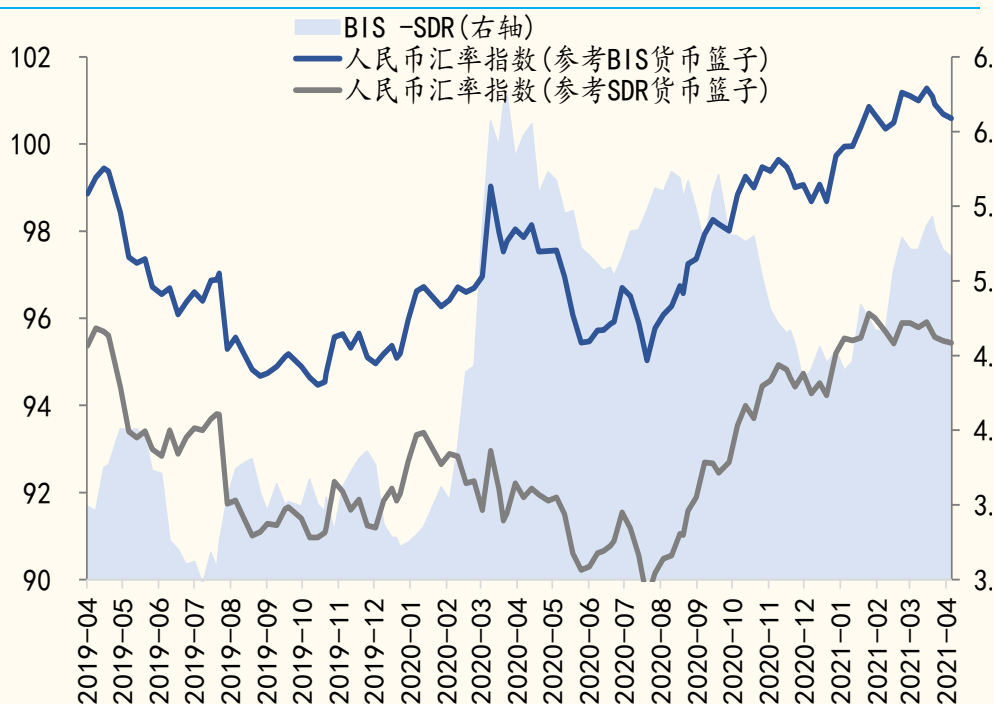
图表 3：欧元兑美元强势上行



来源：Wind，国金证券研究所

其次，从非美元货币，人民币汇率权重来看，人民币 BIS—SDR 指数差值回落，印证了上述的判断。虽然从美元的角度来看，美元指数的货币篮子由欧元（57.6%）、日元（13.6%）、英镑（11.9%）、加元（9.1%）、瑞典克朗（4.2%）和瑞士法郎（3.6%）六种货币构成，人民币并不在美元指数的货币篮子里，所以美元的走势更多的是取决于美国和欧元区之间的经济面以及货币政策的相对强弱。但是从人民币汇率指数的权重来看，无论是 BIS、SDR 还是 CFETS，美元指数占的比重都是最高，但是从 BIS 和 SDR 中美元指数占比的权重来看，BIS 中美元指数权重为 17.8%，SDR 中美元的权重为 46.85%，当前人民币 BIS 和人民币 SDR 指数的差值从 3 月 31 日的 5.43 回落到 5.16，反映了非美货币相较于美元强势。

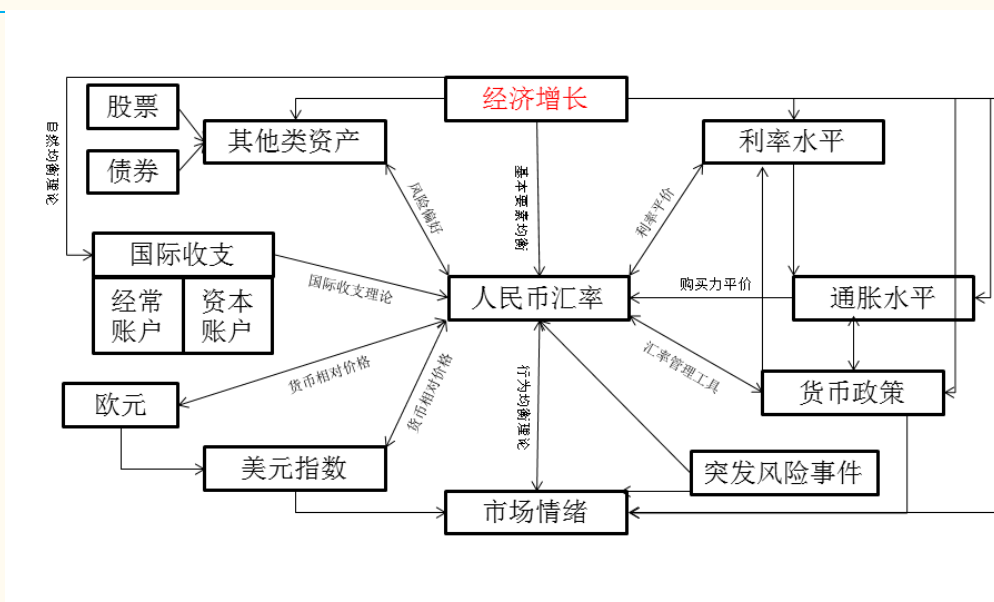
图表 4: BIS-SDR 人民币汇率指数回落



来源: Wind, 国金证券研究所

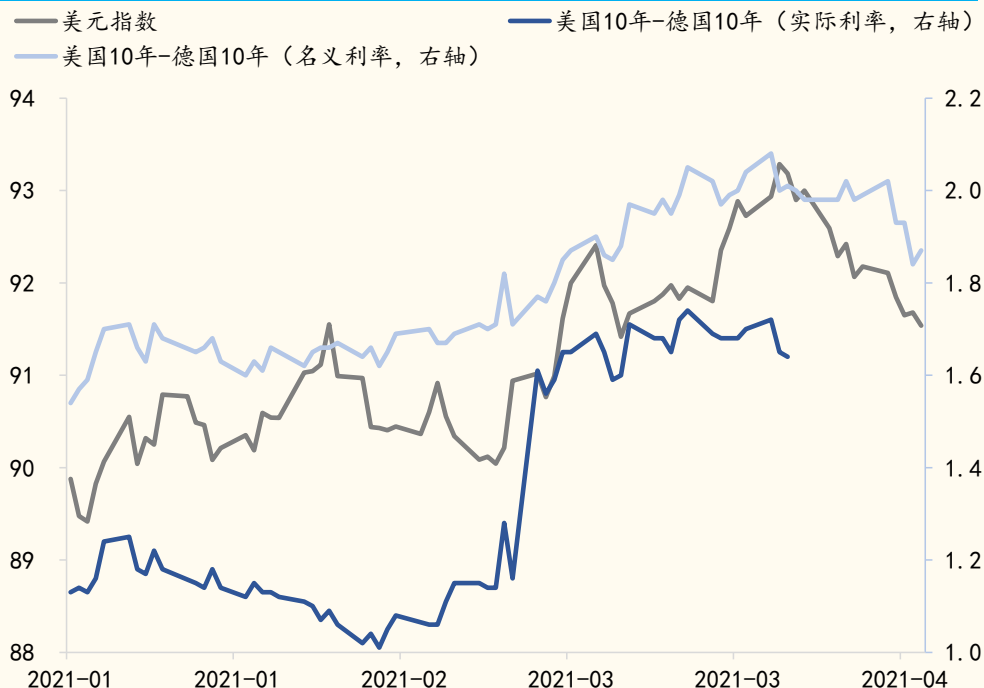
综合来看,造成这种汇率市场波动不对称的主要因素还是在于疫情打乱了原来货币政策和财政政策的节奏。从次贷危机之后,实际利率的利差和美元的相关性更强,主要由于在两国货币政策取向相同的时候,长端利差中自带的预期变化更能对汇率方向起到引导作用。但是从今年以来,名义利差和美元指数之间的相关性比起实际利差更强,说明了主要国家更在意本国的经济复苏节奏,淡化了外围环境因素,导致汇率变化更多反映了两国货币政策的不匹配。

图表 5: 影响汇率的因子



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：美德名义利差和美元指数的相关性较实际利差更强



来源：Wind，国金证券研究所

二、当前货币政策相对边际变化决定美元弱势和欧元强势

首先，在美联储开启前瞻性之前，美国国债收益率都会陷入一段时间“震荡纠结期”。在伯南克 2013 年 6 月开启前瞻性指引之前，10 年名义美债收益率也是进入了一段震荡回落区间。通常前瞻性指引分为：开放式指引、时间指引和状态指引，且对比这两次，美联储均是通过状态指引对货币政策进行调整，状态指引通过明确指出可能引发货币政策变化的经济状态指标门槛，进而帮助公众理解央行的反应函数，即在央行改变货币政策的时候，市场了解政策变动背后的潜在因素，并对此预期做出一定的调整。从美联储货币政策框架来看，通胀和劳动力市场两个指标是市场用以判断央行将何时退出零利率政策的依据，受大宗商品价格上行影响，美国 3 月 CPI 同比上升 2.6%，为 2018 年 8 月以来最大同比涨幅；美国 3 月 PPI 同比增长 4.2%，超市场预期 3.8% 和前值的 2.8%。从劳动力市场来看，虽然劳动力市场结构性出现实质性的改善，但是较疫情前的表现还存在一定的距离，“状态指引”的缺陷在于市场需要在复杂过程中考虑到各种因素，对未来做出判断，当经济增速和通胀面临临界点时，市场就陷入美联储在选择继续复苏就业和控制通胀方面更倾向于哪一方，尤其是在近期经济数据表现较强的背景下，市场预期经济增速已经提前达到峰值，所以就出现了实际利率推动名义利率暂时拐头下行，美元指数回落的现象。

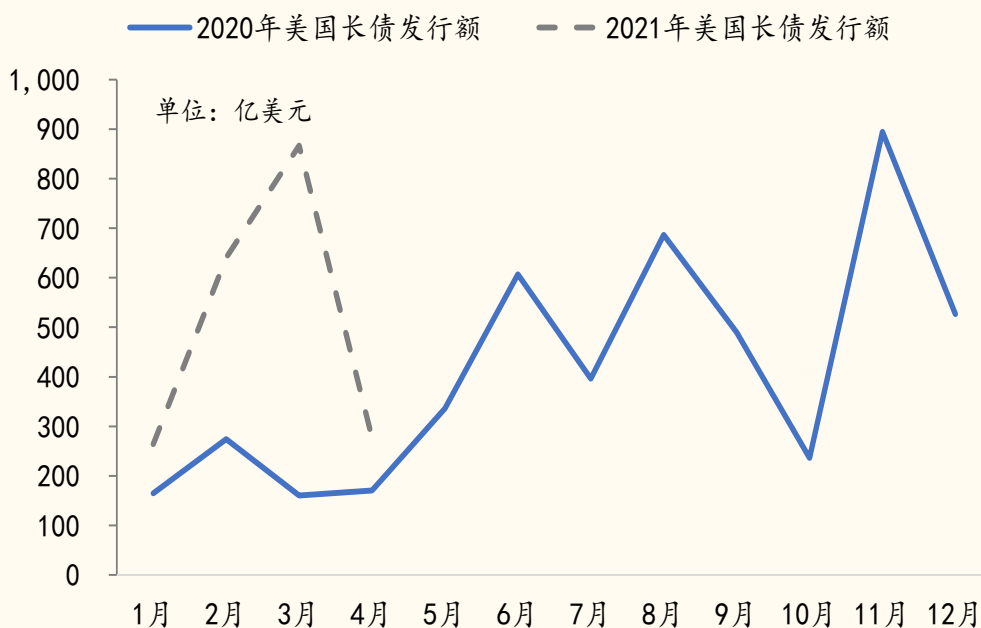
图表 7：伯南克在 2013 年 6 月开启前瞻性之前，美债收益率保持震荡



来源：Wind，国金证券研究所

其次，随着第三轮财政刺激落地，美债收益率上行斜率放缓，也约束了美元指数上行。3月11日落地的美国第三轮抗疫刺激涉及1.9万亿美元的支出，而这部分财政赤字我们之前也提到过是需要美联储来消化的。财政赤字货币化的理论基础是现代货币理论，现代货币理论的核心观点即货币的本质，货币起源于债务债权关系，财政政策可以起到货币创造的作用，所以其实财政赤字货币化可以相对笼统地概括为“央行通过发行货币为政府债务融资”，即美联储印钞带动货币流通，美国财政部直接将利用央行发行的货币进行财政支出或填补财政赤字。所以随着抗疫刺激的实施，美联储是需要通过投放基础货币来维持货币政策的宽松，也使得美债上行的动力减弱，美元指数疲软。

图表 8：美国财政部发债规模依然较高



来源：Wind，国金证券研究所

第三，从美债交易层面上来看，在 2 月日本和欧洲对美债进行抛售后，4 月以来美债的吸引力回升，使得美元指数承压。从公布的 2 月数据显示，日本减持美国国债 185 亿美元，欧元区减持美国国债 312 亿美元，其中比利时减持 115 亿美元，法国减持 133 亿美元，加剧了美债收益率短期上行幅度，也进一步对美元指数形成提振。但是 3 月后，日本国内主要投资者对国外的中长期债券重新买入，开始增持海外中长期债券，也能进一步说明美国国债对日本投资者的吸引力重新回升，日本进一步抛售美债的概率不大，也抑制了美元指数的上行。

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_19518

