

总量研究

美元指数何时有望见顶？

——光大宏观周报（2022-09-25）

要点

核心观点：在美联储持续超预期加息、能源短缺冲击欧洲生产经营和贸易，以及地缘政治形势动荡的助推下，美元指数持续上行，并于 9 月站上 110 点。向前看，美元指数上行的驱动因素尚未出现根本性扭转，震荡上行趋势仍将延续，12 月有望成为美元指数会否触顶的首个观察节点。强美元周期下，人民币对美元汇率将持续承压，年内美元兑人民币中间价有望维持在 7.0 以上。

美元指数自去年下半年以来持续上行，并于 9 月重新站上 110 点。

欧元对美元大幅贬值，成为本轮美元指数上行周期最重要的推手。2021 年 5 月 26 日至 2022 年 9 月 22 日，欧元、日元和英镑贬值对美元指数上行的贡献分别约为，55.99%、17.46%和 13.25%。因而，欧元对美元贬值是本轮美元指数上行周期最重要的推手。欧元对美元持续大幅贬值，直接触发因素在于欧央行货币政策收紧节奏相对滞后；深层次的推动力则来源于，俄乌冲突对欧元区经济增长的冲击更为严重，以及部分欧元区成员国债务偿还风险上升。

日元和英镑对美元持续贬值，是美元指数持续上行另外两个重要推手，主要源于货币政策收紧节奏滞后于美联储。一则，日本消费者通胀持续处于低位，但贸易差额自 2021 年下半年以来持续处于逆差状态，且贸易逆差持续走阔，货币政策为服务于国内经济增长持续处于宽松状态，在美联储收紧货币政策的驱动下，日美利差持续走阔。二则，英国央行今年以来总体跟随美联储加息节奏，1 月至 9 月累计加息 200 个基点，加息幅度少于美联储 100 个基点。

美元指数仍将延续震荡上行，12 月有望成为其会否触顶的首个观察节点。

美元具有货币和避险资产的双重属性。从货币视角来看，美元见顶需要美国和欧元区、日本等国经济和政策周期相对态势的逆转。从避险资产视角来看，美元见顶需要全球经济政策不确定性的回落。

美元指数见顶的触发因素可以从三个维度进行观察：一是，市场对美联储的加息预期不再继续增强，甚至是出现回落，12 月 FOMC 前后将是重要的观察节点。二是，能源短缺对欧元区的冲击达到峰值，2023 年一季度将是重要的观察节点。三是，俄乌冲突不再继续升级，全球政治经济形势风险趋于缓和。

欧洲央行已经于 9 月 8 日开始跟随美联储大幅加息，日本当局已经于 9 月 22 日开始实施“日元买入型”单边外汇干预措施，美元指数上行的斜率有望逐渐趋缓。但美元指数上行的主要驱动因素均未发生根本性扭转，其仍将延续震荡上行，12 月有望成为美元指数会否触顶的首个观察节点。

人民币对美元汇率年内持续承压，美元兑人民币中间价有望维持在 7.0 以上。

强美元周期对我国的影响主要体现在资本流动和汇率层面，跨境资金流动由净流入转为净流出，人民币对美元汇率持续承压，一定程度上对货币政策操作空间形成约束。

今年以来，人民币汇率走势持续分化，以 CFETS 一篮子货币来看，人民币对美元等 10 种货币呈现贬值态势，对欧元等 14 种货币保持升值态势。展望来看，年内人民币对美元汇率大概率持续承压，四季度美元兑人民币中间有望维持在 7.0 以上。

风险提示：政策落地不及预期，新冠肺炎本土疫情大范围扩散，各地重大项目推进不及预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwuh@ebsecn.com

相关研报

人民币汇率急贬，未来怎么走？——流动性洞见系列十（2022-09-05）

超常态的资金利率还能维持多久？——流动性洞见系列九（2022-08-18）

LPR 下行空间多少：投资回报率的视角——流动性洞见系列八（2022-06-30）

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业——流动性洞见系列七（2022-05-24）

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？——流动性洞见系列六（2022-04-11）

如何宽信用：空间、方向、节奏——流动性洞见系列五（2022-03-31）

区域失衡上篇：资金往哪里流淌——流动性洞见系列四（2022-01-25）

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么——流动性洞见系列三（2021-12-23）

人民币汇率见顶了吗？——流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息——光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差——流动性洞见系列一（2021-11-21）

为什么我们认为四季度可能会降息——货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

美联储的抉择：加息减速，缩减加速——美联储观察系列一（2021-06-22）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？——货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？——货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？——货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

目 录

1、美元指数何时有望见顶？	4
1.1、美元指数为什么会突破 110？	4
1.2、美元指数见顶的触发因素会是什么？	7
1.3、强美元周期如何影响我国金融市场？	8
2、海外观察	9
2.1、金融与流动性数据：美债收益率上行，通胀预期回落	9
2.2、全球市场：全球股市普遍下跌，大宗商品走势分化	10
2.3 央行观察：全球多个央行上调政策利率	10
3、国内观察	11
3.1、上游：原油价格环比下跌，铜价、铝价环比下跌	11
3.2、中游：水泥价格指数环比上升，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降	11
3.3、下游：商品房成交面积跌幅扩大，猪价、菜价、水果价格趋势分化	12
3.4、流动性：货币利率以下行为主，债券利率以上行为主	13
4、下周财经日历	13
5、风险提示	13

图目录

图 1：2021 年下半年以来，欧元对美元大幅贬值是美元指数最重要的推手	4
图 2：美欧广义货币增速差快速收敛	5
图 3：欧洲央行加息速度明显滞后于美联储	5
图 4：欧元区贸易逆差逐渐走阔	6
图 5：欧元区景气度下滑程度相较美国更快	6
图 6：欧元区部分国家政府债务率处于较高水平	6
图 7：意德利差快速上行	6
图 8：今年以来，人民币对美元汇率基本跟随美元指数变动	8
图 9：人民币对多数 CFETS 篮子货币保持强劲态势	8
图 10：美国 10 年期国债收益率较上周上行	9
图 11：法德 10 年期国债收益率较上周上行	9
图 12：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差震荡下行	9
图 13：美国投资级企业债利差走阔	9
图 14：全球股市普遍下跌	10
图 15：大宗商品价格走势分化	10
图 16：原油价格环比下跌	11
图 17：铜价环比下跌，库存同比下降	11
图 18：水泥价格指数环比上升	12
图 19：螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降	12
图 20：商品房成交面积跌幅扩大	12
图 21：猪价、菜价、水果价格趋势分化	12
图 22：货币市场利率以下行为主	13
图 23：债券市场利率以上行为主	13

表目录

表 1：下周全球经济数据热点	13
----------------------	----

1、美元指数何时有望见顶？

1.1、美元指数为什么会突破 110？

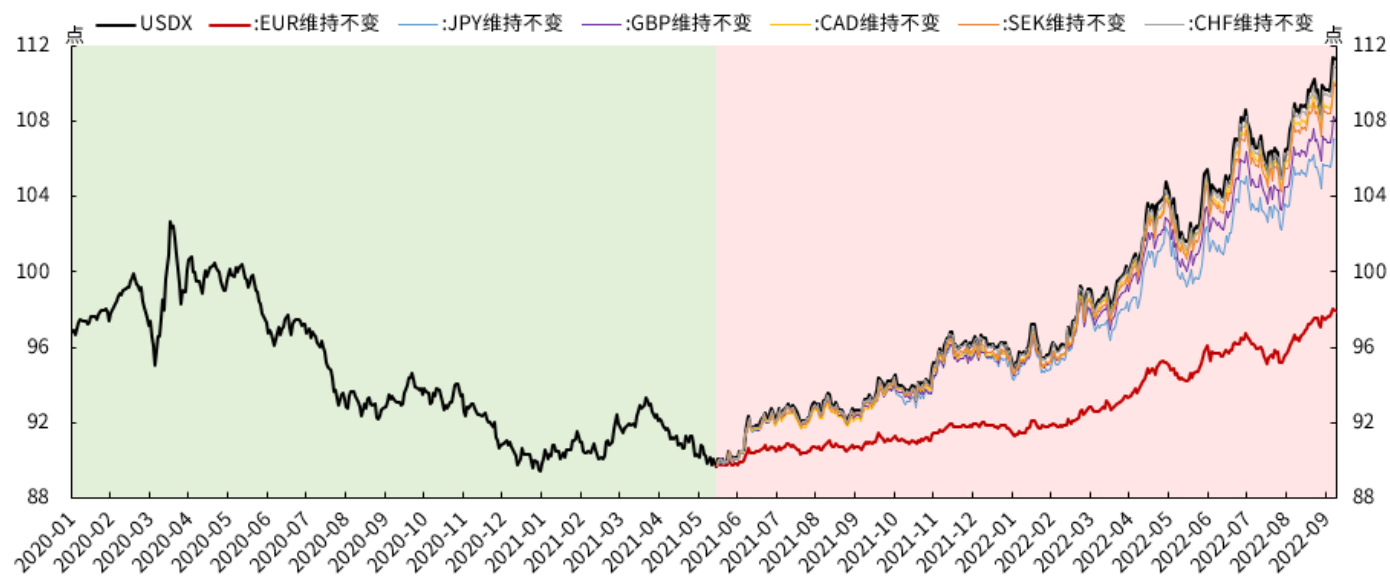
美元指数自去年下半年以来持续上行，并于 9 月重新站上 110 点。2021 年 6 月 6 日，我们发布报告《美元指数还会继续向下吗？》，认为美元指数走势的主要矛盾已经由美国在疫情和通胀中的相对劣势，切换为美国在经济韧性和货币政策空间方面的相对优势，美元指数将转换为趋势性上行。

通过对美元指数走势的回溯发现，美元指数于 2021 年 5 月 25 日触及下行周期的底部，并于 5 月 26 日开启了新一轮上行周期。2021 年 5 月 26 日至 2022 年 9 月 22 日，美元指数涨幅达 24.11%，其中 2022 年以来涨幅达 15.96%，并于 9 月 6 日重新站上 110 点。

欧元对美元大幅贬值，成为本轮美元指数上行周期最重要的推手。美元指数主要衡量的是，美元对欧元、日元、英镑、加拿大元、瑞典克朗和瑞士法郎六种货币的相对价值，权重分别为 57.6%、13.6%、11.9%、9.1%、4.2% 和 3.6%。

2021 年 5 月 26 日至 2022 年 9 月 22 日，欧元、日元、英镑、加拿大元、瑞典克朗和瑞士法郎对美元贬值，对美元指数上行的贡献分别约为 55.99%、17.46%、13.25%、5.46%、5.86% 和 1.97%。因而，欧元对美元贬值是本轮美元指数上行周期最重要的推手，如果我们以欧元、英镑、瑞典克朗和瑞士法郎所在的欧洲区域来衡量，欧洲区域货币贬值对美元指数走势的贡献高达 77.07%。

图 1：2021 年下半年以来，欧元对美元大幅贬值是美元指数最重要的推手



资料来源：ICE，光大证券研究所整理。

数据说明：XXX 维持不变，是指维持 2021 年 5 月 25 日某种货币兑美元汇率不变情形下的美元指数；数据截至 2022 年 9 月 22 日。

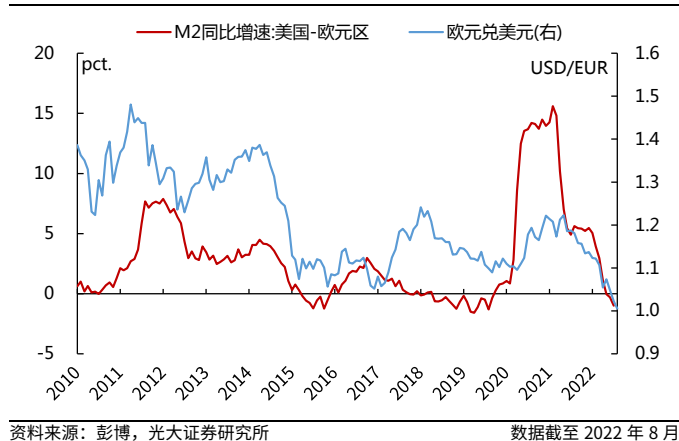
欧元对美元持续大幅贬值，直接触发因素在于欧央行货币政策收紧节奏相对滞后。2021 年 5 月末以来，欧元兑美元持续贬值，并于 8 月 22 日再次跌破至 1 以下，年内¹贬值幅度达 13.50%。欧元贬值的直接触发因素在于美国货币政策收紧节奏更快，2021 年 6 月美联储开始向市场释放年内 Taper(缩减资产购买)的可能性，并于 9 月开始向市场传递正在考虑加息的可能性；而欧洲央行直至当年年末才开始跟市场沟通缩减资产购买的可能性。

数据层面来看，一是，2021 年 5 月美欧广义货币增速差快速收敛，随后持续收敛直至 2022 年 5 月，欧元区广义货币增速开始快于美元，伴随着美欧广义货币增速差的收敛，欧元对美元汇率持续走低。二是，2022 年 1-9 月，美联储分别于 3 月、5 月、6 月、7 月和 9 月，调升政策利率 25BP、50BP、75BP、75BP 和 75BP；而欧洲央行仅于 7 月和 9 月分别调升政策利率 50BP 和 75BP，加息节奏和加息幅度都明显滞后于美联储。

欧央行相对滞后的货币紧缩操作主要出于两方面考量。一是，2021 年，欧元区和美国消费者通胀虽然都在快速上行，但是欧元区的通胀绝对水平相对缓和。2021 年美国 CPI 同比增速上行 5.6 个百分点至 7.0%，欧元区 HICP 同比增速上行 5.3 个百分点至 5.0%。二是，欧央行官员认为通胀主要源于供应链紧张等供给侧因素，收紧货币政策无法解决供应问题。同时，考虑到欧元区面临较大的经济衰退风险，欧央行对收紧货币政策表现的较为谨慎。

但随着俄乌冲突对能源危机的加剧，以及美联储大幅加息给欧元区带来了更大的输入性通胀压力，欧央行已经从 7 月份开始改变了货币政策态度，转为追赶美联储加息步伐。

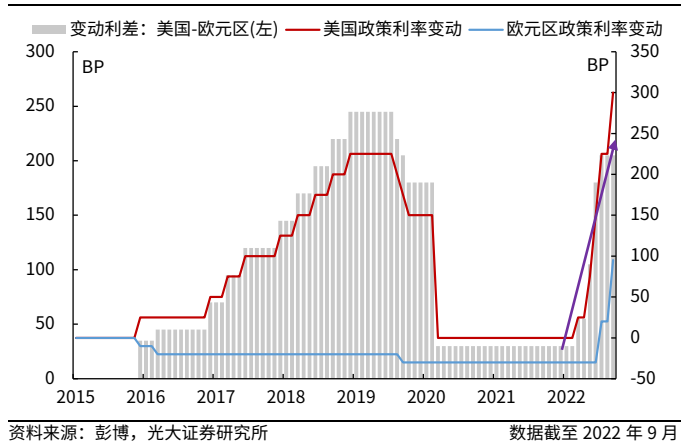
图 2：美欧广义货币增速差快速收敛



资料来源：彭博，光大证券研究所

数据截至 2022 年 8 月

图 3：欧洲央行加息速度明显滞后于美联储



资料来源：彭博，光大证券研究所

数据截至 2022 年 9 月

数据说明：美国政策利率为联邦基金目标利率，欧元区政策利率为 Deposit facility rate。

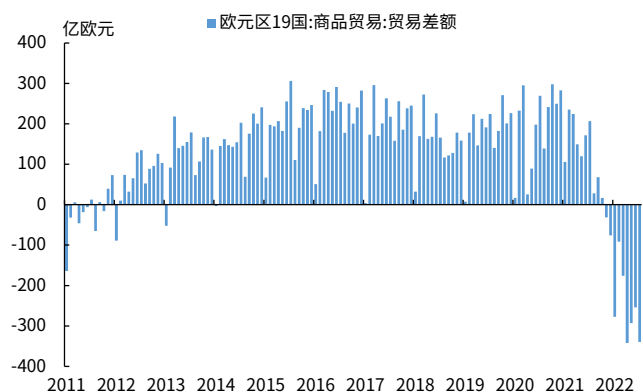
俄乌冲突对欧元区经济增长的冲击更为严重，以及部分欧元区成员国债务偿付风险上升，是欧元对美元持续大幅贬值更为深层次的推动力。

一则，相较于美国而言，欧元区能源等资源品的对外依存度更高，随着能源价格的持续上行，欧元区进口增速持续高于出口增速，贸易差额逐渐由顺差逆转逆差。俄乌冲突自 2 月加剧以来，能源危机愈演愈烈，欧元区贸易逆差进一步走阔，欧元区经常账户由净流入转为净流出，对欧元汇率形成压制。

¹ 2022 年 1 月 1 日至 2022 年 9 月 22 日

二则，为了应对新冠肺炎疫情带来的冲击，美国和欧元区国家均实施了大规模的财政刺激政策，在对冲疫情对经济增长形成的冲击的同时，也进一步推升了政府债务规模。可以看到，2011 年欧洲债务危机涉及的“欧洲五国”中，希腊、意大利、葡萄牙和西班牙的政府债务水平，目前仍处于全球主要国家前列。因而，在美联储加息预期升温后，债务付息压力的增加导致具有代表意义的意德利差持续上行。

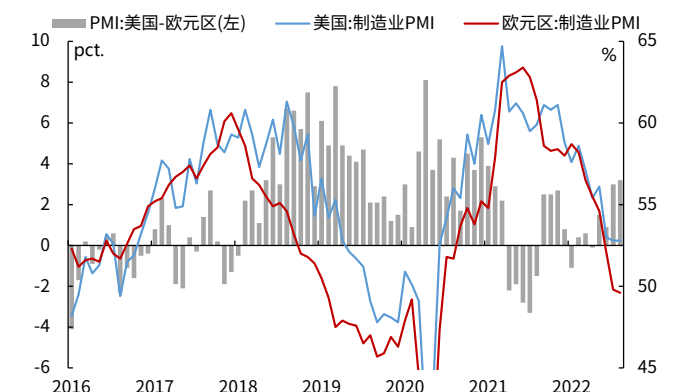
图 4：欧元区贸易逆差逐渐走阔



资料来源：万得，光大证券研究所

数据截至 2022 年 7 月

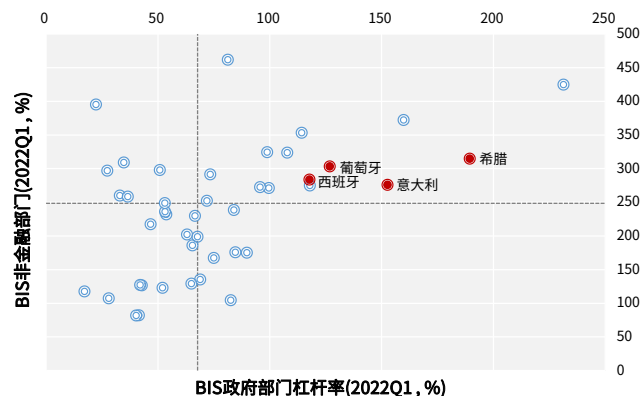
图 5：欧元区景气度下滑程度相较美国更快



资料来源：万得，光大证券研究所

数据截至 2022 年 8 月

图 6：欧元区部分国家政府债务率处于较高水平



资料来源：BIS，光大证券研究所

数据截至 2022Q1

图 7：意德利差快速上行



资料来源：彭博，光大证券研究所

数据截至 2022 年 9 月 22 日

日元和英镑对美元持续贬值，是美元指数持续上行另外两个重要推手，直接触发因素均是货币政策收紧节奏滞后于美联储。一则，日本消费者通胀持续处于低位，但贸易差额自 2021 年下半年以来持续处于逆差状态，且贸易逆差持续走阔，货币政策为服务于国内经济增长持续处于宽松状态，在美联储收紧货币政策的驱动下，日美利差持续走阔。二则，英国央行今年以来总体跟随美联储加息节奏，1 月至 9 月累计加息 200 个基点，加息幅度少于美联储 100 个基点。

1.2、美元指数见顶的触发因素会是什么？

美元具有货币和避险资产的双重属性。从货币视角来看，美元见顶需要美国 and 欧元区、日本等国家经济和政策周期相对态势的逆转。从避险资产视角来看，美元见顶需要全球经济政策不确定性的回落。因而，美元指数见顶的触发因素可以从三个维度进行观察。

一是，市场对美联储的加息预期不再继续增强，甚至是出现回落，12月FOMC前后将是重要的观察节点。2021年5月以来，欧元、日元和英镑相对美元大幅贬值，是美元指数大幅攀升的主要驱动因素，而非美货币的大幅贬值则主要源于不断上修的美联储加息预期。因而，市场对美联储加息预期趋于稳定，将会成为驱动美元指数见顶的重要触发因素。

美联储9月FOMC点阵图显示，FOMC委员倾向于在2022年底之前将联邦基金目标利率上调至4.25%-4.50%，并于2023年底之前将联邦基金目标利率上调至4.50%-4.75%。目前联邦基金目标利率为3.00%-3.25%，也就意味着在11月、12月和2023年2月的议息会议上，政策利率将会分别上调75、50和25个基点。因而，12月议息会议是否会如期减缓加息步伐，将是重要的观察节点。

二是，能源短缺对欧元区的冲击达到峰值，2023年一季度将是重要的观察节点。2021年5月26日至2022年9月22日，约有55.99%的美元指数涨幅是由欧元贬值贡献的。美联储持续收紧货币政策之外，俄乌冲突催生的能源危机是另一个重要因素。欧元区的能源对外依存度较高，俄乌冲突加剧后，原油和天然气价格持续上行，欧元区进口增速大幅超出出口增速，贸易逆差逐渐走阔。同时，能源短缺也对欧元区的生产经营产生明显冲击，欧元区制造业PMI从3月开始陡峭下行，并于7月开始跌入收缩区间。

随着欧美对俄罗斯制裁的不断加码，俄罗斯对欧洲的能源供应随时面临着被切断的风险，而冬季是欧洲的能源需求高峰，叠加“拉尼娜”有望再次冲击欧洲，寒冬将加大取暖用能需求，欧元区贸易逆差有望进一步走阔，并且生产经营秩序可能会遭到更严重的冲击。因而，今冬明春有望成为能源危机对欧元区冲击的顶峰，2023年一季度将是重要的观察节点。

三是，俄乌冲突不再继续升级，全球政治经济形势风险趋于缓和。2021年5月以来的强美元周期并非完全由经济和政策形势所主导，2022年2月伴随着俄乌冲突的升级，全球经济政策不确定性指数和VIX恐慌指数持续飙升，在此期间，也激发了美元的避险资产属性，助推美元指数持续上行。

5月以来，伴随着俄乌冲突局势降温，全球经济政策不确定性指数震荡走低，地缘政治风险与美元指数的走势出现分化，表明地缘政治风险不再是影响美元指数走势的主要矛盾。但随着俄罗斯发布部分动员令以及“独立公投”的演化，后续俄乌冲突仍然面临着再次升温的风险，不排除俄乌冲突成为后续左右全球政治经济形势和金融市场的“灰犀牛”。

综合来看，欧洲央行已经于9月8日开始跟随美联储大幅加息，日本当局已经于9月22日开始实施“日元买入型”单边外汇干预措施，美元指数上行的斜率有望逐渐趋缓。但美元指数上行的主要驱动因素均未发生根本性扭转，美元指数有望延续震荡上行，12月有望成为美元指数会否触顶的首个观察节点。

1.3、强美元周期如何影响我国金融市场？

强美元周期对我国的影响主要体现在资本流动和汇率层面，跨境资金流动由净流入转为净流出，人民币对美元汇率持续承压，一定程度上对货币政策操作空间形成约束。

人民币汇率走势持续分化，对美汇率持续贬值，对欧洲货币多以升值为主。今年以来，人民币汇率走势持续分化。以 CFETS 一篮子货币来看，人民币对美元等 10 种货币呈现贬值态势，对欧元等 14 种货币保持升值态势。在美联储持续超预期收紧货币政策的驱动下，今年非美货币普遍呈现贬值态势。可以发现，今年以来，美元兑人民币中间价与美元指数的相关性明显增强。对此，我们曾发布两篇研究报告予以阐述：

2022 年 4 月 11 日，我们发布报告《中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？》，认为在强美元周期下，资本项下资金倾向于转为净流出，进而推动人民币对美元汇率承压，美元兑人民币中间价有望震荡上行至 6.8 左右。

2022 年 9 月 5 日，我们发布报告《人民币汇率急贬，未来怎么走？》，进一步更新了我们的观点，认为中美经济和通胀周期错位导致政策周期错配，推动人民币对美元汇率持续贬值。“美紧中松”的货币政策态势年内仍将延续，人民币对美元汇率的贬值压力还未完全释放，美元兑人民币中间价存在突破 7.0 的可能性。

展望来看，年内人民币对美元汇率大概率持续承压，四季度美元兑人民币中间有望维持在 7.0 以上。

海外方面，9 月 FOMC 点阵图显示，年内美联储仍将持续加息，12 月能否如期降低加息幅度仍存在不确定性；并且，能源短缺对欧洲经济和政策的冲击仍未见顶，俄乌冲突面临重新升级的不确定性，美元指数有望持续震荡上行，强美元仍将压制人民币表现。

国内方面，货币政策聚焦于经济增长和就业问题，年内货币政策易松难紧。一是，国内疫情持续多点散发，对生产、消费等多个环节的明显扰动仍然存在；二是，居民和企业部门的杠杆扩张意愿持续低迷，信贷增速无法有效推动经济增长稳健修复；三是，房企现金流短缺所导致的违约风险仍未呈现收敛态势。

图 8：今年以来，人民币对美元汇率基本跟随美元指数变动

点 — 美元指数 — 中间价:美元兑人民币(右) CNY/USD

图 9：人民币对多数 CFETS 篮子货币保持强劲态势

10

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_46431

