

汇率研究系列之六

宏观专题研究报告

强势美元的背后？

俄乌冲突爆发后，美元指数快速上涨，创 2003 年以来新高，什么原因导致了本轮美元的强势，后续美元指数又将何去何从？本文分析，仅供参考。

➤ 一问：近期，外汇市场的热点话题？美元持续走高，市场分歧加大

近期，全球外汇市场剧烈震荡，美元指数快速上行。2020 年以来，美元指数的走势受美欧疫情演绎的影响；今年 2 月以来，俄乌冲突则触发了美元指数的新一轮上涨。4 月 11 日，美元指数再度突破 100 关卡，并继续冲高。截至 5 月 6 日，美元指数盘中突破 104，创 2003 年以来新高。自 2021 年 5 月 25 日阶段性低点 89.6，美元指数一路上行，至今已累计上涨 15.6%。

汇率市场快速调整后，市场对美元指数未来走势的分歧有所加大。从美元指数构成来看，欧元与日元占比分别为 58%、14%，两者与美元双边汇率主导美元指数走势。4 月 28 日，欧元兑美元跌破 1.05，逼近兑美元平价关键位，历史规律显示，近 20 年欧元 6 次跌近平价位均有支撑；美元兑日元升破 125 常被视为日央行干预信号，当前日元汇率已达 130，市场分歧加大。

➤ 二问：俄乌冲突如何影响近期汇率？基本面、政策面、避险情绪三重扰动

俄乌冲突对美、欧基本面会产生非对称性影响，进而对美元指数形成支撑。当前美国是石油净出口国，能源自给率高达 97%；而欧元区能源结构中油气占比达 59%，且高度依赖进口。俄乌冲突中飙升的油气价格加剧了欧元区滞胀风险，对美国经济的冲击则相对有限。4 月 IMF 对美欧 2022 年经济预测分别下调 0.3pct 和 1.1pct，迥异的能源结构导致美欧经济走势再度分化。

俄乌冲突发生后，全球避险情绪、及美欧央行政策的分化，进一步支撑了美元的强势。1) 俄乌冲突引起全球避险情绪的升温，资金向美国回流；2) 俄乌冲突直接影响欧洲、日本的地缘局势，造成了欧元与日元近期的弱势。3) 俄乌冲突对美欧经济的非对称性影响，会进一步影响美欧央行的政策态度，欧央行货币政策正常化的节奏慢于美国，同样支撑了美元的强势。

➤ 三问：美元指数会否续创新高？弱势欧元与日元支撑下，美元或将维持强势

美国经济的韧性较强，而欧洲存在较大下行风险，美欧基本面分化会对美元形成有利支撑。美国企业景气高企、居民收入高增，或仍将对中短期经济形成有力支撑。而欧元区的生产、消费则均有较大下行风险，生产方面，领先德国 PMI 约 4 个月的汽车制造商预期，已低于 2020 年疫情下的低点；消费方面，领先居民消费支出约 3 个月的消费者信心指数，也已走低至-17.6。

日央行维持鸽派，美日利差将继续拉大，也将为美元强势提供支撑。近期，美债收益率快速上行，而日央行仍以“限价操作”约束日债收益率上限。黑田东彦近期表示“日元贬值是积极正面的”，打破了市场对于突破 125 后央行主动干预的担忧。宽松政策维系下，美日利差将继续拉大，将对美元指数形成支撑。此外，从交易力量来看，欧元、日元的做空力量仍在快速积蓄。

风险提示：美国经济增长不及预期、美联储货币政策收紧不及预期、欧元区经济增长超预期、欧央行货币政策收紧超预期。

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

李欣越 联系人
lixinyue@gjzq.com.cn

内容目录

一、周度专题：强势美元的背后？	4
1.1、近期，外汇市场的热点话题？美元持续走高，市场分歧加大	4
1.2、俄乌冲突如何影响近期的汇率走势？基本面、政策面、避险情绪三重扰动	5
1.3、美元指数会否续创新高？弱势欧元与日元的支撑下，美元或将维持强势	7
二、数据跟踪：发达国家市场股债双杀，外汇市场大幅震荡	10
2.1、权益市场追踪：发达国家市场多数下跌，恒生指数大幅回落	10
2.2、债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率普遍上行	11
2.3、外汇市场追踪：美元指数继续走强，人民币兑美元汇率	12
2.4、大宗商品市场追踪：有色金属大幅调整，原油价格继续上涨	14

图表目录

图表 1：近期，美元指数快速上行，创 03 年以来新高	4
图表 2：4 月以来，全球主要国家货币兑美元均贬值	4
图表 3：2021 年 5 月以来，美欧疫情再度分化	4
图表 4：前期，美欧确诊人数差与欧元兑美元相关	4
图表 5：欧元和日元是美元指数的主要构成	5
图表 6：当前日元、欧元处于关键点位附近	5
图表 7：欧元区能源结构高度依赖油气资源	5
图表 8：欧元区主要国家能源自给率较低	5
图表 9：4 月，IMF 大幅下调欧元区经济预测	6
图表 10：美欧经济由收敛再度转向分化	6
图表 11：VIX 飙升期，美元指数多数走强	6
图表 12：本轮俄乌冲突下，美元避险属性也有所显现	6
图表 13：2020 年 3 月以来，美日利差显著收窄	7
图表 14：原油价格暴涨恶化了日本的贸易条件	7
图表 15：市场预期的 2022 年 7 月前央行加息幅度	7
图表 16：美德利差与欧元兑美元汇率走势相关	7
图表 17：美国制造、零售实际库存维持仍处于低位	8
图表 18：美国居民薪酬收入增速维持高位	8
图表 19：德国制造业生产商预期领先 PMI 约 4 个月	8
图表 20：欧元区消费者信心指数同样大幅回落	8
图表 21：日本央行主动干预下，美日利差进一步走阔	8
图表 22：日本劳动收入同比增速仍维持低位	8
图表 23：美日货币政策的分化或将维系	9

图表 24: 市场对 2022 年日元加息的预期较低.....	9
图表 25: 欧元作为全球支付货币的使用比例快速下降.....	9
图表 26: 全球资产管理中欧元暴露的头寸快速减少.....	9
图表 27: 俄乌之后, 欧元做空力量快速积蓄.....	9
图表 28: CME 市场上, 做空日元的力量同样快速走强.....	9
图表 29: 本周, 发达国家股指多数下跌.....	10
图表 30: 本周, 新兴市场股指多数下跌.....	10
图表 31: 本周, 美股行业涨跌互现.....	11
图表 32: 本周, 欧元区行业多数下跌.....	11
图表 33: 本周, 恒生指数下跌.....	11
图表 34: 本周, 恒生行业普遍下跌.....	11
图表 35: 主要发达国家 10Y 国债收益率普遍上行.....	12
图表 36: 本周, 美英德 10Y 利率均上行.....	12
图表 37: 主要新兴市场国家 10Y 国债收益率多数上行.....	12
图表 38: 本周, 土耳其巴西国债 10Y 收益率大幅上行.....	12
图表 39: 本周, 美元指数继续走强.....	13
图表 40: 本周, 英镑兑美元大幅贬值, 欧元汇率走平.....	13
图表 41: 本周, 主要新兴市场兑美元多数贬值.....	13
图表 42: 本周, 巴西雷亚尔兑美元继续贬值.....	13
图表 43: 本周, 主要发达国家兑人民币普遍升值.....	13
图表 44: 本周, 美元兑人民币继续升值.....	13
图表 45: 本周, 大宗商品价格走势分化.....	14
图表 46: 本周, WTI 原油与布伦特原油价格下跌.....	14
图表 47: 本周, 焦煤价格微跌、动力煤价格上涨.....	14
图表 48: 本周, 铜铝价格共振下跌.....	15
图表 49: 本周, 铜价下跌, 通胀预期小幅回落.....	15
图表 50: 本周, 黄金和白银均下跌.....	15
图表 51: 本周, 黄金价格下跌, 美债实际收益率攀升.....	15

一、周度专题：强势美元的背后？

俄乌冲突爆发后，美元指数快速上涨，创 2003 年以来新高，什么原因导致了本轮美元的强势，后续美元指数又将何去何从？本文分析，可供参考。

1.1、近期，外汇市场的热点话题？美元持续走高，市场分歧加大

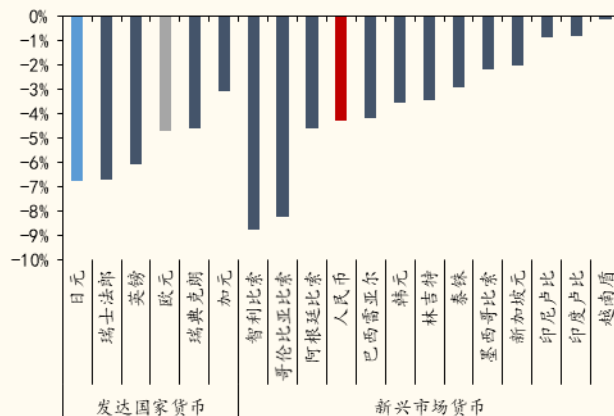
4 月以来，全球外汇市场大幅震荡，美元指数快速上行，日元、欧元、人民币均现快速贬值。2022 年 4 月 28 日，美元指数突破 103.4，创 2003 年以来新高，引发市场的密切关注。本轮美元指数自 2021 年 5 月开始快速上行，2022 年 4 月 11 日，美元指数再度突破 100 关卡，并继续走高。伴随着美元指数的快速上涨，全球主要国家货币多出现剧烈动荡，其中日元、欧元、英镑和人民币在 4 月以来分别贬值 6.79%、4.70%、6.10%和 4.30%，此番贬值既迅且猛。

图表 1：近期，美元指数快速上行，创 03 年以来新高



来源：Wind，国金证券研究所

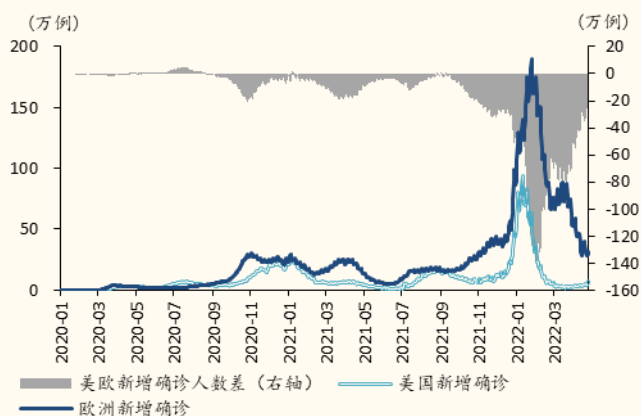
图表 2：4 月以来，全球主要国家货币兑美元均贬值



来源：Wind，国金证券研究所

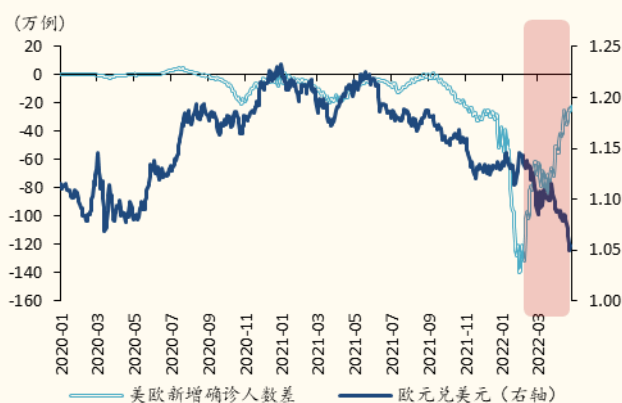
2020 年以来，美元指数的走势受美欧疫情演绎的影响；今年 2 月以来，俄乌冲突触发了美元指数的新一轮上涨。2020 年新冠疫情爆发以来，美欧在几轮疫情中出现了时间错位与程度差异，疫情不同的演绎形势影响了市场预期的变动，进而影响了欧元兑美元的汇率走势。2021 年 5 月以来，美欧疫情再度分化，驱动了本轮美元指数的上涨。今年 2 月以来，随着欧洲新冠确诊人数的快速下滑，美欧疫情开始呈现收敛态势；但在俄乌冲突的接棒下，欧元兑美元仍跌跌不休。

图表 3：2021 年 5 月以来，美欧疫情再度分化



来源：Wind，国金证券研究所

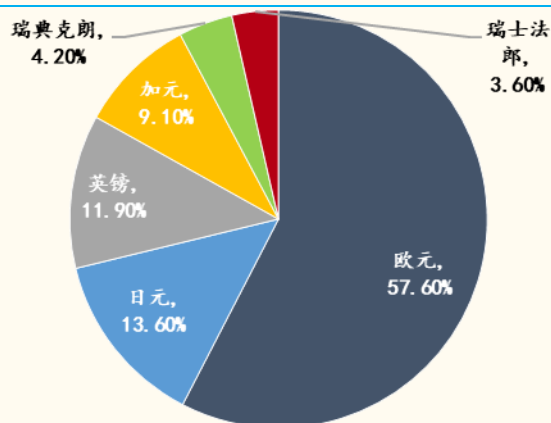
图表 4：前期，美欧确诊人数差与欧元兑美元相关



来源：Wind，国金证券研究所

欧元和日元是美元指数的主要构成，当前欧元逼近兑美元平价的关键点位，日元持续位于“黑田线”以上，加剧了市场对美元指数的分歧。从美元指数的构成来看，欧元与日元占比分别达 57.6%和 13.6%，欧元兑美元的双边汇率主导了美元指数的走势，日元兑美元也能在一定程度上影响美元指数的波动。本轮美元指数快速升值中，欧元兑美元已跌破 1.05，创 2017 年以来新低，逼近兑美元平价的关键点位；市场长期将美元兑日元汇率升破 125 关卡视为日央行主动干预的信号，本次日元汇率也长期处于黑田线以上，市场的分歧正在扩大。

图表 5：欧元和日元是美元指数的主要构成



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：当前日元、欧元处于关键点位附近



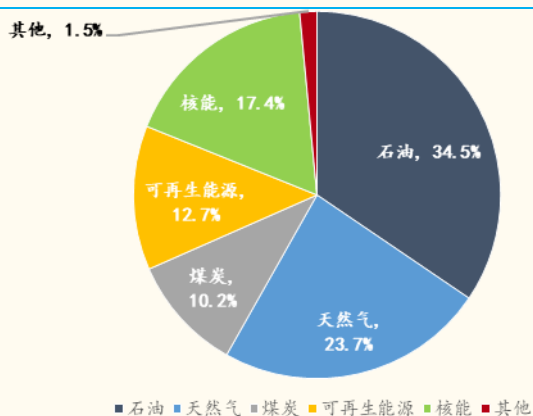
来源：Wind，国金证券研究所

1.2、俄乌冲突如何影响近期的汇率走势？基本面、政策面、避险情绪三重扰动

今年 2 月以来，受俄乌冲突的影响，美元指数开启了新一轮快速的上涨。俄乌冲突从基本面、政策面和避险情绪三方面，对美元走势形成了有利支撑。

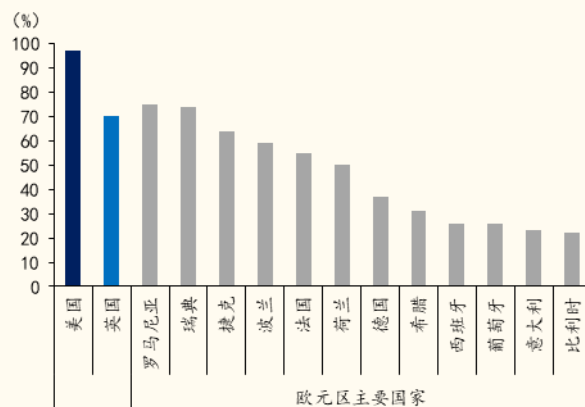
第一，由于能源结构的差异，俄乌冲突将对美欧基本面产生非对称性影响。俄乌冲突爆发后，美欧制裁导致油气供给收缩，价格大幅上涨。冲突爆发至今，布伦特原油与 NYMEX 天然气价格分别上涨 70%和 15%。根据 EuroStat 数据，2020 年欧元区能源结构中石油、天然气占比分别达 35%和 24%，其中 97%的石油与 84%的天然气依托进口。美国则连续两年成为石油净出口国，能源自给率高达 97%。能源危机下，4 月全球经济展望中 IMF 大幅下调 2022 年欧洲经济预测 1.1 个百分点，而迥异的能源结构也导致美欧经济由收敛再度转向分化。

图表 7：欧元区能源结构高度依赖油气资源



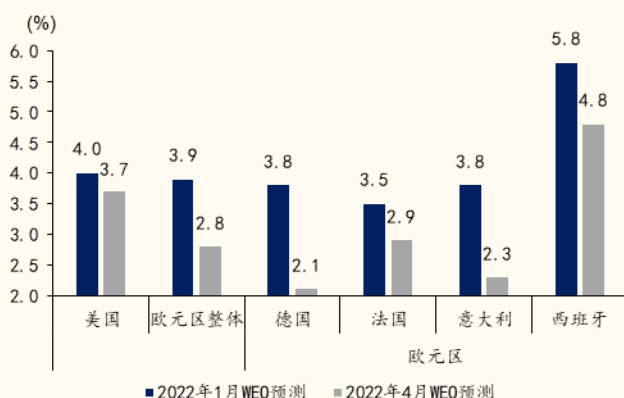
来源：EuroStat，国金证券研究所

图表 8：欧元区主要国家能源自给率较低



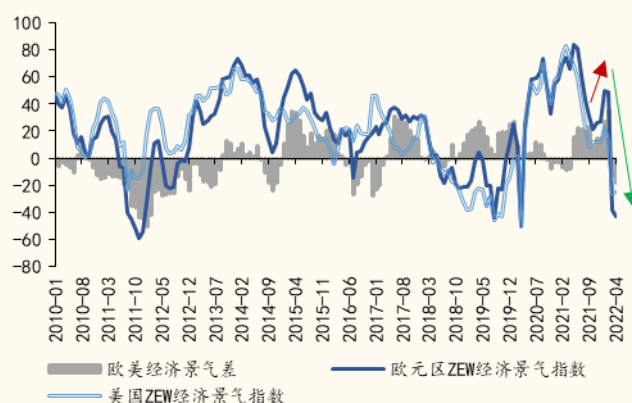
来源：IRENA，国金证券研究所

图表 9：4 月，IMF 大幅下调欧元区经济预测



来源：IMF，国金证券研究所

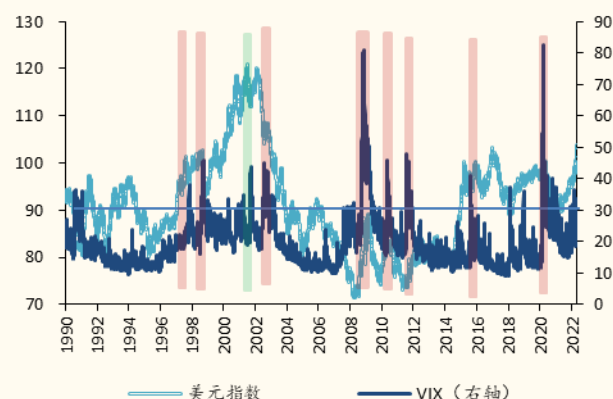
图表 10：美欧经济由收敛再度转向分化



来源：Bloomberg，国金证券研究所

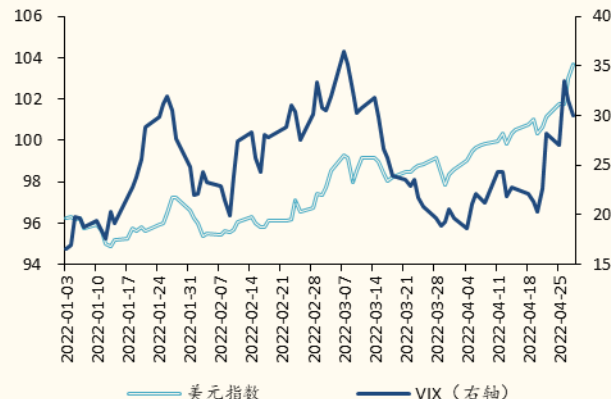
第二，俄乌冲突引发全球避险情绪升温，资金向美国回流；同时，冲突还影响了欧洲、日本的地缘局势，加剧了欧元与日元对美元的弱势。美元有着较强的避险属性，历史上，VIX 飙升时期，美元指数的表现多较为强劲。本轮中，俄乌冲突下，美元的避险属性再度显现。同时，俄乌冲突对欧元区与日本的地缘局势直接产生了扰动，部分欧元区国家被冲突间接波及，而俄日之间地缘争端的和平谈判也在日本单方面制裁后再次搁置。最后，美日利差收窄对日元套息货币定位的动摇、原油价格对日本贸易条件的恶化，也弱化了日元的避险表现¹。

图表 11：VIX 飙升期，美元指数多数走强



来源：Wind，国金证券研究所

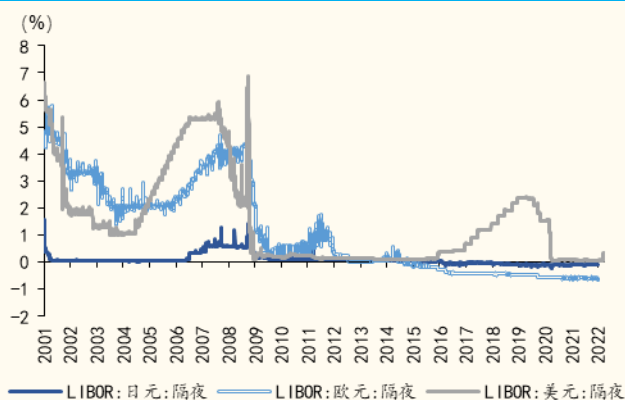
图表 12：本轮俄乌冲突下，美元避险属性也有所显现



来源：Wind，国金证券研究所

¹ 关于日元避险表现的弱化，详情请参见《日元“避险属性”消失了吗？》。

图表 13: 2020 年 3 月以来, 美日利差显著收窄



来源: Wind, 国金证券研究所

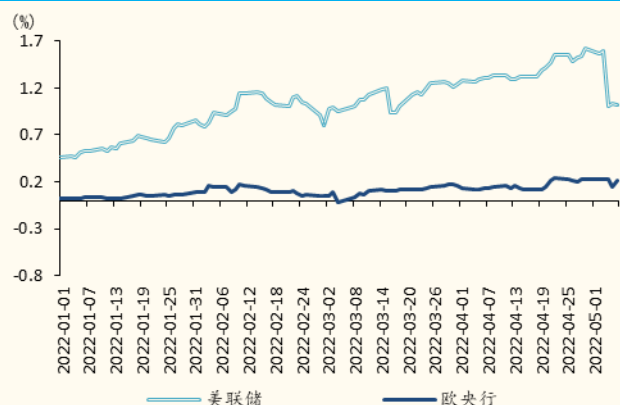
图表 14: 原油价格暴涨恶化了日本的贸易条件



来源: Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

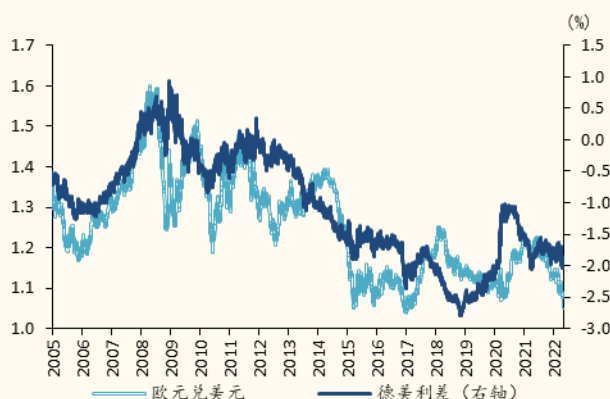
第三, 俄乌冲突对美欧经济的非对称性影响, 会进一步影响美欧央行的政策态度, 欧央行的政策正常化节奏慢于美国, 同样支撑了美元的强势。高企的通胀压力下, 美联储加息预期不断升温, CME 利率期货显示, 7 月前美联储累计加息幅度已由年初的 0.45% 上升至 4 月 22 日的 1.55%; 而俄乌冲突对欧元区经济的影响, 也影响了欧央行政策正常化的节奏。欧央行 4 月议息会议后, 拉加德表示, 资产购买计划将在三季度结束, 之后才会考虑加息, 整体节奏显著慢于美联储。美欧货币政策的分化, 也对美元形成了进一步的支撑。

图表 15: 市场预期的 2022 年 7 月前央行加息幅度



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 16: 美德利差与欧元兑美元汇率走势相关



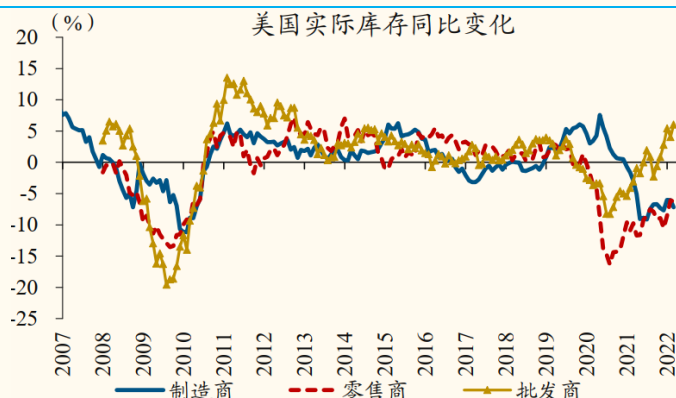
来源: Wind, 国金证券研究所

1.3、美元指数会否续创新高? 弱势欧元与日元的支撑下, 美元或将维持强势

美国经济的韧性较强, 而欧洲存在较大下行风险, 美欧基本面分化会对美元形成有利支撑。美国企业景气高企、居民收入高增, 或仍将对中短期经济形成有力支撑。²而欧洲经济则仍面临着较大衰退风险。生产方面, 4 月德国汽车制造商预期走弱至-40.0, 低于 2020 年疫情下低点。制造商预期领先德国 PMI 约 4 个月, 正预示着德国生产走弱的可能; 消费方面, 4 月欧元区消费者信心指数走低至-17.6, 该指标通常领先居民消费支出 3 个月, 也反映着消费走弱的风险。

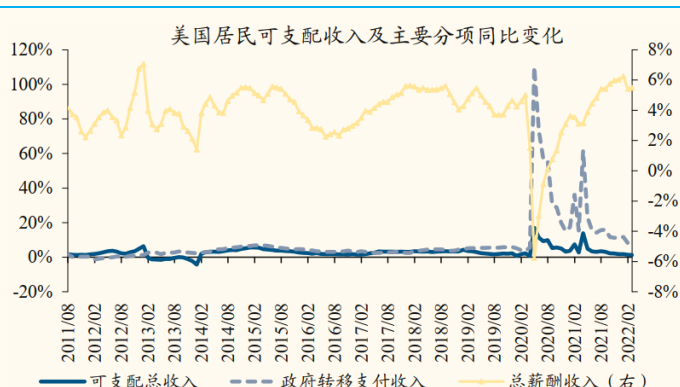
² 关于美国经济韧性的讨论, 详情请参见《美国经济: “假衰退”, 真韧性》。

图表 17: 美国制造、零售实际库存维持仍处于低位



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: 美国居民薪酬收入增速维持高位



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 德国制造业生产商预期领先 PMI 约 4 个月



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 20: 欧元区消费者信心指数同样大幅回落



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

日央行维持鸽派, 美日利差将继续拉大, 也将为美元指数维持强势提供支撑。近期, 美债收益率快速上行, 而日央行仍以“限价操作”约束日债收益率 0.25% 的上限, 美日利差快速走阔, 日元持续贬值。4 月 28 日的金融政策决定会议后, 黑田东彦表示“仍然认为日元贬值是积极正面的”, 打破了市场对于汇率突破 125 后日央行主动干预的担忧。同时, 黑田指出“现在的物价上涨并没有伴随着收入的持续改善”, 而当前日本劳动收入同比仅为-0.3%。鸽派表态下, 市场普遍预期日本的宽松政策仍将维系, 美日利差的继续走阔将为美元提供支撑。

图表 21: 日本央行主动干预下, 美日利差进一步走阔

(%) (%) (%)

图表 22: 日本劳动收入同比增速仍维持低位

(%)

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_41443

