

总量研究

美元指数还会继续向下吗？

——光大宏观周报（2021-06-06）

要点

本周聚焦：

美元指数自 2020 年 3 月中旬以来持续趋势性下行。通过复盘美元指数走势，可以发现美元指数的走弱主要源于两个方面：一则，面对疫情冲击，美联储大规模的量化宽松政策大幅推高了美联储资产负债表规模，推动了美国通胀逐渐高企，进而带动美元指数走弱；二则，去年以来，美元指数与美欧疫情防控相对强弱具有明显的正相关性，近期欧洲疫情防控好于美国也推动了美元弱势。

向前看，美元指数具备较强支撑，不惧短期波动。一则，站在当前阶段，疫情及通胀对美元指数的影响不再具备长期性，更多地是造成美元指数走势的波动；二则，去年 6 月以来，美联储与欧洲央行资产负债表扩张速度差便已开始收缩，美欧货币松紧程度已经发生逆转，美元指数继续走弱的货币环境已经不复存在；三则，美国财政刺激规模预计强于欧盟，美欧制造业景气差也已呈现出改善迹象，美欧经济基本面趋势上美国更占优。

疫情观察：

本周印度日均新增确诊约为 13.9 万例，新增确诊延续下降趋势；本周美国日均新增确诊 1.5 万例，日均新增略有下降。全球主要国家疫苗接种持续推进。

全球央行：

美联储资产规模略有增加，欧洲央行资产规模略有增加。美联储表示，将出售去年通过一项紧急贷款安排购入的全部公司债。

全球资产：

本周全球股市普遍上涨，纳斯达克指数，标普 500 和道琼斯工业指数分别上涨 0.57%，0.69%及 0.85%。大宗商品价格方面，工业品价格涨跌分化，贵金属普遍下跌，农产品普遍上涨。

海外政策：

拜登签署行政命令修订投资禁令，59 家中企被列入黑名单。俄罗斯再次调整财富基金中的货币结构，决定清空主权财富基金中的美元资产。

国内观察：

上游：原油价格环比上涨，动力煤均价环比上涨、焦煤均价环比上涨，铜价环比下跌，铝价环比下跌。**中游：**高炉开工率上升，水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比下跌，库存同比上涨。**下游：**商品房成交面积增幅缩窄，猪价、菜价、水果价格环比下跌。**流动性：**货币市场利率下行，债券市场利率趋势分化。

国内政策：

财政部表示国有土地使用权出让收入等划转税务部门征收。中国人民银行上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：刘文豪

021-52523802

liuwuh@ebsecn.com

相关研报

盈利高增态势延续，制造业强复苏不断验证——2021 年 1-4 月工业企业盈利数据点评（2021-05-27）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？——货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

如何看待年内基建投资？——光大宏观周报（2021-05-23）

从三大证据看产能周期开启进行时——全球朱格拉周期开启第十二篇（2021-05-20）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？——货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

年内消费能恢复到疫情之前吗？——《见微知著》第二篇（2021-05-18）

制造业如期反弹，全球朱格拉周期开启不断验证——2021 年 4 月实体经济数据点（2021-05-17）

国内外疫情不断扰动，货币政策继续微松——光大宏观周报（2021-05-16）

新增社融读数不佳，究其缘由实则不弱——2021 年 4 月金融数据点评（2021-05-12）

外部扰动影响有限，政策基调延续稳健——2021 年一季度货币政策执行报告点评（2021-05-12）

通胀分化延续，PPI 仍将上行——2021 年 4 月价格数据点评（2021-05-11）

目 录

一、美元指数还会继续向下吗？	4
1.1 美元指数缘何跌跌不休？	4
1.2 美元指数走势取决于何？	5
1.3 美元指数后面怎么走？	8
二、海外观察	9
2.1 海外疫情：全球疫情持续缓和，疫苗接种推进	9
2.2 金融与流动性数据：美债收益率小幅下行，通胀预期略有下降	9
2.3 全球市场：全球股市普遍上涨，大宗商品涨多跌少	11
2.4 央行观察：美联储将出售去年购入的全部公司债	12
2.5 海外政策：拜登签署行政命令修订投资禁令，59 家中企被列入黑名单	13
三、国内观察	15
3.1 上游：原油价格环比上涨，动力煤均价环比上涨、焦煤均价环比上涨，铜价环比下跌，铝价环比下跌	15
3.2 中游：高炉开工率上升，水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比下跌，库存同比上涨	16
3.3 下游：商品房成交面积增幅缩窄，猪价、菜价、水果价格环比下跌	17
3.4 流动性：货币市场利率下行，债券市场利率趋势分化	18
3.5 国内政策：财政部表示国有土地使用权出让收入等划转税务部门征收	19
四、下周财经日历	19

图目录

图 1：2020 年 4 月以来美元指数持续下行	4
图 2：疫情期间美联储资产负债表大幅扩张	5
图 3：美国通胀高企带动了美元指数走弱	5
图 4：欧美疫情的相对强弱也对美元指数走势产生明显影响	5
图 5：欧美疫苗接种的相对强弱也对美元指数产生明显影响	5
图 6：美国基本面指标对美元指数缺乏解释力	6
图 7：美国货币环境对美元指数缺乏解释力	6
图 8：美元指数标价货币的权重构成	6
图 9：美元指数的标价货币中欧洲货币占比达到 77.3%	6
图 10：2012 年之前美欧利差对美元指数的指示意义较强	7
图 11：2012 年后央行资产负债表增速差的解释力增强	7
图 12：2018 年后制造业景气差对美元指数的指示增强	7
图 13：OECD 领先指标差对美元指数的解释力度略差一些	7
图 14：美联储扩表速度已明显慢于欧央行	8
图 15：美欧制造业景气差已呈现改善迹象	8
图 16：2022-2031 财年《美国就业计划》收支情况	8
图 17：2022-2031 财年《美国家庭计划》收支情况	8
图 18：印度新增确诊增幅减缓（7 天移动平均）	9
图 19：疫苗接种比例持续上升	9
图 20：美国 10 年期国债收益率小幅下行	10

图 21: 英、法、德及日本 10 年期国债收益率涨跌不一	10
图 22: 美国 10 年期和 2 年期国债期限利差小幅下行 (%)	10
图 23: 美国投资级企业债利差涨跌不一 (%)	10
图 24: 美联储资产规模略有回升 (十亿美元)	11
图 25: 美、欧、日央行资产规模均有上升	11
图 26: 全球股市普遍上涨	11
图 27: 大宗商品价格涨多跌少	11
图 28: 原油价格环比上涨	15
图 29: 动力煤均价环比上涨、焦煤均价环比上涨	15
图 30: 铜价环比下跌, 库存同比下降	16
图 31: 铝价环比下跌, 库存同比上涨	16
图 32: 高炉开工率环比上升	16
图 33: 水泥价格指数环比下跌	16
图 34: 螺纹钢价格环比下跌, 库存同比下降	17
图 35: 钢坯库存同比上涨	17
图 36: 商品房成交面积增幅缩窄	17
图 37: 土地供应面积同比增速由正转负	17
图 38: 猪价、菜价、水果价格环比下跌	18
图 39: 乘用车日均零售销量同比由正转负	18
图 40: 货币市场利率下行	18
图 41: 债券市场利率趋势分化	18

表目录

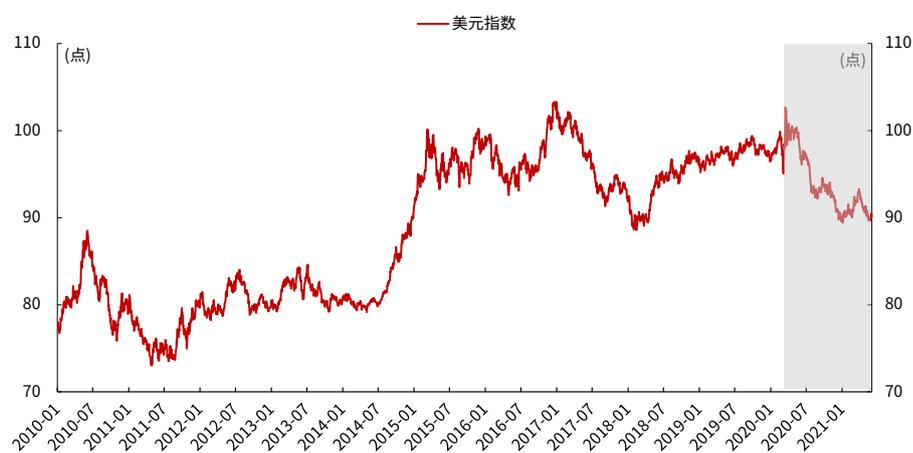
表 1: 美欧日央行官员表态	12
表 2: 美国经济热力图	14
表 3: 欧元区经济热力图	14
表 4: 英国经济热力图	14
表 5: 日本经济热力图	14
表 6: 下周全球经济数据热点	19

一、美元指数还会继续向下吗？

1.1 美元指数缘何跌跌不休？

美元指数自 2020 年 3 月中旬以来持续趋势性下行。通过复盘美元指数走势，可以发现，美元指数自 2020 年 3 月中旬美国疫情发酵以来持续下行，期间于 2021 年 1 月至 3 月曾有过一波止跌反弹，但于 4 月再次回归下行趋势。在此期间，美元指数曾一度跌破 90 点关键点位，低点接近 2018 年中美贸易摩擦时期的低点。那么，是什么原因促使了本轮美元指数的持续走弱，以及这种走弱趋势将会持续至何时呢？

图 1：2020 年 4 月以来美元指数持续下行

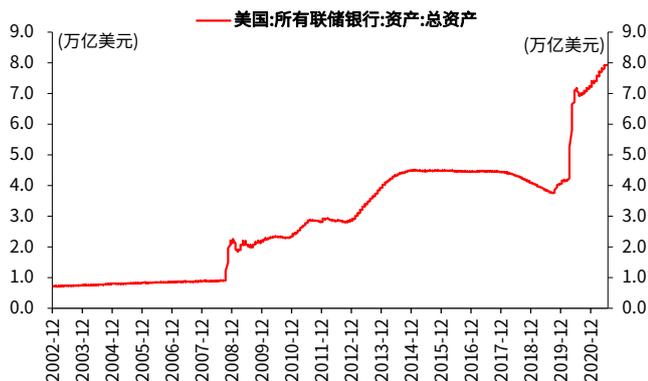


资料来源：Wind，光大证券研究所

数据区间：2010 年 1 月 4 日至 2021 年 6 月 4 日

美国通胀高企助推了美元指数持续走弱。2020 年面对新冠疫情对美国及全球经济的冲击，美联储为了稳定经济及金融市场预期，再次实施了大规模的量化宽松，资产负债表规模由 2020 年 3 月中旬的 4.31 万亿美元，一举扩张至 2020 年 6 月中旬的 7.17 万亿美元，增幅达到了 66.36%。美联储大规模的量化宽松促使经济从疫情冲击中得以较快的稳定下来，并且逐步得以恢复。但同时，远超名义经济增速的货币投放，也使得国内通胀逐渐走高，进而带动了美元指数走弱。

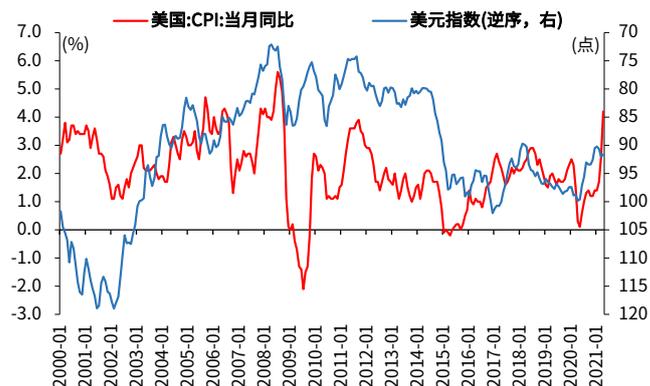
图 2：疫情期间美联储资产负债表大幅扩张



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据区间：2002 年 12 月至 2021 年 6 月

图 3：美国通胀高企带动了美元指数走弱



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据区间：2000 年 1 月至 2021 年 4 月

欧美疫情及疫苗接种的相对强弱，也对美元指数走势产生了明显影响。通过将美元指数与欧美新增确诊和美欧疫苗接种剂量之差描绘在同一张坐标图里，我们可以清晰的发现，当欧美新增确诊之差持续走高时，美元指数便会持续走强，反之则反；当美欧疫苗接种剂量之差持续走高时，美元指数便会持续走强，反之则反。这一点也是容易理解的，当美国疫情控制表现更好时，市场对美国经济走势的信心更强，从而带动美元指数走高。而这，可以很好的解释今年以来美元指数的止跌反弹，以及 4 月之后的再次回落。

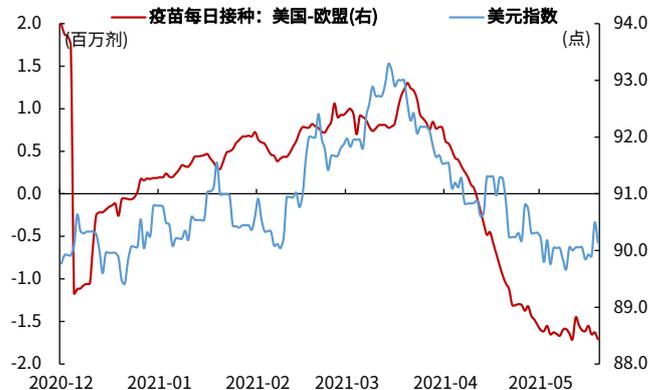
图 4：欧美疫情的相对强弱也对美元指数走势产生明显影响



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据区间：2020 年 6 月 1 日至 2021 年 6 月 4 日

图 5：欧美疫苗接种的相对强弱也对美元指数产生明显影响



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据区间：2020 年 12 月 1 日至 2021 年 6 月 4 日

1.2 美元指数走势取决于何？

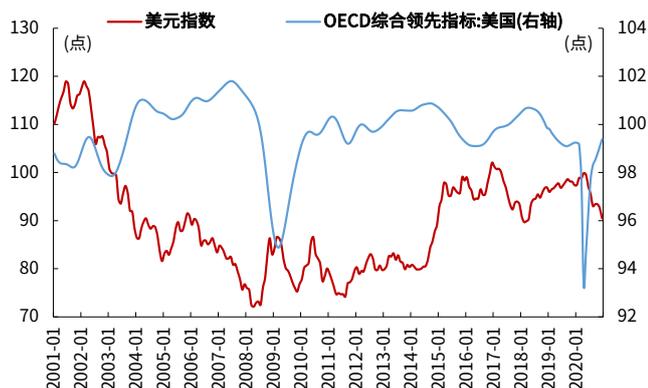
美元指数的强弱不仅仅取决于美国自身的经济基本面及货币环境。

在上一节，我们尝试着阐释了，美元指数为何自 2020 年 3 月中旬以来持续走弱，以及为何会有年初的止跌反弹及 4 月后的再次下行。那美元指数后续走势如何呢？为了解决这个问题，我们先试图来理解美元指数的走势取决于何？

一则，我们选取 OECD 综合领先指标等表征美国经济基本面的指标，与美元指数的走势进行对比，2001 年 1 月至 2020 年 12 月期间，两者的相关性仅有约 30%，即经济基本面指标对美元指数的解释力度较弱。

二则，我们选取美联储资产负债表总资产增速等表征美国货币环境松紧的指标，与美元指数走势进行对比，2013 年 1 月至 2021 年 5 月期间，两者的相关性仅有约 28%，即货币环境松紧指标对美元指数的解释力度同样较弱。

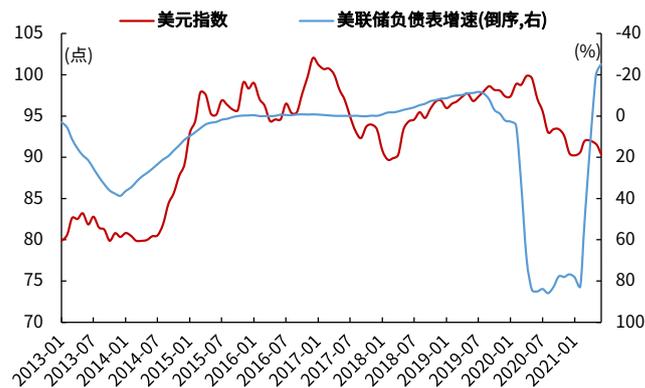
图 6：美国基本面指标对美元指数缺乏解释力



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据区间：2001 年 1 月至 2020 年 12 月

图 7：美国货币环境对美元指数缺乏解释力



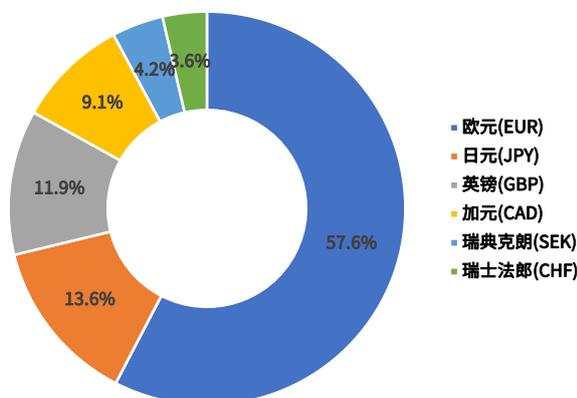
资料来源：Wind，光大证券研究所

数据区间：2013 年 1 月至 2021 年 5 月

美元指数衡量的是美元相对一揽子货币的相对强弱，在很大程度上反映了美元相对欧洲货币的强弱，即美国经济基本面及货币环境相对欧洲的强弱。

美元指数是综合反映美元在国际外汇市场的汇率情况的指标，用来衡量美元对一揽子货币的汇率变化程度。它通过计算美元和对选定的一揽子货币的综合的变化率，来衡量美元的强弱程度。而在对美元指数进行标价的货币中，欧洲货币权重占比达到 77.3%，欧元权重占比达到 57.6%。因而，美元指数实际上在很大程度上反映了美元相对欧洲货币的强弱，即美国经济基本面及货币环境相对欧洲的强弱。

图 8：美元指数标价货币的权重构成



资料来源：IMF，光大证券研究所

数据源自 2020 年 4 月

图 9：美元指数的标价货币中欧洲货币占比达到 77.3%



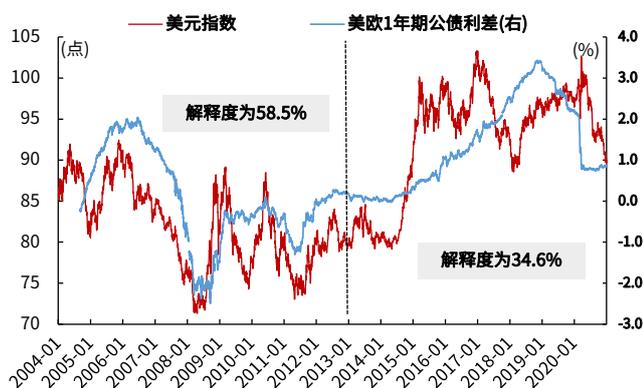
资料来源：IMF，光大证券研究所

数据源自 2020 年 4 月

美元指数，一则取决于美欧货币环境的强弱对比。由于欧洲并没有统一的经济金融数据以供验证我们的观点，因而，我们主要选取欧元区的数据用以与美国数据进行对比。

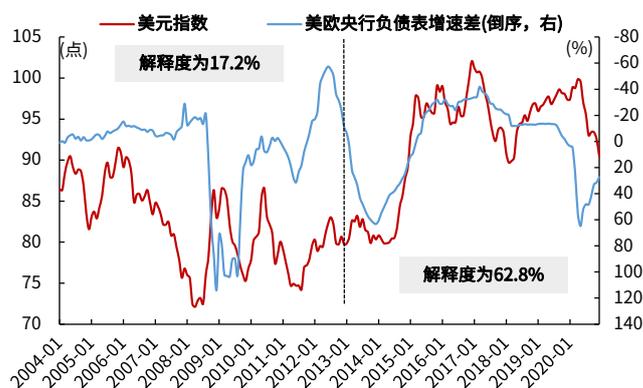
可以看到，在 2012 年之前(含 2012 年)，以美欧 1 年期国债利差为代表的价差概念对美元指数的强弱有着较好的指示意义，而在 2012 年之后，以央行扩表速度差为代表的量差概念对于美元指数的指示意义则明显强于美欧利差。这主要是由于 2012 年后，欧元区实际收益率水平逐渐降至零利率以下，并且量化宽松的实施也使得货币量的扩张速度更能反映美欧货币环境的强弱对比。

图 10：2012 年之前美欧利差对美元指数的指示意义较强



资料来源：Wind，光大证券研究所 数据区间：2004 年 1 月 2 日至 2020 年 12 月 31 日
数据说明：美欧 1 年期国债利差为，美国 1 年期国债到期收益率减去欧元区 1 年期国债到期收益率

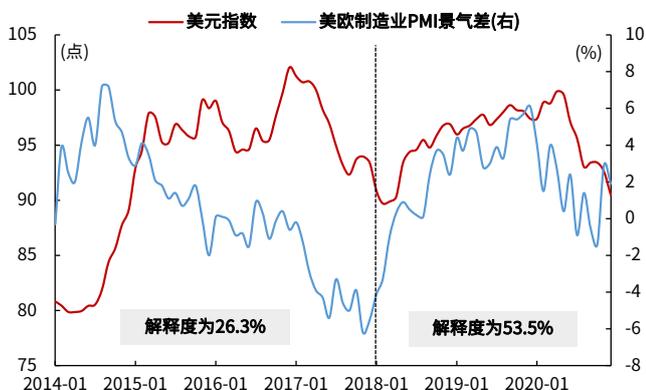
图 11：2012 年后央行资产负债表增速差的解释力增强



资料来源：Wind，光大证券研究所 数据区间：2004 年 1 月至 2020 年 12 月
数据说明：美欧央行资产负债表增速差的计算方式为，首先选取每月最后一周的资产总值作为当月资产值，然后利用美国央行资产负债表资产当月值的同比增速减去欧洲央行的同比增速。

美元指数，二则取决于美欧经济基本面的强弱对比。在经济基本面强弱的对比中，GDP 指标的频率过低，但我们发现，2018 年后美欧制造业景气气差对美元指数的指示意义逐渐增强，效果要好于 OECD 领先指标的解释力。

图 12：2018 年后制造业景气气差对美元指数的指示增强



资料来源：Wind，光大证券研究所 数据区间：2014 年 1 月至 2020 年 12 月

图 13：OECD 领先指标差对美元指数的解释力度略差一些



资料来源：Wind，光大证券研究所 数据区间：2014 年 1 月至 2020 年 12 月
数据说明：美欧 OECD 领先指标差的计算方式为，美国 OECD 领先指标减去同期欧元区 OECD 领先指标。

1.3 美元指数后面怎么走？

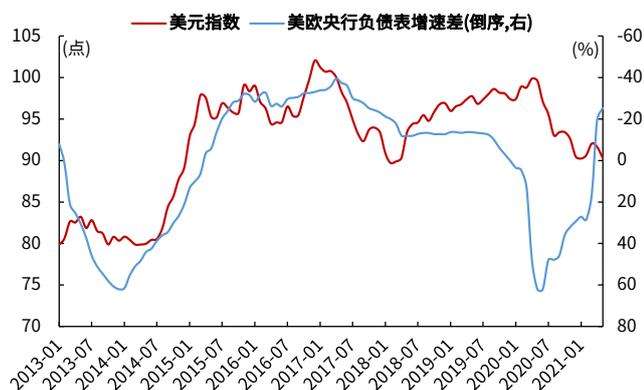
美元指数具备较强支撑，不惧短期波动。

一则，美国及欧洲疫情持续好转，对经济的影响将会逐渐消散。另外，随着通胀的逐渐高企，美联储内部关注通胀的声音越来越多，鹰派力量正在逐渐形成，预计缩减 QE 将会进一步前置。因而，站在当前阶段，疫情及通胀对美元指数的影响不再具备长期性，更多地是产生美元指数走势的波动。

二则，我们观察到，自 2020 年 6 月以来，美联储与欧洲央行资产负债表扩张速度差便开始收缩；今年 4 月后，欧央行扩表速度更是开始快于美联储。若美联储考虑提前缩减 QE，这一趋势将会更加明显。因而，美欧货币宽松程度已经发生逆转，美元指数继续走弱的货币环境已经不复存在。

三则，美国财政刺激规模预计强于欧盟，美欧制造业景气差也已呈现出改善迹象，美欧经济基本面趋势上美国更占优。

图 14：美联储扩表速度已明显慢于欧央行



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据区间：2013 年 1 月至 2021 年 5 月

图 15：美欧制造业景气差已呈现改善迹象



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据区间：2013 年 1 月至 2021 年 5 月

图 16：2022-2031 财年《美国就业计划》收支情况

亿美元
3,000

收入 支出 美国就业计划净支出

图 17：2022-2031 财年《美国家庭计划》收支情况

亿美元
2,500

收入 支出 美国家庭计划净支出

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_19951

