

宏观思辨系列（第一期）

如何理解近期美元指数变化？

■ 核心摘要

- 1) 美联储承诺采取无限制的宽松政策大幅缓解了美元指数上行压力，之后两个月，美元指数大致在 99-101 的区间范围内高位盘整。自 5 月下旬开始，美元指数开启一波迅速下行，从 5 月 25 日的 99.79 持续下行到 6 月 10 日的 96.09，下跌幅度为 3.7%。
- 2) 分解美元指数变化可知，除日元外，欧元、英镑、加元的整体升值导致美元指数的快速下行，其中欧元的贡献最大。
- 3) 导致美元指数快速下行的主要因素有两点：其一，自 5 月份欧美国家重启经济以来，全球核心国家经济增长虽处于衰退中，但边际上正在从低谷中爬出，全球经济基本面的边际改善有助于提升投资者的风险偏好；其二，欧洲刺激政策力度加大，尤其是财政协调出现改善，统一的货币政策和分散的财政政策的二元矛盾有所缓和，这对欧元走强形成支撑。
- 4) 短期展望，我们认为美元指数难以继续显著下行。原因如下：其一，当前市场风险偏好过高，一旦欧美疫情出现反复或者以巴西、印度为代表的新兴市场国家疫情继续加速爆发，全球市场风险偏好有望显著回落。其二，短期美国经济仍将好于欧洲，欧元难以继续大幅升值。虽然欧洲财政协调有所改善，但并未建立长期的财政协调机制，短期财政刺激的规模远不如美国，花旗美国经济意外指数显著好于欧洲。其三，美股高位震荡加剧，叠加中美关系的不确定性，都会抑制美元指数的继续大幅下行。

自新冠疫情在全球爆发以来，美元作为最重要的避险资产一直保持相对强势，美元指数在 3 月 19 日达到自 2017 年以来的高点 102.69。3 月 23 日，美联储承诺采取无限制的宽松政策，成为美元指数转为下行的主要因素。之后的两个月内，美元指数大致在 99-101 的区间范围内高位盘整。自 5 月下旬开始，美元指数开启一波迅速下行，从 5 月 25 日的 99.79 持续下行到 6 月 10 日的 96.09，下跌幅度为 3.7%，之后出现小幅反弹。那么导致美元指数下行的主要因素是什么？之后美元指数又将何去何从？

由于美元指数主要刻画了美元对一些主要发达国家货币的汇率变化，我们可以对其进行拆解来展开分析。在美元指数从 5 月 25 日到 6 月 10 日的 3.7 个百分点的贬值中，欧元对美元汇率升值可以解释 2.5 个百分点，英镑对美元汇率升值可以解释 0.5 个百分点，加元对美元升值可以解释 0.4 个百分点。此外，从各货币的升值幅度来看，欧元、英镑、加元升值幅度都超过 4%。这也意味着，除日元外，欧元、英镑、加元的整体升值导致美元指数的快速下行，其中欧元的贡献最大。

导致上述货币汇率变化的主要原因有两点：

其一，自 5 月份欧美国家重启经济以来，全球核心国家经济增长虽处于衰退中，但边际上正在从低谷中爬出。5 月份花旗十国集团经济意外指数开始触底反弹，并自 5 月下旬开始加速回升。全球经济基本面的边际改善有助于提升投资者的风险偏好，同时，中美日欧主要国家的十年期国债收益率也出现不同程度的反弹，说明投资者风险偏好由避险模式转向风险模式。

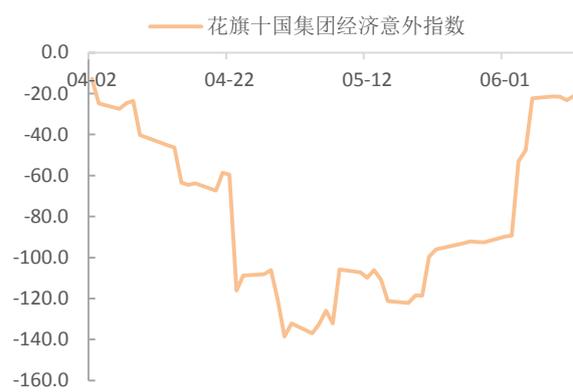
其二，中美货币政策宽松边际放缓，但欧洲刺激政策力度加大，尤其是财政协调出现改善，这对欧元走强形成支撑。欧元区采取统一的货币政策，财政政策各自为政，在疫情爆发开始，市场一直较为担心由于财政难以协调导致部分南欧国家爆发主权债务危机。5月27日，欧盟委员会主席冯德莱恩宣布通过7500亿欧元的抗击疫情复苏法案，并酝酿未来7年总值1.1万亿欧元的欧盟预算及抗疫复苏基金，以扶持受冠状病毒危机打击的欧洲各国经济体。其中，对南欧国家的扶持力度更大，欧元区财政协调改善大大缓解了投资者的担忧。此外，6月4日，欧洲央行决定将紧急抗疫购债计划(PEPP)规模进一步扩大6000亿欧元，至1.35万亿欧元，紧急抗疫债券购买计划的期限将从2020年底延长到2021年6月，这进一步提升投资者的风险偏好。

图表1 美元指数自5月下旬快速下行



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 G10 经济意外指数自5月下旬加快回升 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表3 美元指数与不同货币汇率变化

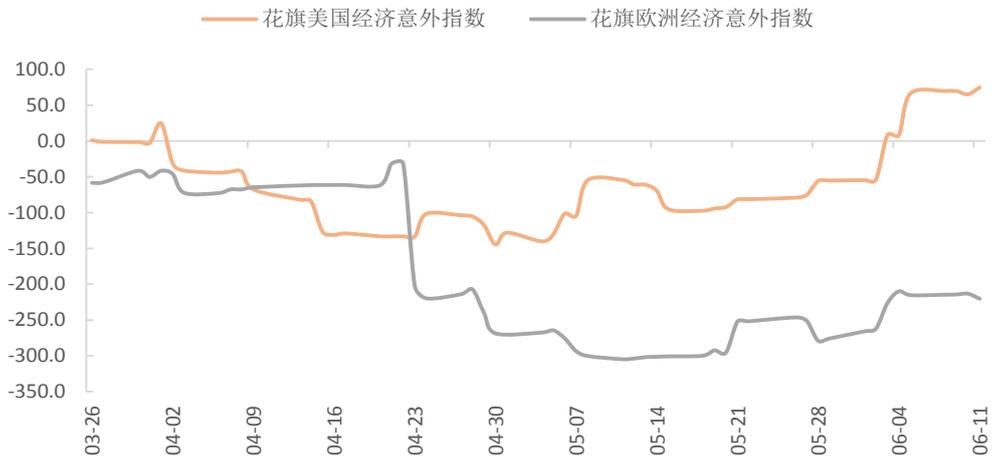
	美元指数	欧元对美元汇率	英镑对美元汇率	加元对美元汇率	美元对日元汇率
2020年5月25日	99.79	1.0897	1.2188	0.7151	107.71
2020年6月10日	96.09	1.1376	1.2748	0.7468	107.13
期间变化率	3.7%	4.4%	4.6%	4.4%	0.54%
币种占美元指数权重	-	57.60%	11.90%	9.1%	13.60%
导致美元指数变化	-	2.53%	0.54%	0.40%	0.07%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

短期展望，我们认为美元指数难以继续显著下行。原因如下：第一，当前市场风险偏好过高，以巴西、印度为代表的新兴市场国家疫情拐点尚未明确。自5月下旬以来，全球市场的风险偏好明显修复，巴西圣保罗指数最近20个交易日在每日新增确诊人数不断创新高的同时上涨17.5%，美股的道琼斯指数里像航空、能源（股）也在大幅的反弹，市场在为经济复苏定价。一旦欧美疫情出现反复或者以巴西、印度为代表的新兴市场国家疫情继续加速爆发，全球市场风险偏好有望显著回落。第二，短期美国经济仍将好于欧洲。虽然欧洲财政协调有所改善，但并未建立长期的财政协调机制，短期财政刺激的规模远不如美国。从花旗欧美经济意外指数也可以看出，自6月3日起，花旗美国经济意外指数已经转正，

花旗欧洲经济意外指数仍然大幅为负。此外，欧洲融资以银行体系间接融资为主，本次疫情对欧洲金融机构的重创程度超过美国。第三，美国股市位于高位，震荡加剧，叠加中美关系的不确定性，都会抑制美元指数的继续大幅下行。我们预计美元指数将在 94-99 区间范围内震荡。

图表4 国经济复苏好于欧洲



资料来源: WIND, 平安证券研究所

报告作者：

证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）
证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）
研究助理：郭子睿 一般从业资格编号：S1060118070054 电话（010-56800141）邮箱（GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN）

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行人的投资机会相关行业务或投资者发行的证券

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_4507

