



# 美元指数与人民币汇率中期展望

## —疫情中后期的汇率走势

2020年04月07日

宏观经济 深度报告

分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
分析师	王宇鹏 电话：010-66554151 邮箱：peng_up@126.com	执业证书编号：S1480519070003
研究助理	杨城弟 电话：010-66555383 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070054

### 投资摘要：

从去年下半年开始，美元指数的表现与政策利率的相关性明显减弱。美联储降息对美元指数走势几乎不产生重要影响，市场似乎更关心美联储的扩表速度是否与美元需求相匹配。2008年以后各国央行的货币政策扩展为{政策利率，扩表}，十年期国债利差对美元指数走势的解释力度减弱。随着各国政策利率失去弹性，市场似乎更在乎各国央行的扩表政策以及短端利差。

短端利差方面，对内，FFR与1年期国债利差升至20bp以上触发降息预期后，美元下跌；对外，TED利率首次升至40bp体现海外美元需求紧缺，美元上涨。

### 美元指数和人民币汇率展望：

**疫情爬坡期：短期美元紧缺的缓解将促使美元指数跌入100以下。**从近期美元指数的走势来看，100以上意味着海外美元紧缺的定价。随着美联储与各国央行建立美元互换和美国国债逆回购机制，全球低风险资金面的美元紧缺将得到缓解。而G7国家的疫情进入平台期的时刻临近，亦会缓解市场短期的避险情绪。

**美元流动性没有彻底缓解之前，美元较难开启长期贬值趋势。**当前发达国家疫情的拐点逐渐明朗化，但各国进入平台期后新增病例何时下降仍不完全确定。各国抗疫措施的力度都会影响到全球经济复苏的时间和程度。而发展中国家整体抗击疫情的能力堪忧，新冠疫情在全球蔓延的时间越长越可能引发这些国家的主权债务危机。因此，至少在G20整体进入缓慢复工之前（4月底），美元或保持当前的强势区间（98~101）震荡。在此背景下，走出人民币独立的升值行情是非常不利于经济复苏的。因此，我们认为短期人民币会在当前7.05~7.1附近区间震荡。

**疫情平台期后：5月随着疫情可控明朗化，全球避险情绪进一步所放缓，美元指数会从当前位置回落。**但考虑到欧洲经济的风险，欧洲债务危机的潜在风险不可忽视。因此，美元中期的贬值较难穿透传统的强势区间下限95。而我国较其他国家（尤其欧洲）在经济复苏上处于相对有利的位置。预计欧洲受到疫情对经济的打击最大，整体欧洲经济的企稳被新冠疫情打断。由于中国疫情得到控制，人民币汇率至少可以回到疫情爆发之前的位置（6.9附近）

**后疫情时期：8月后，中美关系以及美国大选均存在不确定性，期间美元指数或再次走强，人民币会有所回调。**

**风险提示：**海外疫情诱发欧洲债务危机。

## 目 录

1. 近期美元指数和人民币波动 .....	3
1.1 近一年美元指数波动与政策利率相关性减弱，主要依赖美元供给。 .....	3
1.2 美元指数与货币政策、利差。 .....	5
1.3 人民币汇率。 .....	6
2. 美元指数与人民币展望 .....	7
3. 风险提示 .....	8
相关报告汇总 .....	9

## 插图目录

图 1： 美元指数与标志性事件 .....	3
图 2： 降息预期触发美元指数回落 .....	4
图 3： 美元指数与 TED 利率 .....	4
图 4： 债市按风险等级利率依次回落 .....	5
图 5： 非金融票据市场定价仍旧紊乱 .....	5
图 6： 美元指数与美欧十年期国债利差同步性减弱 .....	6
图 7： 美元指数与美欧扩表 .....	6
图 8： 人民币汇率与美元指数 .....	6
图 9： 人民币汇率与中美关系及疫情 .....	7

## 1. 近期美元指数和人民币波动

汇率包含了市场对全球和个体国家政治、经济的整体评估和展望。往往非经济因素（政治、疫情等）对汇率的影响等级高于货币政策。在非经济因素没有出现大幅变化的前提下，相较于国债利差，汇率波动的关键拐点可能更依赖于国家间货币政策节奏的差异，数据上表现为各自短期利率和 QE 规模的拐点。而随着美国政策利率归零，政策利率对汇率的影响逐渐消失；传统的十年期国债利差与汇率的关系也越来越弱。当前，市场对美元的定价主要依赖美元供给。

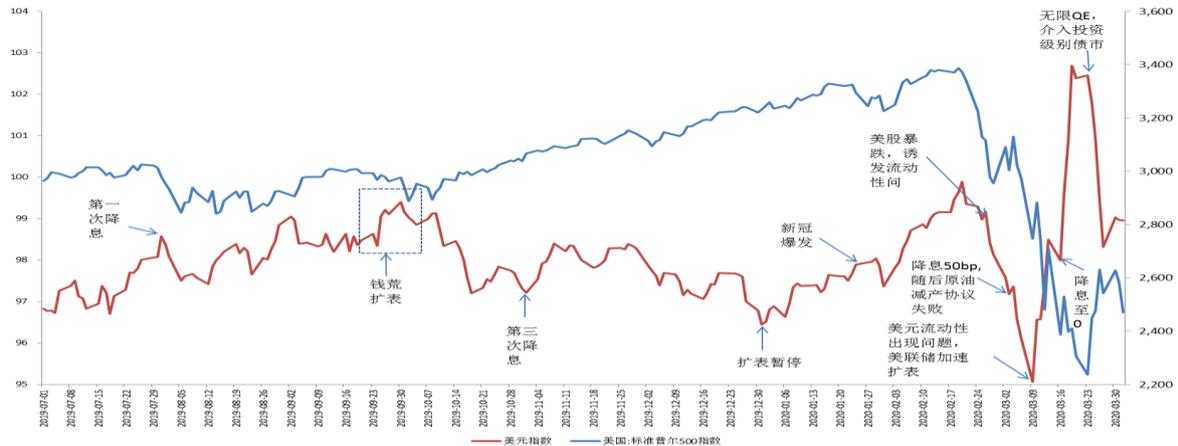
### 1.1 近一年美元指数波动与政策利率相关性减弱，主要依赖美元供给。

从去年下半年开始，美元指数的表现与政策利率的相关性明显减弱。美联储降息对美元指数走势几乎不产生重要影响，市场似乎更关心美联储的扩表速度是否与美元需求相匹配。

去年 7 月美联储第一次降息后，美元短期下跌后趋势上反而整体上涨。9 月中下旬出现的钱荒将美元指数推升至去年下半年的最高点。美联储从 9 月中旬至 12 月底缓慢扩表，以保证政策利率在目标区间内浮动。随后非金融商业票据利率回落，美元需求得到匹配，美元指数同期下跌。去年年底扩表结束后，美元指数再次上涨。今年 1 月新冠疫情在武汉爆发，美元指数加速上涨。美股创新高掩盖了国际资本市场开始寻求避险的迹象。

美股第一阶段暴跌（2 月 20 日~2 月 26 日）并未造成同期美元指数的大幅波动。而 2 月 26 日后美股下跌引发了美国国内金融市场的流动性问题，短端利差 1 年国债-FFR 陡然升高至 20bp 以上，降息预期升温。这使得虽然 2 月 26 日~3 月 3 日美股反弹，但美元指数开启下跌。

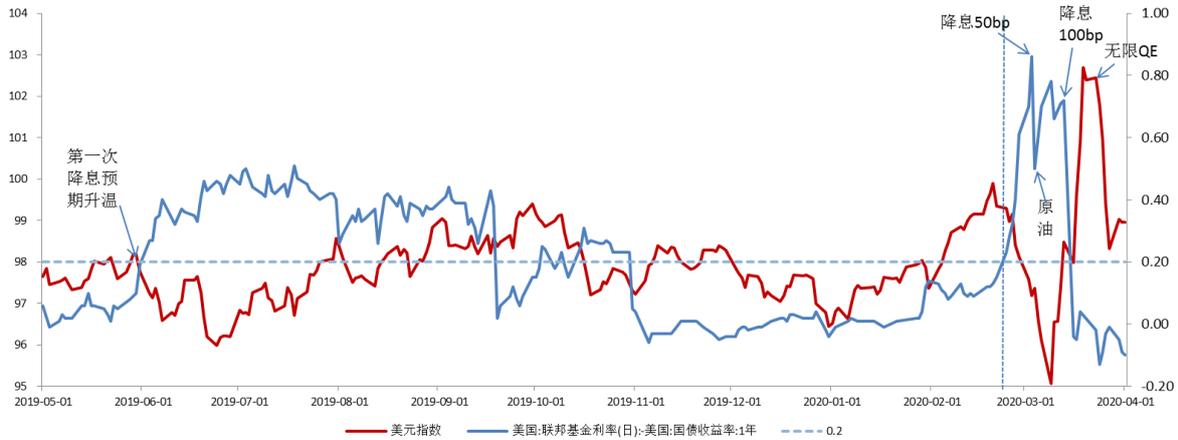
图1：美元指数与标志性事件



资料来源：wind, 东兴证券研究所

3 月 2 日，短端利差走阔至 89bp，为本轮经济周期首次冲破 70bp（上一轮经济周期末尾，该利差冲破 70bp 后 3 个月内美股见顶。），次日美联储降息 50bp 兑现。但由于随后原油减产协议失败，原油和疫情在美国的扩散使得市场引发对衰退的担忧，短端利差再次回升 70bp 以上，美元继续暴跌。

图2：降息预期触发美元指数回落



资料来源：wind, 东兴证券研究所

3月9日后，全球资本市场规避风险，全球股市开启第二轮暴跌，诱发极端避险情绪。TED利率走高至40bp以上，海外美元出现紧缺，美元触底回升，与美股暴跌共存。同时美国债也遭到一定程度的抛售，国债市场流动性出现问题。

图3：美元指数与TED利率

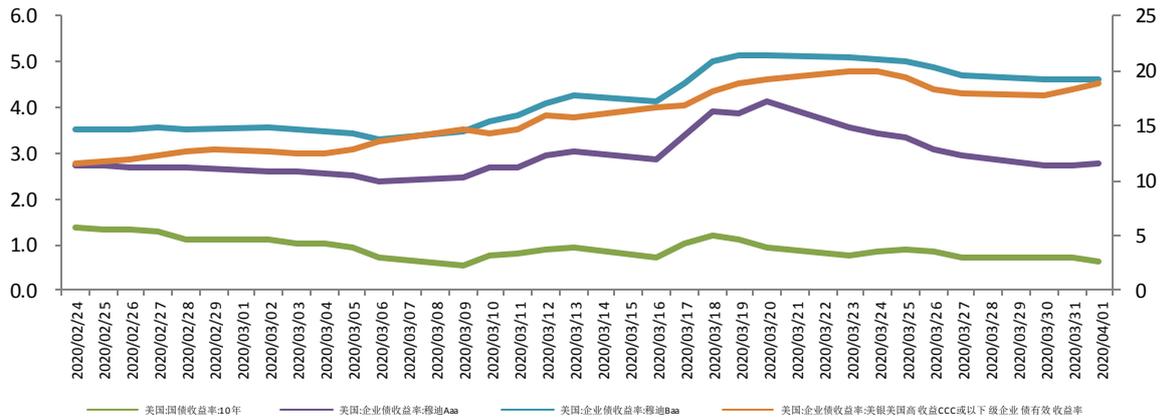


资料来源：wind, 东兴证券研究所

3月15日美联储降息至0，美元稳定一天后继续升值，说明美联储政策未能安抚全球美元荒的避险情绪。美国国内流动性问题开始出现缓解迹象，表现为美十债利率略有稳定，但投资级别公司债利率仍旧走高。

3月23日后，美联储宣布无上限QE，介入公司债市等举措，美股企稳，投资级别公司债流动性得到缓解，利率回落。同时，美联储加大了与各国央行货币互换，暂时抑制了海外市场的美元荒的进一步恶化。可以认为短期内100以上的美元指数体现的是国际市场上对美元的流动性需求。

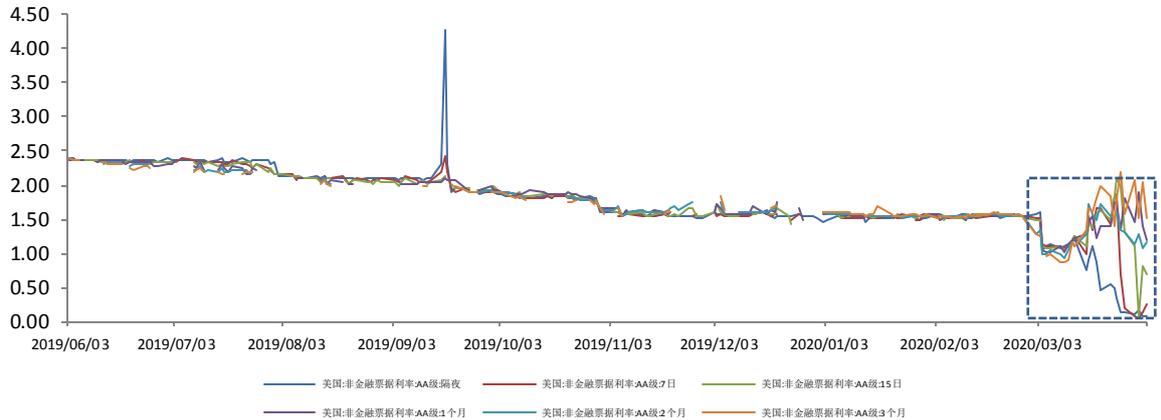
图4：债市按风险等级利率依次回落



资料来源：wind, 东兴证券研究所

目前，对内，非金融商业票据利率仍呈现紊乱局面。对外，虽然美联储在3月31日建立了针对其他国家央行的国债回购机制，但TED尚未有效回落，意味着对美元的需求仍处于敏感阶段。

图5：非金融票据市场定价仍旧紊乱



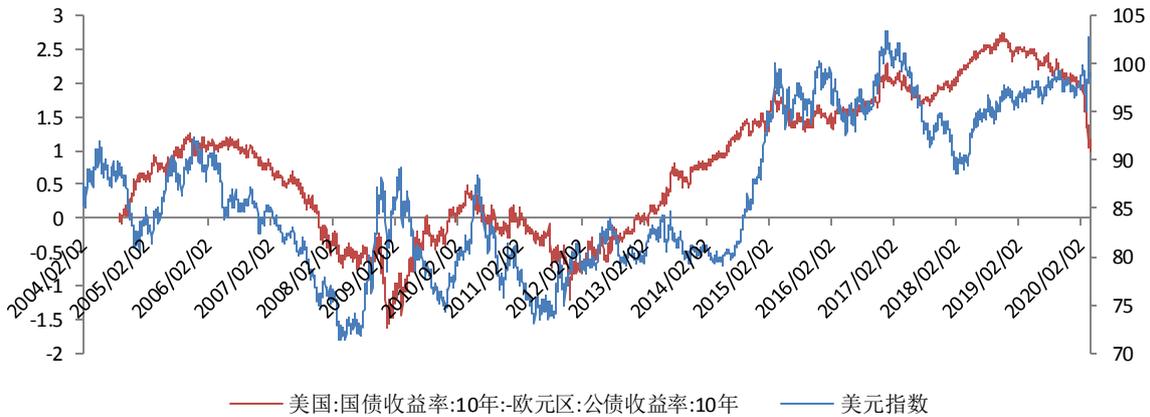
资料来源：wind, 东兴证券研究所

## 1.2 美元指数与货币政策、利差。

由于美元指数权重中欧元比重最高,英镑走势大致与欧元相同,因此美元指数走势与美元兑欧元几乎同步。2008年以后各国央行的货币政策扩展为{政策利率, 扩表}, 十年期国债利差对美元指数走势的解释力度减弱。随着各国政策利率失去弹性, 市场似乎更在乎各国央行的扩表政策以及短端利差。短端利差方面, 对内, FFR与1年期国债利差升至20bp以上触发降息预期后, 美元下跌; 对外, TED利率首次升至40bp体现海外美元需求紧缺, 美元上涨。

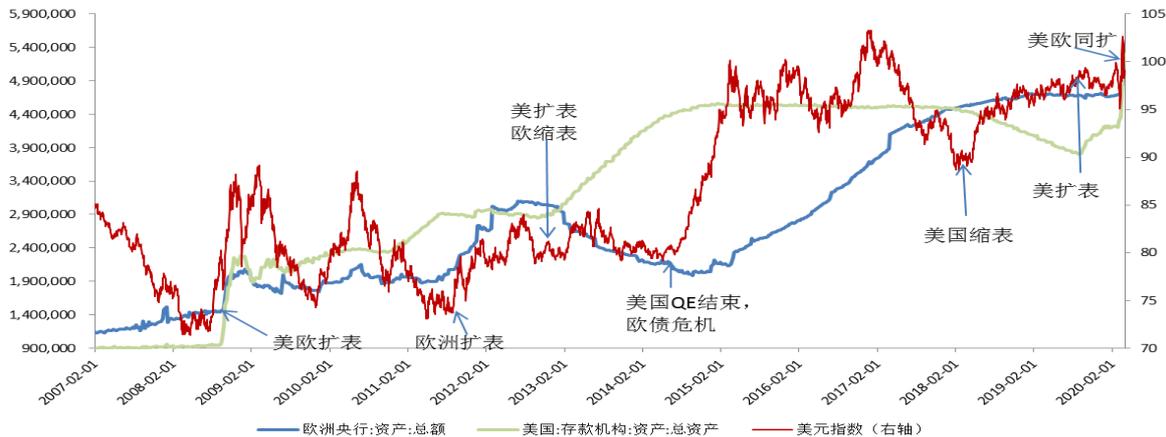
各国央行货币政策的拐点对应着经济金融基本面的拐点, 美元指数的长期拐点与美欧央行货币政策的拐点息息相关, 短期波动与非货币政策相关。我们认为在主要国家疫情风险达到顶峰之前, 美元仍会在传统的强势区间; 拐点之后, 美元将有所减弱。

图6：美元指数与美欧十年期国债利差同步性减弱



资料来源：wind，东兴证券研究所

图7：美元指数与美欧扩表



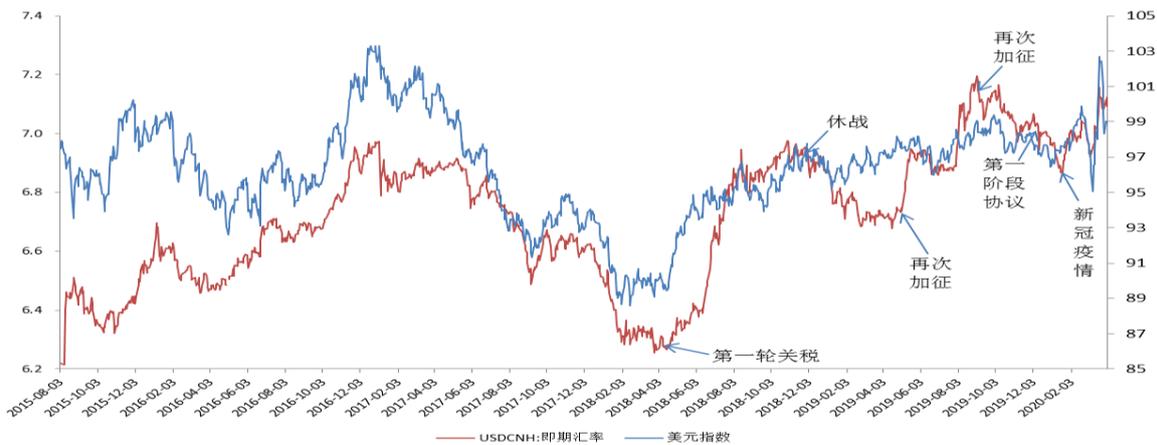
资料来源：wind，东兴证券研究所

### 1.3 人民币汇率。

离岸人民币兑美元即期汇率从长期波动来看基本跟随美元指数，但短期波动的幅度由中国自身的经济情况以及中美关系决定。从第一轮关税以来，人民币短期偏离美元指数波动的拐点基本与谈判的进程以及新冠疫情的爆发相关。而十年国债利差对汇率的影响较小，2019年两者甚至成反向波动。

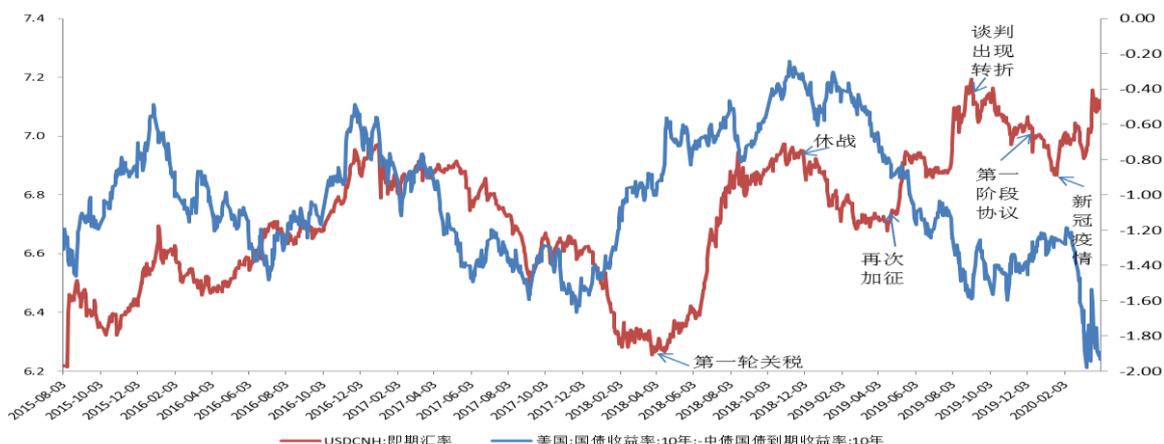
近几年，人民币的极值7.18发生与2019年9月3日中美谈判预期最差的时间。虽然疫情后期中美关系可能会再度紧张，但其程度较难超过去年8月。因此，从当前位置（7.1）而言，人民币贬值的空间不大。

图8：人民币汇率与美元指数



资料来源：wind, 东兴证券研究所

图9：人民币汇率与中美关系及疫情



资料来源：wind, 东兴证券研究所

## 2. 美元指数与人民币展望

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\\_6016](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6016)

