

# 美元短期可能出现反弹

证券研究报告

2021年02月16日

## 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**向静姝** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110520070002  
xiangjingshu@tfzq.com

**林彦** 联系人  
linyanyan@tfzq.com

## 相关报告

- 1 《宏观报告：美国经济是否会有需求新周期？》 2021-02-11
- 2 《宏观报告：美债利率的上行空间有多少？》 2021-02-11
- 3 《宏观报告：风险定价 | 美债利率曲线加速陡峭化-2月第2周资产配置报告》 2021-02-08

2020年以来的美元指数主要反映了美欧疫情、经济复苏、实际利率和央行扩表的（预期）差异。基于以下原因，美元短期有较强的反弹动力：

- 1、美欧疫情差将加速收敛。
- 2、目前美国经济复苏增速占优。
- 3、美德实际利率差值从底部开始反弹。
- 4、欧央行边际宽松力度大于美联储

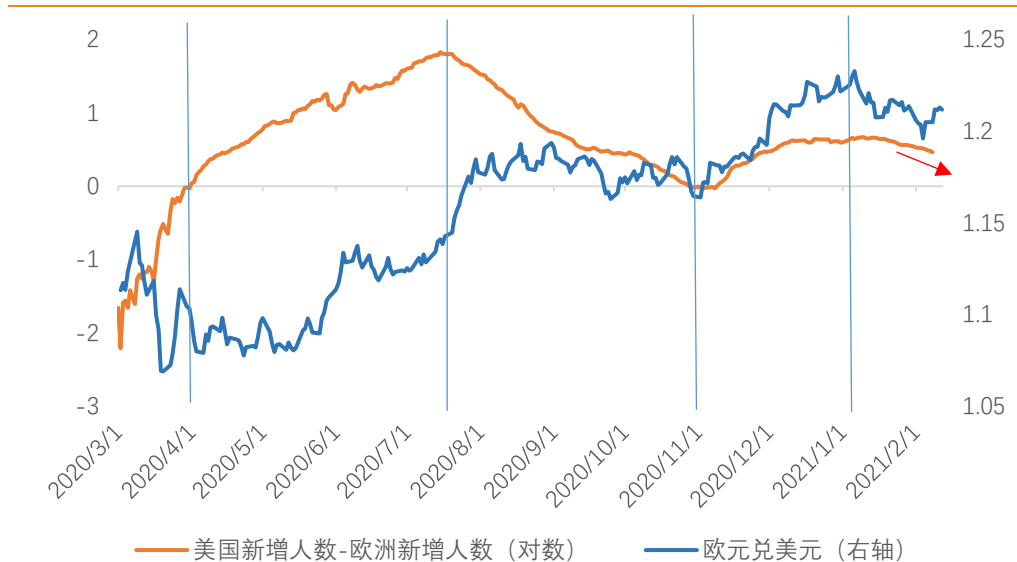
长期而言，随着疫情消退，非经济体的复苏弹性更大，美元将长期趋弱。美元全年的贬值幅度有限，甚至可能是升值。要做好美元升值的风险应对。

**风险提示：美国疫情反复；美联储紧缩超预期；美国财政紧缩超预期**

## 1. 美欧疫情差收敛

去年至今，疫情差异导致经济复苏错位是主导汇率的因素之一。如图 1 所示，当美欧疫情差（自然对数）为负时，欧元兑美元贬值；当美欧疫情差（自然对数）转正上升时，欧元兑美元升值；美欧疫情差（自然对数）回落时，欧元兑美元转为震荡。

图 1：欧美疫情差异和欧元兑美元汇率

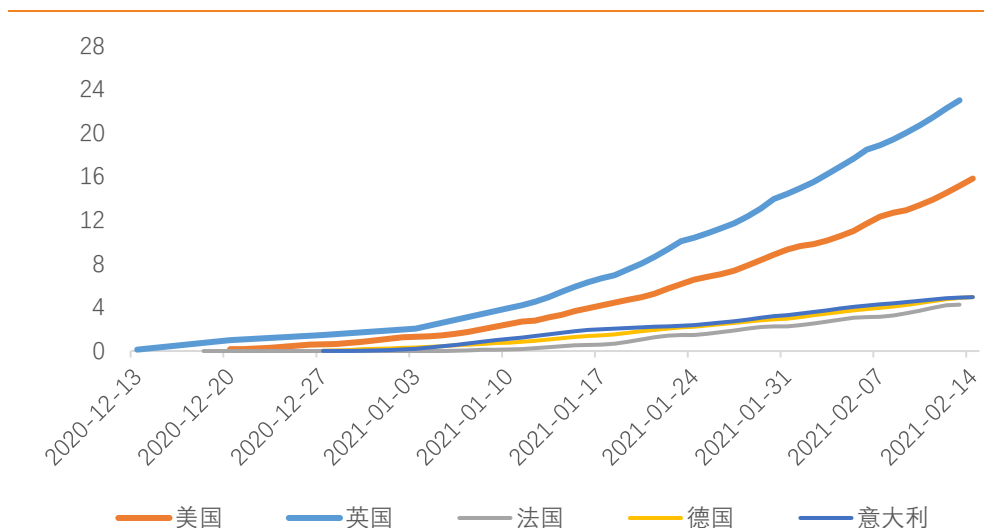


资料来源：Wind，天风证券研究所

今年以来，随着疫苗开始广泛接种，疫情正在走向终结。美国每日新增病例在 1 月中旬到达 25 万例以上后开始锐减，2 月中旬已降至 10 万例以下并继续回落。美国当前疫苗接种速度已经超过 150 万/天，接种比例超过 15%。粗略匡算，如果接种速度提升至 200 万，二季度末就可以实现覆盖 70% 人口的目标。相比之下，欧洲接种进度缓慢，德国、法国、意大利的接种比例不到 5%。

由于短期美国疫情改善和疫苗接种速度的更快，美欧疫情差将加速收敛（图 1）。今年 1 月欧元兑美元已经从升值转为震荡。当美欧疫情差（自然对数）转负后，欧元兑美元可能转为贬值。

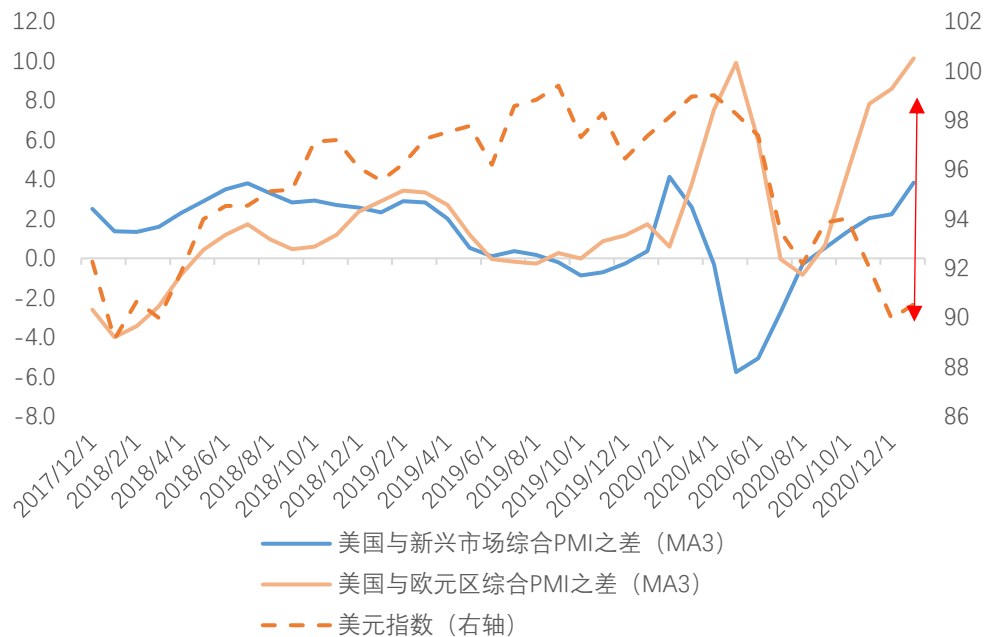
图 2：每百人新冠疫苗接种量



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 美欧经济复苏差放大

图 3：美国与欧洲、新兴市场的综合 PMI 对比



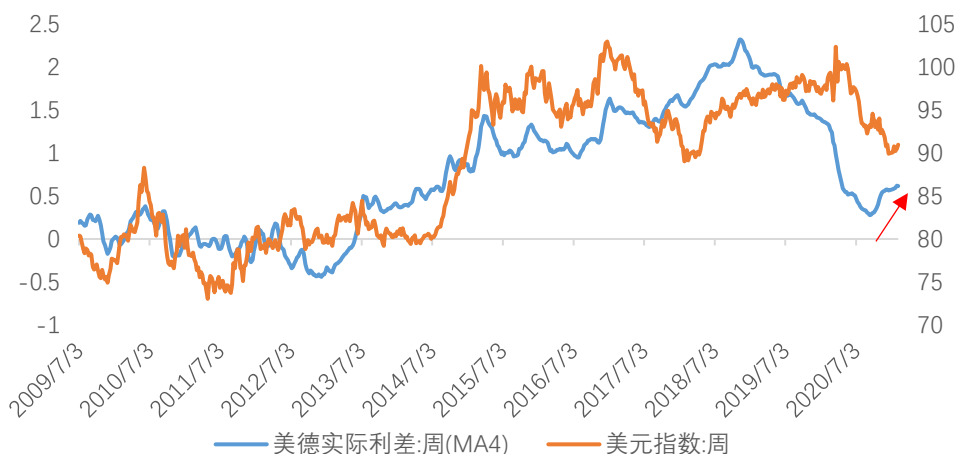
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

美国与非美经济的增速（预期）差解释了一部分美元指数短期走势。疫情初期，美国由于医疗、信息科技等高端服务业在经济结构中的占比较高，经济相比其他经济体受疫情影响较小。去年 6 月之后，美国第二波疫情袭来，美国与欧元区和新兴市场的综合 PMI 之差迅速缩窄，美元指数也开启了长达 6 个月的下跌。去年 11 月之后，疫苗研发成功的消息有效刺激制造业加速复苏，美国与欧元区和新兴市场的综合 PMI 之差明显反弹。

## 3. 美德实际利差反弹

短期实际利率反映了基本面复苏速度（需求）和货币宽松程度（供给）之间的关系。美德实际利差是美元指数的领先指标。美国大选之后，大规模财政刺激和疫苗问世助推了基本面复苏预期，美德实际利差上升了超过 30bp。美国实际利率将从当前的历史底部反弹，短期美德实际利差可能继续扩大，支撑美元反弹。

图 4：美国与欧洲、新兴市场的综合 PMI 对比



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

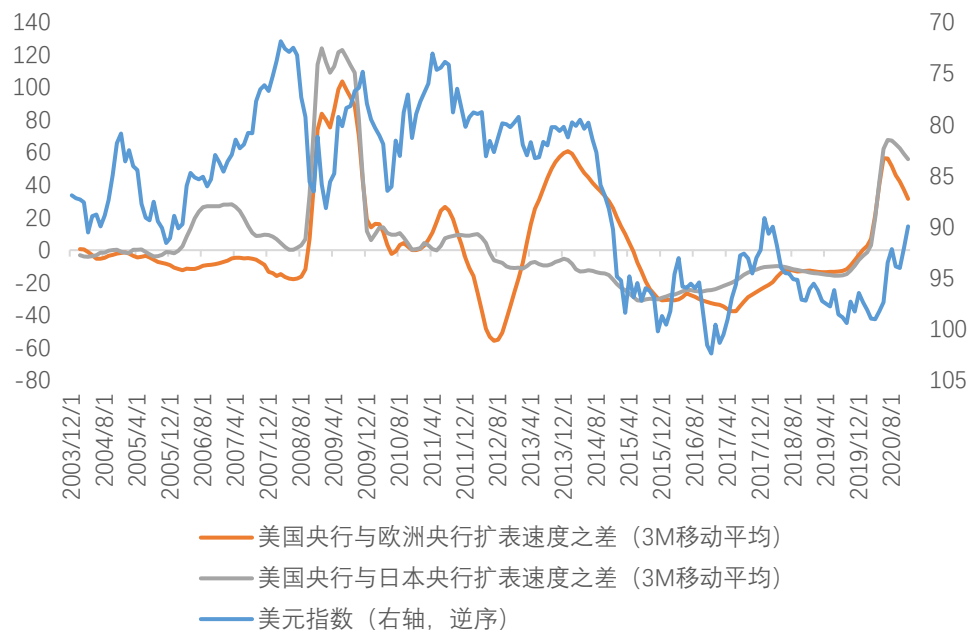
## 4. 欧日央行扩表速度将超过美联储

从货币的长期供给来看，央行资产负债表的相对变化解释了美元指数的走势。

欧美央行的货币政策态度在今年发生分化。欧央行因为锚定通胀目标，在去年 12 月的会议上加大宽松，包括扩大 QE 规模，将 PPEP（大流行资产购买紧急计划）的额度从原来 1.35 万亿增加至 1.85 万亿，将资产净购买周期延长至 2022 年 3 月（原为 2021 年 6 月），将本息再投资时间至少延长到 2023 年底（此前为 2022 年底）。美联储去年 9 月后表态不会因为疫情再度恶化扩大宽松幅度，最近多次会议均表示按兵不动，维持当前 QE 购债规模。

因此短期欧日央行相比美联储的资产负债表规模可能扩大，从货币的供给端不支持弱美元。

图 5：央行资产负债表对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 结论

第一，美元指数主要反映了美欧疫情、经济复苏、实际利率和央行扩表的（预期）差异。

第二，长期而言，随着疫情消退，非经济体的复苏弹性更大，美元将长期趋弱。

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\\_18034](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18034)

