

美元近期为何偏强？

主要结论：

一、美元近期为何偏强？

- 2019年初至今，美元指数上涨1.56%，美元走势偏强。
- 从短期分析框架看，美元与其他经济体利差走阔，是推升美元升值的原因之一。今年年初至今，美债和德债收益率均下行，但美德利差相对稳定，甚至小幅上行，这对美元指数上涨形成了支撑。
- 从中长期的分析框架来看，美国与欧元区等其他经济体的经济增长动能差异，以及不同货币的资产收益率的预期差异，是美元指数强势的又一原因。美欧制造业PMI差值在1Q2019明显走阔，意味着美欧经济增长动能的差异拉大；同时，市场普遍预期欧元区名义GDP增速下滑幅度较大，美欧一季度名义GDP增速的差值也将再度走阔。从不同货币资产收益率的角度来分析，美元资产的相对预期收益率改善（较其他经济体而言），支撑了美元指数的走强。
- 美元指数的走强，对新兴市场再度形成压力。一方面，美元升值带来的外债偿还压力，令部分新兴市场经济体出现债务担忧。另一方面，美元资产收益率上升带来的资本流出压力，对部分经济体的资本市场也形成压力。当前A股的回调，也从某种程度上受到人民币升值预期“不再那么强”的影响。

二、美国PCE低于预期，工厂订单、非农和ADP新增就业高于预期

- 美国3月PCE低于预期，个人收入与支出录得上涨：美国3月份服务价格和商品价格都录得环比上涨。
- 美国4月ADP远高于预期和前值：大型企业招聘速度略有放缓，而中小型企业就业数据为主要提振。
- 美国3月工厂订单好于预期：工厂订单主要受到耐用品订单提振。
- 美国4月非农好于预期：专业和商业服务为主要提振。

三、本周重点关注美联储货币政策纪要，美国通胀以及消费者信心指数

- 财经事件：欧洲央行公布4月货币政策会议纪要。
- 财经数据：美国3月JOLTs职位空缺(万)、美国4月核心PPI年率(%)和美国4月末季调核心CPI年率(%)。

风险提示：

- 美联储货币收紧时间过长，导致经济向下压力的累积。
- 美国经济数据显著低于预期，美联储加息周期被迫中断。
- 新兴市场动荡拖累欧元区经济进一步走弱。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

正文如下：

一、美元近期为何偏强？

2019 年初至今，美元指数上涨 1.56%，美元走势偏强。从具体数据上看，2019 年初至今，欧元兑美元贬值 2.4%，美元兑日元升值 1.1%，英镑兑美元升值 2.9%，美元兑瑞郎升值 3.5%。除英镑外，美元兑其他主要经济体货币均呈现升值态势。

图表 1：近期美元指数上涨



来源：Wind，国金证券研究所

从短期分析框架看，美元与其他经济体利差走阔，是推升美元升值的原因之一。汇率的短期波动主要受到资本流动的影响，而短期的资本流动可以从利率平价框架进行分析。由于欧元兑美元汇率在美元指数中权重最大，因此，美元指数主要受到欧元兑美元汇率的影响。德国国债欧元区债券中占比最高，一般用美德利差来分析利率平价视角下的欧元兑美元汇率波动。今年年初至今，美债和德债收益率均下行，但美德利差相对稳定，甚至小幅上行，这对美元指数上涨形成了支撑。

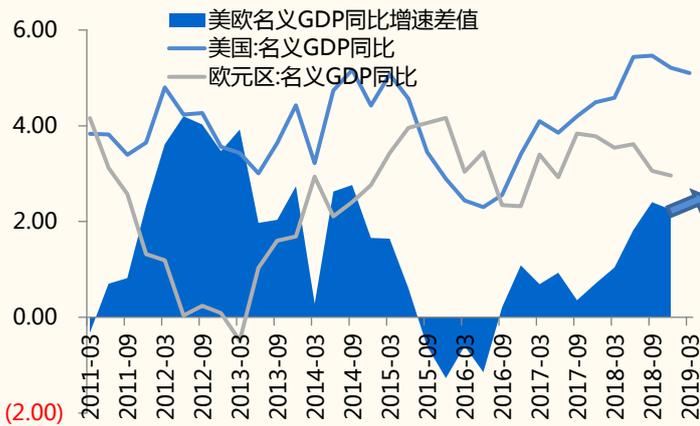
图表 2：近期美元指数上涨



来源：Wind，国金证券研究所

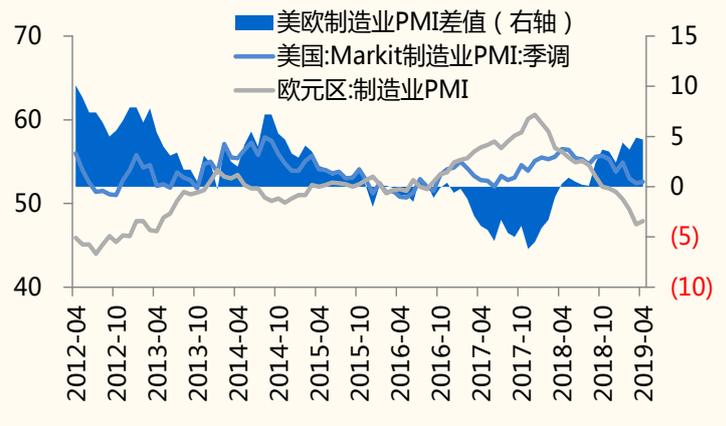
从中长期的分析框架来看，美国与欧元区等其他经济体的经济增长动能差异，以及不同货币的资产收益率的预期差异，是美元指数强势的又一原因。汇率的中期波动主要受到不同货币的资产收益率预期的变化影响，可以通过购买力平价模型进行分析。我们用名义 GDP 增速差值来衡量不同资产的预期收益率，用制造业 PMI 差值来衡量名义 GDP 增长的动能。美欧制造业 PMI 差值在 1Q2019 明显走阔，意味着美欧经济增长动能的差异拉大；同时，市场普遍预期欧元区名义 GDP 增速下滑幅度较大，美欧一季度名义 GDP 增速的差值也将再度走阔。从不同货币资产收益率的角度来分析，美元资产的相对预期收益率改善（较其他经济体而言），支撑了美元指数的走强。

图表 3：1Q19 美欧名义 GDP 增速差值走阔预期上升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：2019 年初至今美欧 Markit 制造业 PMI 差值走阔



来源：Wind，国金证券研究所

美元指数的走强，对新兴市场再度形成压力。一方面，美元升值带来的外债偿还压力，令部分新兴市场经济体出现债务担忧，例如，土耳其、阿根廷等外债占比较高、外汇储备相对较少的国家。另一方面，美元资产收益率上升带来的资本流出压力，对部分经济体的资本市场也形成压力。当前 A 股的回调，也从某种程度上受到人民币汇率升值预期“不再那么强”的影响。

二、美国 PCE 低于预期，工厂订单、非农和 ADP 新增就业高于预期

1. 美国 3 月 PCE 低于预期

4 月 29 日美国经济分析局公布的数据显示，美国 3 月 PCE 物价指数同比增长 1.5%，低于预期 1.6%，但高于前值 1.3%；美国 3 月核心 PCE 物价指数同比增长 1.6%，低于预期和前值的 1.7%。环比数据方面，美国 3 月 PCE 物价指数环比增长 0.2%，低于预期 0.3%，高于前值 0.1%；美国 3 月核心 PCE 物价指数环比增长 0%，低于预期和前值的 0.1%。在个人收入与支出方面，美国经济分析局同时公布的数据显示，美国三月份个人收入环比增加 0.1%，达到了 114 亿美元。个人可支配收入增加了 6 亿美元(不到 0.1%)，个人消费支出增加了 1235 亿美元(0.9%)。三月份个人实际可支配收入下降了 0.2%，个人实际消费支出上升了 0.7%。

美国 3 月份服务价格和商品价格都录得环比上涨。其中，服务价格环比上涨

0.2%，与前值持平。而商品价格同样环比上涨 0.2% 并与前值持平，其中，非耐用品价格上涨 0.6%，高于前值的 0.1%；而耐用品价格下跌 0.5%，低于前值的下跌 0.3%。美国 3 月份个人收入的增加主要受雇员补偿和政府向个人提供的社会福利增加推动，而个人利息收入和农场主收入的减少部分抵消了这些增加。美国 3 月份实际个人消费支出增加了 874 亿美元，其中商品支出增加了 663 亿美元，服务支出增加了 279 亿美元。商品支出中各子项目普遍增长，其中汽车和零部件支出增幅最大；而在服务支出中，医疗保健支出增幅最大。

2. 美国 4 月 ADP 远高于预期和前值

据 4 月 3 日 ADP 公布的数据显示，美国 3 月 ADP 就业人数增加 27.5 万，为去年 7 月以来新高，远高于预期的 18.0 万人，也高于前值从 12.9 万人上修至 15.1 万人。

大型企业招聘速度略有放缓，而中小型企业就业数据为主要提振。分类数据显示，大型企业就业增加 5.3 万人，低于前值的 6 万人；中型企业就业增加 14.5 万人，高于前值的 6.3 万人；小型企业就业增加 7.7 万人，较前值的 0.6 万人大幅增长，为 2010 年以来最高。分行业看，金融活动部门就业增长 6000 人，远高于前值为减少 1000 人；专业与商业服务、教育与医疗、休闲与酒店是分别增长了 5.9 万人、5.4 万人和 5.3 万人；贸易、交通和公共事业贡献了 3.7 万个岗位，远高于前值的 9000 个岗位明显增长。随着中小企业努力填补空缺职位，就业市场仍然保持稳定，说明经济保持相对稳定。

3. 美国 3 月工厂订单好于预期

美国商务部 5 月 2 日晚间数据显示，美国 3 月工厂订单环比增长 1.9%，远高于预期增长 1.5%，和前值 -0.5%，为 7 个月以来的新高；美国 3 月扣除运输的核心工厂订单环比增长 0.8%，与预期为持平，高于前值增长 0.3%。

工厂订单主要受到耐用品订单提振。分类数据显示，3 月运输耐用品订单环比大增 7.0%，远高于前值 -2.9%，民用飞机和零部件增加 31%，远高于前值 -25.4%，机动车和零部件订单增加 1.5%，高于前值 0.1%；家具和相关产品订单增长 1.1%，高于前值 -2.6%；电器设备、电器和组件订单增长 0.5%，略低于前值 1.4%；计算机和电子产品订单增长 2.2%，高于前值前值增加的 0.3%；机械订单增长 0.1% 高于前值 -0.9%。

4. 美国 4 月非农就业数据远超预期

美国劳工部 5 月 3 日晚间布数据显示美国 4 月非农就业人数增加 26.3 万人，高于预估为增加 19 万，高于前值由增加 19.6 万人修正为增加 18.9 万人；失业率为 3.6%，低于预期和前值的 3.8%，创 49 年以来新低；美国 4 月劳动力参与率 62.8%，低于预期和前值 63%。工薪方面，美国 4 月平均每小时工资环比增长 0.2%，低于预期增长 0.3%，高于前值增长 0.1%；美国 4 月平均每小时工资同比增长 3.2%，低于预期增长 3.3%，持平前值增长 3.2%。

专业和商业服务为主要提振。分类数据显示，专业和商业服务的新增就业人数

在4月份增加了7.6万人，其中在行政及支援服务增加了5.3万人以及电脑系统设计及相关专业服务增加了1.4万人，在过去12个月中，专业和商业服务增加了53.5万个人；4月份，建筑业新增就业增加3.3万人，其中非住宅专业贸易承包商增加2.2万人，重型和土木工程建设增加1万人。在过去12个月中，建筑业增加了25.6万个就业岗位；4月份，医疗保健行业的就业人数增加了2.7万人，其中流动医疗服务新增就业1.7万人、医院新增就业8千人和社区老年人护理设施新增就业7千人；4月份金融活动就业继续呈上升趋势，新增就业1.2万人，过去12个月，该行业新增了11万个就业岗位，其中近四分之三的增长来自房地产和租赁；制造业就业连续第三个月几乎没有变化(4月份增加了4000人)。

图表 5: 海外宏观数据跟踪和简评

	美国	18-02	18-03	18-04	18-05	18-06	18-07	18-08	18-09	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04	最新数据简评		
增长																			
GDP (环比折年率, %)			2.2			4.2			3.5			2.2			3.2		高于预期和前置, 但消费和固定资产投资均显疲软		
消费																			
个人总收入 (环比折年率, %)		0.3	0.4	0.2	0.3	0.4	0.3	0.4	0.2	0.5	0.2	(0.1)	0.2	0.2	0.1		低于预期和前置		
个人消费支出 (环比折年率, %)		(0.1)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4	0.2	0.6	0.4	(0.6)	0.1	0.1	0.9		大幅高于前置和预期		
零售销售额 (环比折年率, %)		0.1	0.7	0.3	1.2	0.2	0.6	(0.1)	(0.1)	0.8	0.2	(1.2)	0.2	(0.2)	1.6		汽车和加油站消费零售表现强劲		
投资																			
耐用品订单 (环比, %)		4.5	2.7	-1.7	-1.1	0.9	-1.2	4.7	0.0	-4.4	0.8	1.2	0.4	(1.6)	2.7		主要由运输设备订单 (主要是飞机) 推动。		
建造支出 (环比, %)		2.3	-1.0	1.7	0.7	-0.7	0.2	-0.4	-0.1	-0.1	0.8	(0.6)	1.3	1.0			建造投资大幅回升		
对外贸易																			
出口 (同比, %)		6.8	9.1	9.2	10.8	8.8	7.5	6.5	6.6	6.3	3.8	0.1	3.0	2.4			海外需求回落		
进口 (同比, %)		10.1	8.6	7.3	7.4	7.7	8.7	9.3	9.5	8.5	3.2	3.1	1.6	-0.5			内需拉动回落		
贸易差额 (十亿美元)		-55.0	-46.7	-45.7	-42.8	-46.2	-50.4	-53.7	-54.6	-55.5	-49.3	-59.8	-51.1	-49.4				贸易逆差收窄	
通胀																			
CPI (同比, %)		2.2	2.4	2.5	2.8	2.9	2.9	2.7	2.3	2.5	2.2	1.9	1.6	1.5	1.9			汽油价格大幅回升提振CPI	
核心CPI (同比, %)		1.8	2.1	2.1	2.2	2.3	2.4	2.2	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2	2.1	2.0			剔除能源和食品因素后, 略低于前置	
核心PCE (同比, %)		1.7	2.0	1.9	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6			不及预期和前置	
密歇根大学通胀预期 (同比, %)		2.5	2.5	2.7	2.8	3.0	2.9	3.0	2.7	2.8	2.7	2.7	2.7	2.6	2.4	2.5			消费前景持高于前置
劳动力市场																			
非农就业新增人数 (千人)		313	103	164	223	213	157	201	134.0	250.0	155.0	312.0	304.0	20.0	196.0	263.0		专业和商业服务为主要提振	
失业率 (%)		4.1	4.1	3.9	3.8	4.0	3.9	3.9	3.7	3.7	3.7	3.9	4.0	3.8	3.8	3.6		低于预期和前置	
平均时薪 (环比, %)		0.1	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.1	0.2	0.4	0.1	0.4	0.1	0.2		低于预期但高于前置	
职位空缺数 (千人)		6074	6638	6840	6659	6822	7077	7293	7009	7079	6888	7335	7581	7087				多行业就业机会减少, 其中住宿和食品服务行业减少数量最大	
房地产市场																			
标普/CS房价指数 (同比, %)		6.7	6.8	6.7	6.5	6.4	5.9	5.5	5.2	5.0	4.7	4.6	4.3					房价持续回落	
成屋销售 (折年数, 万套)		554	560	545	541	538	534	533	515	522	532	499	494	551	521			四大地区成屋销售环比普遍下滑。	
新屋开工 (环比, %)		-3.3	2.9	-3.8	4.2	-11.4	0.6	8.1	-5.5	1.5	3.2	-11.2	18.6	-8.7	-0.3			四大地区开工均出现大幅回落	
营建许可 (环比, %)		-3.2	4.1	-0.9	-4.6	-0.7	0.9	-4.1	1.7	-0.4	5.0	0.3	1.4	-2.0	-1.7			营建许可的回落预示着新屋开工仍将有所回落	
其他																			
ISM制造业PMI指数		60.8	59.3	57.3	58.7	60.2	58.1	61.3	59.8	57.7	59.3	54.1	56.6	54.2	55.3			制造业指数回升	
ISM非制造业PMI指数		59.5	58.8	56.8	58.6	59.1	55.7	58.5	61.6	60.3	60.7	57.6	56.7	59.7	56.1			服务业小幅上行	
工业产能利用率 (%)		77.2	77.5	78.2	77.5	77.8	78.0	78.5	78.5	78.4	78.5	78.7	78.3	78.2	78.8			产能利用率小幅回升	
密歇根大学消费者信心指数		99.7	101.4	98.8	98.0	98.2	97.9	96.2	100.1	98.6	97.5	98.3	91.2	93.8	98.4	96.9		低于前置, 信心指数处于波动区间	
美联储总资产 (万亿美元)		4.468	4.443	4.433	4.404	4.367	4.337	4.266	4.240	4.187	4.145	4.123	4.106	4.016	4.016			缩表在9月结束	
美国联邦基金基准利率		1.25-1.5	1.5-1.75	1.5-1.75	1.5-1.75	1.75-2.0	1.75-2.0	2.0-2.25	2.0-2.25	2.0-2.25	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50		2019年暂停加息	
美元实际有效汇率指数		95.11	95.36	95.50	98.10	99.60	99.94	101.00	101.21	101.94	103.05	103.22	106.00	105.90	106.31			美元实际有效汇率上行	
其他发达经济体		18-02	18-03	18-04	18-05	18-06	18-07	18-08	18-09	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04		简评	
欧元区																			
GDP (环比折年率, %)			1.7			1.5			0.6			0.8						欧元区经济疲软	
CPI (同比, %)		1.1	1.3	1.3	1.9	2.0	2.1	2.0	2.1	2.2	2.0	1.6	1.4	1.5	1.4			通胀小幅回落	
核心CPI (同比, %)		1.0	1.0	0.8	1.1	0.9	1.1	0.9	0.9	1.1	1.0	1.0	1.1	1.0	0.8			核心CPI继续回落	
出口 (季调环比, %)		-3.1	1.5	0.3	0.2	1.7	-0.9	2.1	-1.6	2.1	(1.0)	(0.1)	0.8	(1.4)				外部需求大幅回落	
进口 (季调环比, %)		-2.8	0.7	1.3	0.9	2.0	1.5	-0.4	0.2	2.6	(1.9)	0.0	0.3	(2.7)				内部需求大幅回落	
贸易差额 (十亿欧元)		17.9	19.4	17.8	16.6	16.5	12.3	16.8	13.4	12.5	15.1	15.6	17.0	19.5				贸易差额回升	
Markit制造业PMI指数		58.6	56.6	56.2	55.5	54.9	55.1	54.6	53.2	52.0	51.8	51.4	50.5	49.2	47.5	47.8		略高于前置	
Markit服务业PMI指数		56.2	54.9	54.7	53.8	55.2	54.2	54.4	54.7	53.7	53.4	51.4	51.2	52.8	53.3	52.5		略低于前置但是持平于预期	
德国经济景气指数		114.8	112.7	112.6	112.7	111.9	112.8	112.7	112.5	111.2	111.8	109.9	108.5	108.4	106.6			德国经济景气小幅回落	
工业生产指数 (环比, %)		-0.8	0.5	-0.6	1.4	-0.7	-0.8	1.1	-0.3	0.1	-1.7	-0.9	1.4					工业生产指数大幅回升	
欧央行总资产 (万亿欧元)		4.49	4.52	4.53	4.56	4.57	4.59	4.61	4.62	4.62	4.66	4.67	4.69	4.69				逐步退出QE	
欧央行主要再融资利率		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		维持利率不变	
英国																			
GDP (环比折年率, %)			0.4			1.6			2.5			0.7						经济大幅回升	

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_12747

