

宏观快评

美元走弱的逻辑再审视



■ 核心摘要

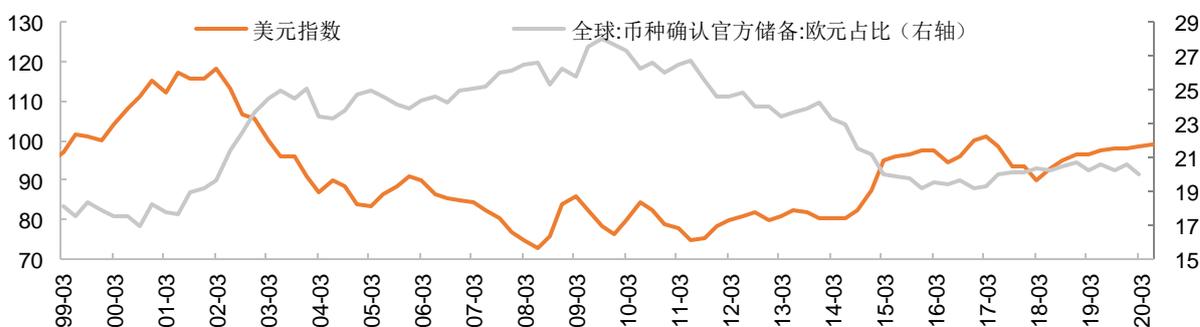
第一，美元指数从今年5月27日开始下跌，到8月31日盘中创下91.7的低点，其间跌幅达8.1%。市场对美元中长期的悲观看法集中涌现，ICE美元指数非商业净多头持仓数量从5月26日当周的1.48万张，快速降至9月1日当周的-0.67万张。而历史上净多头持仓为负的时期较为少见，市场形成了看空美元的一致预期。

第二，美元走弱构成这一时期黄金和大宗商品价格上涨的重要驱动，也给新兴市场股市、汇率注入上行动能，当然，也是近期人民币汇率补升的基础。我们认为，行至目前美元指数阶段性反弹的可能性已大增，需要警惕由此带来的资产价格波动。对美元指数的分析应区分其长逻辑与短逻辑，长逻辑只会缓慢发生作用，短逻辑则主导美元波动，近期美元下跌的短逻辑已经积累了不容忽视的转变。

一、美元走弱的长逻辑在于美元作为国际储备货币的地位面临潜在威胁

1999年欧元推出到2002年7月成为欧元区法定货币，其对美元的国际储备货币地位构成挑战，此后美元指数的长周期变化与欧元国际储备地位的提升、衰落高度相关（图表1）。本轮美元指数下跌的长逻辑主要在于此。

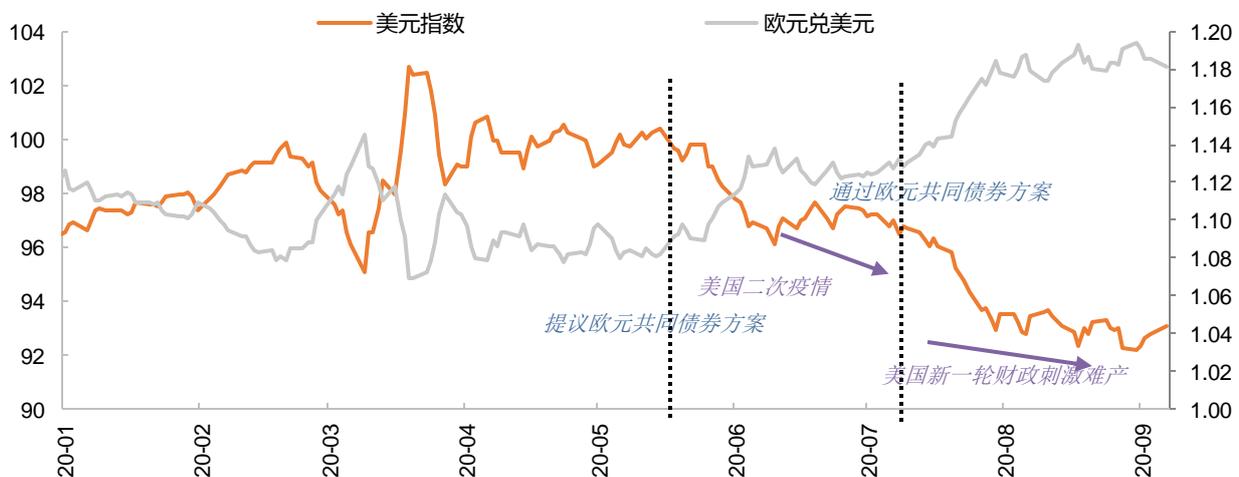
图表1 欧元国际储备地位变化与美元指数强弱高度相关



资料来源: WIND, 平安证券研究所

一方面，欧元区统一财政刺激方案的达成，促使欧元币值重估。本轮美元走弱的时间节点与欧盟提议、进而通过 7500 亿欧元共同债券的时间点吻合：5 月 27 日美元第一波大跌对应欧盟委员会提议欧元共同债券方案；7 月 21 日美元第二波大跌对应欧盟峰会上这一方案获得通过。本次 7500 亿欧元的财政刺激方案，标志着欧元区在形成统一财政联盟上迈出了历史性一步。欧元区长期以来面临的问题是，采用统一货币后，意大利、西班牙等相对弱国无法通过贬值货币提升其出口竞争力，而德国等相对强国则享受了币值相对低估的红利，导致联盟内各国经济发展不平衡，却缺乏纠正这种不平衡的转移支付机制。2008 年全球金融危机以来，全球经济持续面临下行压力，欧元区内部失衡问题愈发凸显，欧盟解体的预期与日俱增，导致了欧元币值的系统性低估。2009 年欧元在全球官方外汇储备中的占比最高达到 28%，此后便系统性走低，到 2020 年一季度仅为 20%。此番统一财政刺激方案的推出，大大减弱了欧盟解体的风险，欧元在全球储备货币中的地位也有望得到修复，这促使欧元币值迅速重估。5 月 27 日以来，欧元兑美元汇率已累计上涨 8.4%（截至 9 月 7 日），贡献了美元指数跌幅的绝大部分，是本轮美元走弱预期发酵的核心原因（图表 2）。

图表2 本轮美元走弱与欧元共同债券方案的推出节奏一致



资料来源：WIND，平安证券研究所

其二，美国自身的政治经济风险增大，威胁美元的国际储备货币地位。1) 政治风险。近年来，美国与外部的地缘政治摩擦愈益频繁，从对伊朗、俄罗斯的金融制裁，到与中国在贸易、科技、香港台湾等问题上的对立，以及退出伊核协议、TPP、巴黎气候协定、WHO 等国际组织，挑起并加剧逆全球化趋势，都对其作为国际储备货币所应具备的稳定性造成影响。2) 债务风险。2016 年以来，美国财政与外贸“双赤字”的问题再度凸显，财政赤字占美国 GDP 的比例从 2015 年 2.44%，增加至 2019 年的 4.64%，同期经常项目赤字占 GDP 的比例保持在 2.3% 一线。2020 年新冠疫情爆发后，美国推出 2.2 万亿美元财政刺激方案。根据美国国会预算办公室最新预测，2020 财年公众持有的联邦政府债务将达到 GDP 的 98%，远高于 2019 财年的 79%，为二战以来最高水平。过度举债威胁着美元作为国际储备货币的公信力。

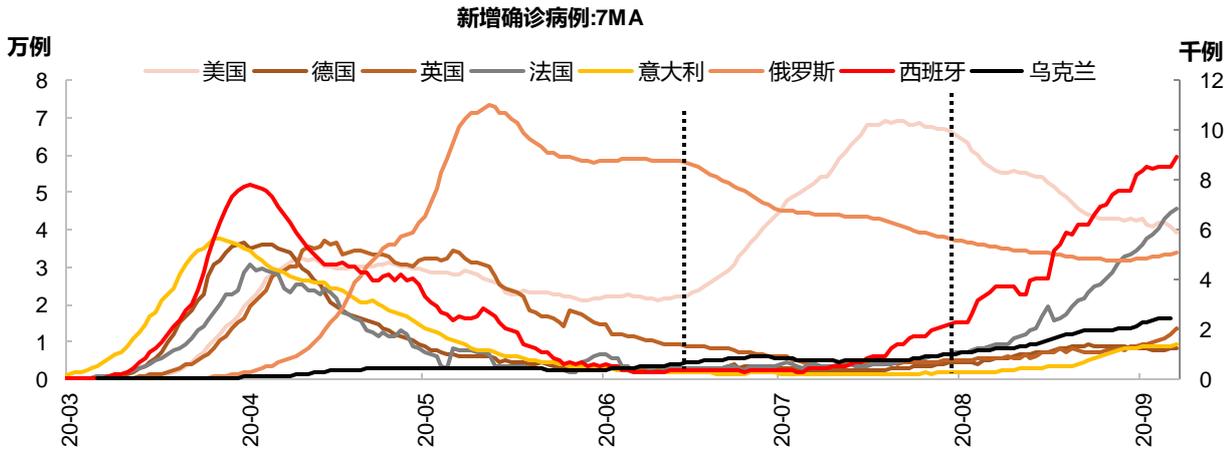
但美元走弱的长逻辑存在不确定性，而且并不会匀速发生作用。目前，欧盟只是朝统一财政联盟迈出了关键一步，但财政联盟的形成和效果（最终走向财政发力而纠正负利率问题）还有待观察。美国的双赤字、高债务问题也并非近期才出现，美国经济在世界经济中的地位仍然难以撼动，美元资产在全球资产配置中的地位仍然相对“一枝独秀”（资本市场上对此有个非常形象的描述 TINA, There Is No Alternative）。当前，欧元尚难挑战美元的霸权低位，欧元币值快速重估之后，亦将进入观察期。多位欧央行官员对近期欧元的急剧攀升表示关切，正是担忧这一价值重估“估”得过了头。

二、美元走弱的短逻辑已积累了不容忽视的转变

本轮美元走弱的短逻辑如下：

一、**欧美疫情控制的分化**。相比于欧元共同债券推出的影响，美国二次疫情对美元指数的影响是相对温和的。6月16日，美国新增确诊病例开始再度走高，而彼时欧洲主要国家的疫情都已得到有效控制，疫情严重的俄罗斯确诊病例也从这一时点开始下降。美国疫情的失控进一步削弱了美元的公信力，美元指数停止反弹重回回落。进入8月以来，美国疫情发展开始明确减速，而同时以西班牙、法国为首，欧洲疫情出现反扑，欧美疫情控制分化的因素逆转（图表3）。

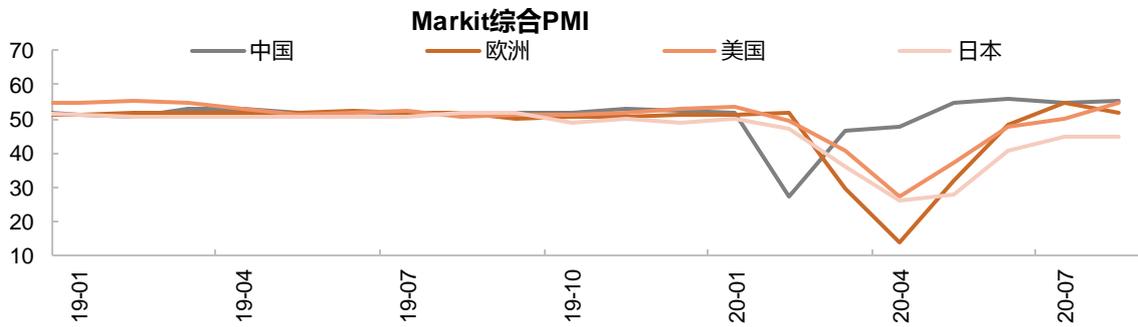
图表3 美国与欧洲疫情发展经历了三个阶段



资料来源：WIND，平安证券研究所

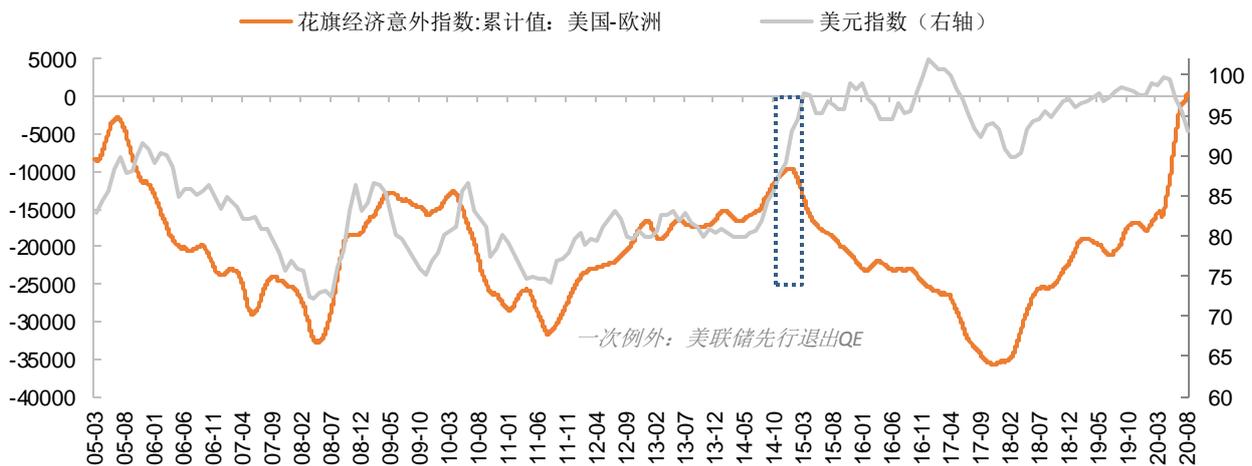
二、**欧美经济复苏的分化**。与疫情的分化相联系，7月欧洲经济呈现出更强的复苏势头，Markit 综合 PMI 反超美国达到 54.7，而美国经济则复苏放缓。8月欧洲则愈发受困于疫情反扑，综合 PMI 指数回落，而美国则重新呈现出较快复苏（图表4）。历史上，美元指数的波动与美欧两国的经济景气差异（以花旗意外指数的累计值来衡量）高度相关（图表5）。5、6月份美国经济复苏显著较强，拉动两国景气差异快速攀升，7月虽差异收敛但并未造成方向性扭转，8月美国的相对强势再度展现。海外疫情爆发以来，美国与欧洲经济景气的差异不是缩小，而是显著拉大了，从短逻辑上并不支持美元指数持续大幅贬值。此外，本轮欧元汇率快速走升也为后续欧洲经济的复苏蒙上一层阴影。历史上，欧元汇率对欧洲 PMI 有 1 年左右的领先意义，从这一角度也不利于美欧经济景气差异的缩小，近期这一因素开始引起市场担忧。

图表4 8月美国经济复苏反超欧洲



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表5 美国与欧洲经济差异显著扩大

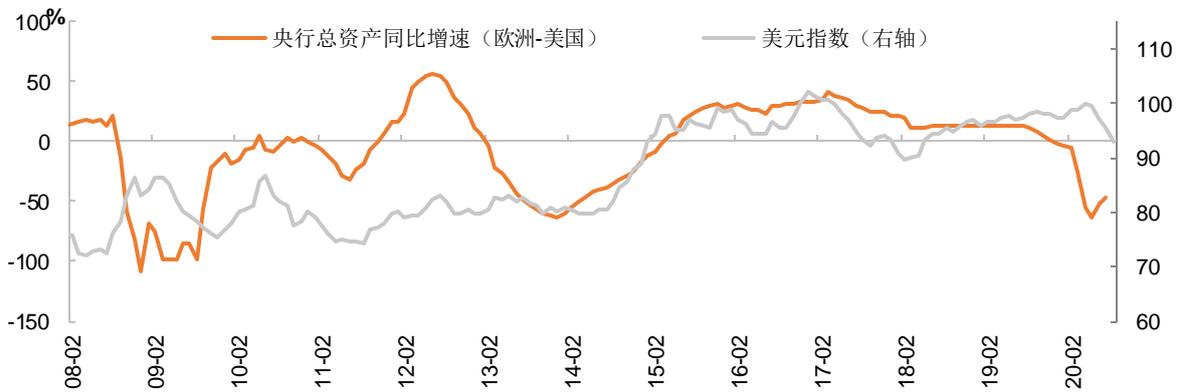


资料来源: WIND, 平安证券研究所

三、货币宽松力度的分化。2014年7月到2015年3月，美元指数与美欧经济景气差异的走向发生背离。当时美元指数的核心短逻辑（扰动因素）正是货币政策的分化：美联储率先决定退出QE，欧央行与美联储的资产负债表增速差迅速拉大，成为最近一轮美元走强周期的主导力量。本次新冠疫情之后，美联储迅速、大手笔采取措施应对，不仅一次性将联邦基金利率从1.75%降至0.25%，而且在4、5两个月内就将资产负债表扩大了70%。而欧央行保持基准利率为0%，在4-7月扩表幅度渐进达到42.6%，宽松力度不及美联储。这就导致欧央行与美联储的资产负债表增速差、以及美欧10年期国债利差都回到了2014年7月时的水平，两大央行的货币政策差异被抹平了。

这是看空美元的一条强逻辑，但并不意味着美元将回到2014年7月时的点位。历史上，上述两项货币政策指标主要具有拐点意义。从拐点意义上来看：1) 6月以来，美联储资产负债表规模已经稳定下来，欧央行还在继续扩表，资产负债表增速差出现向上拐点（图表6）。2) 5月以来，美德10年期国债利差稳定在了110bp附近。美联储的前瞻指引偏向实行收益率曲线控制，而不会推出负利率，这意味着尽管美联储调整货币政策框架后将在更长时间保持低利率，但美欧利差很难被进一步压缩（图表7）。因此，我们认为目前欧美货币政策分化的短逻辑已经演绎的得较为充分，难以带动美元指数进一步下行。

图表6 欧央行与美联储资产负债表增速差已现拐点



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表7 美德利差已稳定下来



资料来源: WIND, 平安证券研究所

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_2653



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn