

近期美元指数快速反弹，并一度突破 110 的关口。美元指数的波动对资产价格有着重要影响，那么本轮升值的原因是什么？美元未来是继续升值还是回调？

美元指数大涨原因之一：欧洲能源危机诱导美元快速升值

讨论欧洲能源问题，我们需要先了解其电价体系。

欧洲电力批发市场定价方式为“边际成本定价法”，这一制度下，成本较高的天然气发电决定了欧洲电力批发价格。高企的天然气价格让欧洲电价“一飞冲天”。

高电价带来了两个影响：其一，欧洲居民减少了能源外的消费支出，欧洲企业缩减了工业生产；其二，依赖能源进口的欧洲少有地出现了贸易逆差，且规模较大。

总的来说，受能源危机影响，欧洲基本面快速恶化。

美元指数大涨原因之二：美国加息节奏领先欧洲和日本

货币政策方面，目前美国加息节奏仍大幅领先于欧洲和日本。

今年以来，美联储已经累计加息 225BP。8 月美国 CPI 公布后，市场完全消化了美联储 9 月加息 75BP 的预期，部分投资者甚至认为美联储将在 9 月加息 100BP。

欧央行目前已经加息 125BP，假如美联储 9 月加息 75BP，那么与欧央行之间的差距将来到 175BP。市场预期至 2022 年底，美欧的政策利率差将超 220BP。

日本方面，日央行继续保持宽松政策，市场预期年内日本央行不会进行加息操作。

除了货币政策的差距外，因市场对欧元区边缘国家债务水平的担忧，欧洲陷入“越加息，货币越贬值”的困境。也就是说，货币政策层面对欧元的压制或将持续。

欧洲电价体系改革和技术面因素或推动美元指数短期回撤

针对电价问题，欧盟推出了一系列市场干预政策，主要包括三点。

第一，降低欧盟成员国的电力需求。

第二，对发电商设置暂时性的收入上限以补贴消费者。

第三，向油气、煤炭等企业收取“团结献金”，并用于补贴消费者。

这些政策仍处于草案阶段，若成功落地，或意味着欧洲能源危机短期内“高点已过”，其对美元升值的推动作用也会减弱。

技术面上，我们看到美元指数的看多情绪拥挤程度正从高点回落。经验上，这往往是美元指数短期见顶的信号。

中长期看，实际利差和全球贸易周期回落或将助推美元升值

美欧之间长端国债的实际利差和美元指数之间有着很强的正相关性，我们认为未来这一利差或继续走阔。

对美国来说，目前通胀主要矛盾是工资通胀；而对欧洲来说，通胀更多是输入型的。同时，欧洲较弱的内生经济动能，以及欧元区边缘国家的债务风险，都在限制欧央行的加息空间。这意味着，未来美欧的货币政策差距或将继续扩大。

更长的时间维度上，我们发现美元指数与全球贸易周期高度负相关。

展望未来，由于欧美快速的收紧货币政策，需求下行将带动贸易增速的下行。同时，后疫情时代，海外各国纷纷强调“供应链安全”。这一趋势对于国际贸易来说，同样是逆风项。因此，我们认为在贸易周期下行的环境下，美元指数中长期上行动力较强。

风险提示：海外地缘政治风险；对美联储货币政策理解不到位；美国通胀失控风险。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 谭浩弘

执业证书：S0100121110017

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

相关研究

- 1.8 月经济数据点评：经济阶段性企稳-2022/09/17
- 2.全球大类资产跟踪周报：人民币汇率短暂突破 7-2022/09/17
- 3.月度高频数据追踪：高温疫情后的经济图景-2022/09/15
- 4.宏观和地产联合专题研究：地产纾困的四类模式及现实进展-2022/09/15
- 5.超预期通胀后会是超预期加息吗？——美国 8 月 CPI 数据点评-2022/09/14

目录

前言	3
1 欧洲能源危机诱导美元快速升值	4
2 欧美日货币政策差推动美元升值	7
3 美元指数 110 后往哪去? 短期或回调	8
4 美元指数 110 后往哪去? 中长期仍强势	10
5 风险提示	14
插图目录	15

前言

8月中旬以来，美元指数快速反弹，并一度突破110的关口。美元指数上升的背后，是欧元兑美元自7月份以来再次跌破平价，以及非美货币的普遍贬值。

截至9月16日，美元指数自2022年初以来上升了14.0%，美元兑日元升值了23.9%，美元兑人民币升值了10.1%，美元兑欧元升值了12.8%，美元兑英镑升值了18.0%，美元兑澳元升值了7.0%。

本轮美元升值的背后推手是什么？面对110的关口，美元指数往是继续向上还是回调？美元的波动又会对金融市场产生什么影响？这都是本文尝试回答的问题。

图1：8月中旬以来，美元对大部分货币均升值



资料来源：Wind，民生证券研究院（注：各汇率以2022年1月3日数值为100标准化）

1 欧洲能源危机诱导美元快速升值

美元指数中，欧元的权重最大。本轮美元升值的一大重要推手正是欧洲能源危机，以及危机背后欧洲经济基本面的走弱。

俄乌冲突后，俄罗斯对欧洲的天然气供应大幅下降。近期俄罗斯方面更是表态将无限期暂停北溪一号管道的供气，欧洲能源危机愈演愈烈。最近，我们常常可以看到欧洲天然气价格（以荷兰天然气期货为例）与欧元汇率之间的紧密联动。即天然气价格越高，欧元兑美元越贬值。我们认为，能源价格与欧元汇率之间的联动，背后是投资者对能源危机冲击欧洲基本面的担忧。

图2：能源危机担忧令欧元走弱



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

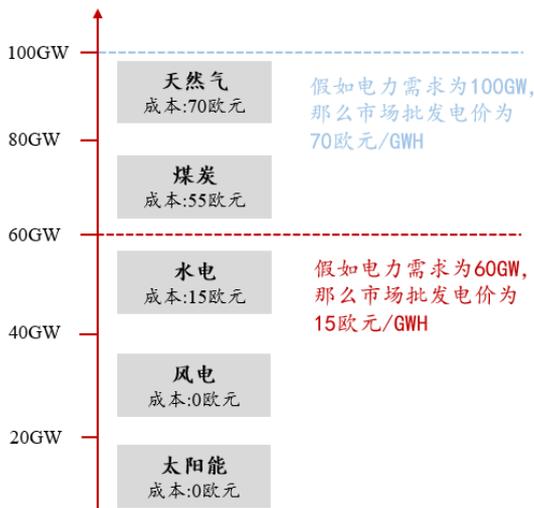
能源危机从两个方面冲击欧洲经济。**第一，电力价格高企冲击了欧洲的消费和工业生产。**

欧洲电力批发市场的定价设计是电力价格波动的放大器。

欧洲电力批发市场定价方式为“边际成本定价法”。这一定价方式类似于竞标，每一个发电商根据自己的成本进行报价。根据价格从低到高排序，最后一个满足总需求的发电商报价（边际成本）就是批发电价。天然气发电商的成本通常较高，往往成为“边际成本发电商”，因而可以说天然气价格决定了欧洲电力批发价格。

在这一制度下，低成本的绿色能源发电商（风电、太阳能等）同样可以收取高电价。高企的利润吸引了众多绿色能源的投资，促进欧洲绿色转型。但是，在绿色能源发电未能满足绝大部分的用电需求时，一旦天然气价格大幅上升，就会引起欧洲整体电价飙升。

图3：欧洲批发电力市场定价机制

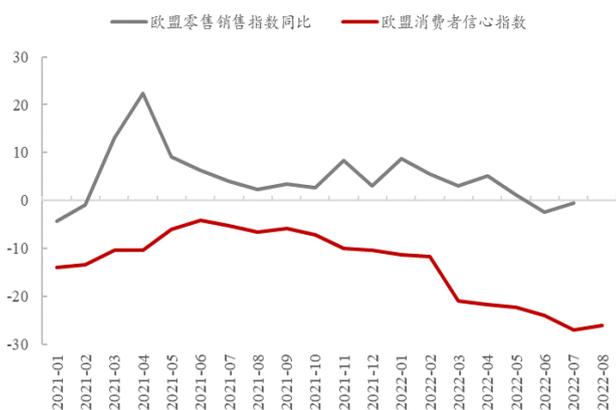


资料来源：金融时报，民生证券研究院

面对高企的电价，欧洲居民减少能源外的消费支出，欧洲企业缩减了工业生产。

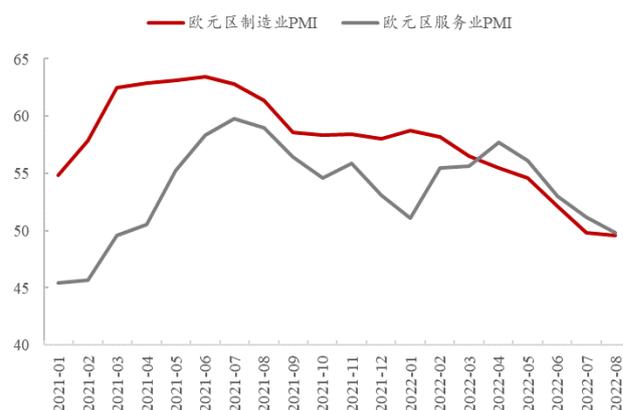
居民端，高电价挤占了居民可用于其他消费的收入，消费者需求受打击。欧盟 2022 年 7 月零售销售指数同比增速为-0.5%，已经连续两个月为负；欧盟 8 月份消费者信心指数为-26，基本处于历史最低水平。企业端，高电价推升了生产成本，很多企业不得不缩减生产，服务业商业活动也受限。8 月欧元区制造业 PMI 为 49.6，连续两个月处于收缩区间；8 月欧元区服务业为 49.8，2021 年 3 月以来首次跌入收缩区间。

图4：欧洲消费非常疲软 (单位：%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

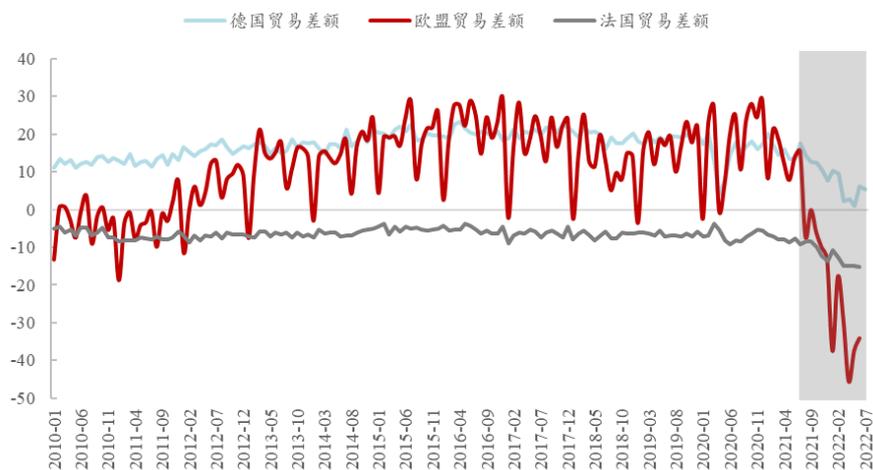
图5：欧洲 PMI 快速下行



资料来源：Wind，民生证券研究院

第二，高企的能源价格导致欧洲贸易逆差在扩大。欧洲严重依赖能源进口，高企的能源价格大大增加了欧洲的进口成本，欧盟各国贸易逆差扩大。目前，欧盟和法国的贸易逆差已经扩大至 2000 年以来的最高水平。德国长期处于贸易顺差状态，但 2022 年 7 月的贸易顺差也跌至 54 亿欧元。

图6：能源危机使欧洲贸易逆差快速扩大（单位：十亿欧元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

2 欧美日货币政策差推动美元升值

美国加息节奏仍大幅领先于欧洲和日本，货币政策差距较大。

2022年3月以来，美联储已经累计加息225BP。同时，在Jackson Hole央行年会的讲话中，鲍威尔释放了9月会议加息75BP，以及将终点利率提高至4%以上的预期（详情可参考《鲍威尔的“沃尔克时刻”》）。8月美国CPI数据再超市场预期，成为了鲍威尔鹰派讲话的数据验证。通胀数据公布后，市场已经完全消化了美联储9月加息75BP的预期，且部分投资者认为美联储将在9月加息100BP。截至9月19日，9月加息100BP概率为20%，加息75BP概率为80%，2022年底利率预期为4.23%。

欧洲方面，欧央行从7月份开始加息，截至目前已经加息125BP。假如美联储9月加息75BP，那么与欧央行之间的加息节奏差距仍有175BP。市场预期至2022年底，欧央行把政策利率提高至2.02%。也就是说，投资者预期美欧年底的政策利率差超220BP。

日本方面，日央行至今维持极度宽松的货币政策。由于日本通胀基本都是输入性通胀，市场预期年内日本央行不会进行加息操作。美联储每一次加息，都在扩大与日本之间的政策差距。

欧央行正快速加息以追赶通胀的步伐，但因市场对欧元区边缘国家债务水平的担忧，欧洲陷入“越加息，货币越贬值”的困境。

疫情以来，欧元区国家进行了大量的财政刺激，同样积累了巨额的赤字与债务。欧元区边缘国家，如意大利，近两年债务到期压力较大。在低利率环境下，这些国家可以低成本的借新还旧；一旦利率快速上行，投资者对其债务压力的担忧便开始升温。

每次市场对欧洲的加息预期上升时，我们都可以看到意大利与德国的国债利差走阔，背后反映的是投资者对持有意大利国债要求更多的信用溢价。2022年以来，意德利差已经从138BP走扩至225BP，已经接近2020年疫情爆发之初的水平。当意德利差走阔的时候，我们通常可以看到美元兑欧元升值，体现的是市场对欧洲债务危机的担忧。

图7：美国加息节奏领先欧日（单位：%）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图8：债务危机担忧推升美元（右：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

3 美元指数 110 后往哪去？短期或回调

欧洲所面临的能源危机是这一轮美元上涨的短期助推因素。近期欧盟酝酿的一系列电力市场干预政策，或将缓解市场对欧洲能源问题的担忧。

9月14日，欧盟公布了对电力市场的紧急干预草案，其中主要包括三大措施。

第一，降低欧盟成员国的电力需求。具体是降低用电高峰时间5%的电力消耗，并在2023年3月31日前，降低各成员国至少10%的总电力需求。

第二，对发电商设置暂时性的收入上限以补贴消费者。由于欧洲电力市场采用“边际成本定价法”，电价往往被发电成本较高的天然气发电商所决定。可再生能源、煤炭、核能等发电商因成本较低，发电利润非常丰厚。欧盟计划将发电商收入上限设置为180欧元/MWh，超过180欧元的部分由政府获得。这实际上是欧洲政府把低成本发电商的一部分利润补贴给电力消费者者。

第三，向油气、煤炭等企业收取“团结献金”(Solidarity Contribution)，并用于补贴消费者。这一措施已经不局限于发电商，而是涉及到从能源危机中获利的能源公司。欧盟建议对这些公司2022年度利润中超过过去三年均值20%的部分收取“献金”。

措施一主要作用于电力需求端，对压制欧洲过高的电价有一定作用。措施二和三并不直接作用于电力市场，但是增加了电力消费者（包括企业和居民）的收入，一定程度上缓解了经济衰退的担忧。

电力市场干预政策后续的进展还需要关注9月底欧盟会议。若政策成功落地，或意味着欧洲能源危机短期内“高点已过”，其对美元升值的推动作用也会减弱。

图9：德国电价有所回落但仍高企（单位：欧元/MWh）



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_46302



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>