

## 2020年怎么看美元?

宏观定期

潘向东 (首席经济学家)

证书编号: S0280517100001

刘娟秀 (分析师)

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

陈韵阳 (联系人)

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号: S0280118040020

### 相关报告

宏观报告: 产成品周转天数高增之谜

2019-12-22

宏观报告: 三大攻坚战收官之年将至, 宏观杠杆率有哪些变化

2019-12-15

**主要观点:** 美国相对全球经济的优势将收敛, 美元指数净多头持仓占比从峰值快速下降, 2020H1 美元指数大概率偏弱, 但由于 2020 年初美国经济可能触底回升, 而市场对美国经济预期还不够乐观, 预期差促使美元指数不会明显走弱。在不爆发风险 (贸易摩擦再度升级、美国大选超预期等) 的情况下, 2020 年美国可能持续好于预期, 而欧洲经济结构性问题可能导致复苏相对脆弱, 美元指数在 2020H2 表现可能好于 2020H1, 全年前低后高。

### ● 美国相对全球经济的优势将收敛, 未来半年美元指数大概率偏弱

美元指数与基钦周期负相关, 基钦周期扩张期, 全球经济复苏, 美国相对全球经济的优势收敛, 美元指数相对弱势。本轮基钦周期在 2019 年 7 月左右触底, 与之相应的是, 全球制造业 PMI 触底回升, 因此, 2020 年上半年美元指数可能偏弱。美元指数净多头持仓数量占比在 2019 年一直接近历史峰值水平, 11-12 月多头快速离场, 历史上这种情况下, 美元指数净多头持仓数量占比一般会下降 6 个月左右, 也对应着美元指数的回调。

### ● 美国经济: “繁荣的顶点” 已过, 但经济周期拉长

2019 年出现过美债收益率倒挂, 2019 年 12 月美国 ISM 制造业 PMI 创多年新低, 加剧了市场对美国经济放缓的预期。然而, 降息或许会导致 2020 年美国不会太差。甚至, 从 OECD 综合领先指标、ECRI 等领先指标来看, 2020 年美国可能不会出现小幅改善, ISM 制造业 PMI 的低迷很可能只是前期全球经济显著放缓造成悲观预期的滞后反映, 与此同时, CEO 经济展望指数、中小企业乐观指数、花旗经济意外指数均显示美国企业对经济的预期仍然显得不够乐观, 但我们预计 2020 年初 ISM 制造业 PMI 就会触底回升, 这其中可能会产生预期差, 使得美元指数不会明显走弱。

### ● 欧洲经济: 触底反弹之势已现, 结构性问题增加复苏的脆弱性

新兴市场经过降息后, 经济率先出现复苏, 新兴市场复苏对美国的溢出效应可能有限, 但是对德国的影响或许会大一些, 同时, 全球汽车、半导体销售增速的触底反弹也有利于欧洲经济。从领先指标来看, 欧元区 M1 增速领先制造业 PMI 大致 8 个月, 显示未来半年欧元区经济会开启一轮复苏。从花旗欧洲经济意外指数与投资信心指数预期指数来看, 市场对欧洲经济复苏已经明显有所反应。这也意味着, 一旦未来欧洲经济反弹力度不及预期, 欧元兑美元将进行重估, 事实上, 欧洲经济存在的一些结构性问题已经不是货币宽松能解决的, 这增加了复苏的脆弱性。

### ● 风险提示: 贸易摩擦反复; 美国大选不确定性

## 目 录

1、 2020 年怎么看美元? .....	3
2、 国外经济形势一周综述.....	10
3、 国内高频数据观察.....	10
3.1、 生产指标回落.....	10
3.2、 原油价格下跌.....	11
3.3、 猪肉价格上涨.....	11
3.4、 房地产销售面积增速回升.....	12
3.5、 降准落地，央行暂停逆回购操作.....	12
3.6、 美元指数上涨，人民币汇率升值.....	13

## 图表目录

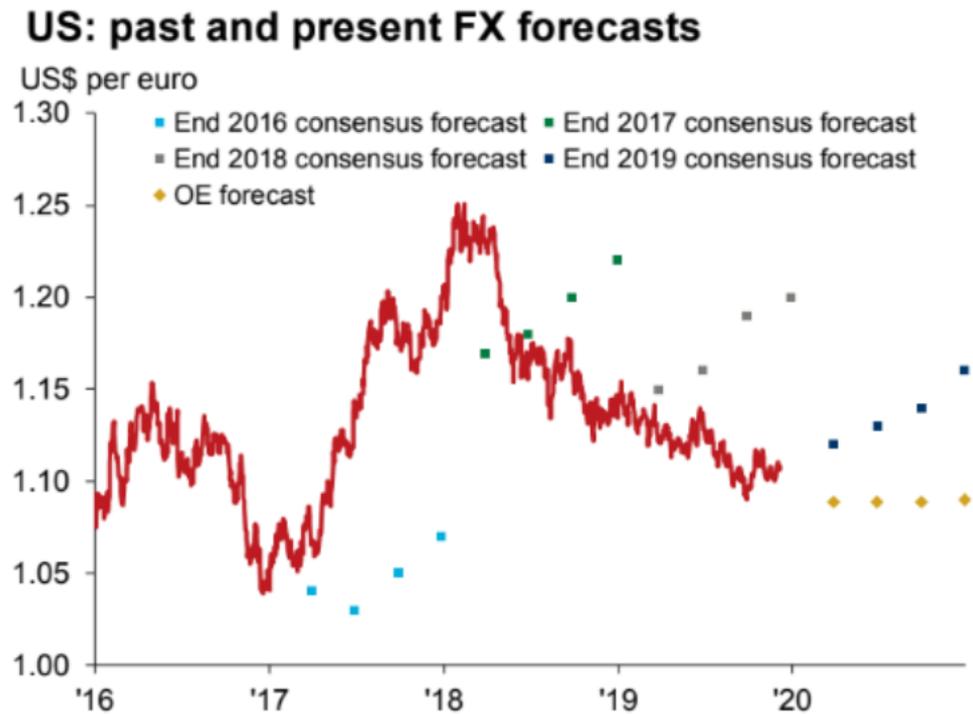
图 1: 海外分析师在 2018-2020 年看空美元.....	3
图 2: 基钦周期与美元指数负相关.....	4
图 3: 后移 5 个月的基钦周期触底后的 6 个月，美元指数大都录得负增长.....	4
图 4: 最近 2 个月美元指数多头快速离场.....	4
图 5: ECRI 领先指标领先美国实际 GDP 增速.....	5
图 6: 美国 OECD 综合领先指标回升.....	5
图 7: 美国 ISM 制造业 PMI 可能在 2020 年初触底回升.....	6
图 8: 美国企业对经济的预期处于低位.....	6
图 9: 过去 12 个月花旗美国经济意外指数企稳但没有明显回升.....	7
图 10: 任意 6 个月内美元指数跌幅的箱线图.....	7
图 11: 欧元区 M1 增速领先 PMI (%).....	8
图 12: 花旗欧洲经济意外指数回升.....	8
图 13: 欧元区投资信心预期指数显著回升.....	9
图 14: 美欧经济预期差对美元指数影响很大.....	9
图 15: 美国新增非农就业人数.....	10
图 16: 美国失业率维持低位.....	10
图 17: 高炉开工率下降 (%).....	11
图 18: 原油价格下跌 (美元/桶).....	11
图 19: 猪肉价格上涨 (元/公斤).....	12
图 20: 房地产销售面积增速回升 (%).....	12
图 21: 货币市场利率上升.....	13
图 22: 美元指数上涨.....	13
图 23: 人民币汇率升值.....	14
表 1: 央行公开市场操作 (2020.1.6-2020.1.10).....	13

**主要观点：**美国相对全球经济的优势将收敛，加上美元指数净多头持仓占比从峰值快速下降，2020H1 美元指数大概率偏弱，但由于 2020 年初美国经济可能触底回升，而市场对美国经济预期还不够乐观，预期差促使美元指数不会明显走弱。在不爆发风险（贸易摩擦再度升级、美国大选超预期等）的情况下，2020 年美国经 济可能会持续好于预期，而欧洲经济结构性问题可能导致复苏相对脆弱，美元指数在 2020H2 表现可能好于 2020H1，整体上前低后高。

## 1、2020 年怎么看美元？

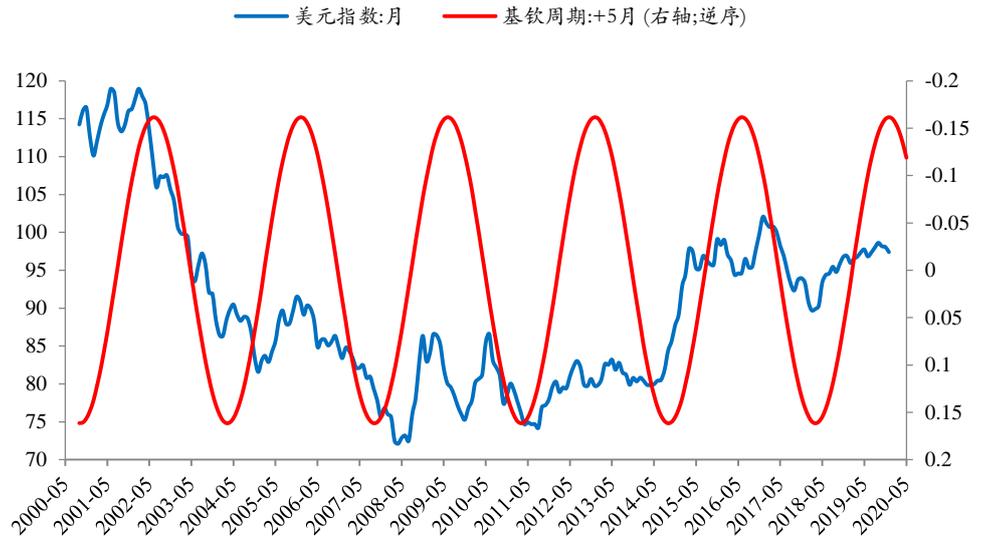
美国相对全球经济的优势将收敛，未来半年美元指数大概率偏弱。海外分析师在 2018-2019 年看空美元被证伪，原因之一在于，2018-2019 年是全球经济下行期，减税、美联储预防式降息并重新扩表拉长了美国经济周期，美国实际经济增速放缓速度相对其他主要经济体偏慢。2020 年海外分析师继续看美元贬值，这次会不一样吗？美元指数与基钦周期负相关，基钦周期扩张期，全球经济复苏，美国相对全球经济的优势收敛，美元指数相对弱势，根据我们统计，后移 5 个月的基钦周期触底后的 6 个月，美元指数大都录得负增长。本轮基钦周期在 2019 年 7 月左右触底，与之相应的是，全球制造业 PMI 触底回升，根据前面的规律，2020 年上半年美元指数可能偏弱。同时，美元指数净多头持仓数量占比在 2019 年一直接近历史峰值水平，2019 年 11-12 月多头快速离场，历史上这种情况下，美元指数净多头持仓数量占比一般会下降 6 个月左右，也对应着美元指数的回调。

图1：海外分析师在 2018-2020 年看空美元



资料来源：Oxford Economics，新时代证券研究所

图2： 基钦周期与美元指数负相关



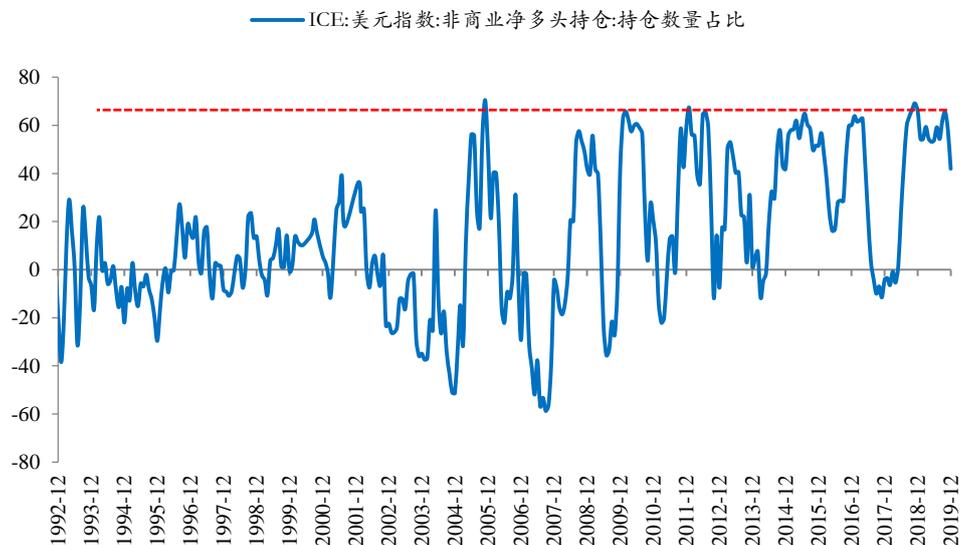
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 后移 5 个月的基钦周期触底后的 6 个月，美元指数大都录得负增长

	未来 6 个月美元指数收益率	未来 12 个月美元指数收益率
2002-06	-19.4%	-14.6%
2005-12	-5.7%	-8.3%
2009-06	-0.1%	8.1%
2012-12	2.6%	0.7%
2016-06	-1.3%	2.5%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

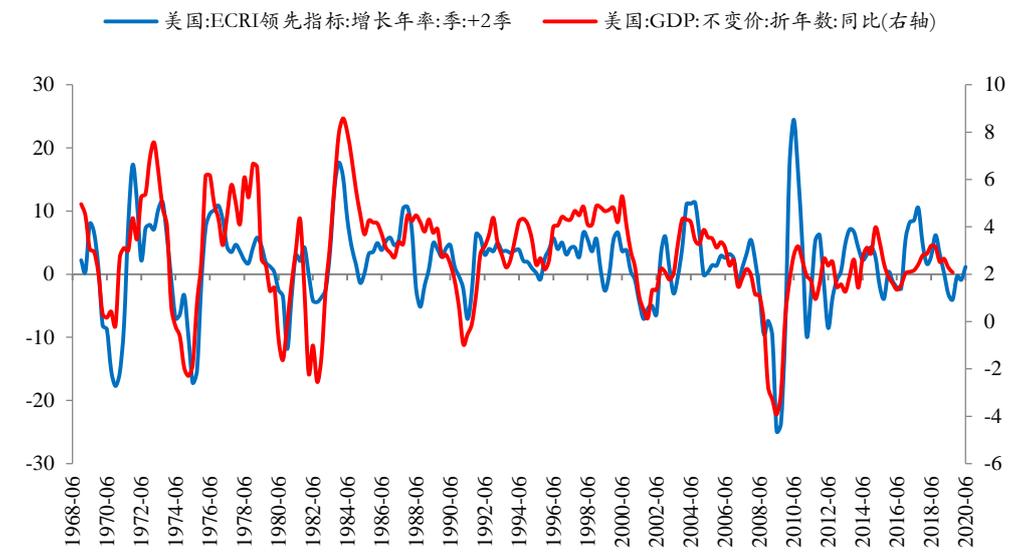
图4： 最近 2 个月美元指数多头快速离场



资料来源：Wind，新时代证券研究所

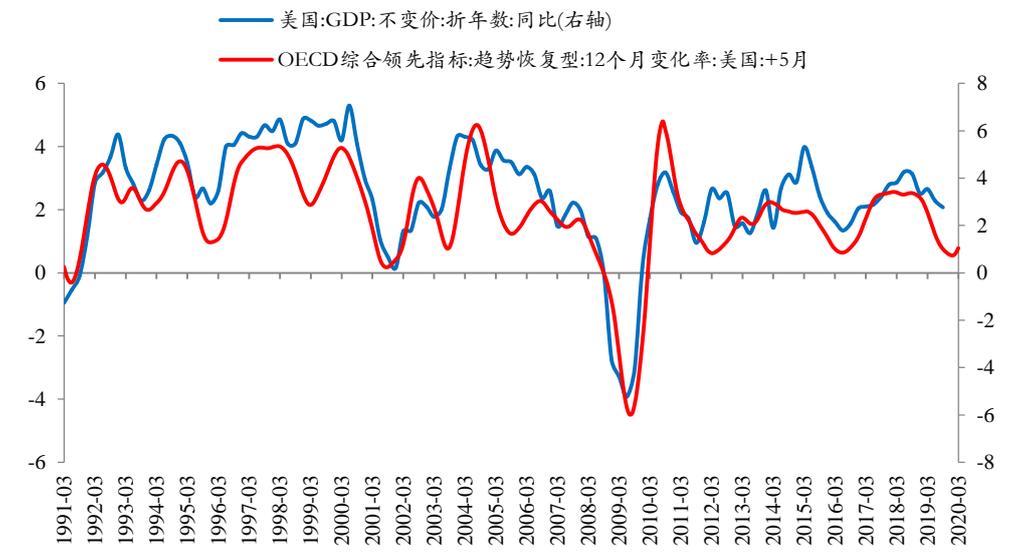
**美国经济：“繁荣的顶点”已过，但经济周期拉长。**2019年出现过美债收益率倒挂，2019年12月美国ISM制造业PMI创多年新低，这些加剧了市场对美国经济放缓的预期。然而，2017年减税拉长了美国经济周期，虽然经济周期向下难以逃避，但降息或许会导致2020年美国经济不会太差。甚至，从OECD综合领先指标、ECRI等领先指标来看，2020年美国经济可能会出现小幅改善，ISM制造业PMI的低迷很可能只是前期全球经济显著放缓造成悲观预期的滞后反映，与此同时，CEO经济展望指数、中小企业乐观指数、花旗经济意外指数均显示美国企业对经济的预期仍然显得不够乐观，但我们预计2020年初ISM制造业PMI就会触底回升，这其中可能会产生预期差，使得美元指数不会明显走弱。为了将走弱和明显走弱进行区分，我们定义明显走弱为：在任意时点买入美元指数，计算6个月后的涨跌幅，以所有负的跌幅75%分位数为临界点，即跌幅超过7.2%为明显走弱。

**图5： ECRI领先指标领先美国实际GDP增速**

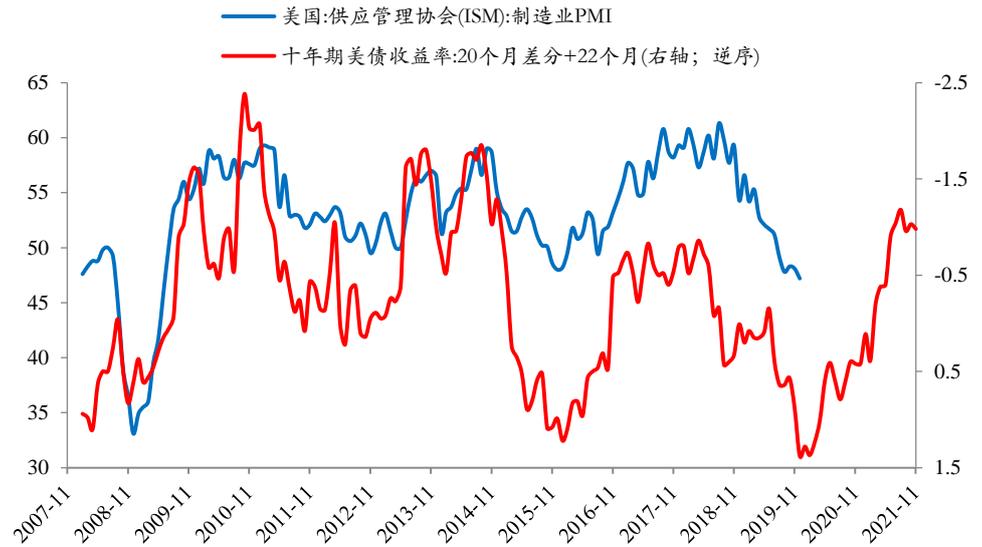


资料来源：Wind，新时代证券研究所

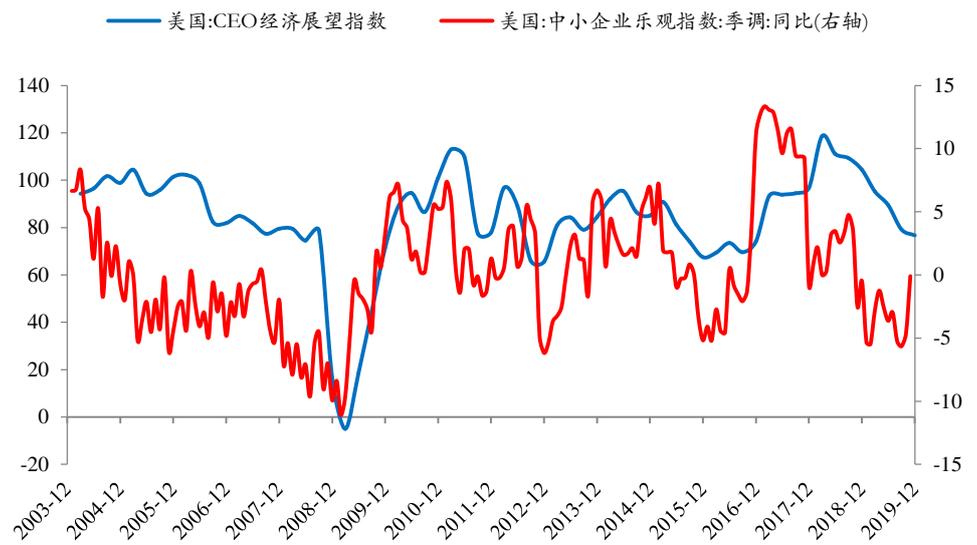
**图6： 美国 OECD 综合领先指标回升**



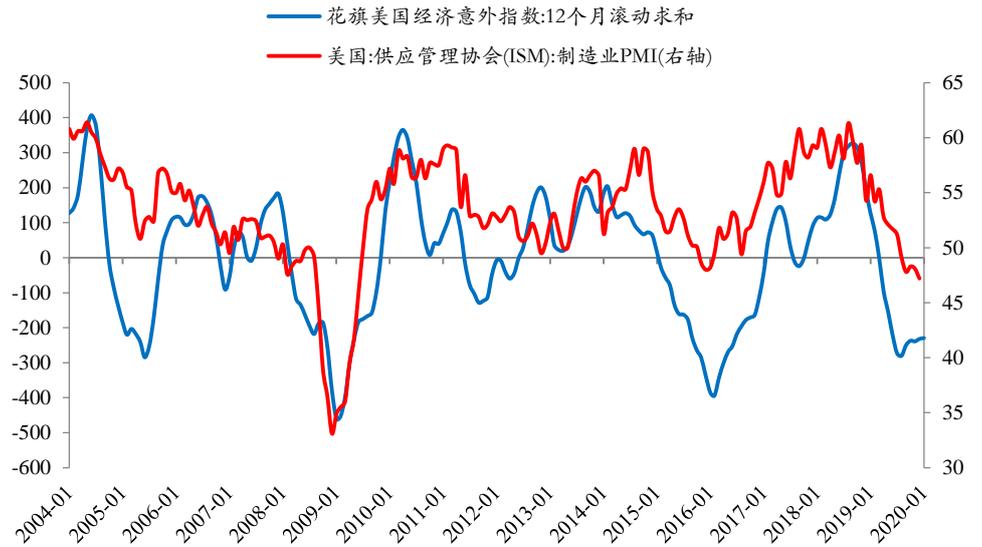
资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图7： 美国 ISM 制造业 PMI 可能在 2020 年初触底回升**

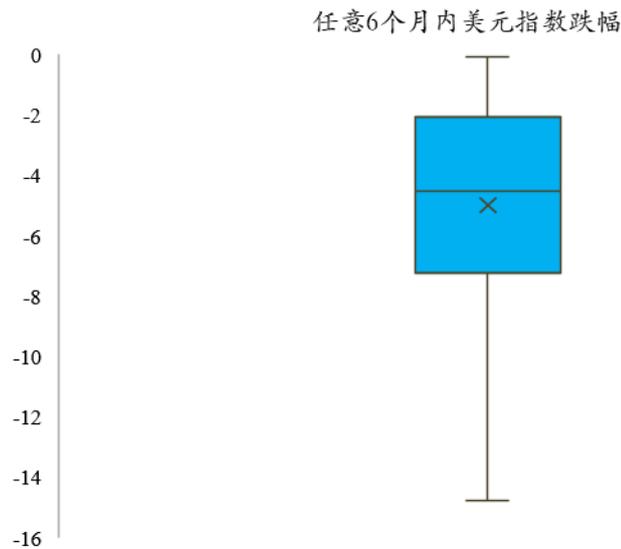
资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图8： 美国企业对经济的预期处于低位**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

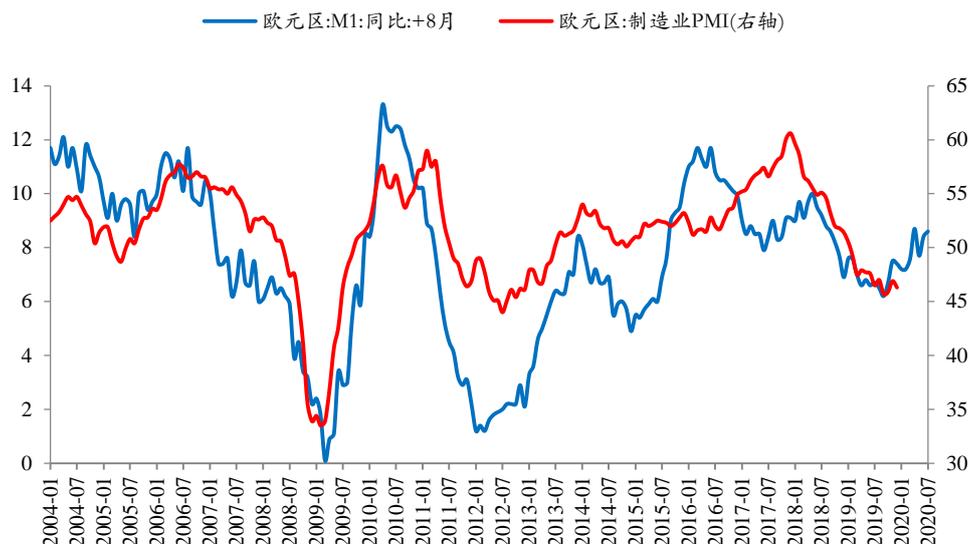
**图9：过去 12 个月花旗美国经济意外指数企稳但没有明显回升**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

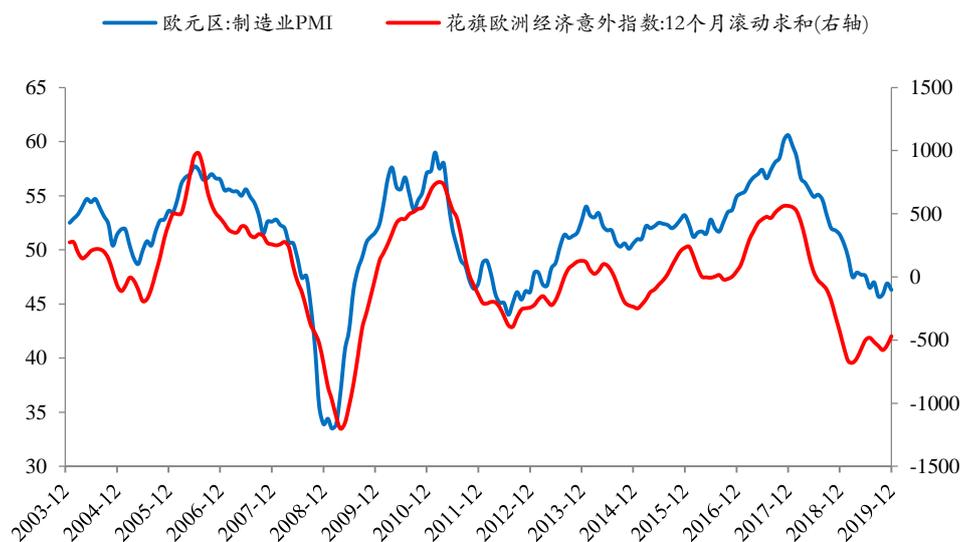
**图10：任意 6 个月内美元指数跌幅的箱线图**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**欧洲经济：触底反弹之势已现，结构性问题增加复苏的脆弱性。**新兴市场经过降息后，经济率先出现复苏，新兴市场复苏对美国的溢出效应可能有限，但是对德国的影响或许会大一些，同时，全球汽车、半导体销售增速的触底反弹也有利于欧洲经济。从领先指标来看，欧元区 M1 增速领先制造业 PMI 大致 8 个月，显示未来半年欧元区经济会开启一轮复苏。2019 年 9-12 月欧元区制造业 PMI 分别为 45.7%、45.9%、46.9%、46.3%，数据存在一定反复，没有新兴经济体 PMI 回升得那么坚决。然而，从花旗欧洲经济意外指数与投资信心指数预期指数来看，市场对欧洲经济复苏已经明显有所反应。这也意味着，一旦未来欧洲经济反弹力度不及预期，欧元兑美元将进行重估，事实上，欧洲经济存在的一些结构性问题已经不是货币宽松能解决的，这增加了复苏的脆弱性。

**图11: 欧元区 M1 增速领先 PMI (%)**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**图12: 花旗欧洲经济意外指数回升**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

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\\_7858](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7858)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>