

2020 年 12 月 20 日

美元看空“陷阱”

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）

xuji@kysec.cn

证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）

caojinqiu@kysec.cn

证书编号：S0790120080057

近期，“美联储大放水必将导致美元趋势走弱”、“美元已进入 8~10 年下行周期”等论调频现。我们从 3 个视角全面论证、提示看空美元的逻辑“陷阱”，供市场参考。

● 美联储“大放水”，必将导致美元趋势走弱？历史经验并不支持这一逻辑

美联储“大放水”与美元指数走弱之间，从历史经验来看，并没有明显相关关系。5 月以来，美元指数持续回落、并于 12 月中旬跌破 90，部分市场观点将美元走弱归因于美联储大放水。但从历史经验来看，这一逻辑并不成立。以 2008-2014 年为例，美联储资产规模扩张了 4 倍、远超其他央行，同期美元指数上涨 11.7%。

3 月至今，美元指数的走势，与美联储的“放水”节奏也无明显关系。3 月至 5 月，美联储快速向市场注入了 3 万亿美元流动性，但同时美元指数由 97 升至 100 以上。相反，6 月以来，美联储扩表节奏显著放缓，欧、日央行扩表开始加速，节奏远超美联储。结果来看，美元指数自高位回落，欧元、日元汇率双双大涨。

● 美元进入 8-10 年下行周期？无论从短期还是长期视角来看，这一判断为时尚早

短周期来看，美欧经济偏离程度对美元指数走势影响最大；美元指数 5 月以来的走弱，与美国疫情总体控制差于欧洲、持续拖累经济预期有关。5 月以来，美国疫情总体防控较差，先后出现 2 轮疫情大反弹；而欧洲方面，仅在 9 月后疫情出现二次反弹，且疫情的严峻程度弱于美国。较差的疫情防控，持续拖累美国经济的修复预期。5 月至今，美元指数与美德新增死亡病例之差的走势基本完全相反。

长周期来看，美元周期轮回与全球产业变局紧密相关；逆全球化思潮下，认定美元趋势走弱为时尚早。1970 年至今，美元共经历 3 轮大周期。美元周期轮回背后，是制造业从美国逐步向日欧、亚洲四小龙及中国转移；美元走强阶段，均对应制造业转移陷入瓶颈。2008 年以来，美元持续走强缘于美国拥抱逆全球化、拖累全球制造业转移。伴随着逆全球化思潮越发盛行，认定全球制造业转移加速为时尚早。

● 美元中短期走势，核心影响因素是什么？疫情控制、宏观形势

疫情的发展，对经济预期的影响较大；随着获得更多疫苗支持、有望更早控制住疫情，美国经济预期趋于加快修复。12 月以来，辉瑞、莫德纳等产商疫苗先后入市。美国预定的疫苗最多，且获得辉瑞、莫德纳等优先供应承诺；欧洲虽然也预定了较多疫苗，但订单多分布研发进度相对落后的厂商。伴随疫苗供应充足及率先开启疫苗接种，美国控制住疫情的时间有望早于欧洲，支撑经济预期更快修复。

从美国经济及政策的演绎路径视角来看，也不支持美元指数持续大幅走弱。一方面，美国库存周期已经重启，经济修复开始加快；刷新历史记录财政刺激力度，也显著缓解了私人部门资产负债表遭受的冲击，使经济具备更大复苏弹性。另一方面，伴随经济复苏加快，美国刺激政策可能更快退出；由于还有大量的财政刺激资金未使用，政策退出对美国经济影响十分有限。最新数据来看，9 月以来，美欧经济领先指标之差已止跌反弹，10Y 美债与德债收益率之差开始加速走扩。

风险提示：疫苗效果不及预期。

相关研究报告

目 录

1、 周度专题：美元看空“陷阱”.....	4
1.1、 一问：美联储“大放水”，必将导致美元趋势走弱？	4
1.2、 二问：美元指数已进入 8~10 年的下行周期？	5
1.3、 三问：美元中短期走势，核心影响因素是什么？	8
2、 大类资产回溯：长端国债收益率普遍上行	11
3、 重点关注：当周申请失业金人数及美国 11 月耐用品订单.....	13
4、 数据跟踪：美国 11 月工业产出好于预期.....	13
4.1、 美国数据	13
4.1.1、 美国 11 月工业产出环比好于预期，零售销售环比差于预期.....	13
4.1.2、 美国 12 月 Market 制造业及服务业 PMI 继续高企	14
4.1.3、 美国 11 月 NAHB 房产市场指数高企，营建许可、新屋开工总数双双超预期.....	14
4.1.4、 美国当周 EIA 原油库存减少，初请失业金人数反弹	15
4.2、 欧洲数据	15
4.2.1、 欧元区 12 月制造业、服务业 PMI 双双反弹	15
5、 风险提示	16

图表目录

图 1： 5 月以来，美元指数高位回落	4
图 2： 3 月疫情爆发后，美联储资产规模大幅扩张	4
图 3： 2008 年至 2014 年，美联储资产规模大幅扩张，美元指数持续走强	4
图 4： 美联储“放水”最快阶段，美元指数持续走强	5
图 5： 6 月以来，欧、日央行扩表节奏远快于美联储	5
图 6： 6 月以来，欧元、日元兑美元汇率双双大涨	5
图 7： 短周期内，美欧经济偏离程度对美元影响最大	6
图 8： 6 月以来，美元走势与美德疫情形势密切相关	6
图 9： 美元指数的大周期轮回背后，与全球的产业变局紧密相关.....	6
图 10： 美元指数前 2 轮大周期，对应 2 轮制造业转移.....	7
图 11： 美元最新 1 轮大周期，对应制造业向中国转移.....	7
图 12： 2008 年以来，全球贸易额占 GDP 比重不断下滑	7
图 13： 2008 年以来，美国主动引导产业资本回流本土.....	7
图 14： 2020 年大选，特朗普得票数高居历史第二	7
图 15： 美国民众拥抱逆全球化，与贫富差距拉大相关.....	7
图 16： 美国预定的疫苗规模位居全球首位	8
图 17： 美国预定疫苗可满足 12 亿以上的人次接种需求.....	8
图 18： 美国预计在 2021 年 1 季度完成高危人群接种	8
图 19： 欧洲完成高危人群等接种的时间可能晚于美国	8
图 20： 疫情爆发后，美国财政刺激力度位居全球之首.....	9
图 21： 财政刺激支持下，美国居民状况远好于欧洲居民.....	9
图 22： 美国库存增速止跌反弹，库存领先指标大幅抬升.....	9
图 23： 伴随库存周期重启，美国经济修复开始加快	9
图 24： 就业的复苏进程，一般决定美联储收紧节奏	10

图 25: 因就业恢复至衰退前水平, 美联储 2014 年退 QE	10
图 26: 美国财政刺激计划的支出进度跟踪	10
图 27: 美国政府还有较多的财政刺激资金未使用	10
图 28: 9 月来, 美欧经济领先指标之差开始止跌反弹	10
图 29: 9 月来, 10Y 美债与德债收益率之差加速走扩	10
图 30: 当周, 美元下跌, 欧元、英镑上涨	12
图 31: 当周, 美元指数走弱	12
图 32: 当周, 主要国家 10Y 国债收益率多数上行	12
图 33: 当周, 10Y 美债收益率上行	12
图 34: 当周, 全球主要股指涨跌分化	12
图 35: 当周, 纳斯达克上涨, 恒指微跌	12
图 36: 当周, WTI、Brent 原油价格双双上涨	13
图 37: 当周, COMEX 黄金价格上涨	13
图 38: 美国 11 月工业产出环比好于预期	14
图 39: 美国 11 月零售销售环比差于预期	14
图 40: 美国 12 月 Markit 制造业 PMI 继续高企	14
图 41: 美国 12 月 Markit 制造业 PMI 小幅回落	14
图 42: 美国 11 月 NAHB 房产市场指数继续高企	15
图 43: 美国 11 月营建许可、新屋开工总数双双超预期	15
图 44: 美国当周 EIA 原油库存减少	15
图 45: 美国当周初请失业金人数反弹	15
图 46: 欧元区 12 月制造业 PMI 指数反弹	16
图 47: 欧元区 12 月服务业 PMI 指数大幅反弹	16
表 1: 海外重点数据发布日期情况	13

1、周度专题：美元看空“陷阱”

事件：12月17日，美元指数跌破90。

资料来源：Wind

1.1、一问：美联储“大放水”，必将导致美元趋势走弱？

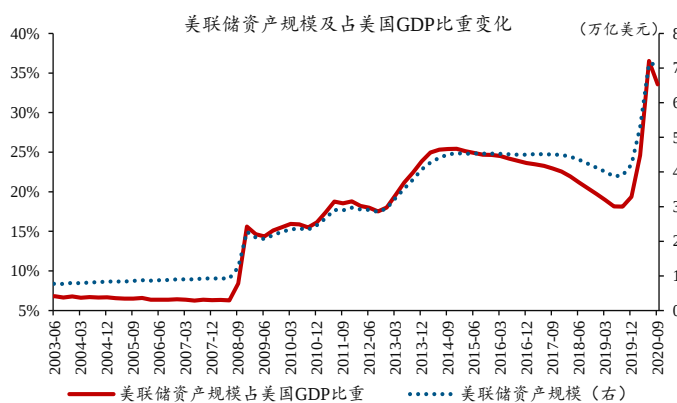
美联储“大放水”与美元指数走弱之间，从历史经验来看，并没有明显相关关系。美元指数自5月下旬起由高位回落，12月17日进一步跌破90、刷新2018年4月以来新低。美元指数的持续下跌，引发市场广泛讨论。部分市场观点提出，“美元指数走弱主因美联储‘大放水’”。但从历史经验来看，这一逻辑并不成立。以2008年至2014年为例，美联储先后实施了3轮QE、1轮OT，资产规模扩张了4倍（由9000多亿美元大幅扩张至4.5万亿美元），远超其他主流央行；同期，美元指数由77左右上行至86，涨幅高达11.7%。

图1：5月以来，美元指数高位回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：3月疫情爆发后，美联储资产规模大幅扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

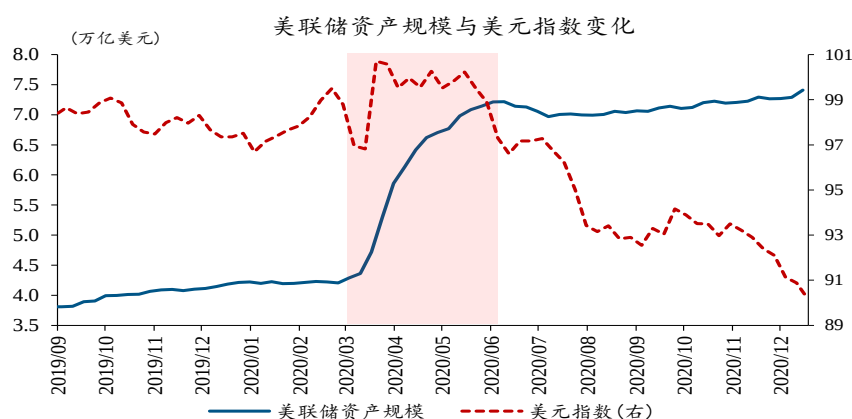
图3：2008年至2014年，美联储资产规模大幅扩张，美元指数持续走强



数据来源：Wind、开源证券研究所

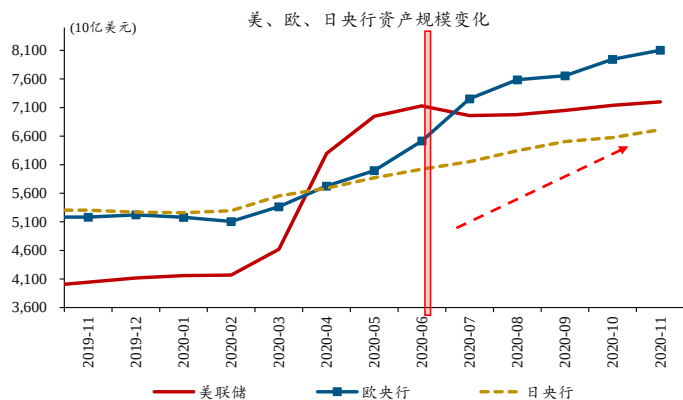
3月至今，美元指数的走势，与美联储的“放水”节奏也无明显关系。3月至5月，美联储为托底经济、维稳市场，向市场快速注入了3万多亿美元的流动性，但同时美元指数由97升至100以上。6月以来，美联储扩表节奏显著放缓，资产规模维持在7.2万亿美元左右；欧、日央行扩表开始加速，资产规模分别由6、5.9万亿美元扩张至8.1、6.7万亿美元。结果来看，美元指数自高位回落，而欧元兑美元汇率由1.14大幅升值10%至1.225，美元兑日元汇率由107.65持续下挫3.7%至103.65。

图4：美联储“放水”最快阶段，美元指数持续走强



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：6月以来，欧、日央行扩表节奏远快于美联储



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：6月以来，欧元、日元兑美元汇率双双大涨

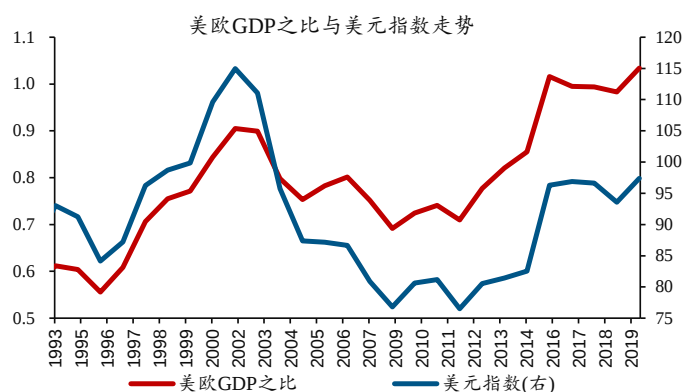


数据来源：Wind、开源证券研究所

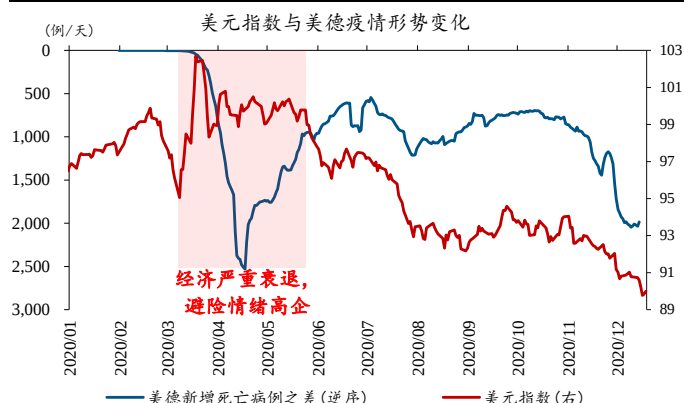
1.2、二问：美元指数已进入8~10年的下行周期？

短周期来看，美欧经济偏离程度对美元指数走势影响最大；美元指数5月以来的走弱，与美国疫情总体控制差于欧洲等、持续拖累经济预期有关。5月下旬以来，美元走弱、欧元走强背后，与美欧疫情的演绎路径不同有关。由于疫情防控较差，美国先后在6月至7月以及9月至今，出现2轮疫情大反弹。而欧洲仅在9月后出现疫情二次爆发，且疫情严峻程度弱于美国。较差的疫情防控，使市场对美国经济的修复预期持续弱于欧洲。数据显示，6月以来，美元指数与美德新增死亡病例之差的走势基本完全相反。

图7：短周期内，美欧经济偏离程度对美元影响最大



数据来源：Wind、开源证券研究所

 图8：6月以来，美元走势与美德疫情形势密切相关^①


数据来源：Wind、开源证券研究所

长周期来看，美元指数周期轮回背后，与全球产业变局紧密相关。大历史观来看，美元指数反映的是美国与非美经济表现的相对强弱程度。1970 年至今，美元指数先后经历了 3 轮大周期。大历史观来看，美元指数周期轮回背后，与全球的产业变局紧密相关。其中，美元指数 3 轮大周期中的走弱阶段，分别对应制造业从美国向日欧、日欧向亚洲“四小龙”、以及亚洲“四小龙”向中国加速转移。相反，美元指数 3 轮大周期中的走强阶段，均对应制造业转移陷入瓶颈。

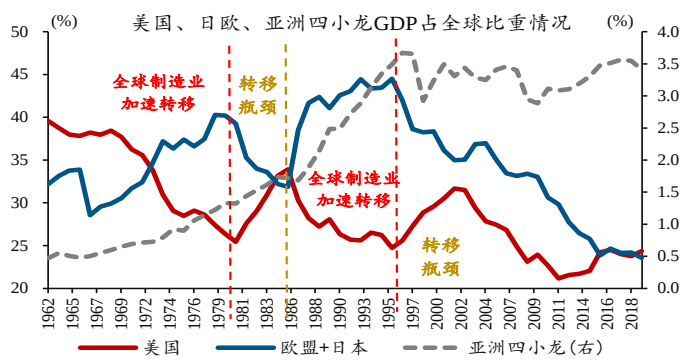
图9：美元指数的大周期轮回背后，与全球的产业变局紧密相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

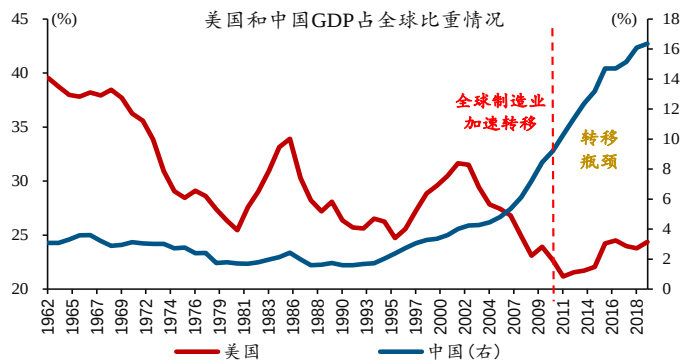
^① 德国经济在欧元区经济中占比最大，最具有代表性；同时，德国疫情与欧元区疫情变化方向基本一致。

图10: 美元指数前2轮大周期, 对应2轮制造业转移



数据来源: Wind、开源证券研究所

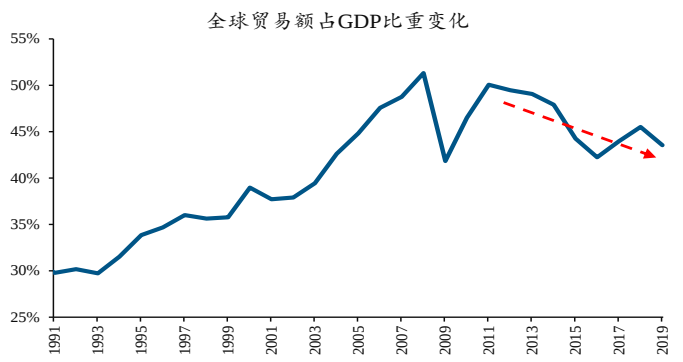
图11: 美元最新1轮大周期, 对应制造业向中国转移



数据来源: Wind、开源证券研究所

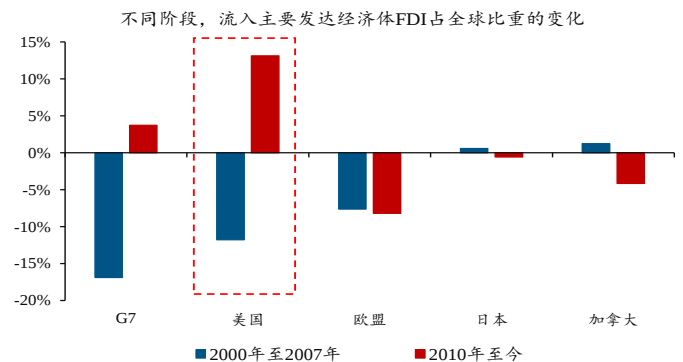
逆全球化思潮下, 认定美元指数将趋势走弱为时尚早。对比美元指数3轮大周期中的走强阶段, 不难发现, 最新一轮的趋势走强(2008年至今)已持续了12年时间, 远超前2轮的6.4年、9.6年。这背后, 与逆全球化思潮兴起密切相关。具体而言, 作为过去60年全球化的最大“推手”, 美国自2008年起开始转向拥抱逆全球化, 频频推行各类贸易保护政策, 并主动引导产业资本回流本土。受此影响, 全球产业转移持续陷入瓶颈。在美国国内贫富差距越拉越大、社会割裂持续加剧及越来越多民众支持逆全球化背景下, 认定全球产业转移将开始加速、带动美元趋势走弱显然为时尚早。

图12: 2008年以来, 全球贸易额占GDP比重不断下滑



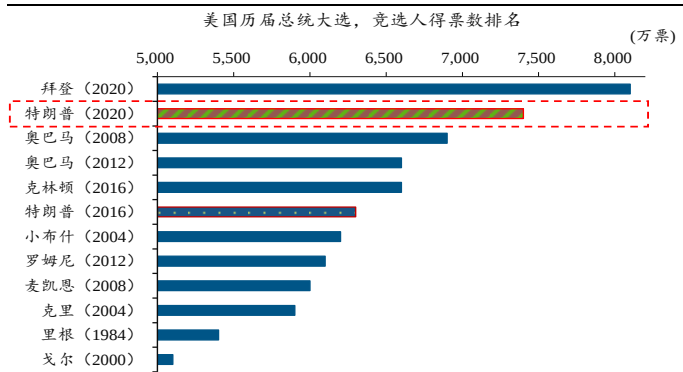
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2008年以来, 美国主动引导产业资本回流本土



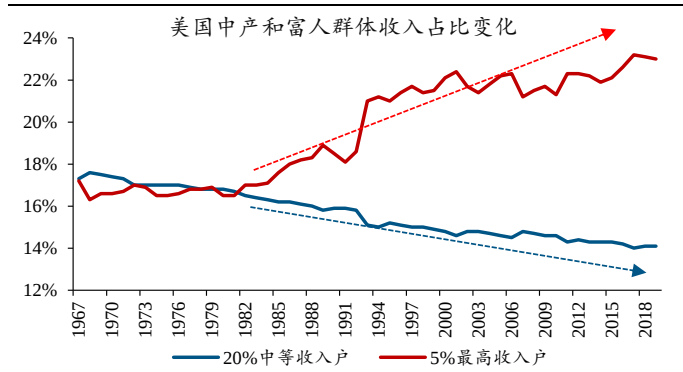
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2020年大选, 特朗普得票数高居历史第二



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 美国民众拥抱逆全球化, 与贫富差距拉大相关

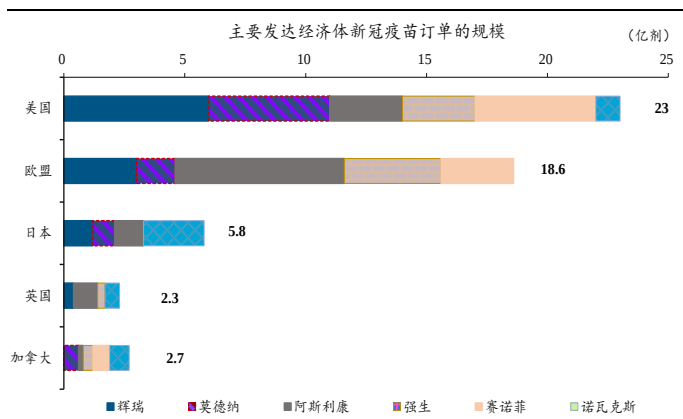


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、三问：美元中短期走势，核心影响因素是什么？

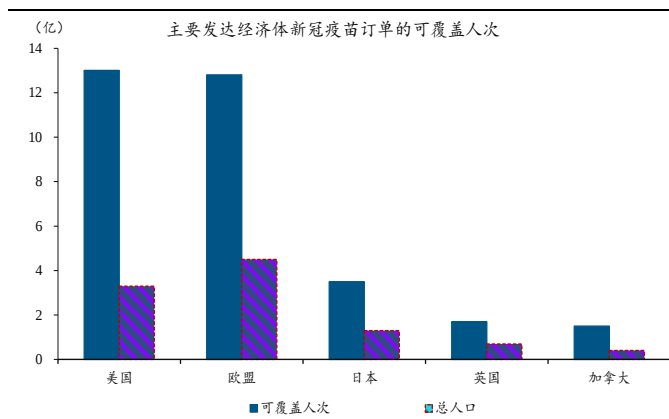
疫情的发展，对经济预期的影响较大；随着获得更多疫苗支持、有望更早控制住疫情，美国经济预期趋加快修复。12月以来，辉瑞、莫德纳等疫苗厂商的疫苗已先后入市。从主要疫苗厂商的产能及订单分布情况来看，美国预定的疫苗量最大，且获得了辉瑞、莫德纳等厂商的优先供应承诺。而欧洲方面，虽然也预定了较多疫苗，但订单多分布在阿斯利康、强生等研发进度相对落后的厂商。随着率先开启疫苗接种，美国可能在2021年1季度前后完成对高危人群的疫苗覆盖，2季度接近全民免疫目标。相比美国，欧洲完成高危人群等接种的时间可能相对较晚。

图16：美国预定的疫苗规模位居全球首位



数据来源：各大疫苗生厂商、开源证券研究所

图17：美国预定疫苗可满足12亿以上的人次接种需求



数据来源：各大疫苗生厂商、开源证券研究所

图18：美国预计在2021年1季度完成高危人群接种

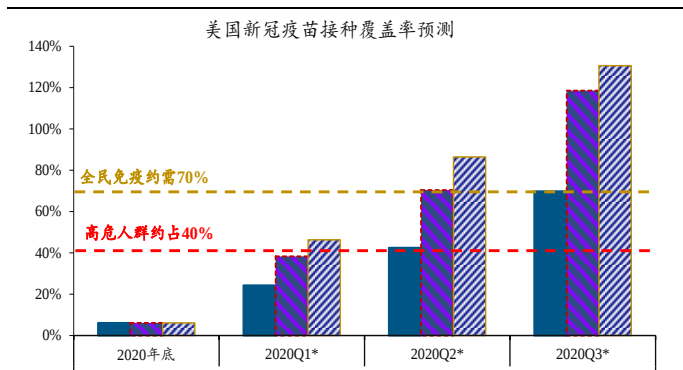
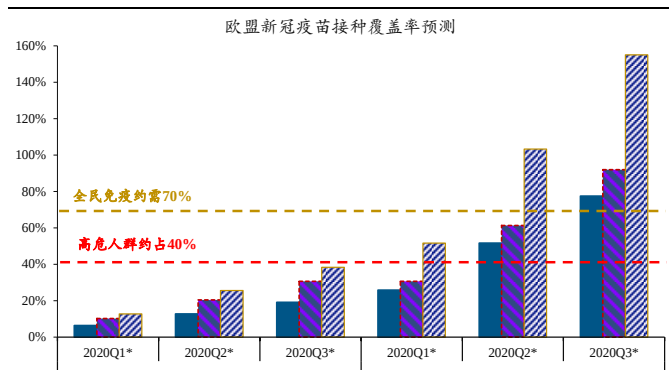


图19：欧洲完成高危人群等接种的时间可能晚于美国



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_740

