

## 海外市场跟踪（第02期）

### 美元仍然有些美

#### ■ 核心摘要

**1、主题评论：美元仍然有些美。**2020年4-5月美元指数维持在100点附近，但此后美国疫情防控持续落后，美元开启了“贬值之旅”，6月和8月美元指数分别降至96点和93点附近，大选后的不确定性使其于12月跌破90点。2021年伊始，美元指数在90点下方游走一周后，于1月8日重回90点上方，本周继续反弹，15日收于90.79。

**长期看，美国经济与全球的相对表现决定美元价格，未来美元确实处于贬值通道。**例如，2001年以后随着发展中国家入世，美国经济更显黯淡，叠加受次贷危机的重创，美国经济增长率与全球长期保持着1-4个点的差距，2004-2014年期间美元指数陷入90点以下。IMF预测2021-2025年美国经济增长或慢于全球1.25-2.07个百分点。

**中期看，美国与欧洲经济的相对表现，以及美欧货币政策的相对节奏，与美元指数波动有较高同步性。**例如，2011年下半年开始，希腊债务危机引燃欧洲，美元指数从75点低谷小幅升至80点附近。2017年开始，特朗普频繁为美国和世界制造“意外”，美元指数由2017年100点上方跌落至2018年90点以下。不过，2015年美欧经济意外指数的转向，未能导致美元指数的转向，主要原因是当时美联储QE完全退出、市场对加息的预期增强，而欧洲央行却开始酝酿第二轮扩表。2020年下半年开始，美国经济意外指数激增，但美元指数却未能抬头，也是因为美联储政策刺激比欧洲央行力度更大、节奏更快。

**短期看，空头持仓持续偏高，将为美元的阶段性反弹积聚势能。**例如近十年来，美元指数空头期货曾经历5轮“牛市”（分别开始于2010年底、2012年下半年、2013年下半年、2016年初、2017年中），期间美元指数受到一定拖累。但空头持仓为美元的后续反弹积聚了势能，使得这样的“空头牛市”平均不超过一年。本轮“空头牛市”于2020年中已经开始。

**三句话总结对未来美元走势的判断：1）“前途是光明的”**——未来5年美国相对全球而言可能走弱，美元将处于长期贬值通道。**2）“道路是曲折的”**——2021年美国疫苗推广领先欧洲，美国经济有望于一段时间在全球“一枝独秀”；美联储资产规模变化已经趋于稳定，欧洲央行在1.8万亿欧元复苏计划下可能仍会扩表。美欧经济“表现差”与货币政策“节奏差”意味着美元指数或有阶段性回升的空间。**3）“一颗红心两手准备”**——在技术层面，美元的“空头牛市”已经持续超过半年，美元已经积聚了较长时间的反弹势能，美元阶段性回调可能比想象中来得更早一些。

**2、本周海外重点追踪：1）特朗普让人唏嘘的落幕：**美国众议院通过对特朗普的弹劾决议，风波将持续至拜登就任后。特朗普离任前夕仍有一系列涉华政策出台。拜登推出1.9万亿美元财政计划。**2）欧洲一系列不稳定因素浮现：**疫情持续、疫苗推广进程受阻、意大利政局不稳等。**3）本周亚洲国家疫情蔓延较快，**全球已经有51个国家接种了超过3970万剂疫苗。

**3、本周全球资本市场表现：全球股市**——本周全球股市在上周的“疯狂”中有所冷却，但两周累计均为正增长。2021年前两周里，A股、港股以及亚洲股市表现明显好于美欧股市。**全球债市**——美债收益率曲线不再陡峭化，而全球长期国债收益率普遍上涨。美联储鲍威尔表示现在不是谈论退出宽松政策的时候。**商品市场**——本周原油和贵金属价格相对平稳。布油小幅回调，而美油连续三周上涨，金价连续两周走低，银价在上周大跌后本周小幅恢复，而铜价在上周大涨后小幅回落。**汇率市场**——本周美元走强、欧元走弱。英镑、人民币仍然保持了小幅上涨。亚洲货币韧性明显高于美欧货币。

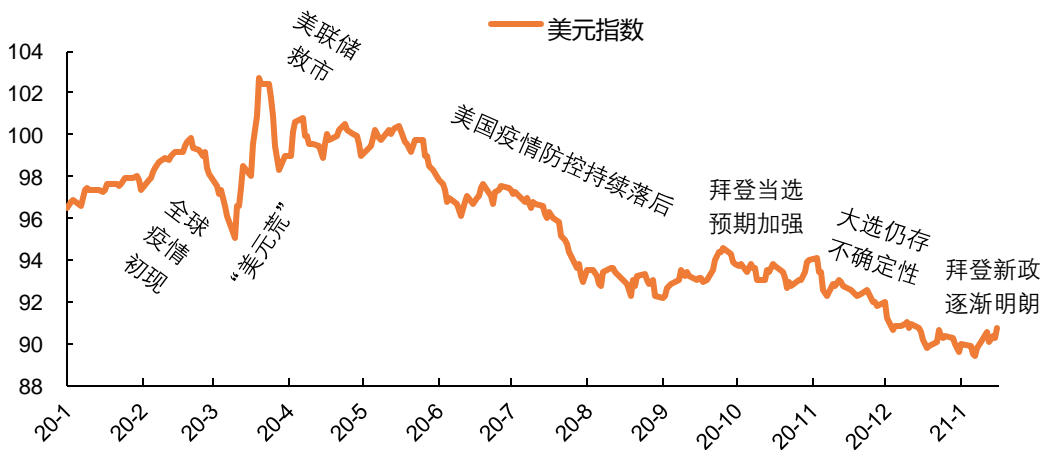
**风险提示：**病毒变异与扩散速度超预期，疫苗效用与推广不及预期，美国政治与社会动荡加剧

## 一、主题评论：美元仍然有些美

2020年新冠疫情爆发以来，美元指数开启了“贬值之旅”（图表1）。2020年2月美元指数在全球疫情初现时走低。3月国际金融市场恐慌出现“美元荒”，推高美元指数至102点高位。3月26日美联储推出“零利率+无限量QE”救市抑制美元继续上行。但此后美国疫情快速蔓延，疫情防控持续落后，美元开启“贬值之旅”。10-11月期间，随拜登当选预期增强，美元指数在92-93点附近盘整，但大选后的不确定性再度使其继续下行，并于12月跌破90点。2021年伊始，美元指数在90点下方游走一周后，于1月8日重回90点上方。1月11-15日出现明显反弹，15日收于90.79。

我们认为，可从长、中、短期三个视角来分析美元指数的未来走势。

图表1 2020年新冠疫情爆发后，美元指数震荡下行

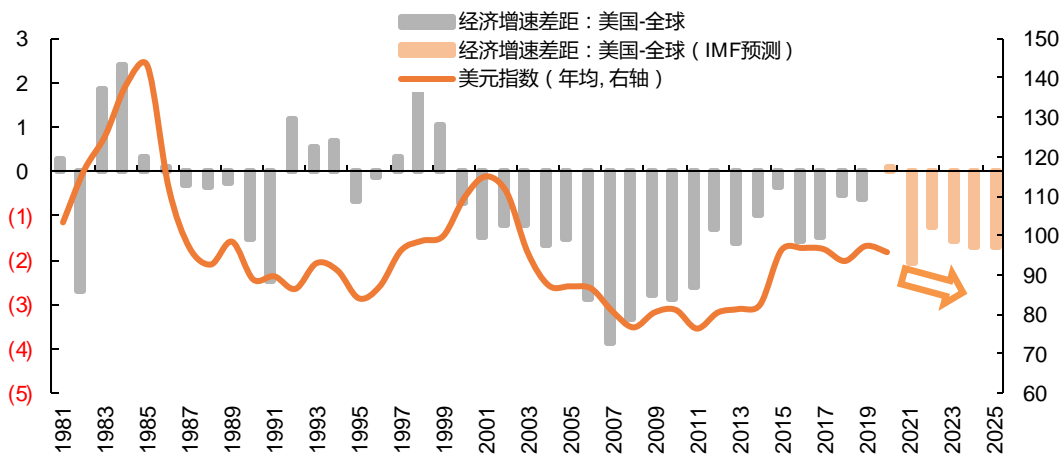


资料来源: Wind, 平安证券研究所

长期看，美国经济相对全球的“一枝独秀”程度，决定了未来美元指数可能处于新一轮贬值通道（图表2）。从近半个世纪的数据来看，美国经济与全球经济的相对表现，与美元指数的走势有明显关联。1983-1984年，走出“滞胀”的美国回归高增长，美元指数年均值由1981年的103，升至1984年的138。1985年因“广场协议”美元指数快速回落，并于1990年代保持在90附近的低位。1997年亚洲金融危机爆发，美国经济相对表现更好，美元指数在2000年重回100点，2002年上至峰值。此后，中国等发展中国家入世后经济起飞，美国经济表现显得黯然失色，叠加受次贷危机重创，美国经济增长率与全球长期保持着1-4个百分点的差距，2004-2014年期间美元指数陷入90点以下的低谷。2015年美国经济增长转好，2016年特朗普上台凭借“美国优先”政策制造了一轮经济“小高潮”，美元指数中枢回升至95点附近。

展望未来：一方面民主党“控盘”的美国更关注分配问题而非经济效率（当然拜登政府的新财政刺激方案会带来短期提振），另一方面拜登更温和的对外政策（特别是全球经贸关系的修复性重置）或将提振全球经济，未来5年美国经济增长平均增速很可能略低于特朗普执政时期。IMF最新预测，2021-2025年，美国经济增速或慢于全球1.25个-2.07个百分点，这一增速差与2012-2014年（次贷危机后美国经济缓慢修复）的情况类似，当时的美元指数年均值在81点附近。因此，美国与全球经济的大趋势决定了未来美元更可能处于新一轮的贬值通道。

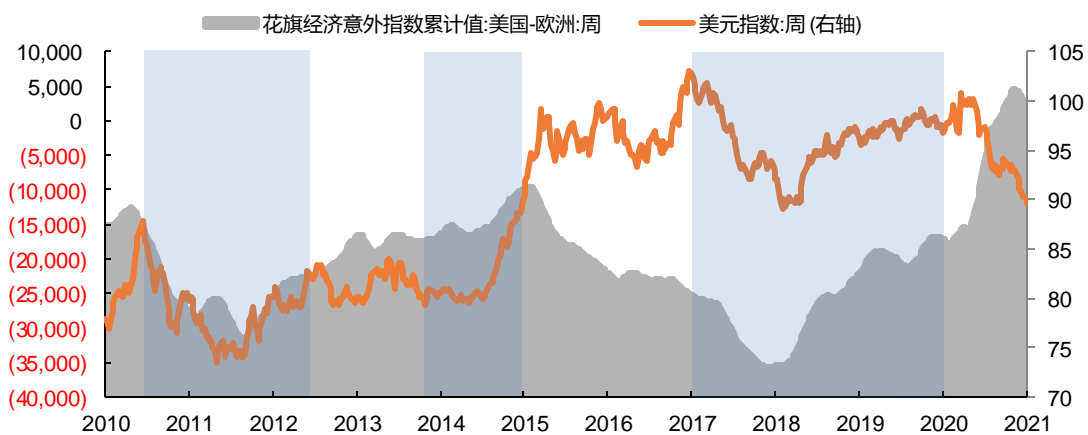
图表2 长期看，美国经济相对全球的“一枝独秀”程度决定美元走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

中期看，美国与欧洲经济的相对表现，与美元指数波动有较高同步性，近期却出现“错位”（图表3）。美国与欧洲经济关联紧密，2020年以前美国与欧盟长期保持着彼此互为第一大贸易伙伴的关系。同时，美元指数的一揽子货币中，欧元占比57.6%，第二名日元仅占13.6%。站在全球角度，美国与欧洲的金融市场均较为成熟、吸引力较强。因此，美欧经济的相对表现，将影响投资者在两地的资产配置决策，进而影响对两种货币的相对需求，继而一定程度上决定美元走势。从花旗经济意外指数看，美国与欧洲指数累计值的差距变化，与美元指数的主要拐点基本吻合。例如，2011年下半年开始，希腊债务危机引燃欧洲，虽然美国亦处于危机阴影中，但市场对美国的预期好于欧洲，美元指数从75点低谷小幅升至80点附近。2017年开始，特朗普频繁为美国和世界经济制造“意外”，投资美国的负面情绪不断积累下，美元指数由2017年100点上方，跌落至2018年90点以下，之后才在美国经济的超预期表现中回升至95-100区间。不过，2020年下半年开始，虽然美国新增新冠确诊病例和死亡人数均居高不下，但美国经济却“意外”成为发达经济体中最有韧性的一个（尤其是相对于可能陷入“二次衰退”的欧洲来说）。在一片悲观中燃起的希望体现在激增的经济意外指数上，但美元指数却未能抬头，美元指数与美欧经济相对预期出现“错位”。历史上，同样出现类似错位现象的还有2015年以后，美欧经济意外指数转向，却未能导致美元指数的转向（我们猜测这与Taper Tantrum造成的美元融资荒有关，一如今年3月全球市场大甩卖时候的美元）。

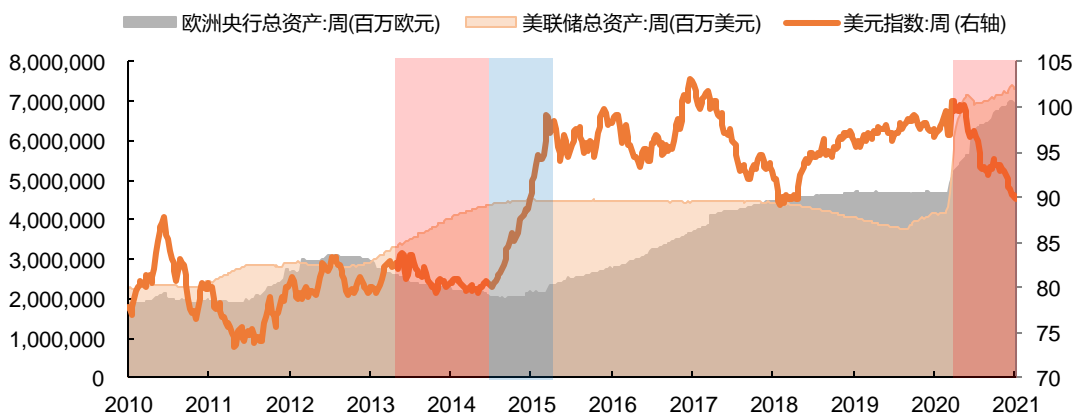
图表3 中期看，美国与欧洲经济的相对表现，与美元指数有较高同步性，近期却出现“错位”



资料来源: Wind, 平安证券研究所

为什么近期美元指数与美欧经济的相对表现之间出现“错位”？或许可从美欧货币政策的相对节奏中找到答案。次贷危机后，欧央行与美联储的货币政策存在一定节奏差（图表4）。例如，2013年开始，美联储仍在大幅扩表，总资产由3万亿美元，扩张至2015年以后的4.5万亿附近，而欧洲央行正实施小幅缩表，欧洲与美国呈现“一收一放”的节奏差，美元指数小幅走低。2014年后，美联储QE完全退出、总资产停止扩张、市场对加息的预期增强，而欧央行却开始酝酿第二轮扩表，欧洲与美国呈现“一放一收”的节奏差，造成了欧元汇率的贬值，以及美元指数的大幅上行，从80点跃升至100点附近，至此提高了美元指数的波动中枢。2020年，美欧货币政策整体宽松，但美联储3月推出的刺激政策力度更大、节奏更快，这也体现在美联储扩表速度更快，且以美元计的资产规模超过了欧央行以欧元计的总资产。欧美货币政策又相对呈现出“一收一放”的节奏差，美元继而承受贬值压力，只不过这次贬值幅度较大。近期美联储资产负债表已趋于稳定，市场已经开始讨论缩表节奏，而欧洲1.8万亿欧元的经济复苏计划正处于实施阶段，资产负债表仍保持扩张趋势，因此未来欧美货币政策可能出现“一放一收”的节奏差，或再次为美元指数创造上行动能。

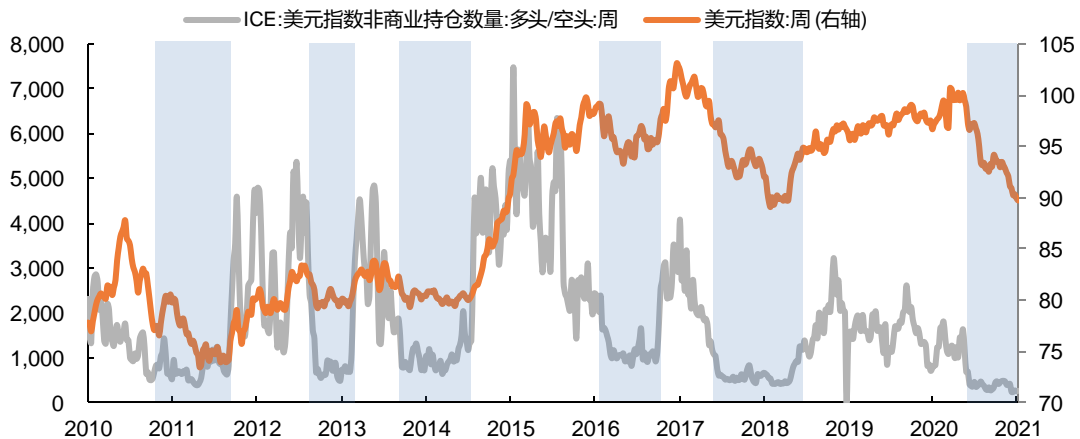
图表4 美欧货币政策的相对节奏，或能解释近期美元指数与美欧经济表现之间的“错位”



资料来源: Wind, 平安证券研究所

**短期看，空头持仓持续偏高，将为美元的阶段性反弹积聚势能。**美国经济体量大、金融体系相对成熟、美元流动性强、美元汇率自由浮动等因素，使美元具备较强的金融（避险）属性。而风险资产的优异表现、货币政策预期向松等因素，都可能引发市场对美元的做空。从数据看，投资者对美元的做空，虽然不会影响美元指数的中长期走势，但能一定程度上对美元指数形成扰动（图表5）。例如，近十年来（2020年以前），美国洲际交易所（ICE）的美元指数空头期货曾经历5轮“牛市”（分别开始于2010年底、2012年下半年、2013年下半年、2016年初、2017年中），空头持仓持续偏高时，美元指数均受拖累。但空头持仓会为美元的后续反弹积聚势能，从而使得这样的“空头牛市”（可以更形象地成为“空牛”）平均不超过一年。本轮“空牛”于2020年中已经开始，至今已持续超过半年，后续演进值得关注。

图表5 短期看，空头持仓持续偏高，将为美元的阶段性反弹积聚势能



资料来源: Wind, 平安证券研究所

至此，我们用三句话总结对未来美元走势的判断：

- 1) “前途是光明的”——未来5年美国对全球而言可能走弱，令美元指数处于新一轮贬值通道。
- 2) “道路是曲折的”——2021年，随着美国疫苗推广领先欧洲，美国经济可能延续目前的韧性表现；美联储资产规模变化已经趋于稳定，欧洲央行在1.8万亿欧元复苏计划下可能仍会扩表。正如我们在今年年报中指出的，美欧经济“预期差”与货币政策“节奏差”，意味着2021年美元指数或有阶段性反弹的空间，至少不会迅速地、显著地走弱。
- 3) “一颗红心两手准备”——在技术层面，美元的“空头牛市”持续超过半年，已经积聚了较长时间的反弹势能，美元阶段性回调可能比想象中来得更早一些。

## 二、事件追踪

### 1. 特朗普让人唏嘘的落幕

特朗普成为历史上唯一被弹劾两次的总统，且风波将持续至拜登就任后。与此同时，拜登推出1.9万亿美元财政刺激计划。如此落幕，民主党可能更团结，但美国政治和社会亦可能更撕裂，对拜登而言“是福是祸”还有待观察。

2021年1月11日，美国众议院公布弹劾特朗普条款，指控其“煽动叛乱”；同时FBI警告，极端右翼或在拜登就职前后发动暴力行动。1月12日，被社交媒体“禁言”的特朗普首次发声，称自己在集会上对支持者发表的讲话“完全恰当”，并称被罢免的风险为“零”。1月13日，众议院以232对197票的结果通过了弹劾特朗普的决定，特朗普成为历史上唯一被弹劾两次的总统。上一次弹劾提案于2019年12月18日在众议院通过，但2020年1月31日在参议院以51票反对比49票赞成而未通过。虽然民主党如今占据参议院半席，但通过弹劾决议需要2/3票数，结局仍存变数。参议院共和党领袖麦康奈尔表示，参议院弹劾审判的日期不会早于1月19日，预计审理将于拜登20日上台后才会进行。弹劾决议一旦通过可能意味着，特朗普失去2024年竞选资格等从政资格、共和党内部更分裂、特朗普支持者举行暴力活动风险上升。

特朗普离任前夕仍有一系列涉华政策出台：1月14日，美国政府将小米、中国商飞等9家中国公司列入所谓“共产党中国军队公司清单”，并将限制美国投资者交易这些公司的证券。据路透社，相关投资禁令要求美国投资者在2021年11月11日前出售这些公司股份。同一天，美国商务部将中国海洋石油集团有限公司列入“实体清单”。据金融时报1月15日报道，美国商务部拟颁布新规，禁止从中国等引进“可能威胁美国国家安全”的技术。

1月14日拜登公布了1.9万亿美元的经济纾困计划：1) 向居民再多发1400美元至每人2000美元；2) 将失业救济金从每周300美元提高到400美元，并延长到今年9月底；3) 提高最低时薪至15美元；4) 拨款3500亿美元用于州政

府和地方政府援助、1700亿美元用于K-12学校和高等教育机构、500亿美元用于新冠病毒检测、200亿美元用于国家疫苗方案等。此外，预计未来还将推出一份范围更广、重点在基建和气候变化等长期目标的计划。

## 2. 欧洲一系列不稳定因素浮现

美国新冠疫苗推广与财政计划顺利推出的同时，欧洲疫情持续、疫苗推广进程受阻、部分国家政局不稳等一系列不稳定因素浮现，美欧经济复苏的“预期差”值得关注。

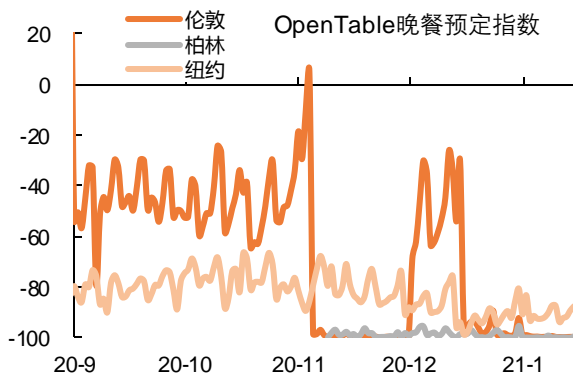
2020年7月，欧盟推出总规模逾1.8万亿欧元的经济复苏计划，包括7500亿欧元复苏基金，但受到部分国家反对。2020年12月，东欧国家与其他成员达成共识，市场对欧洲经济复苏的预期开始增强。然而，近期欧洲的一些情况不容乐观。

**1) 疫情方面**，欧洲疫情在出现变异病毒后持续蔓延，目前英国累计确诊超300万，法国、德国、意大利等均超200万。本周欧洲多国继续加强了防疫限制举措：英国宣布所有旅行通道从今年1月18日起关闭，法国宣布部分地区下午6点的宵禁将扩大到全国、将从1月18日起加强边境防控，德国宣布实施更严格的入境管控。高频数据显示，英国、德国等居民外出就餐基本停滞（图表6），而法国、意大利居民出行仍较活跃（图表7），或不利于疫情防控。

**2) 疫苗方面**，1月8日欧盟宣布增购3亿剂辉瑞疫苗，总量达6亿剂。然而，1月16日辉瑞公司宣布，因比利时的工厂修整，接下来3-4周疫苗交货将受延迟，引发欧盟强烈不满。欧盟国家疫苗推广进度原本就落后于美国、英国，而疫苗供应问题更是“雪上加霜”。

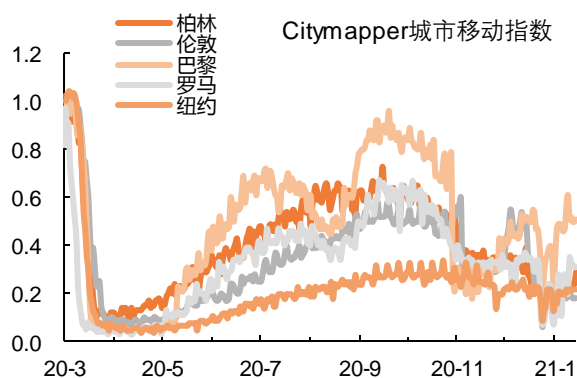
**3) 政治方面**，由于不同意政府使用欧盟资金的计划，1月13日意大利前总理伦齐宣布，撤回对现任联合政府的支持。这一举动使得联合政府在议会中失去多数席位，意大利政局动荡再起。1月16日，德国执政党（基民盟）举行选举，阿明·拉舍特当选为党主席，其政治主张与默克尔相近，德国政局获得更大确定性。德国大选将于今年9月举行。

图表6 英国、德国居民外出就餐几近停滞



资料来源: Opentable, 平安证券研究所

图表7 法国、意大利居民出行仍较活跃

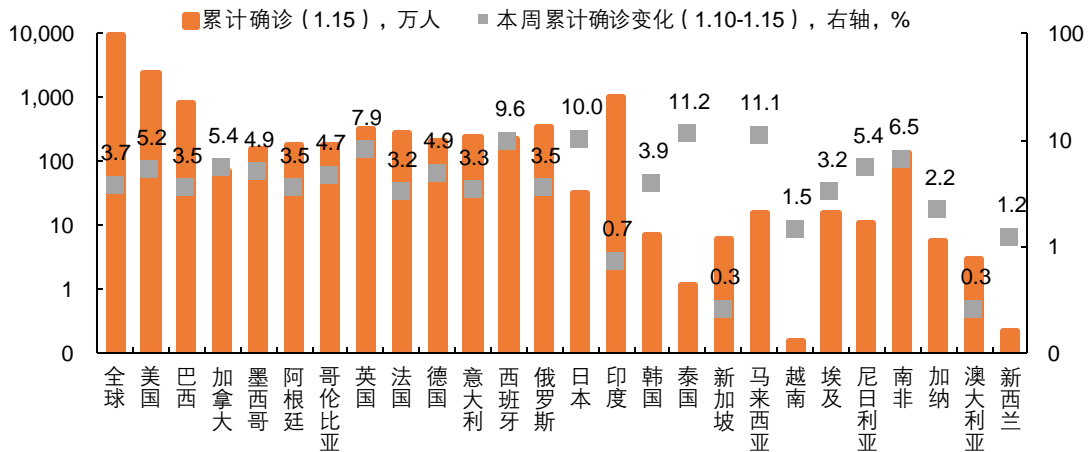


资料来源: Citymapper, 平安证券研究所

## 3. 全球疫情发展与疫苗推广持续跟踪

截至2021年1月15日，全球累计确诊超9400万人，本周累计确诊增长最明显的国家是泰国（11.2%）、马来西亚（11.1%）和日本（10.0%），亚洲国家疫情或步入加速蔓延阶段。英国（7.9%）和南非（6.5%）等“变异病毒流行地区”疫情传播也较快。全球平均增幅为3.7%。

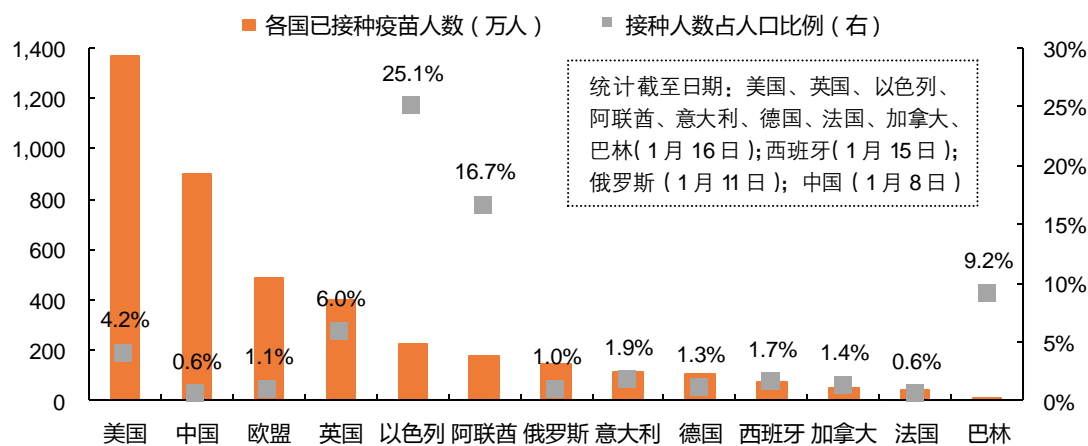
图表8 本周各国疫情发展情况一览（截至1月15日）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

据 Bloomberg 统计, 截至 1 月 17 日, 全球已经有 51 个国家接种了超过 3970 万剂疫苗, 全球平均每天接种 244 万剂。其中, 从接种比例上看, 以色列 (25.1%)、阿联酋 (16.7%) 和巴林 (9.2%) 领先全球, 英国 (6.0%) 和美国 (4.2%) 领衔发达地区, 欧盟国家接种比例平均仅 1.1%, 法国仅 0.6%。

图表9 目前各国疫苗接种进度一览（截至1月16日）



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\\_139](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_139)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn