

美元“见顶”在即，“加息”不改趋势

- 一问：美联储加息，美元一定走强？过去 50 年的历史回溯看，并不必然。过去 50 年大历史回溯来看，美联储加息与美元升值之间并没有明显的相关性。1970 年以来，美联储共有 8 轮较为明显的加息周期，加息过程中，美元指数 4 次上涨、4 次下跌，升贬值概率各占一半。美元贬值的加息周期：1971-1973 年、1977-1980 年、1994-1995 年、2004-2006 年；美元升值的加息周期：1984-1985 年、1988-1989 年、1999-2000 年、2015-2018 年。加息周期中，美元指数升值还是贬值，与美国与非美经济体之间相对强弱程度变化紧密相关，尤其美欧之间的差异。汇率走势主要是对经济体之间相对强弱程度变化的刻画；美元指数的构成中欧元占比最大（57.6%），美元走势与美欧经济基本面的相对强弱变化，以及美欧之间货币流动性环境的变化关联密切。历史回溯来看，美元指数与美德利差走势高度温和，即是反应。
- 二问：本轮加息周期，美元将何去何从？即将“见顶”，趋势已现。经过一段时间的消化，金融市场对美联储加息预期已有很大程度的定价。最新的美联储点阵图显示，2/3 的官员认为 2022 年加息次数至少 3 次，美国联邦基金利率期货交易出来的加息次数预期已经稳定在 3 次以上。而且，在最近美联储屡屡偏“鹰”的政策态度，及最新一期会议纪要公布之后，市场对美联储加息的试点预期也已前移到 3 月，并对“缩表”也开始进行定价。美国的经济金融现状、中期选举的大背景，并不适于过高频次的加息；疫后欧洲修复弹性或大于美国，亦指向美元指数“见顶”在即。美国经济“类滞胀”格局已然显现，无论是经济层面、资产价格，还是中期选举的政治需要，高频次加息的承受力都值得怀疑。另外疫后欧洲经济弹性或高于美国。
- 三问：哪些指标，有利辅助美元汇率研判？短期看疫情、中期看政策。美元未来走势，受疫后经济与政策变化的影响重大；短期主要看疫情演绎，中期看政策演化路径。短期，疫情反复与防控是影响经济最重要的变量，重点关注每百人疫苗接种量，线下消费修复进度等指标。中期来看，经济体之间疫后政策退潮的节奏，尤其欧美之间，重点关注欧美货币政策退出节奏。技术指标显示，当前美元汇率已接近超买的临界点，“见顶”在即迹象已现。美元对欧元 14 天 RSI 指标，已接近均值+1 倍标准差位置，依历史经验，眼下离岸美元兑欧元已接近超买的极值。其次，美元非商业净持仓数量领先美元指数 3 个月左右，该指标指向美元或将在 2022 年 2 月前后见顶。

风险提示：

- 1、美联储加息超预期，导致短期避险情绪较高，推动美元指数表现超预期。
- 2、疫情变异超预期，欧元区经济恢复不如预期，欧元兑美元贬值压力较大。
- 3、供应链修复不足，需求回落过大，导致美元指数维持高位，短期难以回落。

赵伟

分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

段小乐

分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡

联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

目录

一问：若美联储加息，美元一定走强？回溯过去 50 年的历史中，并不必然.. 3
 二问：本轮加息周期，美元将何去何从？即将见顶，趋势已显 4
 三问：影响美元走势的核心因素是什么？短期看疫情、长期看政策..... 6

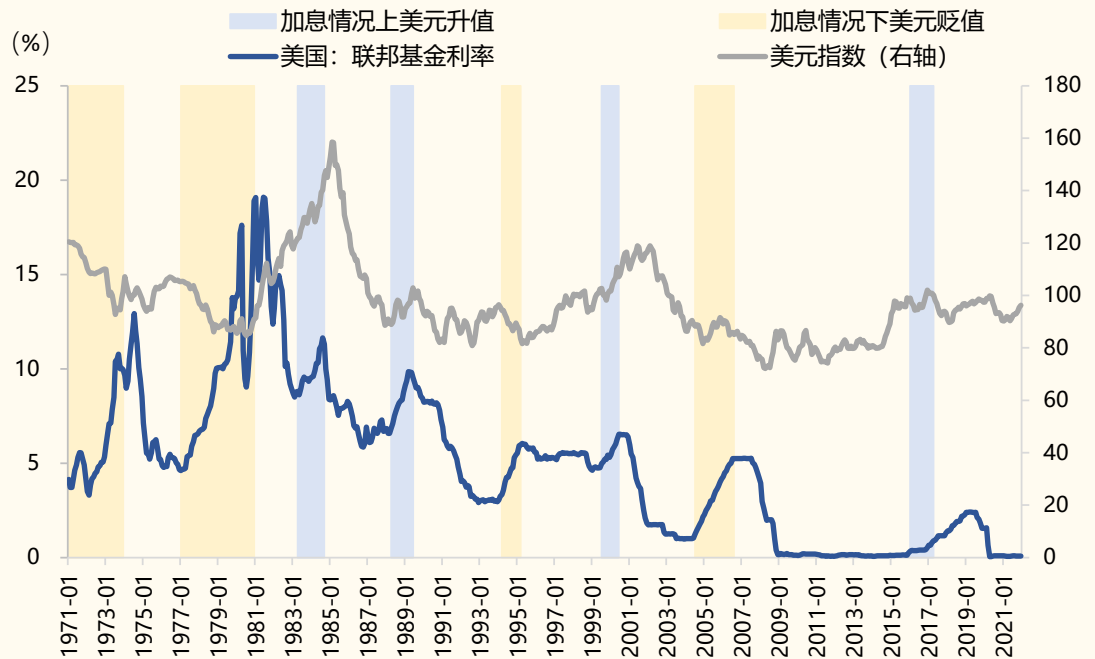
图表目录

图表 1：美联储的 8 次加息周期中，美元指数只有 4 次上升 3
 图表 2：构成美元指数的一揽子货币权重 4
 图表 3：美元指数与美德利差相关性较高 4
 图表 4：美国经济占全球比重和美元指数走势相呼应 4
 图表 5：美欧制造业 PMI 之差领先美元指数 12 个月左右 4
 图表 6：美联储 12 月点阵图显示加息三次 5
 图表 7：市场已经对 2022 年美联储加息充分定价 5
 图表 8：美股的估值压力已经处于较高的水平 5
 图表 9：美国劳动力市场恢复节奏偏慢 5
 图表 10：1970 后美国中期选举年份联邦基金利率变化分布 6
 图表 11：“场景修复”支撑欧元区经济复苏弹性 6
 图表 12：OpenTable 欧洲和美国线下餐厅消费复苏渐进收敛 6
 图表 13：美欧的死亡病例之差不断收敛 7
 图表 14：美欧每百人新冠疫苗接种量之差收窄 7
 图表 15：欧美货币政策逐渐收敛 7
 图表 16：欧美政策变动影响市场利率 7
 图表 17：当前美元兑欧元已经接近超买临界点 8
 图表 18：美元非商业净持仓数量领先美元指数 3 个月左右 8

一问：美联储加息，美元一定走强？50 年大历史回溯看，并不必然

过去 50 年大历史回溯来看，美联储加息与美元升值之间并没有明显的相关性。1970 年以来，美联储共有 8 轮较为明显的加息周期，加息过程中，美元指数 4 次上涨、4 次下跌，升贬值概率各占一半。美元贬值的加息周期：1971-1973 年、1977-1980 年、1994-1995 年、2004-2006 年；美元升值的加息周期：1984-1985 年、1988-1989 年、1999-2000 年、2015-2018 年。

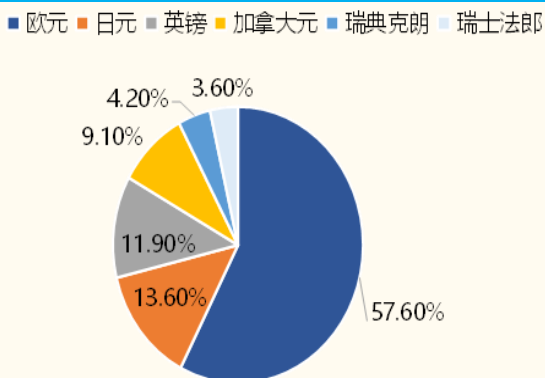
图表 1：美联储的 8 次加息周期中，美元指数只有 4 次上升



来源：Wind，国金证券研究所

加息周期中，美元指数升值还是贬值，与美国与非美经济体之间相对强弱程度变化紧密相关，尤其美欧之间的差异。汇率走势主要是对经济体之间相对强弱程度变化的刻画：美元指数的构成中欧元占比最大（57.6%），美元走势与美欧经济基本面的相对强弱变化，以及美欧之间货币流动性环境的变化关联密切。历史回溯来看，美元指数与美德利差走势高度温和，即是反应。

图表 2: 构成美元指数的一揽子货币权重



来源: 国金证券研究所

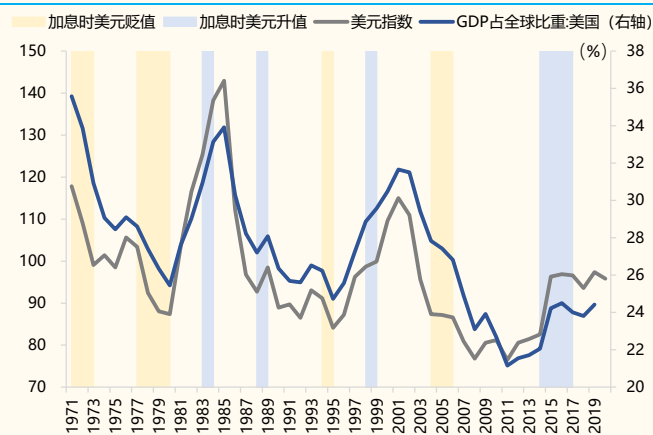
图表 3: 美元指数与美德利差相关性较高



来源: Wind, 国金证券研究所

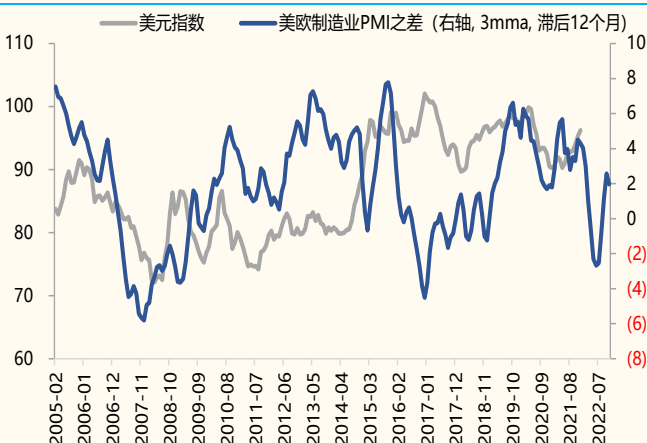
历史回溯也指向上述结论, 即加息过程中, 美元的升值贬值主要取决于美国与非美经济体经济相对强弱的变化。从美国经济占全球比重和美元指数走势来看, 在 1971-1973 年、1977-1980 年、1994-1995 年和 2004-2006 年美联储加息美元贬值时, 对应美国经济占全球比重下行; 而在 1984-1985 年、1988-1989 年、1999-2000 年、2015-2018 年美联储加息美元升值时, 对应美国经济占全球比重上行, 进一步说明美国和其他国家的相对经济增速、经济节奏差异决定了美元指数的走势。

图表 4: 美国经济占全球比重和美元指数走势相呼应



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 美欧制造业 PMI 之差领先美元指数 12 个月左右

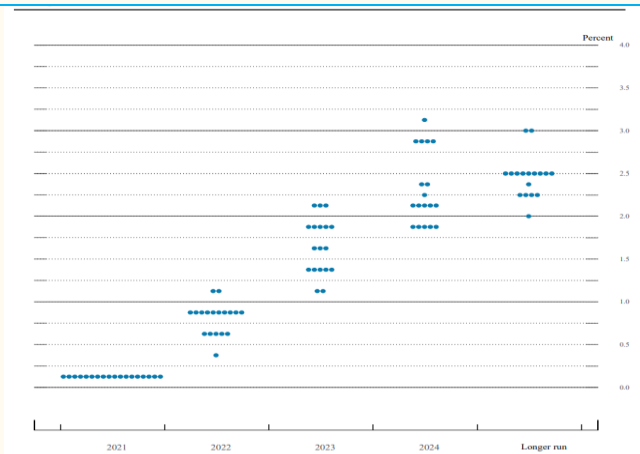


来源: Wind, 国金证券研究所

二问: 本轮加息周期, 美元将何去何从? 即将见顶, 趋势已现

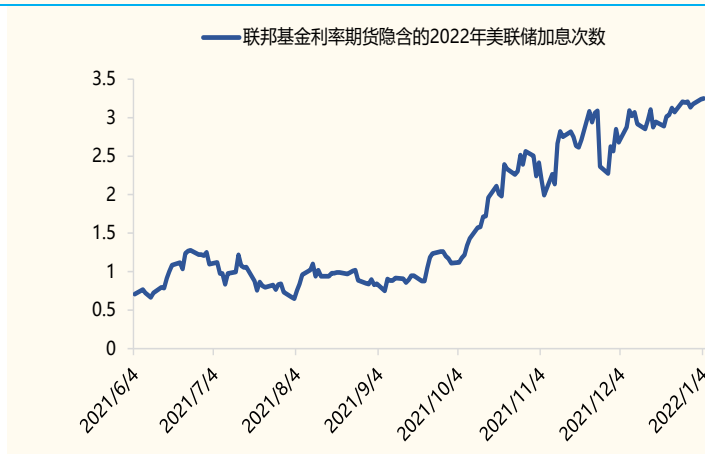
市场对美联储加息定价已经相对充分。从市场对美联储加息节奏的定价来看, 美联储点阵图对市场预期的引导已经达到 2022 年和 2023 年各加息 3 次, 在此背景下, 联邦基金利率期货蕴含的 2022 年的美联储加息次数已经稳定在 3 次以上, 市场对美联储加息的时间节点也已经前移到 3 月份, 并对“缩表”开始进行定价。近期, 美联储对货币政策态度总体偏“鹰”, 但综合考虑来看, 市场对美联储的加息定价或许已经较为充分。

图表 6: 美联储 12 月点阵图显示加息三次



来源: 美联储, 国金证券研究所

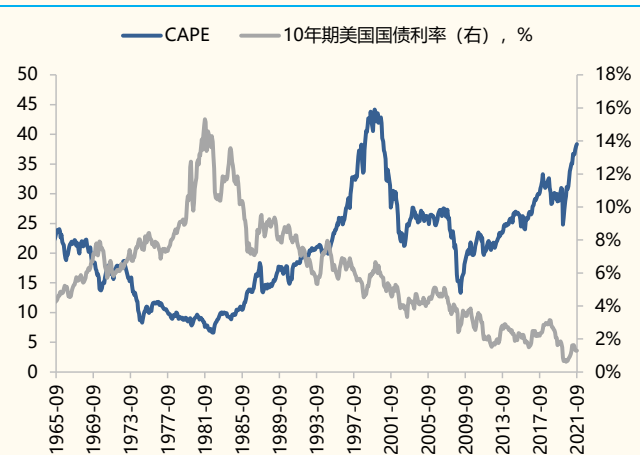
图表 7: 市场已经对 2022 年美联储加息充分定价



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

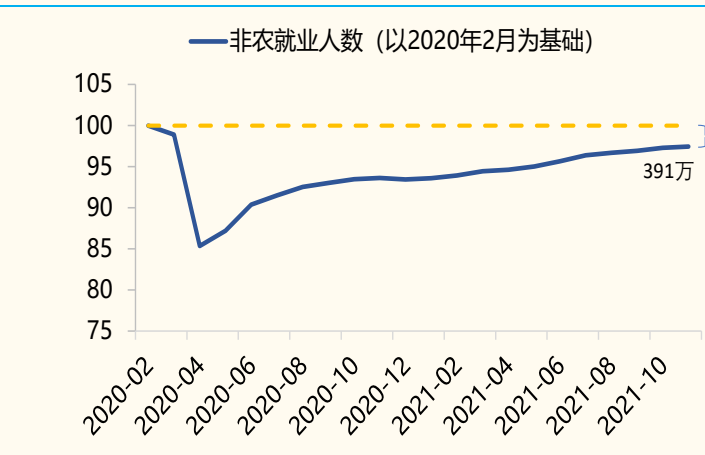
美国的经济金融现状、中期选举的大背景，并不适于过高频次的加息；疫后欧洲修复弹性或大于美国，亦指向美元指数“见顶”在即。当前，疫情引发的供应链和能源问题带动美国通胀不断超预期，美国 11 月 CPI 同比上涨 6.8%，为 1982 年 6 月以来的最大年度涨幅导致美联储被动需要通过加息进行应对。从经济和资产价格层面来看，目前美国劳动力市场整体恢复节奏偏慢、较高的美股估值压力以及中期选举的政治约束，或许无法支持 2022 年美联储加息三次。

图表 8: 美股的估值压力已经处于较高的水平



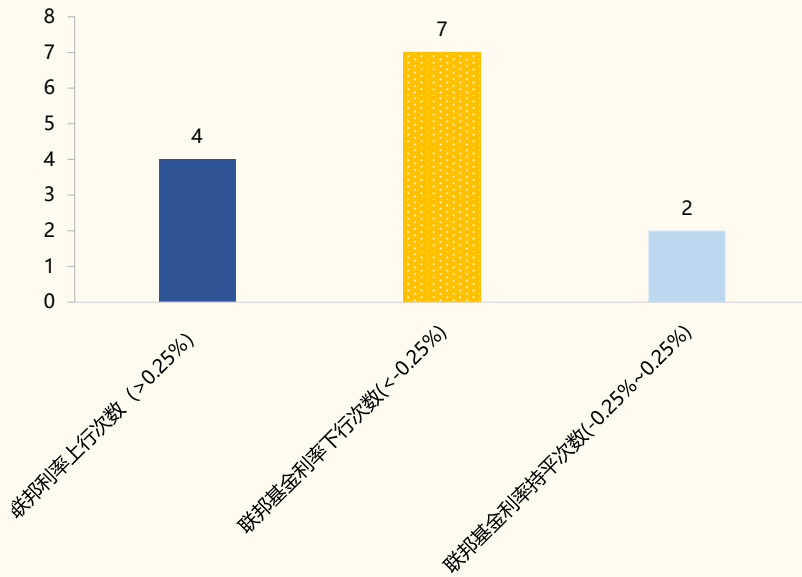
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 9: 美国劳动力市场恢复节奏偏慢



来源: Wind, 国金证券研究所

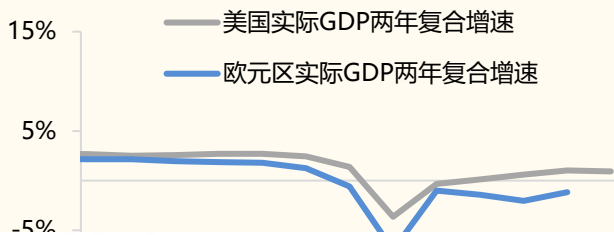
图表 10: 1970 后美国中期选举年份联邦基金利率变化分布



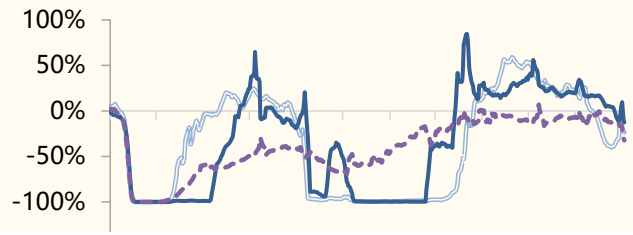
来源: Wind, 国金证券研究所

疫后“场景修复”更有利于欧元区经济弹性恢复，进一步确认美元的下行趋势。一方面，在疫情扰动加剧、能源品价格上涨、供应链中断背景下，欧元区的通胀大幅上升，但需求恢复受到约束。欧央行宣布结束新冠肺炎疫情期间实施的紧急资产购买计划、英国央行宣布将基准利率从 0.1% 提升至 0.25%，释放退出超宽松货币政策信号。另一方面，我们在《美元何时见顶？》中指出疫苗和特效药的快速发展加速“场景修复”的进程，欧元区经济复苏的弹性有望得到加强，这将导致欧美央行货币政策从分化转向收敛，确认美元的下行趋势。

图表 11: “场景修复”支撑欧元区经济复苏弹性



图表 12: OpenTable 欧洲和美国线下餐厅消费复苏渐进收敛



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_35913



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn