

## 美元何时见顶？

- 年中以来，美元持续走强的原因？疫情反复下避险需求、经济预期波动影响

年中以来，美元指数持续走强，从6月初的90以下升至近期接近97的高点，升幅近8%。年初以来，美元指数一波三折走出类“N型”走势，1月至3月，美元指数由89.4左右升至93左右；4、5月间再次由93左右回落至90左右，6月中上旬以来持续震荡抬升，最高达96.8，抬升幅度较大。

疫情期间，美元汇率主要受疫情形势影响下阶段性避险情绪、经济政策预期波动的影响。2021年，上半年主要受美欧疫情形势、防控效果错位下，二者之间经济预期波动的干扰；下半年美元指数的两波快速抬升，分别发生在Delta、Omicron病毒出现后，资金避险情绪、经济政策预期变化阶段。
- 2022年，美元汇率何去何从？“场景修复年”，定价机制回归基本面

近两年，美元指数波动，与疫情形势的演绎高度相关；疫苗虽然上市，全球供需失衡、叠加疫情反复，是导致2021年美元走强的重要原因。经验显示，美元指数走势，主要由美国与非美经济体经济相对强弱程度驱动。疫情期间，各国防控形势演进并不同步，导致汇率走势“疫情”形势影响变大。

伴随疫苗有效性提升和技术发展，及疫苗供给由不足转向过剩，2022年汇率驱动逻辑或将从“疫情”扰动转向“基本面”驱动。疫情治疗方法已由初期的住院治疗发展至小分子靶向药、疫苗+口服药结合的方式，“流感化”的趋势在加快，加之全球主要上市疫苗厂商产能有望由2021年的不足110亿剂提升至2022年的220亿剂左右。疫情对汇率定价的影响会明显减弱。
- 美元指数何时见顶，未来趋势？1H2022将见顶回落，人民币汇率压力不大

2022年，全球疫苗供给大幅上量，由不足转向过剩的过程中，非美经济体弹性或大于美国，美元指数或将见顶回落、人民币贬值压力不大。2022年全球疫苗规划产能将达到全球人口的2-3倍，“场景修复”或将加快，前期消费场景、供应链场景受伤较重的区域、行业，经济修复弹性或更明显。金融资产的定价机理，将大为改观，部分资产表现，或与疫情期间形成镜像。

部分宏观信号已经开始提示美元指数即将见顶的逻辑，预计1-2个季度以内或可见高点。美国经济增速最快的阶段已经见到，市场对美国财政货币政策正常化的消化也相对充分；“场景修复”下，欧洲与其他非美经济体的修复弹性或高于美国。综合考虑经济形势、政策节奏等，明年上半年美元指数或见顶逐步回落，在此背景下，人民币汇率“贬值预期”不必过于担忧。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人  
yangyifan@gjzq.com.cn

风险提示：政策过紧、疫情变异超预期、供应链修复不足、需求回落过大。

## 目录

1. 年中以来，美元持续走强的原因？ .....	3
2. “场景修复”年，汇率定价机制将加速回归基本面 .....	5
3. “场景修复”年，美元见顶步入弱势通道，人民币贬值压力不大 .....	6

## 图表目录

图表 1 美元指数全年“N型”走势 .....	3
图表 2：构成美元指数的一揽子货币权重 .....	3
图表 3：美元指数和美国实际 GDP/欧元区实际 GDP 成正比 .....	3
图表 4：美国和欧洲疫苗接种人数占比 .....	4
图表 5：美欧新增死亡人数之差和美元走势反比 .....	4
图表 6：美元指数和美国&欧洲新增确诊人数 .....	4
图表 7：美欧新增确诊人数之差和美元走势反比 .....	4
图表 8：Omicron 早期的传播速度快于 Delta .....	5
图表 9：南非新增死亡病例未出现激增 .....	5
图表 10：抗新冠口服药的有效性 .....	5
图表 11：口服新冠治疗药物优势及特点 .....	5
图表 12：2022 年全球疫苗产能较 2021 年明显扩张 .....	6
图表 13：2022 年全球疫苗产能接近总人数的 2-3 倍 .....	6
图表 14：美国制造业与服务业 PMI 指数趋同 .....	6
图表 15：欧元区主要经济分项尚未回到疫前水平 .....	6
图表 16：中美欧汽车产量 .....	7
图表 17：汽车生产对不同经济体 GDP 增长的拖累 .....	7
图表 18：市场预期美联储 2022 年加息三次 .....	7
图表 19：欧央行资产负债表扩张速度将加速放缓 .....	7
图表 20：发达地区依然存在大量的加强针需求 .....	8
图表 21：欧美经济景气指数差值领先汇率 6 个月左右 .....	8
图表 22：中美利差处于三年均值附近，人民币汇率调节空间相对充裕 .....	8

### 1. 年中以来，美元持续走强的原因？

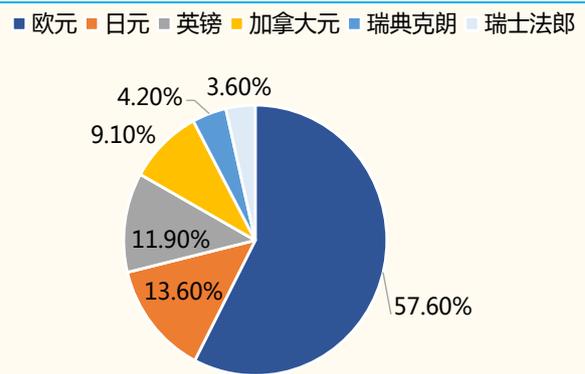
年初以来，美元指数一波三折走出类“N型”走势，6月初以来持续走强。美元指数，衡量的是美元对一揽子货币的汇率变化程度，由于欧元、英镑等占比最高，美欧经济相对强弱程度即成了美元指数核心驱动逻辑。近两年，疫情期间各国防控形势演进并不同步，导致汇率走势受“疫情”形势影响变大，尤其是美欧之间疫情形势的严谨。受疫情形势影响，1月至3月，美元指数由89.4左右升至93左右；4、5月间再次由93左右回落至90左右，6月中上旬以来持续震荡抬升，最高达96.8，抬升幅度较大。

图表 1 美元指数全年“N型”走势



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2: 构成美元指数的一揽子货币权重



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3: 美元指数和美国实际 GDP/欧元区实际 GDP 成正比



来源：Wind，国金证券研究所

上半年，美元汇率走势，主要受美欧疫情形势、防控效果错位下二者经济预期波动的影响。从疫苗的每日接种量来看，2021年1-4月，美国每日疫苗接种人数接近整个欧元区。疫苗供给量的变化，影响居民出行、外出消费以及服务就

业等方面，间接对欧美的经济增长和货币政策预期产生影响。由于美国疫情应对相对较好，“场景修复”趋势明显，带来美国经济恢复速度较快、美联储 Taper 预期升温，而欧元区疫情反复导致持续宽松，最终推动美元指数上升。

图表 4: 美国和欧洲疫苗每日接种量变化



来源: Wind, 国金证券研究所

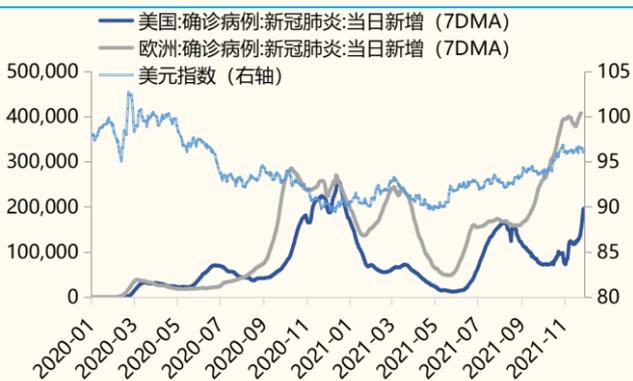
图表 5: 美欧新增死亡人数之差和美元走势反比



来源: Wind, 国金证券研究所

年中以来，美元指数的两波快速抬升，分别发生在 Delta、Omicron 病毒出现后，资金避险情绪、经济政策预期变化阶段。6 月后，欧美完全接种疫苗人数占比已经收敛，但病毒变异导致新增病例的人数的变化对市场情绪和经济政策预期产生较大影响。6-8 月，Delta 病毒在全球蔓延，欧美新增病例人数均大幅上升，但美国新增病例人数上升幅度低于欧洲，一方面使得避险情绪升温，流入美元资产，支持美元升值；另一方面，市场预期美国经济和政策受到 Delta 病毒影响较小，美联储仍将进行 Taper。近期，Omicron 病毒出现后，市场情绪和对经济和政策的预期也出现了类似的变化，推动美元出现第二波抬升。

图表 6: 美元指数和美国&欧洲新增确诊人数



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 美欧新增确诊人数之差和美元走势反比

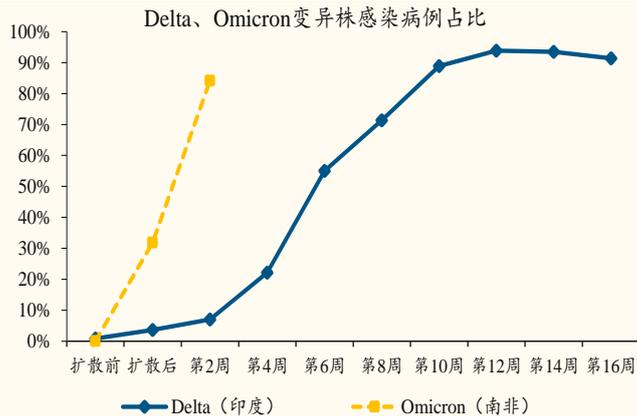


来源: Wind, 国金证券研究所

## 2. “场景修复”年，汇率定价机制将加速回归基本面

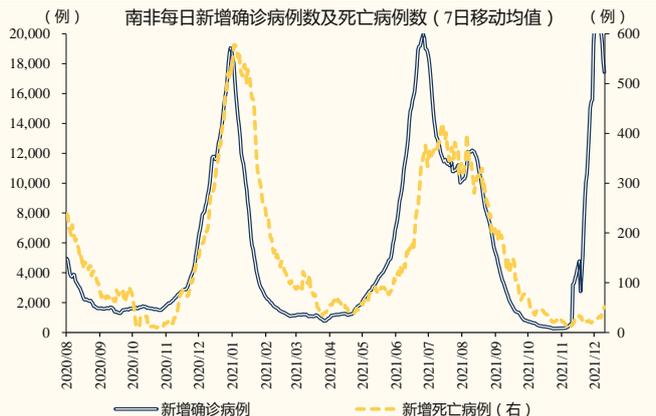
年中以来的 Delta、Omicron 变异病毒，传播力惊人，但感染的病例中轻症居多、致死率更是处于低位，疫情“流感化”的趋势越发明显。以最新的 Omicron 病毒为例，它拥有比 Delta 变异株更加迅猛的传播速度，Delta 变异株在“首发地”印度的传播过程，大约耗费 2 个月左右才成为绝对优势株，它仅在不到 2 周时间内扩散为南非绝对优势株。然而，从最新数据来看，Omicron 变异株感染的病例中轻症居多、也未表现出令人担忧的致死率。

图表 8: Omicron 早期的传播速度快于 Delta



来源: Wind, 国金证券研究所

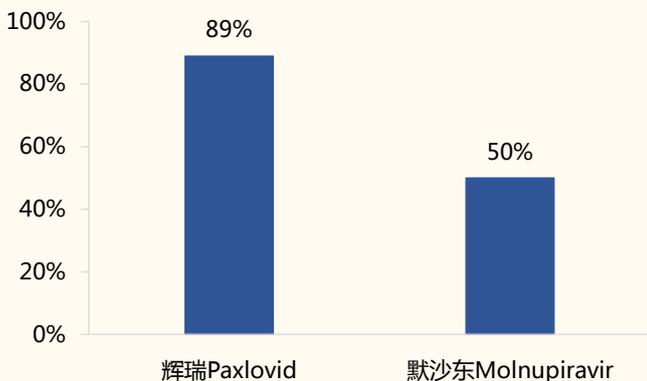
图表 9: 南非新增死亡病例未出现激增



来源: Wind, 国金证券研究所

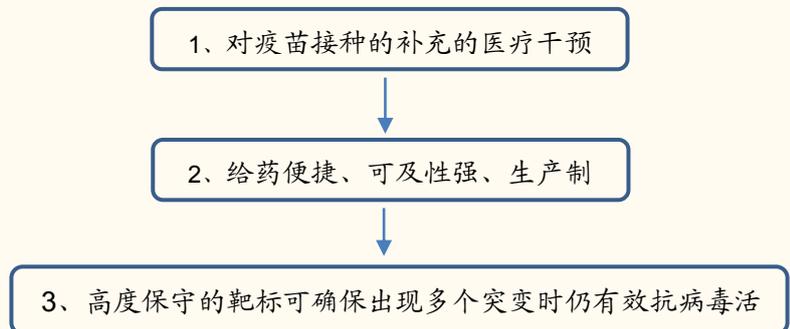
药物的有效性提升和技术发展，使得疫情防控手段越发科学、有效，也在加速疫情“流感化”的进度。从抗新冠口服药的有效性来看，辉瑞 Paxlovid 的抗新冠口服有效性接近 90%，默沙东 Molnupiravir 的有效性也达到 50%。此外，疫情应对的方法，也从疫情爆发初期简单的住院治疗，发展到化学小分子靶向药物，再发展到疫苗+口服药结合等，都在降低疫情对正常经济活动的干扰程度。

图表 10: 抗新冠口服药的有效性



来源: Nature, 国金证券研究所

图表 11: 口服新冠治疗药物优势及特点

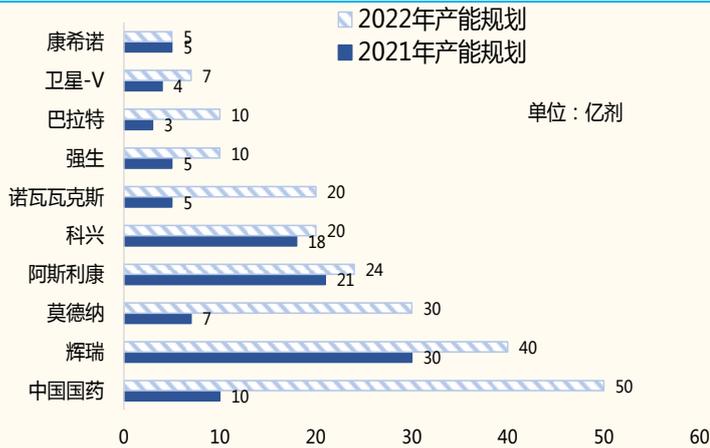


来源: 国金证券研究所

疫苗从 2021 年全球供给“不足”，到 2022 年的供给“过剩”，或将进一步削弱疫情对全球经济的影响，加快全球经济“场景修复”。从全球疫苗产能来

看，中国国药、莫德纳、诺瓦瓦克斯等预计 2022 年较今年产能分别扩张 400%、329%和 344%左右，全球主要上市疫苗厂商产能将由 2021 年的 110 亿剂左右提升至 220 亿剂左右，有望达到全球人口的 2-3 倍。同时，前期疫苗接种率较高的国家，已经开始推进第三针加强剂，以色列和英国的加强剂接种已经覆盖前两针接种的 34%和 15.4%。疫苗供需形势的变化，或将导致以汇率为代表的资产定价逻辑，由“疫情”扰动转向“基本面”驱动为主。

图表 12: 2022 年全球疫苗产能较 2021 年明显扩张



来源: Duke University, 国金证券研究所

图表 13: 2022 年全球疫苗产能接近总人数的 2-3 倍

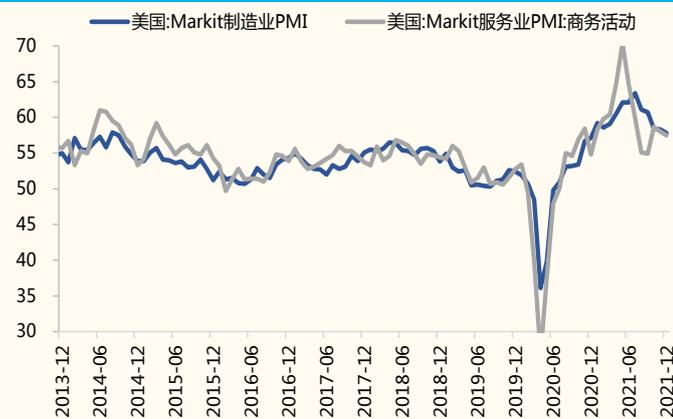


来源: Duke University, 国金证券研究所

### 3. “场景修复”年，美元见顶步入弱势通道，人民币贬值压力不大

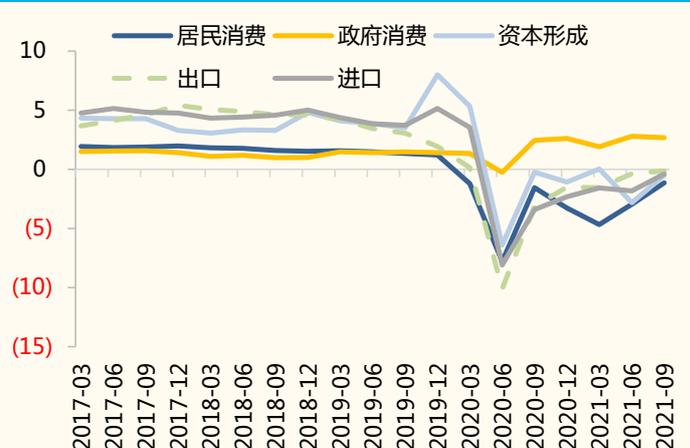
“场景修复”大背景下，美欧等主要经济体经济活动，或加快回归正常化，欧洲及其他非美经济体修复弹性或更大。美国私人实际商品消费增速开始逐步回落，但仍远高于疫情前的水平，实际私人服务消费增速开始逐步回升，但仍远低于疫情前水平。“场景修复”年，二者或将进一步加快回归。随着财政刺激政策的退出，以及美联储加速 Taper 和加息，美国经济增长最快的时候或已过去。疫情期间“受伤”较重的非美经济体，疫后“场景修复”受益程度或更高。

图表 14: 美国制造业与服务业 PMI 指数趋同



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 欧元区主要经济分项尚未回到疫前水平

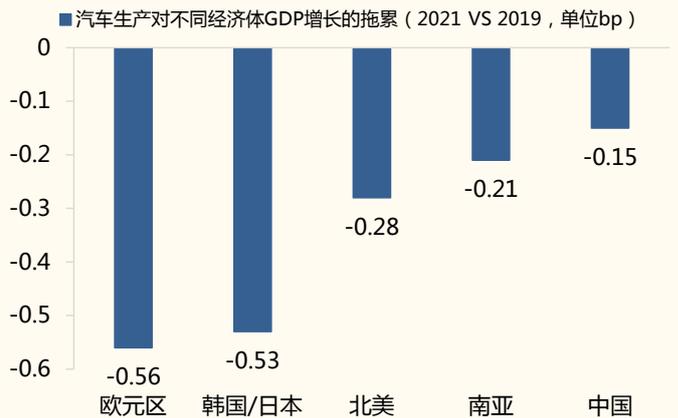
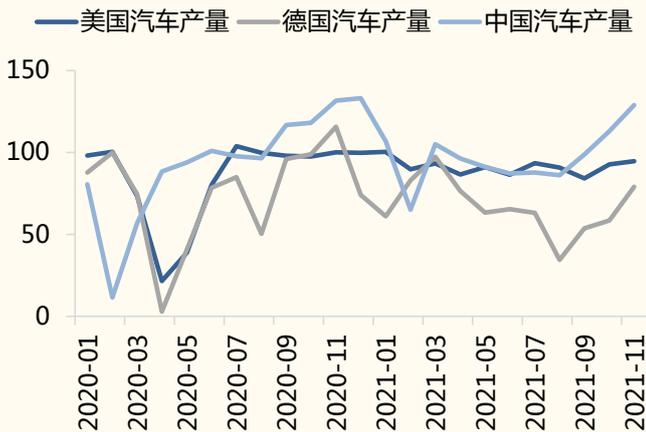


来源: Wind, 国金证券研究所

美国财政、货币政策加快正常化，市场消化相对充分；欧洲等货币政策正常化的速度或有所加快，对汇率资产定价影响可能更大。“疫情”扰动下，消费场景的缺失、供应链中断对欧洲的冲击显然大于美国，在“场景修复”下加快正常化的过程中，欧洲经济弹性可能更大；疫情期间经济政策，中国领先美国、美国领先欧洲，欧洲政策正常化节奏加快，对中短期汇率走势影响可能更大。

图表 16: 中美欧汽车产量<sup>1</sup>

图表 17: 汽车生产对不同经济体 GDP 增长的拖累

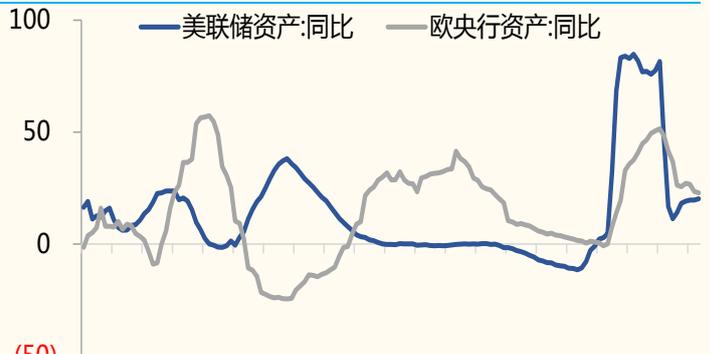


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: : Wind, 国金证券研究所

图表 18: 市场预期美联储 2022 年加息三次

图表 19: 欧央行资产负债表扩张速度将加速放缓



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\\_31877](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31877)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>