

海外市场跟踪系列

美元下一步

核心摘要

2021年1季度，美元指数从90点下方升至93点上方；4月以后，美元指数调头回落并跌至90点下方。6月18日美联储议息会议后美元指数升破92点。如何理解今年上半年的美元走势？下半年美元又将如何演绎？

1、2021年上半年美元走势回顾。我们提出美元指数的“三维度”分析框架：一看经济基本面，美国经济与全球经济的相对表现很大程度上决定美元走势；二看市场对经济的预期，特别是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；三看交易/技术层面，如美元指数期货市场的空头持仓持续偏高，将为后续美元的阶段性反弹积聚势能。今年上半年美元走势呈“倒V型”，主因是美欧经济的相对表现在预期层面发生逆转。1季度，美国经济在拜登财政刺激与严格防疫政策的作用下较快恢复，而欧洲疫情反扑、疫苗接种落后等，拉大了美欧经济的预期差，这反映在美欧花旗经济意外指数差值的走高。此外，2月下旬至3月中旬，ICE美元指数非商业空头仓位快速释放，也一定程度上驱动美元升值。但在2季度，“拜登新政”后劲不足，美国疫苗接种速度下降，而欧洲疫情逐步受控，疫苗接种持续提速，宣布发行8000亿欧元债等，美欧花旗经济意外指数差值走低，美元指数相应走弱。

现阶段市场看空美元的情绪仍处历史较高水平，并对美元指数有所压制。本质上，市场担心新冠疫情后美联储政策力度过强，但货币宽松对经济复苏的促进效果不佳，美国经济或陷入“类滞胀”（通胀上升过快、经济恢复过慢），从而美联储政策转向更受束缚，美元流动性泛滥“覆水难收”，最终使美元趋势性走弱。4月以来，一些新因素还在强化看空美元情绪。美国就业改善程度不及预期，而大宗商品价格上涨令美国通胀指标蹿升、通胀预期走高，进一步加深了市场对美联储调控能力的怀疑。美联储隔夜逆回购规模激增，也加剧了市场对美元流动性泛滥的担忧。

2、2021年下半年美元指数走势展望：美元指数在下半年存在阶段性反弹机会，但上行幅度有边界。

首先，美元指数有望反弹超过93点这一前期高点。1) 美联储讨论和实施Taper可能抑制看空美元情绪。前三轮QE结束之前，美元指数均经历了反弹。美联储6月议息会议后，美元快速至92点上方。美联储对全年经济预测乐观，坚持“通胀暂时论”，点阵图显示加息节点可能提前，上调超额准备金和隔夜逆回购利率，这些都彰显了美联储回收流动性的决心。2) 美国经济基本面强劲或对美元提供支撑。IMF在4月预测，2021年美国经济增长相对于全球领先0.36个百分点，且考虑到非美地区疫情反扑，美国经济“一枝独秀”程度可能更高。3) 美欧经济预期差可能再现反转。以疫苗接种为例，美国疫苗接种速度出现下降，是在每百人接种数达到60之后。欧洲目前每百人接种数在70左右，近期接种速度亦出现筑顶现象，预计未来几个月欧盟接种速度可能会呈下降趋势。

其次，下半年美元反弹的节奏和强度有边界：1) 美联储回收流动性的难度比前三轮QE更大。全球金融危机后QE1-3期间美联储总资产规模扩大约2.5万亿美元，而本轮QE后美联储已扩表达4万亿美元。2) 美国经济“一枝独秀”的程度和持续时间有边界。虽然本轮美国复苏进度领先全球，但美欧经济走势是同向的（均走向复苏而非分化），这与2014年时的情形截然不同，美元指数“触摸”2015年均值（96）的概率不高。3) 美联储对市场的预期引导一定程度上淡化恐慌情绪。目前市场预计美联储在3季度正式讨论Taper，并于今年年底或2022年初正式实施Taper，美联储行动与市场的预期差可能不会太大。

风险提示：美国就业恢复不及预期，美国通胀超预期，美联储行动节奏超预期，美欧经济预期差维持现状或欧洲进一步领先等。

2020年新冠疫情爆发后，美元指数“一泻千里”，自100点上方一直跌落至90点下方。2021年1-2季度，美元指数先走强后回落，呈现“倒V型”走势，最高升至93点上方。5月中旬至6月中旬，美元指数在90点附近徘徊。6月16日美联储议息会议后，美元指数快速反弹，6月17日盘中升破92点、6月18日收于92.3（图表1）。近期ICE美元指数非商业多空占比基本持平，当前市场对美元走势出现很大争议。如何理解今年上半年美元的“倒V型”走势？今年下半年美元将如何演绎？

图表1 2020年疫情后美元指数持续走弱，2021年1-2季度先反弹后回落，6月16-17日快速反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

一、2021年上半年美元走势回顾

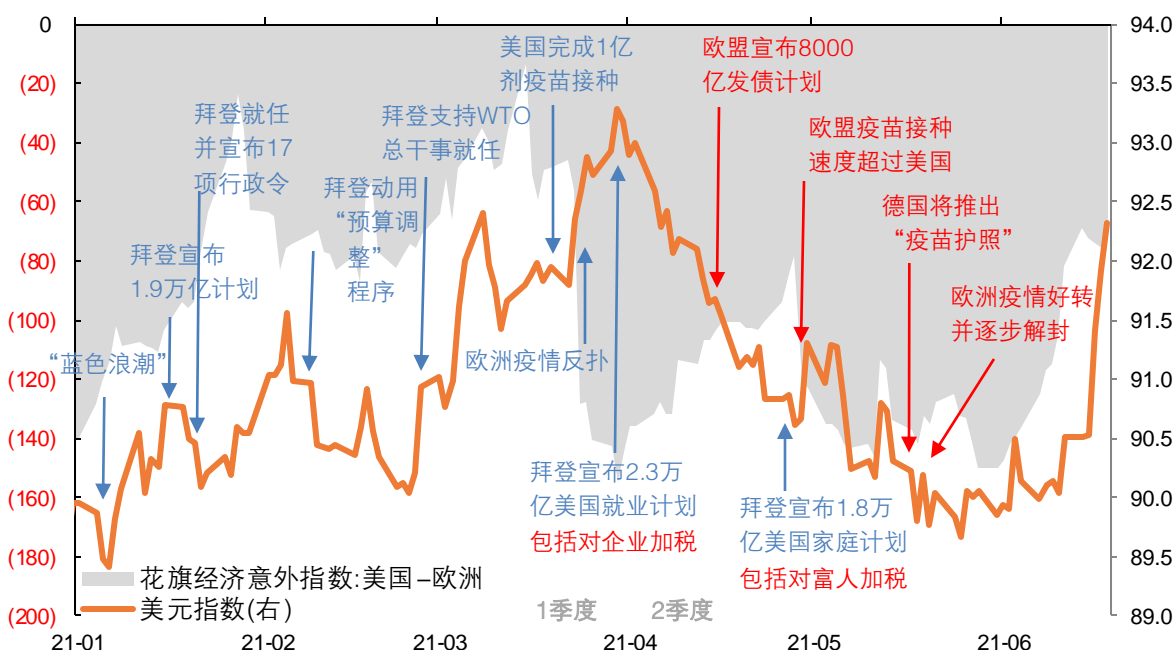
我们在今年1月的报告《美元仍然有些美》中，提出了美元指数“三维度”分析框架：一看，经济基本面，美国经济与全球经济的相对表现很大程度上决定美元走势；二看，市场对经济的预期，特别是美国与欧洲经济的相对表现，以及美欧货币政策的相对节奏，与美元指数波动有较高同步性；三看，从交易/技术层面看，如美元指数期货市场的空头持仓持续偏高，将为后续美元的阶段性反弹积聚势能。

2021年上半年美元走势呈“倒V型”，主因是美欧经济的相对表现在预期层面发生逆转。

1季度，美国实体经济在拜登1.9万亿财政刺激与严格防疫政策的作用下较快恢复，经济复苏势头全球领先，颇有“一枝独秀”态势。美欧经济预期上，“拜登新政”的速度和力度超过市场预期，而欧洲疫情反扑、疫苗接种落后、财政落地缓慢、政治不稳定因素出现等，均造就了美欧经济的预期差，这也反映在美欧花旗经济意外指数差值的走高。

2季度，“拜登新政”仿佛后劲不足，美国疫苗接种速度下降，财政计划的推进困难重重，且其中加税计划即便是“结构性”的，也易引发市场对挫伤经济的担忧；而欧洲疫情在封锁后逐步受控，疫苗接种持续提速，宣布发行8000亿欧元债等。这些因素令美欧经济预期差出现了显著“反转”（图表2）。

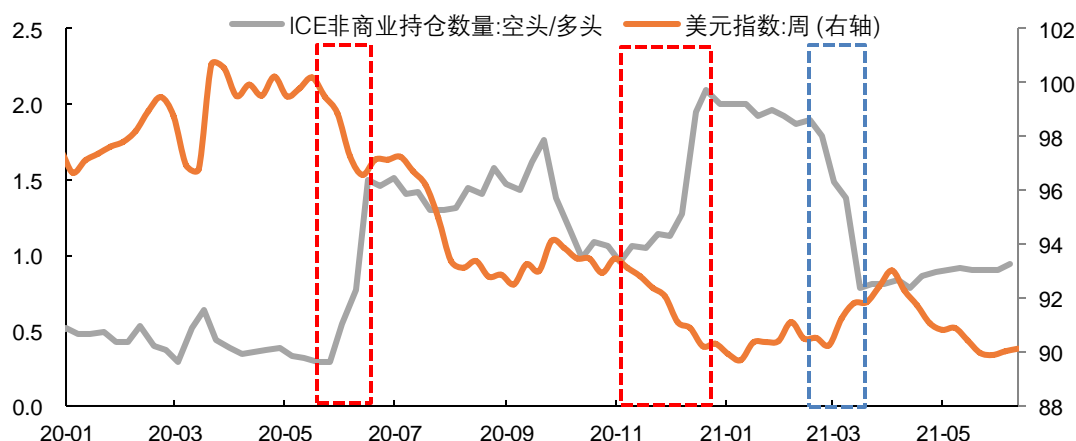
图表2 2021年1季度和2季度，美元指数先反弹后回落，伴随美欧经济预期差的反转



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2月下旬至3月中旬，美元指数空头仓位快速释放也一定程度上驱动美元升值。在2020年美元全年走弱后，市场看空美元情绪高涨，2021年1-2月，ICE美元指数非商业空头持仓数量一度达到多头的2倍。而当2021年1季度美元走强后，市场对于美元的态度发生变化，尤其今年2月下旬至3月中旬期间，ICE空头降为仅为多头的0.8倍左右。自3月中旬以来，美元指数期货空头占比企稳并小幅回升，目前多空头比例“势均力敌”（图表3）。这意味着市场处于观望期，多头快速增持、空头快速减持的状况暂未出现，交易层面对美元价格的影响比较有限。

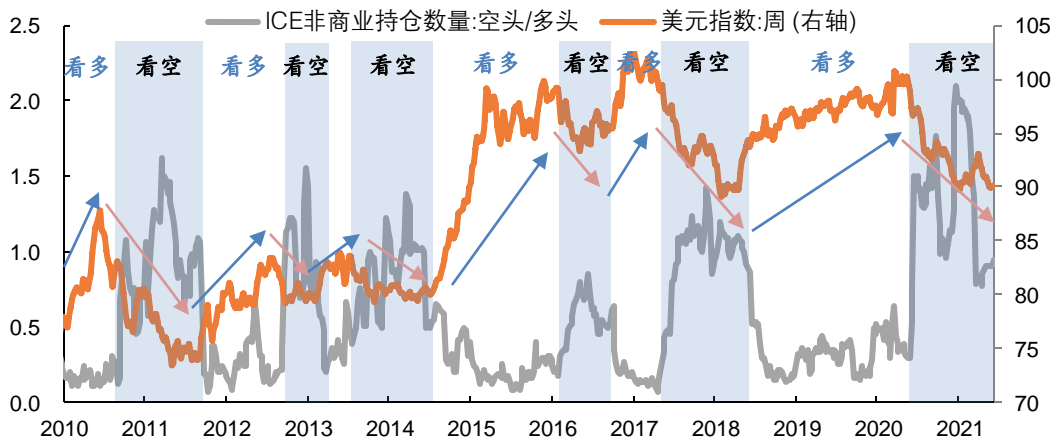
图表3 美元指数期货市场多空头比例大幅变化将影响美元价格，目前多空头比例接近1比1



资料来源: Wind, 平安证券研究所

现阶段市场看空美元的情绪仍处于历史较高水平，并对美元指数有所压制。市场对于美元走势的判断往往是“顺周期”的。历史上，美元走势与美元指数期货多空头持仓所体现出的市场观点有很强的同步性，且前者对后者有一定领先性。从期货市场数据看，2020年5月以来截至目前，ICE非商业空头与多头的比例仍处于历史高位（图表4）。

图表4 市场对于美元走势的判断往往是“顺周期”的，美元走势对美元指数期货多头持仓有领先性

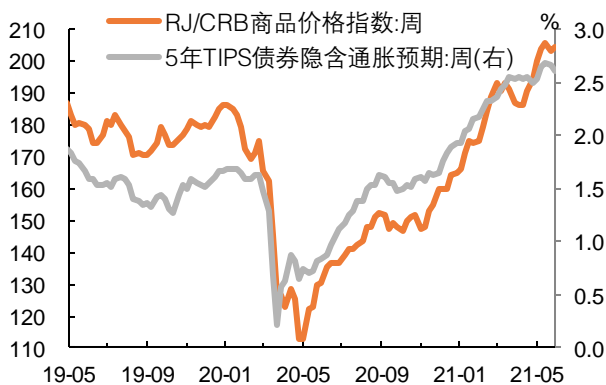


资料来源: Wind, 平安证券研究所

我们认为，市场看空美元的实质是对本轮美联储政策的怀疑。本质上，市场质疑疫情后美联储货币政策的力度是否“合理”。若“合理”，则“高压经济学”能够切实帮助美国经济快速、充分复苏，且由于非美央行政策相对保守和克制，所以美国和非美经济差距会延续较长时间，继而美国经济和美元资产将获得较大支撑，美元有望阶段性走强。若“不合理”，则意味着美联储政策力度过强，对经济复苏的促进效果不佳，今后一段时间美国经济陷入“类滞胀”（通胀上升过快、经济恢复过慢），届时美联储政策转向还将进一步受束缚，即美元流动性泛滥却“覆水难收”，最终使美元趋势性走弱。

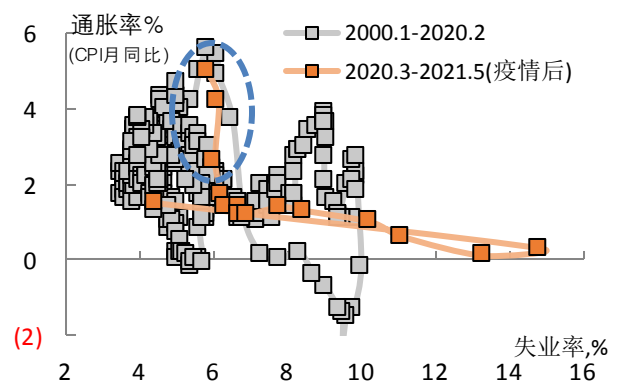
今年4月以来，一些新因素还在强化看空美元情绪。一方面，美国失业改善不及预期，而通胀及通胀预期走高，使美联储货币政策效果打折。今年4-5月美国非农就业数据不及预期，失业率下降速度缓慢；而4月以来，国际大宗商品价格进一步攀升，美国4-5月通胀指标超预期蹿升，这些均抬升了通胀预期（图表5）。上升的通胀预期使菲利普斯曲线有陡峭化倾向，美联储通过货币宽松促进经济修复、降低失业的能力，客观上受到更大约束（图表6）。

图表5 商品价格攀升进一步抬升通胀预期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

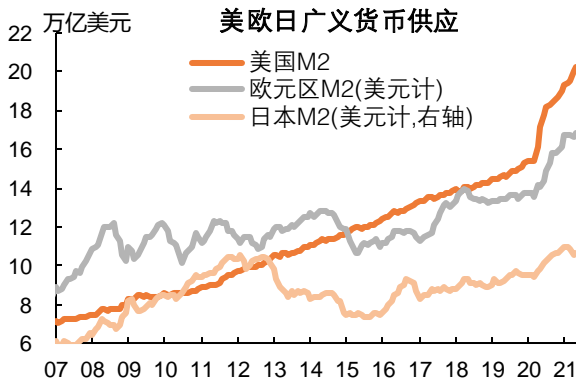
图表6 菲利普斯曲线陡峭化，美联储政策难度加大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

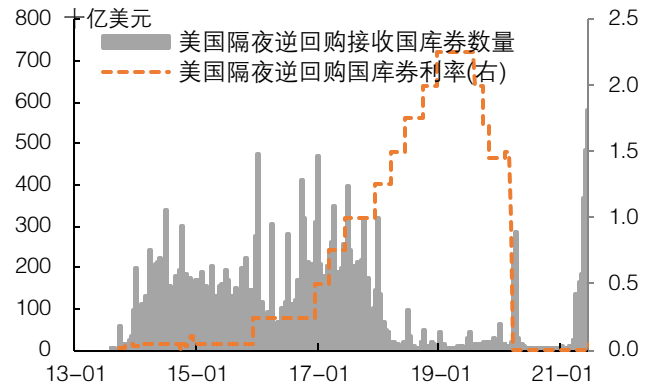
另一方面，市场对美元流动性泛滥的担忧加剧。2020年3月至2021年4月，美国M2扩张了26%，同期欧元区和日本M2分别扩张20.6%和9.7%。2021年以来截至4月底，美国M2扩张幅度（5.1%）亦显著高于欧（1.7%）日（-2.9%）（图表7）。此外，5月以来美联储隔夜逆回购数额激增且创历史新高，这被市场视为美元流动性泛滥的表征，进一步加剧了市场对于流动性过剩的担忧（图表8）。

图表7 美国 M2 扩张幅度大于欧日



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 美联储隔夜逆回购数额激增且创历史新高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

在上述两方面因素共同作用下，市场对未来一段时间美国经济陷入“类滞胀”的预期加强。而6月议息会议以前，美联储仍然看淡通胀风险，维持偏鸽表态。这不禁令市场怀疑，未来美联储会“被迫”维持宽松（不管出于经济修复尚不现实的考虑，还是担心刺破高估的资产价格的考量），而这无疑会进一步加剧美元流动性泛滥问题，拖累美元估值。

二、2021年下半年美元走势展望

2021年下半年，美元指数存在阶段性反弹机会，但上行幅度有边界。

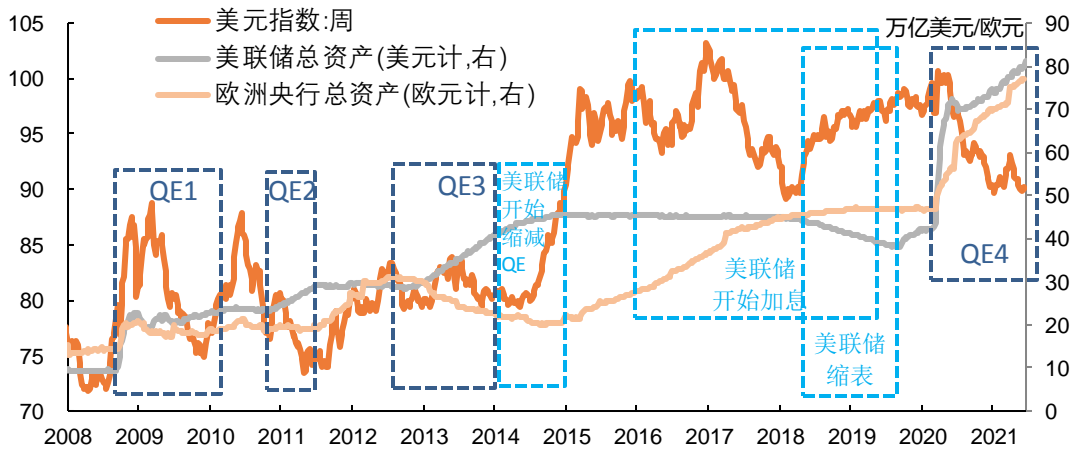
首先，美元指数有望反弹超过93点这一前期高点。这主要基于以下三点理由：

1) 下半年美联储讨论和实施 Taper 可能抑制利空美元情绪

历史上，美联储货币政策迈向正常化的过程，通常伴随美元反弹。尤其值得注意的是，前三轮QE结束之前，美元指数就经历了反弹。美联储前两轮QE正式中止前，由于市场提前形成货币政策转向的预期，美元指数提前反弹。2014年后，美联储通过削减QE、加息、缩表等手段，回收美元流动性，锁住美元价值，美元指数在2014年下半年开始快速走高，从80点附近重回90-100点区间（图表9）。

6月美联储议息会议后，美联储政策转向预期有所提前，美元快速反弹。6月17日美元指数由90.5附近跃升至91.4，18日升至92.3。具体来看，上述多个利空美元的理由，均出现了预期层面的修正。第一，美联储对美国前景乐观。美联储对美国前景信心十足，在对经济前景的判断中“大方”承认疫苗进展对美国经济的积极影响，最新经济预测大幅上调了美国2021年实际GDP增速预测至7.0%，且维持4.5%的失业率预测。第二，美联储坚持“通胀暂时论”。这暂时压低了市场的通胀预期，如美国10年期TIPS国债隐含通胀预期，在6月15-17日期间大幅回落11个基点至2.27%，为近三个月以来最低值。第三，美联储进一步彰显了回收流动性的能力和决心。点阵图显示委员们预计的加息节点显著提前，加上美联储上调超额准备金和隔夜逆回购利率各5bp，其效果“立竿见影”（17-18日单日逆回购规模均突破7000亿美元），美联储讨论和实施Taper的决心以及回收流动性的能力进一步得以彰显。

图表9 美联储前三轮QE中止前，由于市场预期货币政策转向，美元指数往往提前反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2) 下半年美国经济基本面能够对美元提供较强支撑

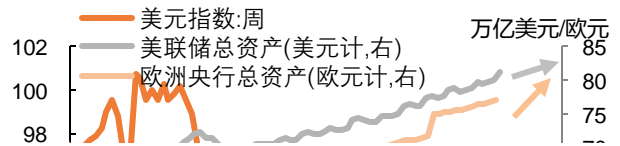
2021年美国经济“一枝独秀”的程度将为历史较高水平。IMF在4月7日更新预测显示，2021年美国经济增长相对于全球经济增长的领先幅度由上一次预测的0.09个百分点上调至0.36个百分点，2022年这一数字由-2.07上修至-0.90（图表10）。需要注意的是，本次IMF预测尚未考虑到亚洲疫情4月以后的反扑对非美经济带来的拖累，意味着美国经济“一枝独秀”的程度在今年可能会进一步凸显。美欧经济方面，欧央行与美联储资产规模差距正在缩窄。欧洲央行6月议息决议偏鸽，并承诺6-9月将加快PEPP购债速度，而美联储扩表节奏不变、Taper时点大概率早于欧央行（图表11）。

特别是，如果美国就业能够如期快速恢复（我们对此较为乐观：1）至少25个州的新增失业救济将在7月初以前到期，另外一半的州将在9月初到期，居民找工作的需求上升；2）更高的工资增长或吸引更多人重返工作岗位；3）疫情缓解会让餐饮、休闲和旅游业等更全面地开放，同时缓解居民对就业风险的担忧），那么美联储迈向正常化的底气更足，市场对此的预期也会加强。

图表10 2021年美国“一枝独秀”对美元形成支撑



图表11 2021年下半年欧洲央行将加快购债，美联储维持购债节奏，美欧央行资产规模差距缩窄



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_20269

