

美元未来将走下坡路

——海外危机跟踪（20200325）

宏观专题报告

2020年03月25日

报告摘要：

本轮强美元只是一个短期现象，美联储无限QE将使美元指数提前回落，美元未来将走下坡路。

● 流动性紧缺是本轮美元走强原因之一

流动性危机使海外市场加大对美元需求。美股暴跌以来，美国资本市场出现踩踏现象。各大基金公司开启无条件恐慌式抛售的行为，现金成为最稀缺的资产。当前来看，美国银行间、非银机构和实体经济均出现流动性紧缺的问题。

● 通缩预期是本轮美元走强另一个原因

全球疫情扩散+油价暴跌从需求端和供给端同时形成挤压，使欧美出现严重的通缩预期，出于规避通缩风险的动机，投资者对现金的需求急剧提升，美元指数顺势大涨。但这种需求很难持续，因为当未来欧美疫情问题减缓后，叠加货币政策的政策，通缩预期会逐渐退去，美元指数会重新回落。

● 本轮强美元只是一个短期现象，美联储无限QE将使美元指数提前回落

本轮强美元本质上是流动性危机的产物，终归不能持久。美国流动性紧张问题缓解后，市场会抛弃对现金的追捧，改为提高对黄金的配置，美元指数会回落，黄金会出现较好行情。美联储出台的无限QE政策，虽然无法扭转美股下跌的态势，但可以为市场注入流动性，并在未来提高通胀预期，有望使美元指数提前回落。

● 人民币汇率短期承压，长期有望升值

由于美元强势只是一个短期现象，人民币贬值也只是一个短期现象，我们预计7.2是短期底。长期来看，随着未来美元指数回落，叠加海外经济金融危机下出于避险需求人民币资产受到追捧，人民币汇率有望走出一波升值的态势。参考2010-2013年，当时人民币汇率明显升值，对航空运输、造纸、地产金融等板块形成利好。

● 风险提示：

海外疫情扩散超预期、欧美经济衰退超预期、欧美货币政策宽松超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127665

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

1. 正常情况下，美元指数由欧美经济和货币政策差异决定

美元指数通常由欧美经济差和货币政策差决定。美元指数以全球各主要国家与美国之间的贸易结算量为基础，以加权的方式计算出美元的整体强弱程度。在 1999 年 1 月 1 日欧元推出后，欧元也成为了美元指数最重要、权重最大的货币，其所占权重达到 57.6%，因此，欧元的波动对 USDIX 的强弱影响最大(图 1)。

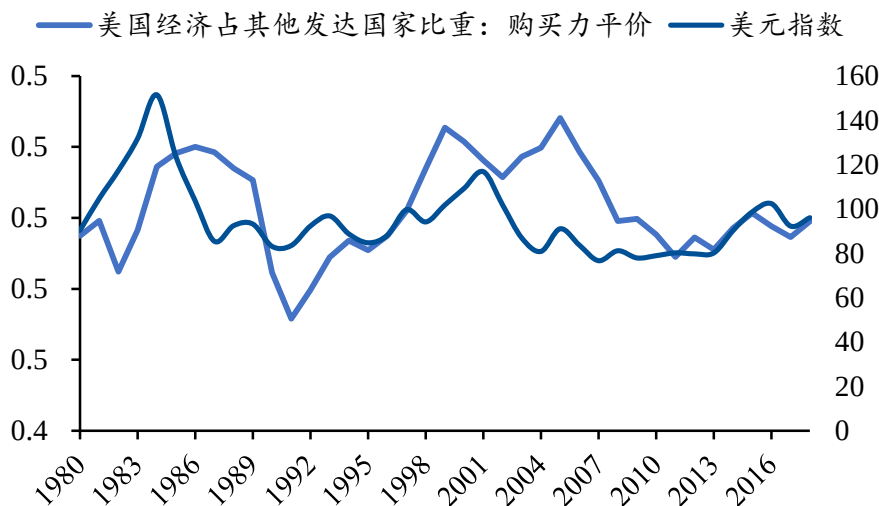
图 1：正常情况下，美元指数和美德利差呈正比



资料来源：wind，民生证券研究院

影响美元指数的核心因素是美国和全球（欧元区）经济的相对变化。由于美国和欧洲经济衰退和复苏之间的时间差，导致避险资金在美元和欧元等资产之间切换。美元指数与美国与全球（欧元区）经济增长相对值关联非常高，可以用做观测美元指数的指标（图 2）。

图 2：长期来看美元指数是美国经济的体现

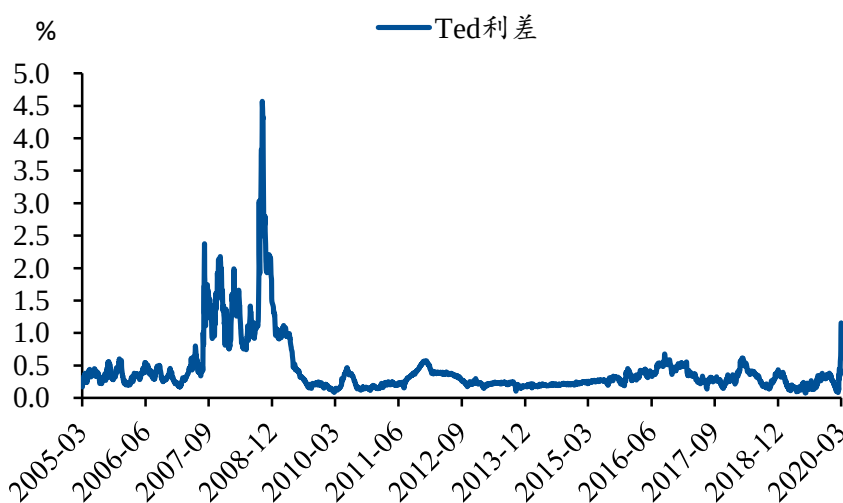


资料来源：Wind，民生证券研究院

2. 本轮美元走强和基本面关系不大，更多是流动性紧缺和避险需求导致的

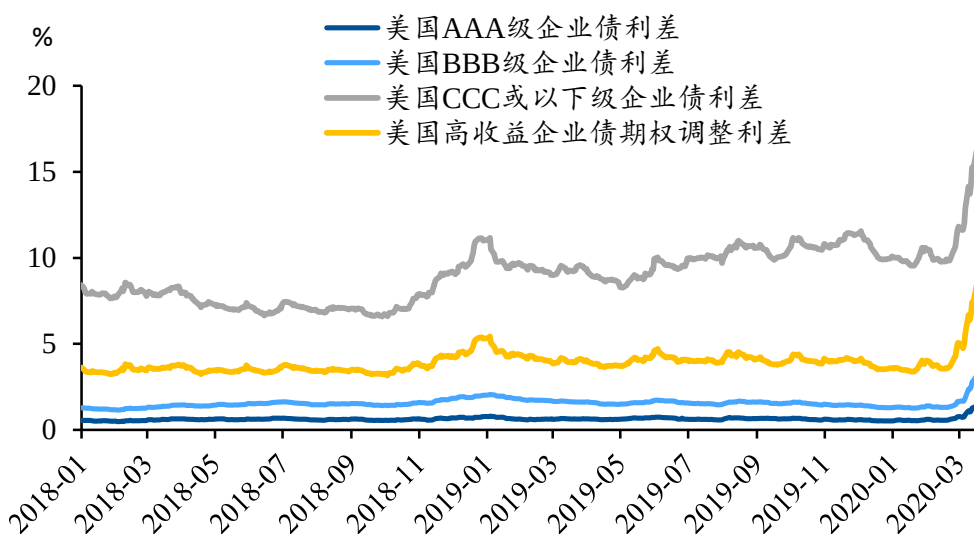
流动性危机使海外市场加大对美元需求。美股暴跌以来，美国资本市场出现踩踏现象。各大基金公司开启无条件恐慌式抛售的行为，现金成为最稀缺的资产（图3）。美债方面，过去几年中美国 BBB 级或以下级别的债券发行较大，股市崩盘会导致美国股权质押的多米诺骨现象，对美债产生较大冲击，大量高风险债券被抛售，美债信用利差上升至历史高位（图4）。美股和美债同时出现流动性问题。

图3：Ted 利差反映美国银行间流动性，现已处于 08 年之后最高水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

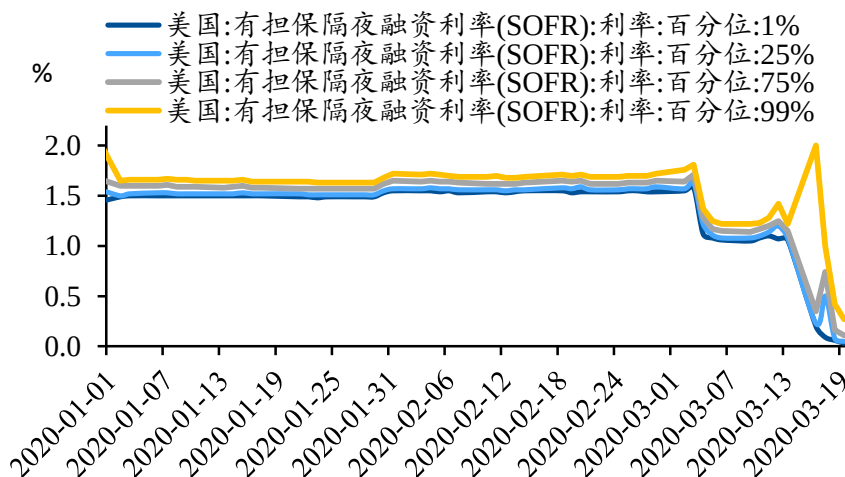
图4：美国企业债信用利差快速上升，信用分层严重



资料来源：wind，民生证券研究院

美国金融体系出现流动性分层问题。近两周来，美国担保隔夜融资利率（SORF）的各分位数利率差值在走阔，99%分位的 SORF 利率明显高于 75%分位的 SORF（图 5），说明有大量资质较低的非银机构在参与质押式回购的时候支付的利率较高。尽管由于美联储宽松政策 SORF 利率集体走低，但是还是掩盖不了美国金融机构出现流动性分层的事实。

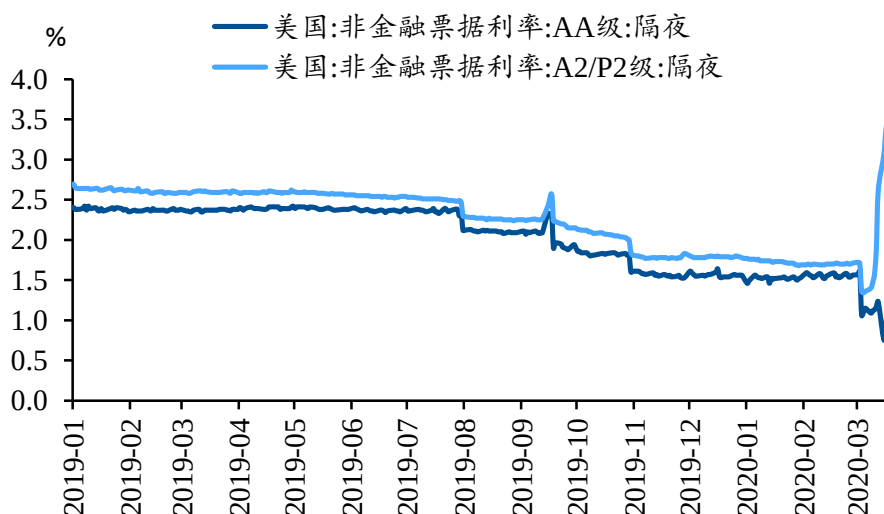
图 5：近两周来美国 SOFR 各分位数利差走阔，反映金融流动性分层问题



资料来源：Wind，民生证券研究院

美国流动性分层开始向实体企业传导。现阶段不仅美国金融体系出现流动性分层问题，实体企业也出现流动性分层问题。以体现实体企业流动性的美国非金融票据利率来看，AA 级和 A2 级票据利率自 3 月初以来明显走阔（图 6），低资质企业借钱变难，美股的流动性危机最终很可能会演变为整个美国经济的流动性危机。

图 6：美国流动性分层开始向实体企业传导

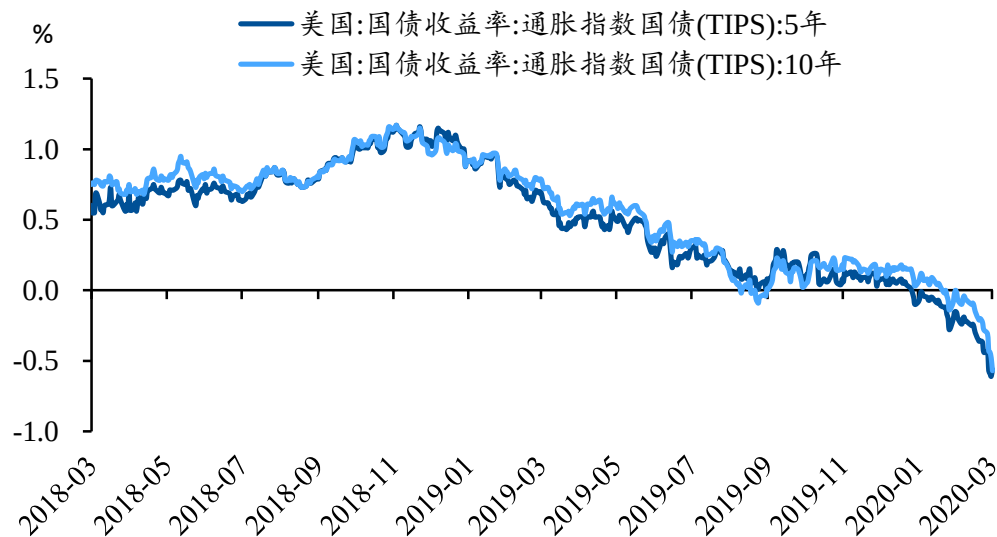


资料来源：Wind，民生证券研究院

通缩预期带来的避险需求是近期美元指数上涨另一个原因。现阶段来看，全球疫情

扩散+油价暴跌从需求端和供给端同时形成挤压，使欧美出现严重的通缩预期（图 7），出于规避通缩风险的动机，投资者对现金的需求急剧提升，美元指数顺势大涨。但这种需求很难持续，因为当未来欧美疫情问题减缓后，叠加货币政策的政策，通缩预期会逐渐退去，美元指数会重新回落。

图 7：从通胀指数债券来看，美国出现明显通缩预期



资料来源：wind，民生证券研究院

3. 本轮强美元只是一个短期现象，未来将走下坡路

参考历史，金融危机高峰期美元指数一般呈先高后低走势。参考历次对美国影响较大的金融危机，当美股出现暴跌时，市场会出现明显的流动性问题，大量美股和信用债被抛售，银行间和非银机构资融资利率上升。这时市场对美元的需求较平时会明显提升，美元指数通常上涨（表 1）。另一方面，当金融危机引发经济衰退，进而造成通缩预期时，强美元能维持较长时间。但随着金融危机进入下半场，宽松政策开始发力，流动性紧缩和通缩问题得到缓解时，市场对美元的需求下降，转而提高对黄金这种抗通胀资产的配置。此阶段美元指数回落，黄金上涨。

表 1：历次全球危机期间美元指数走势

危机事件	起止时间	美元指数走势
第一次石油危机	1973 年 10 月-1974 年 12 月	先从 94.7 上升至 109.3，之后下降至 97.3
第二次石油危机	1979 年 1 月-1981 年 8 月	从 86.5 上升至 110.6
科网泡沫高峰期	2000 年 6 月-2001 年 2 月	先从 106.7 上升至 118.6，之后下降至 108.6
08 年全球金融危机	2008 年 7 月-2009 年 9 月	先从 71.7 上升至 88.6，之后下降至 78.7
欧债危机	2009 年 9 月至 2011 年 8 月	先从 78.7 上升至 88.5，之后下降至 74.1

资料来源：民生证券研究院整理

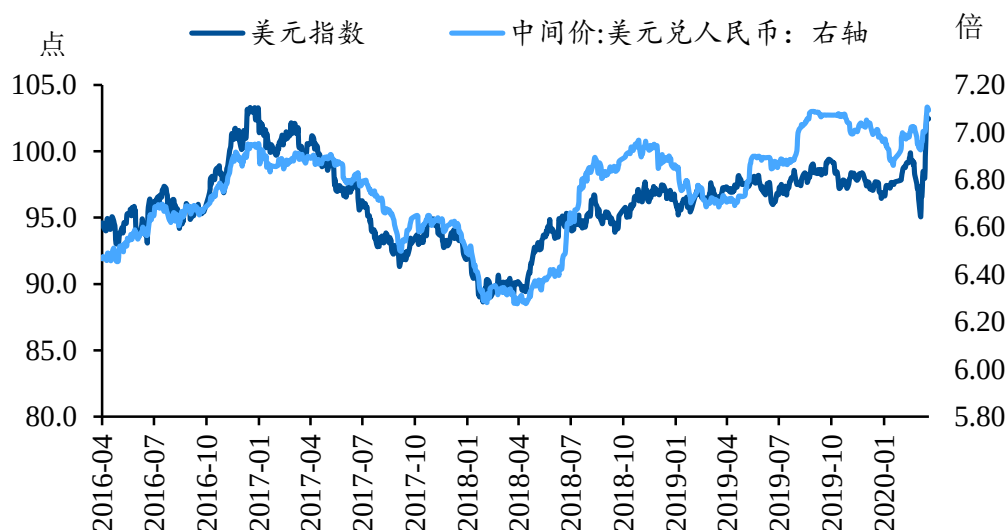
美联储无限 QE 使美元指数提前回落。本轮强美元的逻辑和前几次美国金融危机的逻辑一致，均是被流动性紧缺和通缩预期共同推动。自今年 3 月美股暴跌以来，美国市场流动性紧缺，且疫情+低油价使美国出现很强的通缩预期，现金受到追捧，美元指数走强。本轮强美元本质上是流动性危机的产物，终归不能持久。美国流动性紧张问题缓解后，市场会抛弃对现金的追捧，改为提高对黄金的配置，届时美元指数会回落，黄金会出现较好行情。美联储出台的无限 QE 政策，虽然无法扭转美股下跌的态势，但可以为市场注入流动性，并在未来提高通胀预期，使美元指数提前回落。

长期仍看好黄金。随着美联储出台无限 QE 政策，长期来看欧美会从通缩预期回到通胀预期，作为最好的抗通胀商品，黄金仍将得到支撑。我们自去年年中就坚定看好黄金的表现，继续维持今明两年金价破 1900 美元的判断。

4. 人民币汇率短期承压，长期有望升值，

美元是人民币汇率中介锚，人民币汇率参考美元指数走势。近年来，人民币汇率主要参考一篮子货币走势而定价，主要由结售汇+美元指数+逆周期因子决定。在 2017 年之后，外汇管制变严，结售汇对人民币汇率影响较小，所以人民币汇率很大程度上参考美元指数和中美经贸关系（图 8）。

图 8：人民币汇率参考美元指数走势



资料来源：wind，民生证券研究院

人民币汇率短期承压，长期有望升值。由于美元强势只是一个短期现象，人民币贬值也只是一个短期现象，我们预计 7.2 是短的底。长期来看，随着未来美元指数回落，叠加海外经济金融危机下出于避险需求人民币资产受到追捧，人民币汇率有望走出一波升值的态势。参考 2010-2013 年，当时人民币汇率明显升值，对航空运输、造纸、地产金融等板块形成利好。

风险提示

海外疫情扩散超预期、欧美经济衰退超预期、欧美货币政策宽松超预期等。

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_6298

