

美联储扩表对美元指数有何影响？

报告摘要

● 美联储扩表对美元指数有何影响？

10月11日，美联储宣布扩表，美元指数从10月1日开始出现了明显的下跌，因此本篇周报主要讨论扩表对美元指数的影响。

1、通过购买力平价的途径传导

这条途径是指：扩表导致本国货币供给增多，从而降低本国货币的购买力，根据相对购买力平价，本币会出现贬值。我们认为本次扩表对货币购买力的影响可能并不大，主要原因包括：（1）银行本身的货币供给就不足，比较难以出现货币供给大幅超过货币需求的现象；（2）金融市场对多余的货币具有吸纳作用，从2009年后这种吸纳现象基本处于上升趋势。

2、通过利率平价的途径进行传导

这条途径是指：扩表导致利率降低，根据利率平价，资金会从利率低的地方流向利率高的地方，从而导致本币即期汇率的贬值。我们认为本次扩表通过利率平价影响到汇率的可能性也不大，主要原因包括：（1）本次扩表主要影响短债收益率，汇率对短端收益率的敏感程度不算很高；（2）即使加上美联储的扩表，美国的短期国债收益率仍旧要远高于欧洲短期国债收益率。

3、从历史上看，扩表对美元指数的影响并不确定

无论是2008年以前的“有机扩表”，还是2008年后的“QE”，美联储扩表对美元指数的影响并不确定，反而是欧央行的资产负债表增速与美元指数出现了比较明显的正相关关系，只是2018年以来这种正相关关系出现了一些背离，欧央行资产负债表增速下降，美元指数反而出现了上升，这与英国脱欧导致的欧洲经济下行有一定关系。欧央行在9月12日的议息会议上重启QE，将从11月1日起每月净购买200亿欧元资产，这种正相关性有望再度出现。

美联储将从10月15日起每月购买600亿美元的短期国库券，同时会将每月到期的机构债务和MBS再投资于美国国债，规模为每月200亿美元，但是并没有提到购买国债的期限问题，即使200亿美元全部投资于长期国债，那与欧央行的购债规模也是相同的。根据以上分析，美欧央行的操作可能并不会导致美元指数出现十分明显的下行。当然，这并不意味着美元指数不会下跌，只是下跌的原因并非央行的操作。近期导致美元指数下跌的最大因素是英国脱欧的顺利进展，但是28日欧盟已经同意将脱欧延迟至明年1月31日，目前看无协议脱欧的可能性已经很低了，届时欧元和英镑的上涨可能导致美元指数出现下行。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

姚世泽

szyao@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的一家独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



目录

一、主题评论：美联储扩表对美元指数有何影响？	3
二、海外重点事件追踪	5
1、英国脱欧再出现新进展	5
2、欧央行公布议息会议决议	5
3、日本连续三个月出现贸易逆差	5
4、日本蝉联美债最大海外债主	6
三、大类资产走势回顾	6
1、汇率：美元指数回升至 97.84	6
2、商品：原油价格出现上涨	6
3、股债：全球股市普遍上涨	7
四、海外央行观点追踪	7
1、美联储主要官员表态追踪	7
2、欧央行主要官员表态追踪	7
3、日本央行主要官员表态追踪	8
4、其他央行追踪	8
五、海外市场机构观点追踪	8

图表目录

图表 1：美联储资产负债表增速与名义 GDP 增速	3
图表 2：UIG 与 CPI 和 PCE 的差值处于上升趋势	3
图表 3：美欧短期债券收益率之差与美元指数关系	4
图表 4：美欧长期债券收益率之差与美元指数关系	4
图表 5：从历史上看，美联储扩表对美元指数的影响并不确定	4
图表 6：反而是欧央行的资产负债表增速与美元指数出现了比较明显的正相关关系	4
图表 7：上周美元指数回升至 97.84	6
图表 8：上周英镑出现一定回调	6
图表 9：上周原油价格出现上涨	7
图表 10：上周黄金价格小幅上涨	7
图表 11：上周全球股市普遍上涨	7
图表 12：上周美德、美日利差均上升	7

一、主题评论：美联储扩表对美元指数有何影响？

10月11日，美联储宣布扩表，将从10月15日起每月购买600亿美元的短期国库券并至少持续到明年第二季度，美元指数则是从10月1日开始出现了比较明显的下跌。本篇周报主要讨论美联储的扩表操作对美元指数的影响。

从传导机制上讲，扩表对汇率的影响可以从两个渠道进行传导：1、购买力平价；2、利率平价。

1、通过购买力平价的途径传导

这条途径是指：扩表导致本国货币供给增多，从而降低本国货币的购买力，根据相对购买力平价，本币会出现贬值。我们认为本次扩表对货币购买力的影响可能并不大，主要原因包括以下两点：

(1) 银行本身的货币供给就不足。按照新古典的货币理论，当货币供给超过货币需求时，通胀就会出现上升，货币购买力就会降低。随着金融危机后美联储的加息和缩表，银行体系的准备金已经出现了一些不足的状态，美联储本次的购买短债扩表，只是为了填补上这个供需缺口。按照现在的扩表速度，假设到期的短债全部续作，到2020年二季度扩表结束，资产负债表的同比增速为13%左右，基本上可以和名义GDP增速相匹配（图表1），因此比较难以出现货币供给大幅超过货币需求的现象。

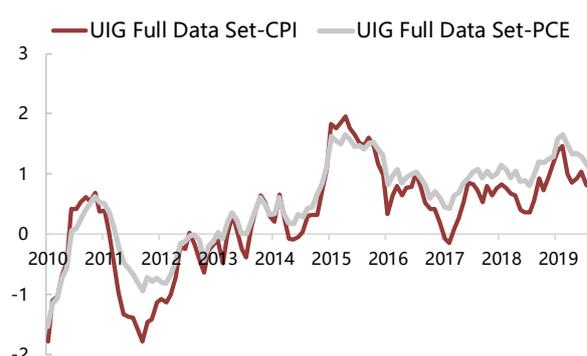
(2) 金融市场对多余的货币具有吸纳作用。纽约联储每月会公布UIG通胀指标，这个指标是纽约联储利用动态因子模型所构建的通胀指标，主要思路是评估一定时间段内某个特定因素的价格波动是否可以持续，如果无法持续，那么会将该因素剔除；如果可持续，那就将该因素作为模型的趋势因素。UIG指标分为两个：Prices Only和Full Data Set。Prices Only仅仅计算消费品的价格；Full Data Set则还包含了资本品的价格，如股票价格、债券收益率等。因此，UIG Full Data Set与CPI、PCE之间的差值可以用来衡量金融市场对货币的吸纳程度，可以发现，这个差值从2009年后基本处于上升趋势（图表2）。

图表 1：美联储资产负债表增速与名义 GDP 增速



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 2：UIG 与 CPI 和 PCE 的差值处于上升趋势



来源：Wind、Bloomberg，莫尼塔研究

2、通过利率平价的途径进行传导

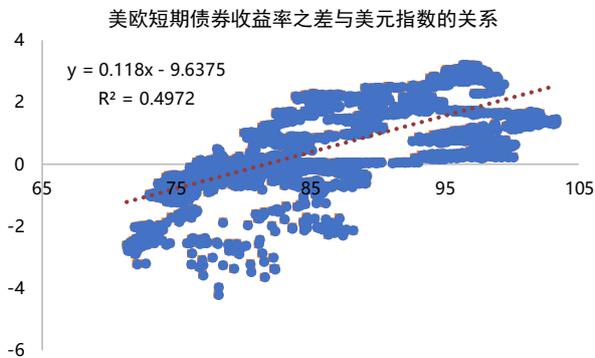
这条途径是指：扩表导致利率降低，根据利率平价，资金会从利率低的地方流向利率高的地方，从而导致本币即期汇率的贬值。我们认为本次扩表通过利率平价影响到汇率的可能性也不大，主要原因包括以下两点：

(1) 本次扩表主要影响短债收益率。本次美联储扩表购买的是短债，对短端的影响更大些，对长端的影响并不是很大。美元指数中欧元的权重最大，占到了57.6%，从相关性上看，美元指数和美欧长期债券收益率之差的相关性要更高些，也即汇率对短端收益率的敏感程度不算很高（图表3、图表4）。

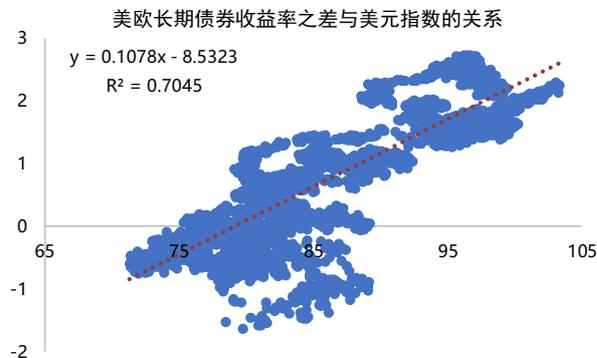
(2) 美国短债收益率仍旧高于欧洲。到2020年第二季度，美联储将一共购买5400亿美元短债，根据简单的测算，这大致可以压低短端收益率15BP-20BP左右，即使如此，美国的短期国债收益率仍旧要远高于欧洲短期国债收益率。

图表 3：美欧短期债券收益率之差与美元指数关系

图表 4：美欧长期债券收益率之差与美元指数关系



来源：Wind，莫尼塔研究



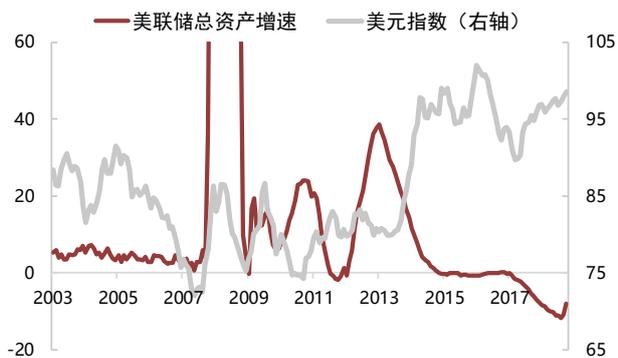
来源：Wind，莫尼塔研究

3、从历史上看，扩表对美元指数的影响并不确定

从历史上来看，无论是2008年以前的“有机扩表”阶段，还是2008年后的“QE”，美联储扩表对美元指数的影响并不确定（图表5），反而是欧央行的资产负债表增速与美元指数出现了比较明显的正相关关系（图表6），只是2018年以来这种正相关关系出现了一些背离，欧央行资产负债表增速下降，美元指数反而出现了上升，这与英国脱欧导致的欧洲经济下行有一定关系。欧央行在9月12日的议息会议上重启QE，将从11月1日起每月净购买200亿欧元资产，这种正相关性有望再度出现。

图表 5：从历史上看，美联储扩表对美元指数的影响并不确定

图表 6：反而是欧央行的资产负债表增速与美元指数出现了比较明显的正相关关系



来源：Wind，莫尼塔研究



来源：Wind，莫尼塔研究

美联储将从10月15日起每月购买600亿美元的短期国库券，同时会将每月到期的机构债务和抵押贷款支持证券再投资于美国国债，规模为每月200亿美元，但是并没有提到购买国债的期限问题，即使200亿美元全部投资于长期国债，那与欧央行的购债规模也是相同的。因此，根据以上分析，美欧央行的操作可能并不会导致美元指数出现十分明显的下行。

当然，这并不意味着美元指数不会下跌，只是下跌的原因并非央行的操作。近期导致美元指数下跌的最大因素是英国脱欧的顺利进展，但是28日欧盟已经同意将脱欧延迟至明年1月31日，目前看无协议脱欧的可能性已经很低了，届时欧元和英镑的上涨可能导致美元指数出现下行。

二、海外重点事件追踪

1、英国脱欧再出现新进展

为了应对上周六议会通过的Letwin修正案，10月22日，英国政府公布了长达110页的《脱欧协议法案》，主要内容包括：1、如果英国要延长脱欧过渡期，需要得到议会批准；2、英国政府在成功脱欧后的30个工作日内，需要就未来英国与欧盟关系发表声明；3、过渡期结束后，英国正式终止欧盟公民的自由流动，英国政府将提出一个基于技能的移民制度，该制度将适用于所有在英国脱欧后想来英国的人。

伦敦时间晚7点，英国议会进行了两项关键投票。第一项投票是关于《脱欧协议法案》的二读投票，议会以329对299的优势通过，根据上周六通过的Letwin修正案，英国议会在进行《脱欧协议》投票前，必须先投票通过《脱欧协议法案》，并完成其立法程序，因此这个投票通过意味着鲍里斯的脱欧协议正式进入立法程序，大概率最终将成为法律。第二项投票是关于脱欧协议立法时间表的投票，鲍里斯希望在三天之内，也就是在10月24日议会结束之前，完成所有脱欧协议立法，但议会以308对322的比例否决掉了这个提案，这意味着英国将不能在10月31日之前顺利脱欧。但是鲍里斯此前表示，如果议员投票否决了立法时间表，那英国政府将取消立法，并以发动不信任投票的方式，推动在圣诞节前进行大选。根据最新消息，在议会否决脱欧时间表之后，鲍里斯决定将暂停脱欧立法程序，且表示不会延迟脱欧，继续给议员们施压。

根据金融时报的预测，如果欧盟同意给一到两个星期的短延期，鲍里斯大概率继续推动脱欧协议立法，带领英国在11月脱欧；如果欧盟给长达3个月的延期，至2020年1月31日，鲍里斯有可能直接放弃脱欧立法，选择在圣诞节前推动大选，赢下大选后再带英国脱欧。其中第一种情况发生的可能性会更好些，也就是最终脱欧很大概率会在今年11月中旬发生。

2、欧央行公布议息会议决议

北京时间10月24日晚间，欧央行公布议息会议决议，维持三大关键利率不变，并重申自11月1日起重启资产购买计划，规模为每月200亿欧元，完全符合市场预期。公布的政策声明相比较上次基本没有变化，因此金融市场的反应也比较平淡，汇率、股市都没有明显波动。

本次会议是德拉基作为欧洲央行行长的最后一次议息会议，因此市场关注德拉基在新闻发布会上的讲话。德拉基认为欧洲经济增长温和，潜在中期通胀将会走高，但是也承认经济前景仍旧面临下行风险，政策方面，欧洲央行对负利率的评估是“非常积极的”，但正在关注负利率带来的副作用，如有必要，欧洲央行准备好调整所有政策工具，同时德拉基呼吁有财政空间的政府应该采取行动。总体来看，德拉基仍然释放了比较鸽派的信号。11月1日，拉加德将会继任欧央行行长，从目前消息看，拉加德大概率会延续德拉基的宽松政策，但法国、德国、荷兰等国家已经明确表态反对重启购债，主要理由是大规模购债政策伤及储户、挤压银行和养老基金获利、并催生金融泡沫，同时对通胀却无甚助益。这意味着未来欧央行内部的分歧仍然会较大。

24日晚间还公布了欧洲的10月PMI数据，法国10月制造业PMI为50.5，预期值50.2，前值50.1；德国10月制造业PMI为41.9，预期值42，前值41.7；欧元区10月制造业PMI为45.7，预期值46，前值45.7。总体来看，10月份的制造业出现了一定的企稳，但是绝对值仍然表现不够良好。

3、日本连续三个月出现贸易逆差

日本财务省10月21日发布9月贸易数据，数据显示，日本9月份出口同比下降5.2%，为10个月连跌，尽管跌幅较8月份的8.2%有所收窄，但仍差于市场此前的预期4.0%；9月份日本进口同比下跌了1.5%，连续5个月下跌；9月的贸易逆差约为1230亿日元，为连续第三个月出现贸易逆差。分商品来看，日本出口下降主要是汽车、汽车零部件和发动机的出口下跌最大。分国家来看，受美国对日本汽车及飞机

发动机部件需求下滑影响，9月日本对美国出口额同比下降7.9%至1.19万亿日元；受日韩关系紧张、韩国国内抵制日本产品等因素影响，日本9月对韩国出口额同比下降15.9%至4028亿日元，连续11个月同比下滑。另外，10月初日本将消费税从8%提高到10%，日本消费数据可能会出现比较大的下跌。

10月19日，日本央行行长黑田东彦在华盛顿参加IMF年会时表示，如有必要进一步宽松，该行可以进一步下调短、中期利率水平，但并不想去调整长端利率，面对经济形势的下滑，日本央行有充足的政策工具来实施进一步的宽松，且货币政策到目前为止是有效的。日本央行将在10月31日公布最新的利率决议，目前市场对日本央行进一步宽松的预期越来越强烈，普遍预计10月底会宣布进一步宽松的举措。

4、日本蝉联美债最大海外债主

10月16日，美国财政部公布了2019年8月国际资本流动报告，数据显示，美国8月国际资本净流入705亿美元，其中外国私人资本净流入1215亿美元，外国官方资本净流出510亿美元，表明国际资本对美国、投资环境和美元走势的看好；其中海外对美债的总持仓量从6.63万亿美元升至6.9万亿美元，净增加2700亿美元，但官方累计减持305亿美元。分国别看，8月中国再次抛售美债68亿，持仓规模降至11035亿美元，为2017年6月以来新低；日本再次购买美债439亿美元，持仓规模升至11747亿美元，为2015年10月以来新高，蝉联美债最大海外债主。今年5月、6月，日本分别大幅增持美债370亿美元、219亿美元，并在6月超过中国成为美国第一大债权国，今年1-8月，日本累计增持美债1350亿美元。

日本大幅增持美债的原因可能有两点：（1）日本国债收益率长期处于负利率水平，因此美债更有吸引力；（2）8月底以来美元兑日元出现了一定的升值，日本投资者对美元汇率的表现相对看好。

三、大类资产走势回顾

1、汇率：美元指数回升至 97.84

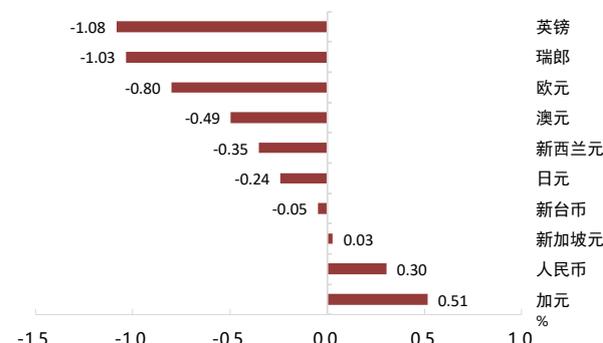
上周美元指数回升至97.84，主要受到美国10月Markit PMI数据超预期的影响（图表7）。上周英镑贬值1.08%，主要受到脱欧进程暂缓的影响；欧元贬值0.80%，受到欧元区德国10月制造业PMI略不及预期的影响；其他主要货币中，澳元贬值0.49%、日元贬值0.24%、人民币升值0.30%（图表8）。

图表 7：上周美元指数回升至 97.84



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 8：上周英镑出现一定回调



来源：Wind，莫尼塔研究

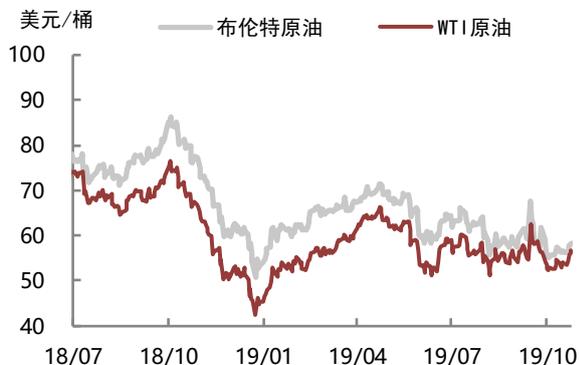
2、商品：原油价格出现上涨

上周原油价格出现上升，布伦特原油价格上涨3.59%，至58.35美元/桶，WTI原油价格上涨5.18%，至56.66美元/桶（图表9），22日有媒体报道称，欧佩克以及俄罗斯等主要非欧佩克产油国有望在12月

初的会议上决定进一步减产，这个消息刺激了油价上涨；另外，美国能源信息局23日公布数据表明，截至18日一周内，美国商业原油库存环比减少170万桶，终止了连续五周的上涨势头，同样推升了油价。上周黄金价格上涨1.11%，铜价上涨1.96%（图表10）。

图表 9：上周原油价格出现上涨

图表 10：上周黄金价格小幅上涨



来源：Wind，莫尼塔研究

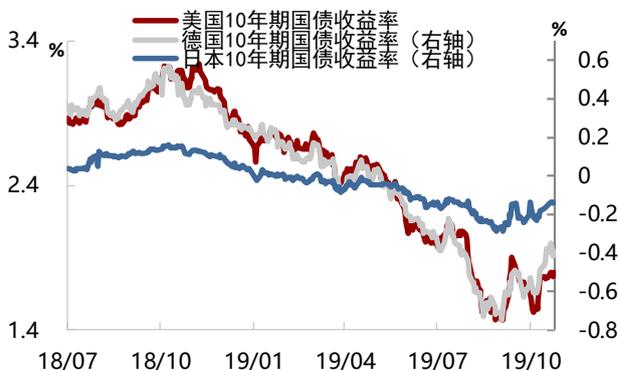
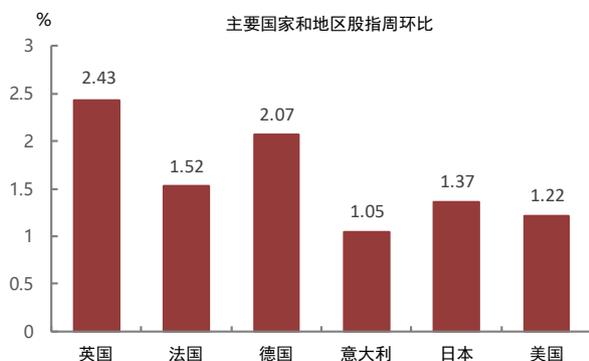
来源：Wind，莫尼塔研究

3、股债：全球股市普遍上涨

上周全球股市普遍上涨，主要受到风险缓和、财报超预期和降息预期的推动（图表11）。债券市场方面，上周10年期美债收益率上升至1.80%，3个月美债收益率保持在1.66%，收益率倒挂基本结束。截至10月25日，10年期美德利差维持在2.16%，10年期美日利差上升0.4BP，至1.915%（图表12）。

图表 11：上周全球股市普遍上涨

图表 12：上周美德、美日利差均上升



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_9374

