

美元的近况与未来

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号：S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

刘天天 执业证书编号：S0570518050003
研究员 010-56793946
liutiantian@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：背水一战，美国万亿刺激计划落地》
2020.03
- 2《宏观：疫情冲击明显，政策刺激如约而至》
2020.03
- 3《宏观：蝗灾会加大国内通胀上行风险吗？》
2020.02

核心观点

我们认为，2020年美元多空因素相互厮杀，正从流动性冲击和避险逻辑转为基本面逻辑，长期存在贬值压力。短期流动性危机先是推动美元走高，而后美联储货币政策不断宽松及基本面下行促使美元指数短期向下，接下来疫情对基本面的冲击导致避险情绪升温，推升美元再次走强。我们预计，今年的美元指数波动区间将集中在96-100范围内。一方面，危机期间的避险情绪以及潜在的流动性二次风险会对美元形成支撑。另一方面，美国进阶为“全球央行”，货币政策的大变革将在危机过后推动美元指数下行。我们预计，人民币汇率将稳中有升，黄金的货币属性在长期看仍值得重视。

美元近期大起大落的背后脉络：从流动性冲击、避险逻辑转为基本面逻辑

3月9日-4月9日流动性危机从爆发到缓释的这三十天中，美元指数经历了从94.6飙升至103，再回调至98，而后抬升至100附近的“过山车”式波动。流动性风险是主导3月美元走势的影响因素，我们将其分为三个阶段。第一阶段为3月9日至3月23日，在疫情快速扩散与石油价格战的双重压力下，股价下跌与恐慌抛售的恶性循环逐渐演绎成全市场的流动性危机，推动美元大幅走高。第二阶段为3月24日至4月初，美联储货币政策不断宽松，流动性风险逐步缓释，美元短期向下。第三阶段为4月初至今，基本面受冲击的避险情绪支撑美元再次高位震荡。

短期（年内）：避险倾向叠加相对优势，推动美元高位震荡

我们认为，避险情绪将成为影响短期美元走势的重要因素，短期内美元指数走势仍将以高位震荡为主。疫情带来的全球总需求收缩、经济活动停摆、失业率大幅上升均表明二季度美国经济将遭受较大打击。尽管目前美国疫情开始趋于平稳，但是疫情尚未见到拐点，经济衰退、杀盈利的担忧仍在。因此，当前美股是阶段性修复，而非反转，避险情绪不会消解，将支撑美元指数高位震荡。另外，疫情对全球各国冲击较大，但是美国相对其他发达经济体的领先地位仍存，自身经济韧性较强，政策刺激空间充足等头部优势突出，这也会对美元形成一定的支撑。

中长期：危机过后，货币政策的根本变革促使美元开始走下坡路

为应对“美元荒”，美联储货币政策开启大变革，由最初银行“最后贷款人”进阶为“全球央行”。其变革措施分为三个方面：一是包含零利率下限和无限宽松的传统政策对冲，意在为经济“兜底”。但是美国也在“日本化”的道路上越走越远，“财政货币化”大潮正在开启，这可能意味着美国长期滞胀的起点。二是重启和新设一系列流动性支持工具，层层注入流动性，有利于缓解推升美元指数走高的流动性冲击。三是开启回购便利 FIMA 向全球释放流动性，缓解美债抛售压力，维系美元的国际货币地位。但从长周期来看，货币政策“全球大放水”和财政政策“直升机撒钱”均不利于美元指数走强。

根本悖论：美国财政、贸易与货币政策的冲突

我们认为，美元的内生机理同样决定了美元不能一直升值：一是联邦政府负债持续扩大，需要美元贬值以稀释债务。二是美元持续升值将进一步冲击美国出口。三是其他国家加快推进本币国际化，将挑战美元的主导地位。若美元长期强势可能将驱动资本加速回流美国，在此过程中可能对新兴市场形成持续冲击，需要警惕新兴市场尾部风险。而这又可能会促使其他货币，比如欧元、人民币加快推进本币国际化的进程，或对美元在国际货币体系中的主导地位发起挑战。我们预计，中长期来看人民币汇率将稳中有升，中国基本面优势开始凸显，2020年不存在大幅度的贬值或者升值基础。

风险提示：全球疫情再度扩散导致美元指数升幅超出预期；美元指数持续走强导致新兴市场资本快速流出，叠加疫情扩散，触发新兴市场危机。

正文目录

跌宕起伏的美元走势	3
美元近期大起大落走势的背后脉络	5
第一阶段：从疫情扩散到流动性紧张的风险演绎	5
第二阶段：美联储货币政策扩围加码，流动性风险出现缓释	6
第三阶段：流动性风险告一段落，避险情绪推升美元走强	7
美元走势展望：由疫情主导转向 MMT 试验	8
短期（年内）：避险倾向叠加相对优势，推动美元高位震荡	8
中长期：危机过后，货币政策的根本变革促使美元走下坡路	9
根本悖论：美国财政、贸易与货币政策的冲突	12
启示：人民币将稳中有升，黄金的货币属性长期看仍值得重视	14
风险提示	14

跌宕起伏的美元走势

我们认为，美元汇率的分析框架主要从四个维度入手：

第一、经济基本面的比较。长期来看，经济基本面的变化是汇率的根本驱动因素，美国与其他发达经济体的基本面优势差主导着美元指数走势的长期路径。由于欧元是美元指数成分中权重最大的货币，占比为 57.6%，因此美国和欧元区经济的相对强弱对美元指数有重要影响。

第二、利率平价。根据利率平价理论，美国与其他经济体的利差将会导致国际资本套利行为，进而影响美元指数的走势。无风险收益率较高的一国货币会有升值趋势。但是在实际操作过程中，各国存在交易成本与资本管制，叠加货币当局对汇率的调控都会影响国际套利行为的实现，从而使得利率平价理论存在一定局限性。

第三、资本流动。根据国际收支理论，汇率本质上由外汇的供求决定，进而决定于一国的国际收支，因此国际资本流动会通过影响国际收支账户，从而影响汇率波动。如果在风险情形下，全球资本市场大幅调整，短期海外资金倾向于回流母国进行避险，美元指数可能会出现反弹。

第四、避险情绪。根据历史规律，由于美元在资本流动和国际支付方面的霸主地位，美元在全球危机状态时会体现出较强的避险属性。当全球经济增长停滞或市场动荡时，美元倾向于上涨；而当全球经济活动好转或市场阶段性企稳时，美元倾向于下跌。

近期美元指数纠结的根源在于多空因素交织，又在不断地相互转化，**但正在从流动性冲击、避险逻辑转为基本面逻辑：**

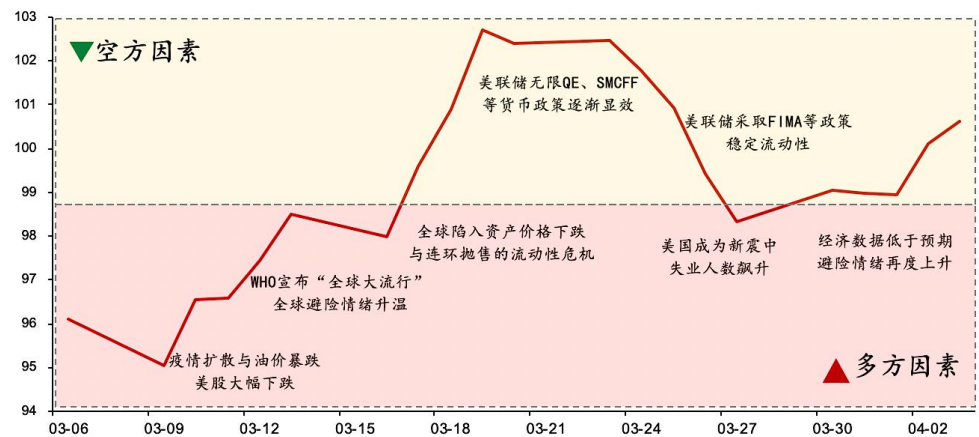
第一阶段：近期影响美元的核心是流动性危机，“美元荒”推动美元指数走高，目前有所缓和，但仍需警惕流动性风险的反复。在疫情快速扩散与石油价格战的双重压力下，股价下跌与恐慌抛售的恶性循环逐渐演绎成全市场的流动性危机，对冲基金等“非银”机构抛售资产兑现流动性导致黄金美债等传统避险资产同步下跌，对美元的强劲需求促使美元指数逐渐走强。随后在政策不断救助下，流动性风险缓释，但仍需提防“薄弱环节”的二次风险。我们在 3 月 26 日报告《需要深入了解的那些薄弱环节——解密美国流动性危机的客观原因》提到的美国高收益债市场，可能会成为疫情+原油双重冲击下的“暴风眼”。

第二阶段：联储货币政策扩围加码以及基本面下行促使美元指数短期向下，但下行空间较为有限。美联储在三周内快速完成了从降息 100BP 至零利率下限、重启金融危机期间流动性支持工具，到开启无限量 QE 并推出 SMCCF 等针对信用债市场工具，再到最新推出的 FIMA 回购工具等连环政策。在大规模的刺激下，美元流动性危机初步缓解，促使美元指数短期回调。但在提振市场情绪和支持实体经济方面，政策刺激将会是正向作用，美元指数的下行空间同样被缩窄。从中长期来看，“货币大灌水”以及“直升机撒钱”的救助方式，促使美元指数在本轮危机之后走弱的可能性大增。

第三阶段：疫情对基本面的冲击导致避险情绪升温，推升美元指数再次走强。随着 4 月 2 日起陆续公布的非农就业人口、初次申领失业金等经济数据低于预期，市场避险情绪升温推动美元指数有所上行。尤其是美国目前处于全球经济的“震中”，确诊人数激增，防疫措施不尽如人意，经济大幅衰退的担忧强化。美国权益市场仍属阶段性修复，避险情绪短期不会消解，将对于美元指数形成短期支撑。

在 3 月 9 日-4 月 9 日流动性危机从爆发到缓释的这短短三十天中,美元指数经历了从 94.6 飙升至 103, 再回调至 98, 而后抬升至 100 附近的“过山车”式波动。我们认为, 2020 年的美元指数波动区间将大范围落在 96 与 100 之间, 有可能出现短期内突破上下限的情况, 但不会站稳在 100 之上或者 96 之下。一方面, 危机期间持续的避险情绪、潜在的流动性风险隐忧和美国经济的相对优势地位, 会对美元指数形成支撑。另一方面, 美国由国内的“最后贷款人”进化为“全球央行”, 无限量 QE 和财政货币化的倾向构成了强势美元的天花板。

图表1: 3 月以来多空因素持续角逐, 美元指数经历“过山车”式波动

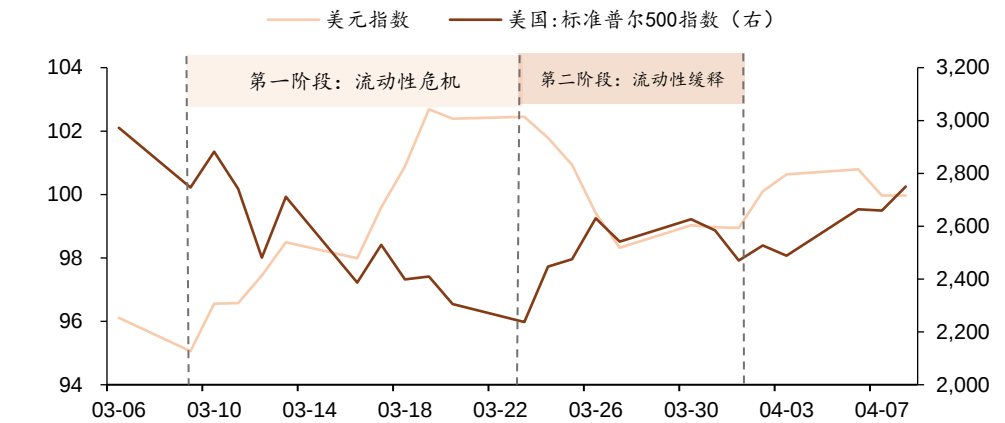


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

美元近期大起大落走势的背后脉络

3 月中上旬，受疫情全球蔓延以及石油价格战影响，美股大幅波动，美元指数走高，流动性风险不断演绎。而后随着美联储不断加大政策力度，流动性冲击开始缓释。但是我们注意到，近期受全球疫情恶化与经济数据预期驱动，美元指数仍有抬头趋势。我们将 3 月 9 日至今美元指数的波动主要分成三个阶段。

图表2：流动性风险是主导 3 月美元指数走势的核心影响因素



资料来源：Wind，华泰证券研究所

第一阶段：从疫情扩散到流动性紧张的风险演绎

第一阶段为 3 月 9 日至 3 月 23 日，美元指数从 94 点飙升至 102 点，经历了从“自身难保”到“全球避险”的属性转移。最初，在疫情蔓延与石油价格战的冲击下，美国处于“风暴中心”，导致美元指数有小幅下行。3 月 9 日，受沙特大幅下调原油价格并提高日产量影响，布油价格暴跌 30%，美股三大股指跌幅均超 7%并触发 1997 年以来的首次熔断。全球股市同样大幅跳水，英法德等市场跌幅均在 7%以上。在美国“自身难保”的情况下，日元避险属性有所回升，叠加市场对美联储降息的预期加大，使得美元指数从 3 月 6 日的 96.11 点下滑至 3 月 9 日 95.06 的最低位。

3 月 11 日，WHO 将新冠肺炎定性为“全球大流行”，同时沙特宣布石油产能再提高，原油市场陷入僵持局面，全球市场对疫情蔓延与经济衰退的恐慌加剧，现金为王与风险规避情绪席卷市场。美股三大指数 10 日内接连触发 4 次熔断，全球资产价格大幅下跌，市场出现大规模恐慌性抛售，美元指数从 3 月 11 日的 96.57 上升至 3 月 23 日的 102.45，流动性危机爆发。第一，对冲基金等遇重创、风险平价策略降波动率、ETF 等基金应对赎回等现象均导致市场流动性枯竭。第二，美国企业高杠杆的脆弱性显现，通过债券低成本融资回购股票模式受阻，信用利差急剧攀升后企业债务风险加剧。第三，美国股市的财富效应明显，股市暴跌引发私人财富的缩水与预期收入的减少将直接抑制消费，从而出现消费抑制经济进而抑制股市的负向反馈。在疫情快速扩散与石油价格战的双重压力下，股价下跌与恐慌抛售的恶性循环逐渐演绎成全市场的流动性危机，黄金美债同步下跌，对流动性需求的激增促使美元指数快速走强。

图表3： 2020 年 3 月 16 日恐慌指数 VIX 飙升至历史最高点 82.69，流动性出现枯竭

资料来源：Wind，华泰证券研究所

第二阶段：美联储货币政策扩围加码，流动性风险出现缓释

第二阶段为 3 月 24 日至 4 月初，美元指数从 102 高点开始回落，这一阶段的特点是美联储货币政策持续加码应对流动性冲击。3 月 15 日起，美联储开启了从降息 100BP 至零利率下限，到陆续重启 2008 年期间流动性工具的宽松历程。然而最初的一揽子政策并未迅速显效，银行与非银流动性的断层导致美联储流动性的传导仍存障碍，资产价格下跌与抛售的恶性循环还在持续。为进一步解决实体经济的融资问题，美联储重启商业票据融资机制（CPFF），一级交易商信贷工具（PDCF）以及货币市场投资基金便利（MMIFF）等货币政策工具以增加信贷投放，纾解流动性紧张局面。

3 月 23 日，美联储货币政策更是进一步 All-in，开启无限量 QE，重启 TALF 支持信贷流向消费者和企业，建立 PMCF 用于在一级市场发行新债。其中最值得关注的是二级市场公司信贷便利（SMCF）工具，可以直接购买高等级信用债，开始接近问题的核心——高收益债市场和股市抛压。在大规模的刺激下，美元流动性逐步缓释。资产间正相关性变弱，不再无差别闷杀。3 月 23 日至 26 日期间，标普 500 指数从 2327 上升至 2630，美元指数从 102.45 回调至 99.41，黄金价格也从 1525 美元/盎司上升至 1634 美元/盎司。

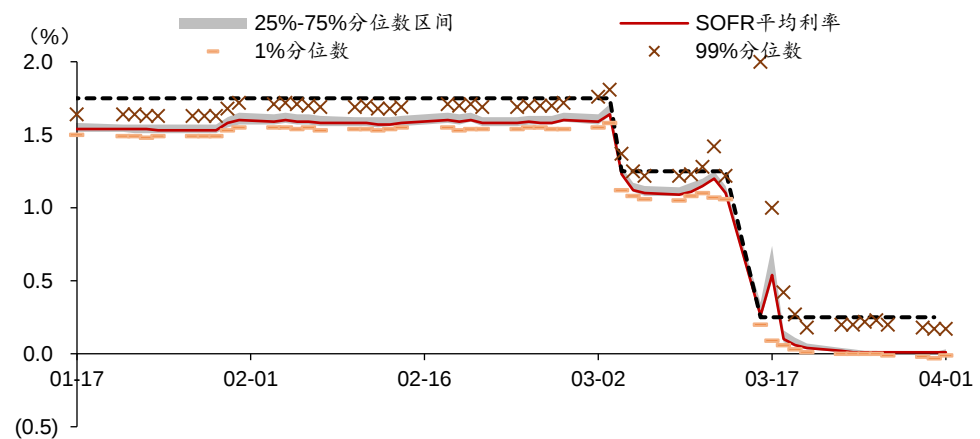
图表4： 2020 年 3 月以来美联储持续进行大规模货币政策工具操作

阶段	时间	投放对象	货币政策
第一阶段	3 月 3 日	银行等存款机构	降息 50BP 至 1%-1.25%
	3 月 13 日	一级交易商	纽约联储紧急开启 1.5 万亿大额回购操作
	3 月 15 日	银行等存款机构	将贴现窗口延长至 90 天，将信贷利率降低 150BP 至 0.25%
	3 月 15 日	海外央行	与 5 家央行开展流动性互换，将互换协议定价降低 25BP
	3 月 16 日	银行等存款机构	紧急宣布降息 100BP 至 0%-0.25%；启动 7000 亿美元 QE 计划
	3 月 17 日	一级交易商	美联储宣布每天进行额外隔夜回购，最高限额 5000 亿美元
	3 月 17 日	企业和个人	建立商业票据融资基金 CPFF
	3 月 18 日	一级交易商	计划从 3 月 20 日起启动一级交易商信贷工具 PDCF
	3 月 18 日	货币市场基金	建立货币市场共同基金流动性工具 MMLF
	3 月 19 日	海外央行	与 9 家央行开展流动性互换
第二阶段	3 月 23 日	银行等存款机构	开启无限量 QE
	3 月 23 日	企业和个人	建立定期资产支持证券信贷便利（TALF）
	3 月 23 日	企业和个人	建立一级市场、二级市场公司信贷便利 PMCF 与 SMCF
	3 月 31 日	海外央行	宣布设立 FIMA 回购工具
	4 月 1 日	银行等存款机构	临时更改补充杠杆比例规则，使一级资本要求减少约 2%
	4 月 6 日	企业和个人	通过小企业管理局薪资保护计划（PPP）向小企业提供贷款

资料来源：美联储官网，华泰证券研究所

3 月 26 日起，悲观的经济数据与美国疫情的恶化再次引发了市场对经济基本面下行的广泛担忧，货币政策迅速响应以稳定市场流动性。3 月 28 日，美国成为全世界确诊病例最多的国家，演变为全球疫情“新震中”。为防止流动性危机卷土重来，美联储货币政策再加码，3 月 31 日美联储宣布设立 FIMA 回购工具以支持国债市场平稳运转。4 月 1 日，美联储宣布临时更改补充杠杆比例规则，将使得金融机构的一级资本要求减少约 2%。在多空因素的相互冲击下，美股与美元指数均呈现了小幅 V 型反弹后走低的趋势。3 月 26 日至 4 月 1 日期间，标普 500 指数从 2630 波动下调至 2471，美元指数从 99.41 波动下调至 98.95，股汇市的正相关性逐渐回归。

图表5： 美联储持续释放流动性，有担保隔夜融资利率（SOFR）明显下行，流动性紧张出现缓解



资料来源：Wind，华泰证券研究所

第三阶段：流动性风险告一段落，避险情绪推升美元走强

我们认为，进入到第三阶段，流动性风险有所缓解，避险情绪升温促使美元指数再次走高在 100 附近震荡。一方面，疫情对美国经济的冲击或将进一步深化，当前的经济数据尚未充分反映。4 月 2 日起，美国公布的经济数据加剧了市场对经济前景的担忧情绪。其一，美国劳工部公布 3 月季调后非农就业人口减少 70.1 万，远超预期的 10 万，接近金融危机期间 80 万的峰值。3 月 28 日当周初次申请失业金人数 664.8 万，较前一周翻倍，我们预计失业风险在二季度将会集中体现。其二，虽然 3 月 PMI 指数录得 49.1 好于预期，主要原因在于企业停产限售、交货时间延长，使得供应商交付指数创 15 年来最大涨幅，拉高了 PMI。而 3 月新订单指数跌至 42.2，录得 11 年新低，这一分项更能体现总需求的下滑。在悲观经济数据的冲击下，市场避险情绪再次升温推动美元指数走高，从 4 月 1 日的 99.46 连续上涨升至 4 月 6 日的 100.80。

另外一方面，风险资产高波动的特征仍在持续，美股是阶段性反弹，难言反转。本轮主导市场走势的两个关键点：石油价格战和全球疫情。在特朗普斡旋下，石油价格战出现缓和。然而石油价格战谈判仍然变数重重，在需求急剧萎缩的背景下，蛋糕做不大，切蛋糕的难度可想而知。另外，特朗普也表示摆脱油气过剩的局面还需很长时间，未来“油市情绪”仍将影响市场走势。全球疫情方面，疫情以美国为重灾区的第三阶段隐现拐点，欧洲新增确诊病例回落，美国新增病例也有趋稳迹象但仍待观察。而印度或将演变为下一个疫情“震中”，较低的检测能力与医疗水平导致印度的实际确诊病例与报告数据可能出现较大分歧，引发了市场对印度疫情“爆雷”的担忧。我们认为，美股虽然阶段性企稳，但基本面冲击远未结束，尚难逆转。市场的真正企稳可能要等到盈利下滑的预期得到充分反映。

美元走势展望：由疫情主导转向 MMT 试验

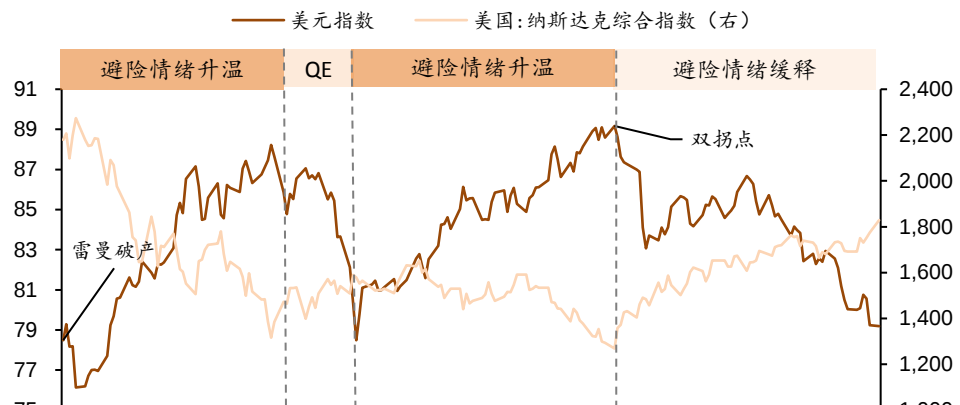
短期（年内）：避险倾向叠加相对优势，推动美元高位震荡

我们认为，避险情绪将成为影响美元短期走势的重要因素，短期内美元指数的走势仍将以高位震荡为主。疫情带来的全球总需求收缩、经济活动停摆、失业率大幅上升均表明二季度美国经济将遭受较大打击。尽管美国疫情开始有平稳迹象，身处美国疫情重灾区的纽约州新增死亡人数正在下降，但是即使疫情改善甚至见顶，经济衰退、盈利弱化的担忧仍在。因此，风险类资产继续弱化，避险情绪不会消解，将对美元指数形成短期支撑。

根据历史规律，由于美元在资本流动和国际支付方面的霸主地位，美元在全球危机状态时会体现出较强的避险属性。当全球经济增长停滞或市场动荡时，美元倾向于上涨；而当全球经济活动好转或市场阶段性企稳时，美元倾向于下跌。例如 2008 年金融危机全球蔓延时，尽管美国是当时次贷危机的发源地，但因为全球金融市场受到冲击，美元反因其相对于其他国家资产的安全性而受到追捧，曾接连走高。

我们通过复盘金融危机期间的美元指数走势，也可以发现美元在危机状态下会呈现出较强的避险属性，在危机爆发期大幅走高，在危机缓释期逐渐走弱。以 2008 年 9 月 15 日雷曼兄弟破产为标志，资产抛售的恶性循环使得系统性风险彻底传染开来，次贷危机逐步演变为全球性金融危机，进而造成避险情绪急剧升温，美元指数大幅走强。期间美元指数从 2008 年 9 月 15 日的 78.49 上涨至 2009 年 3 月 6 日 88.59。2008 年 11 月末美联储开启量化宽松政策、股市阶段性企稳导致美元指数出现了两周的回落，仍未改变市场整体的避险逻辑。此后金融危机逐渐从北美蔓延至欧洲与亚太地区，全球经济体接连发布悲观的经济数据推升美元指数继续走高。直到 2009 年 3 月，纳斯达克指数开始触底反弹，同时美元指数也迎来触顶回落。伴随着货币宽松政策再加码以及金融危机的逐步缓释，美元指数从 3 月 9 日的 89.17 一路下调至 6 月 2 日的 78.45。

图表6： 2008 年全球金融危机期间，美元在危机爆发期大幅走高，在危机缓释期逐渐走弱



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_5969

