

美元指数为什么这么强？

证券研究报告

2019 年 09 月 27 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 联系人
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

今年以来，美元指数维持强势的主要原因是：

美欧经济基本面落差没有明显缩窄，美元权益资产相对回报仍然偏强势；美联储货币宽松周期落后于欧日央行。

今年以来美欧利差收窄，有悖于美元指数和美欧经济基本面之差，原因是去年美联储对今年经济预期过于乐观，导致美债收益率冲高之后回调幅度过大，超出基本面变化；欧元区负利率债规模扩大加速了息差套利。

国债标售结算、企业缴税和海外美元回流导致短期美元流动性溢价上升。

风险提示：美国经济超预期回升；美联储紧缩超预期



美元指数在最近创了今年以来的新高 99，与相对偏空的美国经济预期和大幅下行的美债利率走势大相径庭。美元指数是一个相对指标，其计算了美元兑一揽子货币的汇率，反映了美国相对于其他国家的综合国力，包括相对的经济增长状况、财政赤字、通货膨胀、货币政策等。由于美元指数中美元兑欧元的权重最大，因此影响美元指数的中长期因素，最主要的是：

- 1) 美欧经济相对相位差；
- 2) 美欧货币政策相对宽松程度；
- 3) 美欧资产（主要是债券和股票）的相对回报；

影响美元的短期因素，主要是：

- 1) 美元流动性溢价和避险需求

今年以来，美元指数维持强势的主要原因是：

1. 美欧经济基本面落差没有明显缩窄，美元权益资产相对回报仍然偏强势；美联储货币宽松周期落后于欧日央行。
2. 今年以来美欧利差收窄，有悖于美元指数和美欧经济基本面之差，原因是去年美联储对今年经济预期过于乐观，导致美债收益率冲高之后回调幅度过大，超出基本面变化；欧元区负利率债规模扩大加速了息差套利。
3. 国债标售结算、企业缴税和海外美元回流导致短期美元流动性溢价上升。

一、影响美元指数的中长期因素：基本面，货币政策，资产回报

1.1. 总结

总体而言，美欧经济的预期差主导了大部分时候的美元指数的走势，经济预期差带来的货币政策预期差和资产相对回报反应较为滞后，中长期与美元指数走势相关，短期则可能出现背离。此次美元指数的强势与美欧经济基本面、权益的相对回报和货币政策预期差走势吻合，而与美欧利差收窄背离。

1.2. 美欧经济基本面：相位差没有收窄，甚至还有扩大

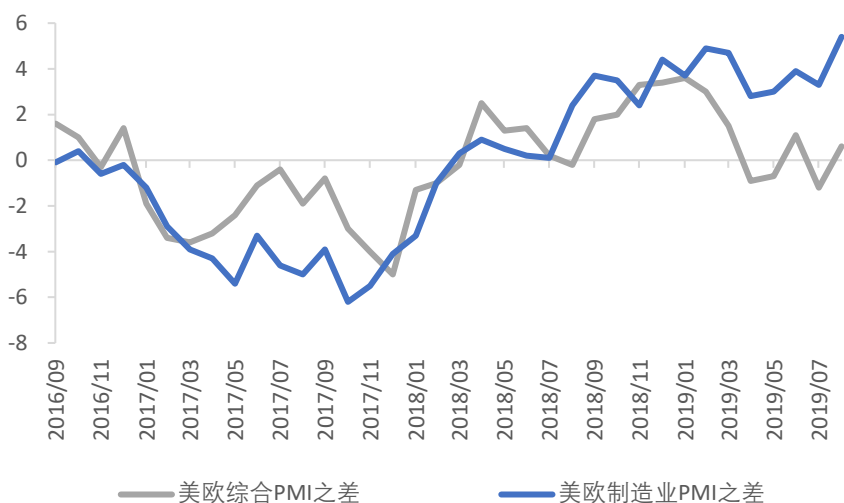
从年初到二季度，花旗经济惊喜指数显示美欧经济预期差回落，但在 7 月之后明显反弹；美欧的制造业 PMI 之差仍位于高位。欧元区的超预期疲弱主要是由工业拖累，制造业 PMI 从年初的 51.4 回到至 9 月的 45.6，工业信心指数则从 2.3 跌落至 8 月的 -5.9。欧元区经历了去年的转弱后，**今年的下滑幅度仍然是超预期的**，美欧贸易摩擦对经济影响的不对称性、英国脱欧是导致当前欧元区需求疲软和信心减弱的原因。而美国在去年经济周期处于高位时依然推行了积极财政（减税、基建），Markit 制造业 PMI 虽然从年初的 54.4 回落到 9 月的 51，但相对而言，美国经济表现仍优于欧洲。

图1：花旗经济惊喜指数 美国 VS 欧元区



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 2：欧元区 PMI vs 美国 PMI



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

1.3. 资产的相对回报没有明显回落

经济预期差通过金融资产的相对回报率引导全球配置资金和跨境资本的流动方向。经济预期差没有大幅度的缩窄，美欧金融资产的相对回报有一定分歧：债券回报反映出投资者对美国经济更加悲观的预期，但股票回报却表现出相对强势的经济基本面。

1.2.1 债券市场：美欧利差收窄不支持美元强势

从债券市场来看，过去一年，美欧收益率之差经历了先扩张后收缩两个阶段：

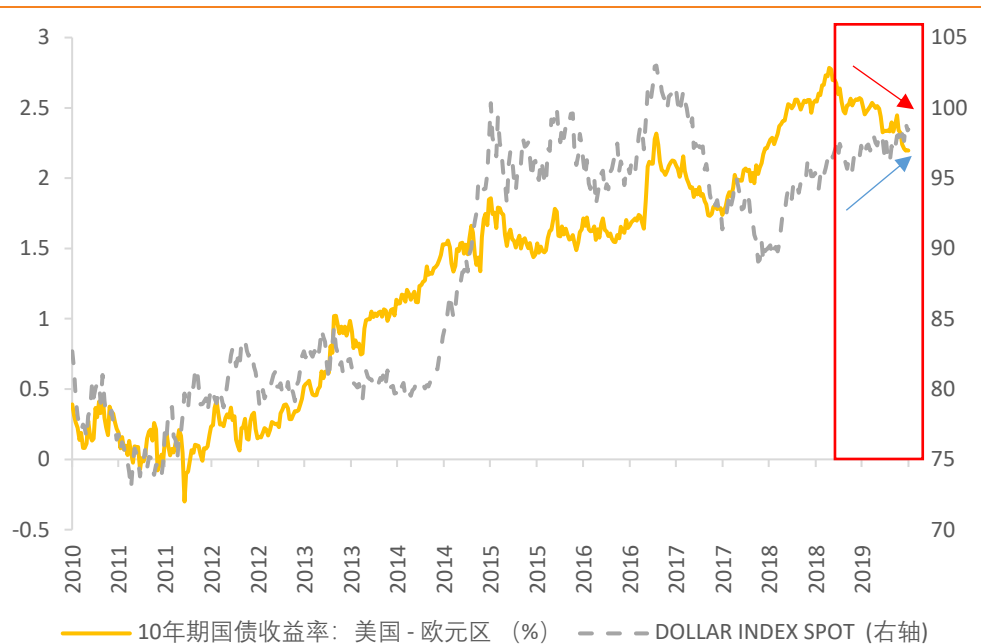
1. 2018 年美国进入经济周期顶部，美联储年内四次加息并持续缩表，10 年期国债从 18 年年初的 ~2.4% 升至 11 月的 ~3.2%。而欧元区经济则自 2018 年初开始回落，制造业 PMI 从 60 回落至

- 年末的 51，但受美债拉升影响，年内收益率在 11 月前几乎没有下行。该阶段美债拉动欧债，美欧收益率之差扩张约 70bp。
2. 随后，美联储意识到加息过度，在今年初态度开始转向，3 月表达了暂停加息的意图，6 月暗示降息，并在 7 月、9 月两次降息，8 月正式停止缩表。美债收益率也从年初的 2.7% 一度回落至 9 月初的 ~1.5%。而在今年制造业进入收缩区间后，欧债收益率自年初的 ~0.2% 一路回落到 9 月初的 ~-0.7%。此阶段美欧收益率之差收缩约 30bp。

但是今年以来美欧利差的收窄不支持美元指数的强势。为什么今年的美欧利差和美元指数会出现背离呢？

一方面，去年美联储对经济预期过度乐观，导致美债利率定价过高，去年 11 月美债创下 3.2% 的高点，计入了今年加息 3 次的预期，美欧利差相比美欧经济基本面相位差的偏离过大。因此，虽然今年美国经济仍然强于欧洲，但联储预期已经明显下调，联储降息两次之后市场预期年内还要再降一次。美债收益率的大幅回落，导致美欧利差出现**修复性收窄**，这是美欧利差和美元指数背离的主要原因。

图 3：美欧十年期国债收益率利差 vs 美元指数

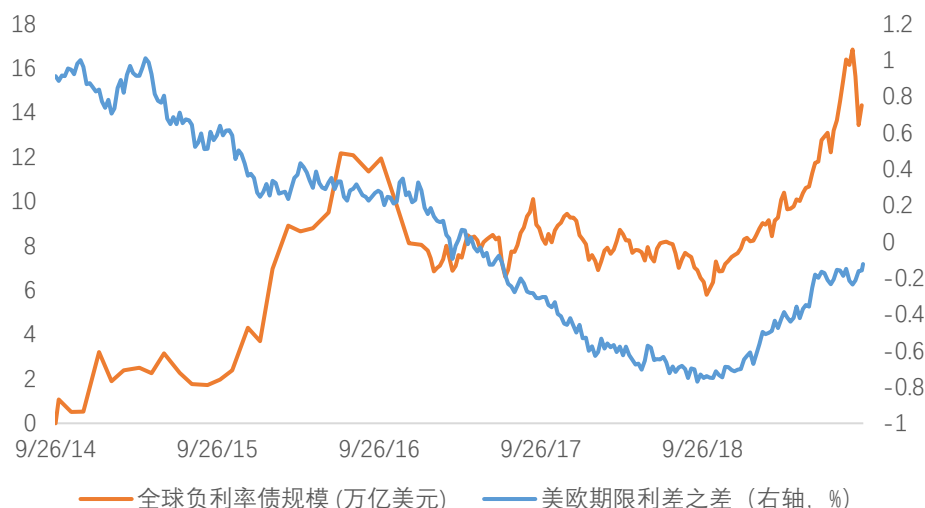


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

另一方面，美欧利差收窄的 30bp 中，还有一部分因素是超越了美欧经济基本面和货币政策的解释范围，和全球负利率债规模扩大后的套利有关，体现在美欧国债的期限溢价之差出现明显收缩。

本次长期美债收益率 120bp 的下滑，反映市场基本面预期的通胀补偿仅下滑了 16bp，而期限溢价贡献了 72bp，突破了历史新低。这一方面反映了联储 7 月提前停止缩表和欧央行 9 月预期扩表对流动性边际的利好，另一方面也反映了资金强烈的避险需求。特别是在全球负利率债规模攀升的背景下，对高息债的套利主导了当前期限溢价的快速下行。

图 4：美欧期限溢价之差因为负利率债规模扩大而收窄



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

1.3.2. 权益市场：仍然反映美国经济的相对强势

权益市场来看，美股相对表现仍显强势。经历了去年底的大跌，今年美股三大指数反弹创了历史新高，而英股欧股日股市场都没有回到去年的高点。欧股走弱和美国主动挑起贸易争端对经济带来的不对称性影响有关，英股还受到了英国脱欧的负面影响。

企业盈利方面，美股每股盈利增长虽然同比几乎没有增长，但相比受能源价格大跌和汽车工业衰退影响转负的欧股还是要好很多。另外，美国企业积极的杠杆回购部分缓解了美股 EPS 增速的回落。估值方面，受累于英国脱欧、意大利议会选举等问题，欧洲股市估值修复乏力。

图 5：美元指数 VS 美股（MSCI US）相对其他权益（MSCI ex-US）累计收益（%）



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

1.3.3. 总结

美欧资产（股票和国债）的相对回报和美元指数都有一定相关性，比如两者同向时的2005年-2007年和2014年下半年-2015年，美元指数的走势比较确定。但是，**金融资产的相对回报无法完全解释美元指数的走势**。例如，2011年-2014上半年，美元资产（股债）的相对回报均跑赢欧元资产，但美元指数持续横盘。1999年-2001年，美元资产（股债）的相对回报均跑输欧元资产，但美元指数维持强势。这些背离需要更多其他原因解释。

金融资产（股债）的相对回报虽然可以较好地解释美元指数的走势，但从严格意义上讲，他们并不是美元指数的决定因素，而是美元的供求关系在资产价格上的体现，和美元指数是相关性，而不是因果关系。**决定美元指数的根本因素，还是基本面和货币政策的相对预期，以及美元流动性溢价。**

图6：国债利差 VS 权益市场相对收益 VS 美元指数



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

1.4. 美联储货币政策周期仍落后于欧央行

1.4.1. G4 央行资产负债表相对于美联储扩表

从货币的长期供给来看，央行资产负债表的相对变化解释了2011年-2014年间的美元指数的走势。2008年金融危机后，美联储开启了三轮QE，直到2014年10月退出QE之前，美联储扩表快于其他央行。2015年后，欧日央行继续扩表，而美联储选择在2017年10月开启缩表，G4央行与美联储资产负债表规模相对值上升。

由于本轮经济周期美国晚于欧日经济体出现拐点，美国的货币政策周期也相对滞后于两者。虽然美联储8月已经提前结束缩表，但欧央行（9月）在今年9月的议息会议上不仅下调关键存款利率10bp，并略超市场预期地重启了量化宽松；日央行预计10月加码宽松政策，因此美元供给相比其他货币偏紧。

图7：美元指数 VS G4规模/美联储资产负债表规模



资料来源: BEA, 天风证券研究所

1.3.2. 利率政策：欧央行、美联储几乎同步下调

当前欧央行在今年9月的议息会议上下调关键存款利率10个bp, 而美联储在7月、9月共降息50bp, 货币政策利率调整几乎同步。

从美欧央行的利率决策看, 美元指数一般领先美欧短期利差拐点, 体现了货币政策预期对美元指数的影响。特别是2017年初, 由于欧洲经济的复苏, 市场预期欧央行会上调货币政策利率, 虽然该预期一直没能兑现, 但却主导了美元指数从2016年末至2018年初的贬值。

唯一无法解释的是1999年-2001年, 美欧短端利差保持平稳随后持续收窄, 前文提到美元资产跑输了欧元资产, 这期间美元指数的强势可能与其他因素有关。

图 8: 美元指数拐点往往领先美欧短期利率差拐点



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_9898

