

经济基本面差异或为下半年美元指数走势主导因素

——美元指数影响因素及展望

相关研究：

- 1.《非农数据继续超预期，给美联储放松加息带来扰动》 2022.12.21
- 2.《加息速度降至50BP，劳动力短缺仍是主要问题》 2022.12.23
- 3.《CPI增速回落，主要贡献项住房或明年1季度下行》 2022.12.26
- 4.《CPI继续回落符合预期，预计2月加息25BP》 2023.01.13
- 5.《商品通胀出现反弹，1月通胀下行遇阻》 2023.02.15

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

联系人：周可

Tel: 021-50295364

Email: zk06926@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 2022年美元指数冲高回落

2022年为了控制通胀，多国实施紧缩货币政策收缩金融条件，引起了全球汇率的波动。2022年3月至2023年3月的一年时间内累积加息9次、475个基点，通过公开市场操作等方式将联邦基金利率抬升至4.75-5%。

伴随着美国通胀开始回落、美联储加息步伐的放缓，9月美元指数达到最高点。美元对几乎所有主要国家货币均出现了升值。随着通胀出现回落、加息顶点的临近、联储态度的鸽化、欧央行加息的持续等多重因素影响，市场开始定价软着陆，美元指数开始回落。

2023年伊始公布的美国2022年四季度实际GDP并没有衰退迹象。GDP年化季环比2.9%，高于市场预期的2.6%。低失业率和健康的居民资产负债表对消费有一定的支撑。非农数据大超预期，CPI数据也显示通胀反弹迹象。多项数据公布后期货市场隐含政策利率终端由5%上升至5.5%。2023年2月美元指数重新开始上升。

□ 美元在全球货币体系中占据主导地位

美元地位要远超美国GDP。2021年美国GDP占全球约24%，而同期美元在全球外汇储备中占比高达59.8%，国际货币主导地位在短期内无法撼动。美元指数在金融市场中发挥着主导作用，控制了88%的外汇市场交易，以及所有大宗商品，如石油、黄金和通过美元定价的工业金属。美元指数通过对一篮子货币汇率变化的综合来衡量美元在国际外汇市场上的强弱程度。美元指数(USDX)由美国洲际交易所(ICE)发布，其分支机构——纽约期货交易所(New York Board of Trade)提供期货交易平台。基于美元指数的期货合约1985年11月20日上市，期权合约于1986年9月3日开始交易。

□ 美元指数影响因素拆解

美元指数影响因素包括三个方面：相对经济基本面、货币流动性、避险情绪。但不同时期的主导因素存在差异。

短期因素为货币政策差异。货币政策对汇率的传导机制主要看相对利差和流动性。在开放经济条件下，汇率是外汇资产的价格，也是货币政策传导的重要渠道之一。紧缩货币政策引起实际利率水平上升，美元资产相较于其他国家资产更有投资价值，国际机构投资者手上的资金从低利率国流向高利率国以谋取利润。此时，非美元货币遭抛售，趋向于贬值。美股、美债、金融衍生品市场成为了国际资金回流的蓄水池，美元需求大增从而推动美元指数走高。

内在因素为相对经济基本面。在美联储实施紧缩货币政策或在政策利率保持不变的时期，美元指数也会出现上涨的情况。美元作为全球重要的外

汇储备是全球经济和贸易的“温度计”，当全球经济复苏和贸易扩张时美元呈现出贬值压力，尤其是相对经济基本面出现差异时期。当美国经济相对走强时美元指数往往上行，而一篮子货币经济体经济相对走强时美元指数下行。

突发因素为避险情绪。10年期美债收益率也被认定为无风险收益率，被视为全球资产定价之锚。美元背书是美债最大信用保护，当发生大规模经济危机时，全球资本流入美国寻求避险。因此除货币政策、经济基本面外，避险情绪也会影响到美元指数的走势。但是避险需求对美元指数的影响是阶段性的，当危机得到缓和，美元指数将重回原趋势。

□ 相对经济基本面或占主导，美元指数持续走弱

2023年美元指数走势依然主要受到通胀、加息预期和美、欧经济差的影响。但潜在的流动性危机或地缘冲突等外生变量可能会发展成为黑天鹅事件并对美元指数产生影响。通胀方面，欧元区比美国面临更加严重的通胀压力。加息预期方面，后续数据的表现将十分关键，决定终端利率进而决定美元指数的走势。经济形势方面，从GDP、通胀和就业数据来看美国和欧元区经济仍然强劲，还没有出现衰退迹象。但加息节奏慢于美国也意味着会晚一步受到流动性紧缩的负面影响。从美联储和欧央行公布的经济预测来看，欧央行经济增速预期（1%）高于美联储（0.4%），但未考虑银行流动性风险。因此我们认为欧元区经济增速可能小幅高于美国，但差距小于官方的经济预测数据。在俄乌冲突和银行流动性危机不再进一步恶化的情况下，美元指数预期将持续走弱。

□ 2023年美元指数走势推演

阶段一：货币政策主导美元指数走弱。欧元区通胀回落速度慢于美国，通胀粘性更强。很大概率出现美欧货币政策分化——美联储先于欧央行降息。在欧央行维持终端利率时期，欧美利差将收窄，届时欧元走强。这一阶段美国降息、欧元区加息是影响美元指数走弱的主导因素。

阶段二：加息周期结束，相对经济强度成为主要影响因素。从美联储和欧央行的经济预测来看，美联储下调了2023年的经济增速预期，但美联储还需要考虑财政部不会为银行流动性危机进一步放宽兜底下限的影响。欧央行上调了2023年经济增速预期，但该预期是在瑞信事件之前做出的，需要进一步下调。从当前经济预测来看欧元区GDP增速预期高于美国，美元指数将面临下行压力。如果银行业流动性危机继续扩散或者俄乌冲突进一步恶化，欧元区的经济将受到更大的影响。市场交易逻辑将转向经济增速和避险情绪主导，美元需求增加，导致美元指数上升。

□ 风险提示

欧美通胀超预期；地缘冲突超预期；银行流动性蔓延。

正文目录

1 2022 年美元指数冲高回落	1
2 美元在全球货币体系中占据主导地位	4
2.1 美元在全球金融市场中地位远超其经济地位	4
2.2 美元指数的构成	5
3 美元指数影响因素拆解	7
3.1 短期因素：货币政策差异	7
3.2 内在因素：相对经济基本面	9
3.3 突发因素：避险情绪	11
3.4 三因素拟合回归模型	13
4 相对经济基本面或占主导，美元指数或持续走弱	14
4.1 欧通胀粘性和加息预期将影响美元指数走弱	14
4.2 美国经济面临的不利因素较少，欧需警惕流动性危机和俄乌冲突	18
5 2023 年美元指数走势推演	20
6 风险提示	20

图表目录

图 1 疫情以来美元指数呈现波动上升趋势	2
图 2 美元兑日元、欧元、英镑汇率走势	2
图 3 美国新增非农就业人数大超预期：季调（千人）	2
图 4 美国 2022 年连续两个季度 GDP 增速为正（%）	3
图 5 美国 CPI 同比、环比（%）	3
图 6 美国核心 CPI 同比、环比（%）	3
图 7 美元指数在全球外汇储备中占比高达 59.8%	4
图 8 美元指数在全球外汇储备中占比高达 58.8%	5
图 9 美元指数一揽子货币中欧元、日元占比最高	6
图 10 联邦基金利率部分解释了美元指数走势	8
图 11 主要发达国家政策利率走势	9
图 12 美元指数与美国 GDP 占全球比重高度正相关	10
图 13 2000 年以来美国联邦基金利率与美元指数走势	11
图 14 2008 年避险需求导致美元指数大涨，VIX 指数走势一致	12
图 15 2008 年避险需求导致美元指数大涨	13
图 16 三因素模拟美元指数效果较好	14
图 17 美国领先指标继续回落，CPI 住房项尚未迎来拐点	15
图 18 美国二手车领先指标出现回升	16
图 19 3 月 9 日市场预期终端利率为 5.5-5.75%，年内不降息	17
图 20 3 月 16 日市场预期终端利率降至 4.75-5%，且年底降息至 3.75-4%	17
图 21 3 月议息会议后，年底降息预期调高至 4.25%-4.5%	19
图 22 3 月点阵图预测 2023 年不会降息	19

1 2022 年美元指数冲高回落

受到疫情和俄乌冲突的影响，2022 年全球经济增长停滞和高通胀持续不下。年初欧美等发达国家率先从疫情中恢复，加上宽松的货币和财政刺激政策，经济重启对商品的进口需求大增。而亚洲等主要生产国家受疫情反复影响较大，开工率不足导致全球出现供需不匹配问题。另外，2 月份开始的俄乌冲突又进一步扩大了天然气、石油等能源缺口，供给端受限叠加“放水”带来的货币宽松导致全球通胀高企，给全球尤其是欧洲经济前景蒙上一层阴影。

为了控制通胀，多国实施紧缩货币政策收缩金融条件，引起了全球汇率的波动。3 月开始美联储认识到通胀不是暂时的，并开始加快加息进程，在 2022 年 3 月至 2023 年 3 月的一年时间内累积加息 9 次、475 个基点，通过公开市场操作等方式将联邦基金利率抬升至 4.75-5%。

伴随着美国通胀开始回落、美联储加息步伐的放缓，9 月美元指数达到最高点，从 1 月 3 日的 96.22 升至 9 月 27 日的 114.16，升值了 18.6%。美元对几乎所有主要国家货币均出现了升值，其中欧元在 9-10 月曾一度跌破平价，日元在 10 月份也跌至最低点，突破了 24 年来的最低点。之后随着通胀出现回落、加息顶点的临近、联储态度的鸽化、欧央行加息的持续等多重因素影响，市场开始定价软着陆，美元指数开始回落，从 9 月 27 日的 114.16 降至 2023 年 2 月 1 日的 101.15。

2023 年伊始公布的美国 2022 年四季度实际 GDP 并没有衰退迹象。GDP 年化季环比 2.9%，高于市场预期的 2.6%。从结构上来看，低失业率和健康的居民资产负债表对消费有一定的支撑。非农数据大超预期，23 年 1 月非农就业人数为 51.7 万，超过预期的 18.9 万。休闲酒店业、专业和商业服务、医疗保健、政府部门等服务部门是就业人数增加的主要贡献项。剔除调整因素，就业数据仍然偏高，劳动参与率一直未恢复至疫情前水平，供给受限使得平均薪资水平居高不下，对通胀形成了支撑。CPI 数据也显示通胀出现反弹迹象，核心商品通胀回升，服务通胀居高不下。多项数据公布后期货市场隐含政策利率终端由 5% 上升至 5.5%。市场开始转向，美联储谨慎加息路径开始得到市场信任。2023 年 2 月美元指数重新开始上升。

图 1 疫情以来美元指数呈现波动上升趋势



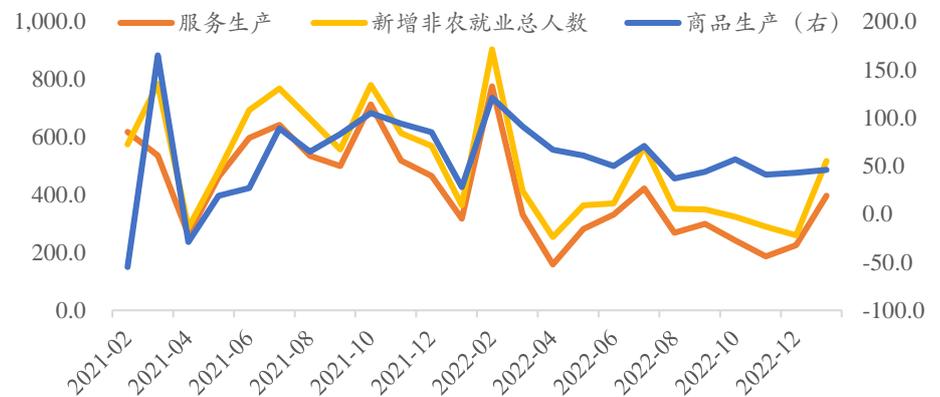
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2 美元兑日元、欧元、英镑汇率走势



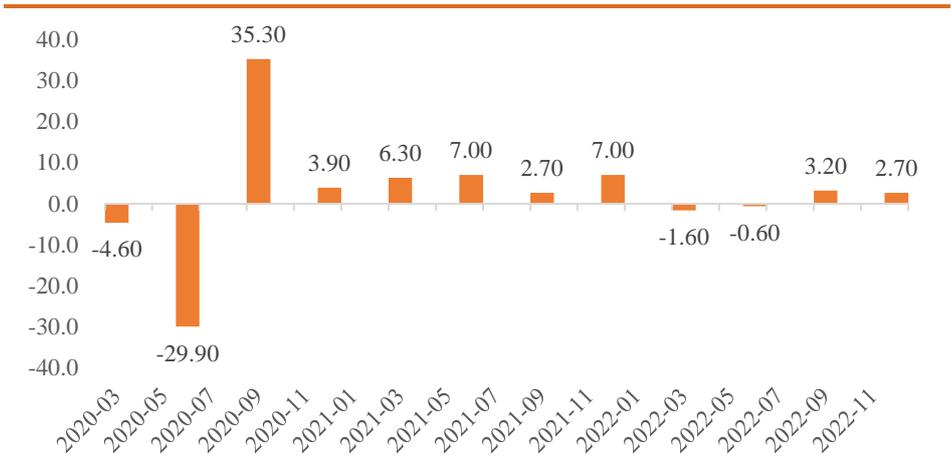
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 美国新增非农就业人数大超预期：季调（千人）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 美国 2022 年连续两个季度 GDP 增速为正 (%)



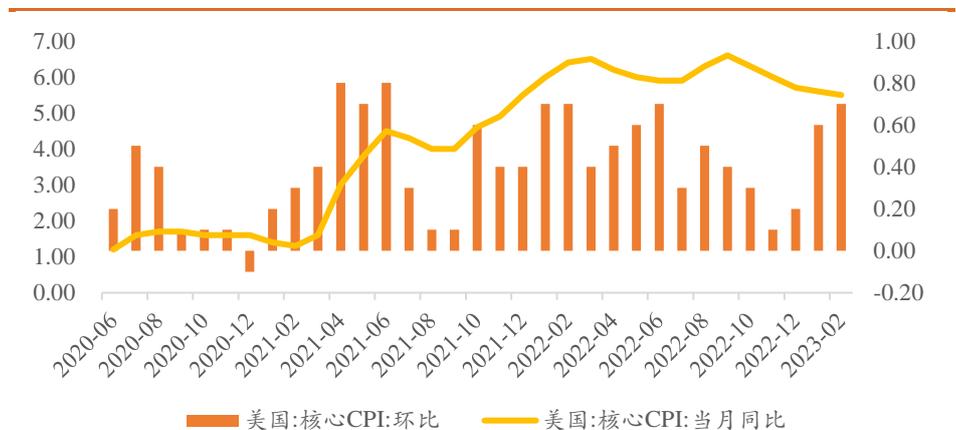
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 5 美国 CPI 同比、环比 (%)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 6 美国核心 CPI 同比、环比 (%)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

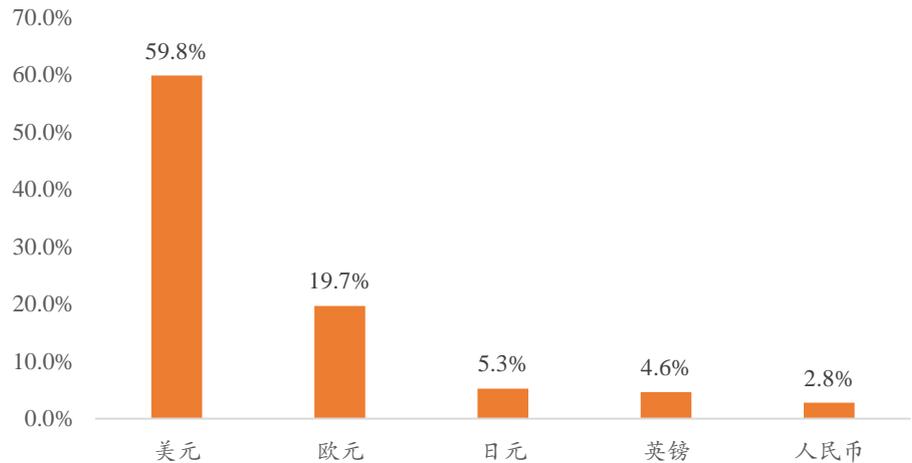
2 美元在全球货币体系中占据主导地位

2.1 美元在全球金融市场中地位远超其经济地位

美元在全球金融市场中的地位要远超美国 GDP 在全球 GDP 比重。2021 年美国 GDP 占全球约 24%，而同期美元在全球外汇储备中占比高达 59.8%，2022 年 9 月提升至 59.8%。排在第二位的欧元仅有 19.7%，人民币更是只有 2.8%。虽然美元在外汇储备中占比较 2015 年下降约 5 个百分点，但国际货币主导地位在短期内无法撼动。

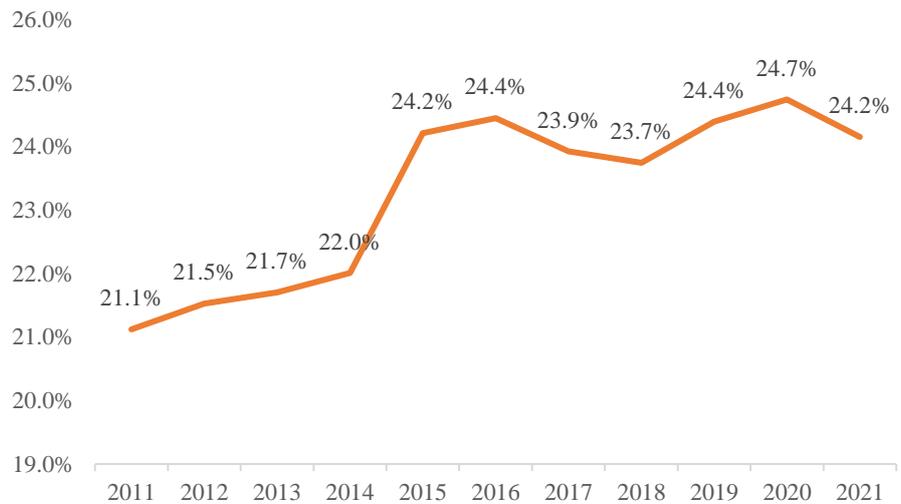
美元指数在金融市场中发挥着主导作用，控制了 88% 的外汇市场交易，以及所有大宗商品，如石油、黄金和通过美元定价的工业金属。美元的每日变化对许多其他资产类别，如大宗商品、贵金属、债券和股票市场产生了重大影响。由于需要美元作为结算货币，各国都会有一定量的美元储备用于国际贸易。

图 7 美元指数在全球外汇储备中占比高达 59.8%



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 8 美元指数在全球外汇储备中占比高达 58.8%



资料来源：Wind、湘财证券研究所

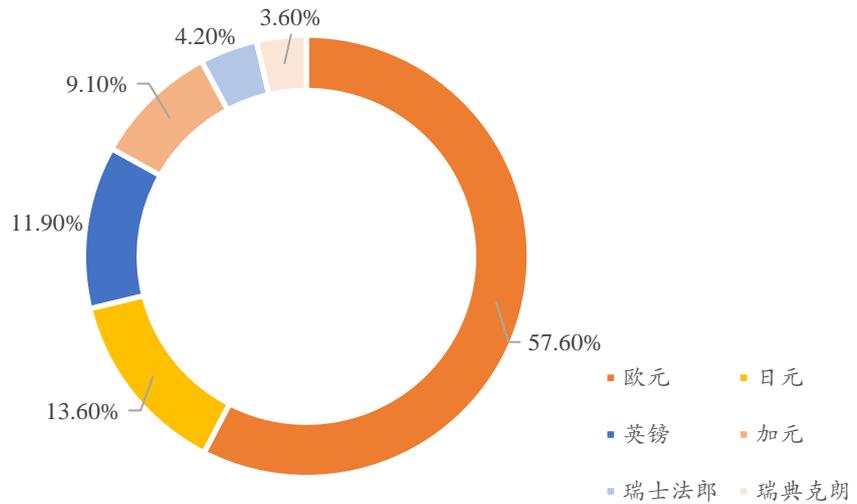
2.2 美元指数的构成

美元指数是布雷顿森林体系解体后用来衡量美元对一揽子货币的汇率变化情况，通过对美元与篮子中的货币汇率变化的综合来衡量美元在国际外汇市场上的强弱程度。以 100 点位强弱分界线，如果美元指数走强意味着美元兑一篮子货币汇率正在走强，反之亦然。一篮子货币包括了欧元 (EUR)、瑞士法郎 (CHF)、日元 (JPY)、加元 (CAD)、英镑 (GBP) 和瑞典克朗 (SEK)，权重保持固定，其中欧元和日元占比最高，分别达到 57.6% 和 13.6%。USDIX 基于一篮子六种不同权重货币汇率的加权平均值计算得到，具体公式为：

$$USDIX = 50.14 * EURUSD^{-0.576} * USDJPY^{0.136} * GBPUSD^{-0.119} * USDCAD^{0.091} * USDSEK^{0.042} * USDCHF^{0.036}$$

一篮子货币国家代表了美国最重要的贸易伙伴，但美元指数自 1973 年诞生后只更新过一次，即 1999 年欧元取代了德国马克、法国法郎、意大利里拉、荷兰盾和比利时法郎。由于仅包含了少部分发达国家，该指数不能准确反映当前的美国贸易。上世纪 90 年代随着贸易全球化的发展，美国与新兴市场国家贸易越发密切，美联储在此基础上开发了新指数——美联储贸易加权广泛货币美元指数，也被成为广义美元指数。广义美元指数新增了 19 种货币，其中大部分为新兴市场货币。该指标主要用于更准确的评估美元强度，货币权重基于美国与各国的双边进出口量，每年度调整一次。广义美元指数不可用于交易。

图 9 美元指数一揽子货币中欧元、日元占比最高



资料来源：Wind、湘财证券研究所

美元指数（USD_X）由美国洲际交易所（ICE）发布，其分支机构——纽约期货交易所（New York Board of Trade）提供期货交易平台。基于美元指数的期货合约 1985 年 11 月 20 日上市，期权合约于 1986 年 9 月 3 日开始交易。目前可供交易的期货、期权合约共有三种，分别为 USD_X® Futures、Mini USD_X® Futures、USD_X® Options。

表 1 主要美元指数期货、期权产品

	USD _X ® Futures	Mini USD _X ® Futures	USD _X ® Options
交易地点	ICE Futures U.S.	ICE Futures U.S.	ICE Futures U.S.
合约规模	\$1000*指数值	\$200*指数值	\$1000*指数值
期限	到期月第三个星期三	到期月最后一个交易日	到期月第三个星期三
结算方式	以六种组成货币各自的百分比权重进行实物结算	根据 USD _X ®Futures 最终结算价格结算的现金	以六种组成货币各自的百分比权重进行实物结算
交易时间	8:00 P.M. - 5.00 P.M. ET	8:00 P.M. - 5.00 P.M. ET	8:00 P.M. - 5.00 P.M. ET
符号	DX	SDX	DX

资料来源：ICE、湘财证券研究所

3 美元指数影响因素拆解

美元指数自构建以来波动较大，1984年2月美元指数曾高达164.72，在2008年3月只有70.7，2020年以来整体呈现出波动上升趋势。从1973年美元指数诞生至今走势来看，影响因素包括三个方面：相对经济基本面、货币流动性、避险情绪。

每个时期美元指数的上升与回落均由受到三方面因素影响，但不同时期的主导因素存在差异。例如2008年美国次贷危机引发全球性金融危机，是美国大萧条之后持续时间最久的一次经济危机。美联储降低利率导致美元指数大幅回落，但随着危机蔓延至全球，避险因素又驱动海外资金买入美元，2008年下半年在联邦基金利率持续下降的情况下美元指数大幅上涨。如果仅看货币政策因素就无法解释后期的美元指数反弹。

3.1 短期因素：货币政策差异

各国政府通过货币和财政政策调节经济时，会对货币流动性产生宽松或紧缩的影响。尤其是美元作为全球货币，产生的外溢效应对全球资本市场流动性产生扰动，形成美元潮汐现象。当美国与其他国家利差走高时，美元通常都处于升值阶段，反之亦然。

货币政策对汇率的传导机制主要看相对利差和流动性。在开放经济条件下，汇率是外汇资产的价格，也是货币政策传导的重要渠道之一。紧缩货币政策引起实际利率水平上升，美元资产相较于其他国家资产更有投资价值，国际机构投资者手上的资金从低利率国流向高利率国以谋取利润。此时，非美元货币遭抛售，趋向于贬值。美股、美债、金融衍生品市场成为了国际资金回流的蓄水池，美元需求大增从而推动美元指数走高。

通过梳理发现，1982年以来美联储共有8次加息周期，其中有4次美元指数也出现上涨，同步比例只有50%。但在2003年之后的三次加息周期中，有两次美元指数在利率到达最高点时已经提前见顶回落。如果将这两次也算在内，美联储加息周期与美元指数同步的概率上升至75%。

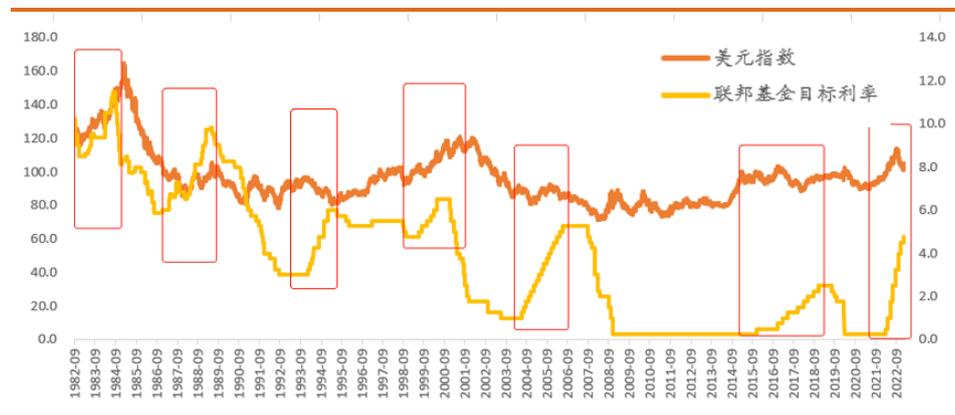
表 2 美联储加息期间美元指数变化情况

时间段	联邦基金利率		美元指数		
	持续 (月)	变化 (BP)	初始	结束	变化率
1983.3-1984.8	17	300	122.2	140.8	15.20%
1987.1-1987.9	9	137	104.1	97.34	-6.50%
1988.3-1989.5	11	325	88.45	101.9	15.20%
1994.2-1995.2	12	300	96.4	87.71	-9.00%
1999.6-2000.5	11	175	102.8	111.3	8.30%
2004.6-2006.6	24	425	88.8	85.9	-3.30%
2015.12-2018.12	36	200	99.1	96.4	-2.70%
2022.3 至今	12	450	98	104.4	6.50%

注：2022.3 加息周期美元指数为截止 2023.3.1 数据

资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 10 联邦基金利率部分解释了美元指数走势



资料来源：Wind、湘财证券研究所

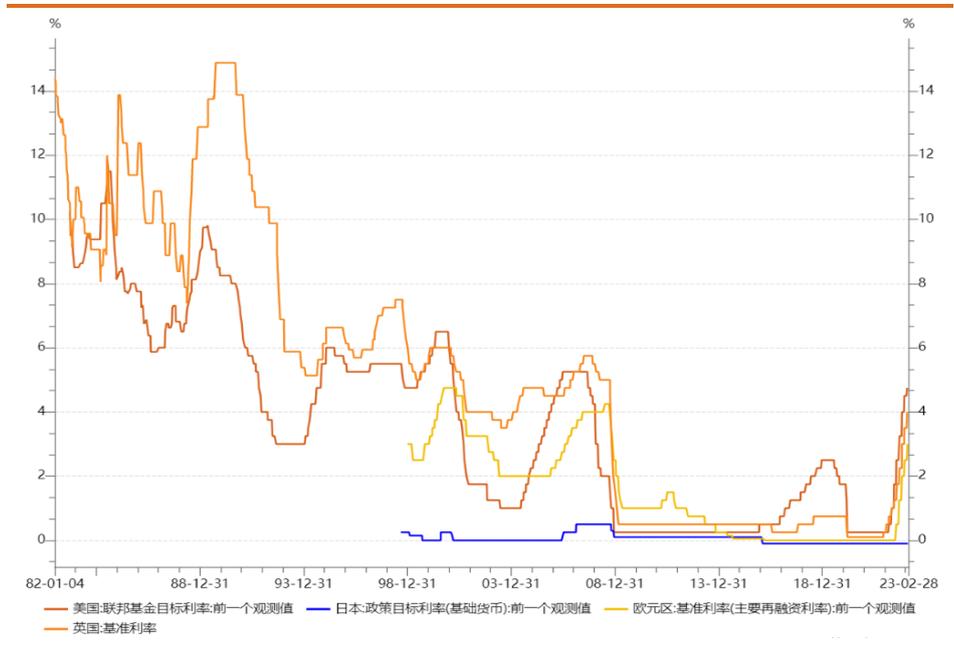
2004 年后的三次加息周期中（2004-2006、2015-2018、2022 至今），美元指数均出现提前见顶并回落的现象。而 2004 年之前美元指数会在加息到达终点后才会出现拐点。

我们认为提前见顶并回落主要有两个原因。一是 2003 年起美联储实行了前瞻性指引的政策。美联储在实行货币政策时，通过使用前瞻性指引与公众进行沟通，对未来货币政策路径提供明确的指引，降低信息不对称性。市场根据前瞻性指引对未来长期利率终点做出预判并在期货市场上定价美元指数高点。当联邦基金利率真正到达顶点时，由于市场上并未得到新的增量信息，则不会引起美元指数的波动。

二是美国与一篮子货币国家相对利差的变化。美元走强并不只看美联储加息，还需要看一篮子货币的相对强弱变化。例如在 2004-2006 加息周期中，首先，03-04 年欧、英政策利率高于美，且英央行先于美开始加息，此时美元

指数走弱。其次，2004年8月英基准利率见顶、美联邦基金利率快速拉升，美元指数迎来上涨。最后，欧、英又再次开启加息进程，抵消了美加息对货币的影响，美元指数再次出现疲软态势。

图 11 主要发达国家政策利率走势

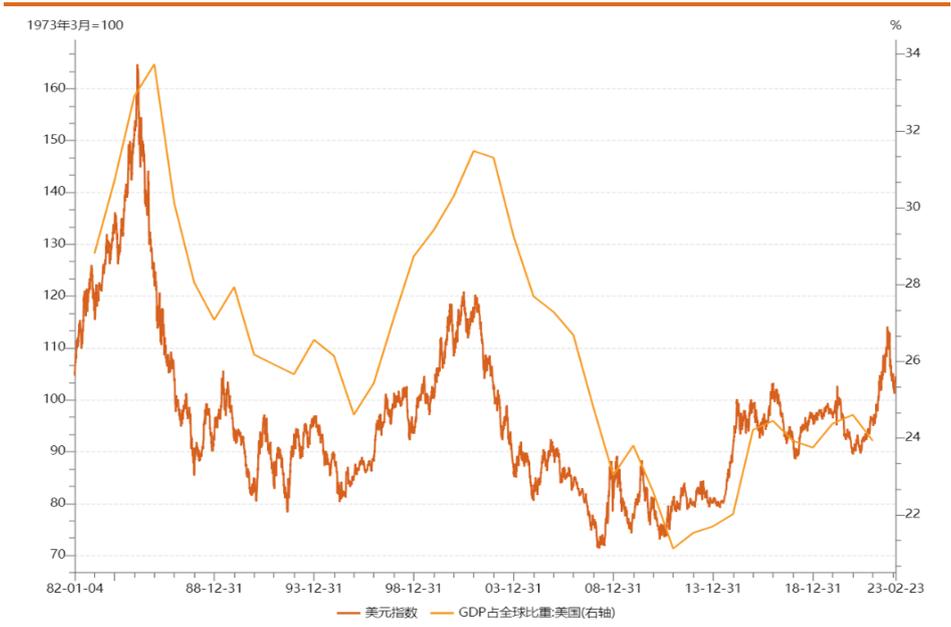


资料来源：Wind、湘财证券研究所

3.2 内在因素：相对经济基本面

在美联储实施紧缩货币政策或在政策利率保持不变的时期，美元指数也会出现上涨的情况，这种情况并不少见，如 1994、2013 和 2017 年。美元作为全球重要的外汇储备是全球经济和贸易的“温度计”，当全球经济复苏和贸易扩张时美元呈现出贬值压力，尤其是相对经济基本面出现差异时期。当美国经济相对走强时美元指数往往上行，而一篮子货币经济体经济相对走强时，美元指数下行。拉长时间线看，1982 年以来美国 GDP 占全球比重与美元指数走势的相关性较高。

图 12 美元指数与美国 GDP 占全球比重高度正相关



资料来源：Wind、湘财证券研究所

3.2.1 1994-1995 年美元指数走弱

1994 年美联储主席格林斯潘倾向于“前瞻式加息”，在通胀早期就开始加息从而避免经济衰退压力过大。2 月美联储开启预防性加息。美联储议息会议纪要显示，本轮加息原因在于防止工业原料价格上涨、通胀预期抬升和经济过热。一年时间加息幅度高达 300BP，带动美债利率大幅攀升。期间德国、日本等国家均处于降息周期，英国还尚未开始加息，美国与主要发达国家之间的利差走阔。货币政策的分化并没有带来美元指数走强，美元指数下跌 9%，二者呈现出负相关性，从货币政策角度无法解释美元的走弱。

通过海外对比发现，1994 年全球经济增长强势，以欧洲、日本和大部分新兴市场为代表的国家经济共振复苏、触底反弹。虽然美国经济在加息周期增长温和，但与海外国家的相对经济增速为负，这可能是美元大幅走弱的主要原因。美元作为全球主要的储备货币，在全球经济复苏和贸易扩张时期意味着外币需求大幅增长和美元贬值。此外全球多边贸易协定达成，市场预期定价全球化加速，投资者资金流出美国。

3.2.2 2015-2018 美元指数走势震荡

2015-2018 年美联储为了抑制通胀选择加息，联邦基金利率从 15 年 12 月的 0.5% 上升至 2018 年 12 月的 2.5%，期间与一篮子货币利差也在逐渐扩大，但美元指数并未出现持续升值趋势。相较于货币政策，相对经济强弱是影响这

一阶段美元指数走势的主要原因。分三个阶段分析：

第一阶段：受益于美联储的加息预期，美元指数上涨领先于联邦基金利率，2015 年美元指数上涨超过 9%。2016 年美国加息步伐缓慢，美元指数冲高回落。

第二阶段：美元指数在 2017 年开始大幅回落，直到 2018 年才止跌回升。2017 年欧元区经济表现超预期、复苏程度超过美国，相对经济增长的差异是美元指数大幅回落的主要原因。此外，欧元区虽然尚未改变低利率和量化宽松的政策组合，但已释放了未来收紧货币政策的信号，市场计入欧盟加息预期，欧元兑美元升值。

第三阶段：2018 年美元指数累积上涨超过 4.5%。二季度后欧元区经济数据大幅下滑、美国由于总统特朗普推行的减税政策，经济增长超预期，二季度环比折年率达 4.2%。美元进入强势期。

图 13 2000 年以来美国联邦基金利率与美元指数走势



资料来源：Wind、湘财证券研究所

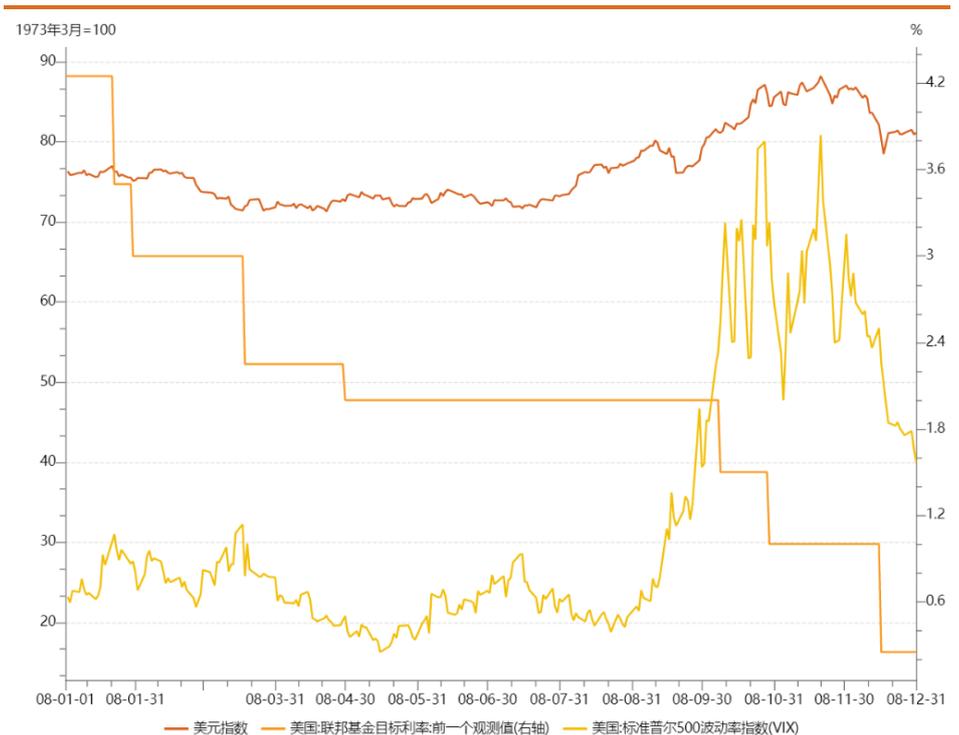
3.3 突发因素：避险情绪

由于强大的经济、军事实力和美元体系，世界各国默认美国政府不会出现违约，10 年期美债收益率也被认定为无风险收益率，被视为全球资产定价之锚。美元背书是美债最大信用保护，当发生大规模经济危机时，全球资本流入美国寻求避险。因此除货币政策、经济基本面外，避险情绪也会影响到美元指数的走势。但是避险需求对美元指数的影响是阶段性的，当危机得到缓和，美

元指数将重回原趋势。

2008年美国次贷危机爆发，并迅速蔓延至全球发展成为金融危机。为应对危机，美联储降低开启降息带动上半年美元指数大幅回落。随着演变成全球性危机后，2008年7月-11月美元指数由72.34上涨至88.22，涨幅高达22%。直到11月25日推出了量化宽松QE1，美元流动性压力缓解，美元指数才开始回落。VIX恐慌指数衡量了市场风险和投资者恐慌度，该指标自2008年9月2日的21.99迅速上升至11月20日的80.86，与美元指数走势一致。

图 14 2008 年避险需求导致美元指数大涨，VIX 指数走势一致



资料来源：Wind、湘财证券研究所

2020年新冠疫情导致全球经济活动大幅放缓或停滞，美国经济也陷入衰退。在疫情初期市场的恐慌情绪股票市场出现踩踏时下跌，美元作为避险资金受到追捧。3月9日-3月19日美元指数从95.06快速拉升至102.69，涨幅高达8%，随着3月23日美联储宣布实施量化宽松政策，美元才重新回到下行通道。

图 15 2008 年避险需求导致美元指数大涨



资料来源：Wind、湘财证券研究所

3.4 三因素拟合回归模型

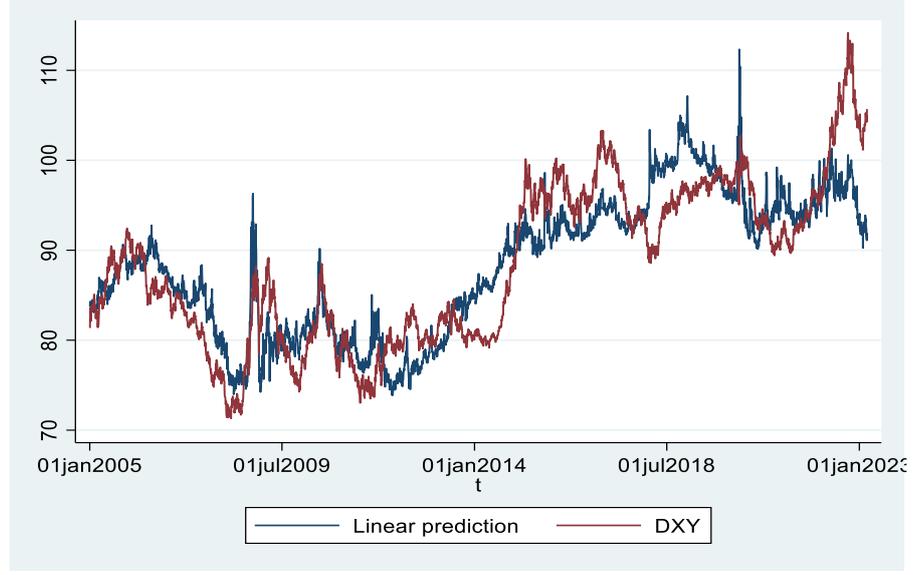
根据以上分析我们构建了以美元指数为被解释变量，分别选择美国、欧元区的十年实际国债利率差、政策利率差和 VIX 恐慌指数作为相对经济基本面、货币政策、避险需求的代理指标作为解释变量的回归模型。选取欧元区作为一个篮子货币代表，数据范围为 2005-2023 年。使用 Stata16.0 进行回归，模型拟合效果较好且各因素显著，R 方为 0.74。

表 3 三因素模拟美元指数效果较好

变量 [↵]	Coef. [↵]	Std.Err. [↵]	t [↵]	P > t [↵]
货币政策差异 [↵]	0.84 [↵]	0.09 [↵]	9.48 [↵]	0.000 [↵]
相对经济基本面 [↵]	7.67 [↵]	0.10 [↵]	73.12 [↵]	0.000 [↵]
避险情绪 [↵]	0.33 [↵]	0.01 [↵]	40.22 [↵]	0.000 [↵]
常数项 [↵]	74.53 [↵]	0.20 [↵]	368.56 [↵]	0.000 [↵]

资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 16 三因素模拟美元指数效果较好



资料来源：Wind、湘财证券研究所

4 相对经济基本面或占主导，美元指数或持续走弱

2023 年美元指数走势依然主要受到通胀、加息预期和美、欧经济差的影响。但潜在的流动性危机或地缘冲突等外生变量可能会发展成为黑天鹅事件并对美元指数产生影响。

4.1 欧通胀粘性和加息预期将影响美元指数走弱

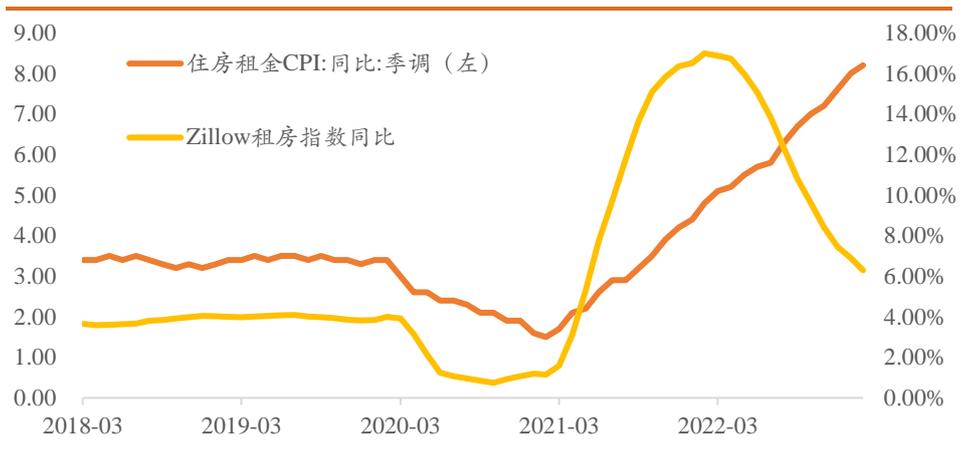
通胀方面，美国劳工部公布的 2 月通胀、就业数据表明美国经济仍十分强劲。新增非农就业 31.1 万人（预期 20.5 万），平均时薪增速 0.2%（前值 0.3%），劳动参与率 62.5%（前值 62.4%）。劳动力市场依旧紧缺，但劳动参与率和平均时薪数据表明紧缺程度边际改善。通胀季调环比上涨 0.4%（前值 0.5%），末季调同比上涨 6.0%（前值 6.4%），住房项贡献了涨幅超 70%，非住房核心服务业由于劳动力成本高的原因通胀依然顽固。整体来看通胀在缓慢下行，住房项将会迎来向下的拐点。但二手车项领先指标出现反弹还尚未传导至 CPI 上，再加上劳动力市场偏紧，企业劳动力成本上升，服务业通胀韧性仍然存在。

表 4 美国 CPI 各分项权重、同比和环比 (%)

	占比	环比: 季调			同比: 非季调
		2022-12	2023-01	2023-02	2023-02
CPI	100	0.1	0.5	0.4	6.0
食品	13.5	0.4	0.5	0.4	9.5
家庭食品	8.7	0.5	0.4	0.3	10.2
非家庭食品	4.8	0.4	0.6	0.6	8.4
能源	6.9	-3.1	2.0	-0.6	5.2
能源类商品	3.5	-7.2	1.9	0.5	-1.4
汽油	0.2	-7.0	2.4	1.0	-2.0
燃油	3.3	-16.6	-1.2	-7.9	9.2
能源服务	3.4	1.9	2.1	-1.7	13.3
电力	2.5	1.3	0.5	0.5	12.9
公用 (管道) 燃气服务	0.9	3.5	6.7	-8.0	14.3
核心CPI	79.5	0.4	0.4	0.5	5.5
核心商品	21.4	-0.1	0.1	0.0	1.0
新交通工具	4.3	0.6	0.2	0.2	5.8
二手车、卡车	2.7	-2.0	-1.9	-2.8	-13.6
服饰	2.5	0.2	0.8	0.8	3.3
医疗护理商品	1.5	0.1	1.1	0.1	3.2
核心服务	58.2	0.6	0.5	0.6	7.3
住房	34.4	0.8	0.8	0.7	8.1
运输服务	5.8	0.6	0.9	1.1	14.6
医疗服务	6.7	0.3	-0.7	-0.7	2.1

资料来源: 美国劳工部、湘财证券研究所

图 17 美国领先指标继续回落, CPI 住房项尚未迎来拐点



资料来源: Zillow、Wind、湘财证券研究所

图 18 美国二手车领先指标出现回升



资料来源：Manheim、湘财证券研究所

欧元区比美国面临更加严重的通胀压力。2月欧元区 HICP 通胀高于市场预期，同比 8.5%，前值 8.6%，核心 HICP 反弹至 5.6%，前值 5.3%。环比来看，HICP 和核心 HICP 都出现反弹，环比增速为 0.8%。分项来看，虽然能源项环比下跌 (-1.1%)，但食品 (1.6%)、核心商品 (0.9%)、核心服务 (0.9%) 均为主要贡献项。分国家来看，德国、法国、荷兰、西班牙等主要国家 HICP 同比较前期反弹。欧元区通胀粘性更高，欧央行加息预期也相对更高。

加息预期方面，美联储都遵循德尔菲式指引，指央行对经济和政策预测，但不采取任何具体行动的保证或承诺。利率的决定会随着新数据或其他经济前景有关的信息改变而改变。或者说德尔菲式指引旨在显示决策者自己对经济进行分析的核心因素，并要求市场参与者和其他人 与美联储一起思考。因此后续数据的表现将十分关键，决定终端利率进而决定美元指数的走势。

3月7日鲍威尔在向美国国会汇报半年度货币政策时表示，如果数据超预期，那可能采取更加激进的加息节奏，进一步收紧政策并使终端利率高于此前预期。2023年票委卡什卡利、沃勒等美联储官员讲话也明确表达了偏鹰态度。随着加息预期的加强，十年期美债收益率从 3.3% 升至 4.1%，市场开始定价终端利率为 4.5%。但 3月10日硅谷银行事件可能会打断这一节奏。金融稳定也可以看作是美联储除通胀和就业外的第三重使命，当银行业出现危机美联储开始面临两难境地。持续加息将加剧银行业流动性危机，可能导致更多银行出现问题。如果不加息则无法抑制住通胀，前期所做的努力将功亏一篑。

吸取了雷曼事件的经验，美联储和财政部迅速对硅谷银行进行接管，并保障了存款安全，一定程度上避免了出现流动性挤兑传导至更多银行。美联储通过扩表（发放 3000 亿贷款）的代价稳定金融安全，市场开始定价美联储将提

前结束加息并开始降息。3月16日CME FedWatch显示美联储可能在3月22日达到终端利率，并在6月开启降息。

图 19 3月9日市场预期终端利率为5.5-5.75%，年内不降息

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	600-625	625-650
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.1%	77.9%	0.0%	0.0%	0.0%		
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.3%	58.2%	27.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	20.5%	53.9%	23.6%	0.0%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	14.0%	42.3%	34.1%	8.2%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	12.8%	39.5%	35.0%	10.8%	0.8%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.3%	17.7%	38.6%	30.5%	9.0%	0.7%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	7.9%	24.4%	36.0%	23.6%	6.3%	0.5%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	4.5%	16.1%	30.2%	29.9%	15.0%	3.4%	0.2%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	3.2%	12.0%	25.2%	30.0%	20.2%	7.5%	1.3%	0.1%
2024/5/1	0.0%	0.1%	0.7%	3.9%	13.1%	25.6%	29.2%	19.2%	7.0%	1.2%	0.1%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.4%	2.5%	9.1%	20.2%	27.6%	23.5%	12.2%	3.7%	0.6%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.4%	2.3%	8.6%	19.3%	27.0%	23.8%	13.1%	4.4%	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%

资料来源：CME、湘财证券研究所

图 20 3月16日市场预期终端利率降至4.75-5%，且年底降息至3.75-4%

MEETING PROBABILITIES													
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	
2023/3/22						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	29.9%	70.1%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.2%	45.0%	43.8%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	12.9%	44.9%	41.6%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	7.0%	29.7%	43.2%	19.8%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.4%	24.3%	40.0%	25.4%	4.7%	0.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.5%	13.6%	31.1%	33.6%	16.4%	2.7%	0.0%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	7.1%	20.9%	32.1%	26.5%	10.7%	1.6%	0.0%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	2.9%	11.2%	24.3%	30.4%	21.7%	8.0%	1.1%	0.0%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.2%	1.4%	6.4%	16.7%	26.9%	26.8%	16.0%	5.1%	0.6%	0.0%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.1%	0.9%	4.2%	12.1%	22.3%	26.8%	20.8%	9.9%	2.6%	0.3%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.3%	1.6%	5.9%	14.3%	23.3%	25.5%	18.5%	8.4%	2.1%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.1%	0.7%	3.0%	8.8%	17.4%	24.1%	23.1%	15.0%	6.2%	1.5%	0.1%	0.0%	0.0%

资料来源：CME、湘财证券研究所

欧元区方面，虽然硅谷银行事件影响传导至欧洲，瑞信银行暴雷，但3月欧央行宣布将三大关键政策利率上调50BP，主要再融资利率、隔夜贷款利率、隔夜存款利率分别上调至3.5%、3.75%和3%。未来的政策利率决议从明确将进一步上调，转变为根据未来经济和金融数据、通胀情况以及货币政策的传导力度来评估。这表明欧央行在加息时也不得不考虑出现金融风险的可能性，但相对于美联储，欧央行在抗通胀方面更加坚定。拉加德表示不会在价格稳定和金融稳定之间权衡取舍，欧央行有足够的工具维持金融稳定。欧洲央行官员也发表一系列鹰派讲话，加息可能会一直持续至6月份，终端利率可能在3.5%以上。这表明今年欧央行可能还会加息1次。由于美联储可能先到达终端利率，美、欧的利率差会进一步缩小，对美元指数产生下行压力。欧央行议息会议声明发布后，市场认为未给出明确的进一步加息承诺是鸽派信号，欧元兑美

元小幅升值，但随后又回落。

表 5 欧央行货币政策会议时间表

举办时间	举办地点
2023.3.16	法兰克福
2023.5.4	法兰克福
2023.6.15	法兰克福
2023.7.27	法兰克福
2023.9.14	法兰克福
2023.10.26	雅典
2023.12.14	法兰克福
2024.2.1	法兰克福

资料来源：欧央行、湘财证券研究所

4.2 美国经济面临的不利因素较少，欧需警惕流动性危机和俄乌冲突

经济形势方面，从 GDP、通胀和就业数据来看美国和欧元区经济仍然强劲，还没有出现衰退迹象。美国 2 月 Markit 服务业 PMI 初值为 6 个月以来新高，录得 50.5，重回荣枯线以上。Markit 制造业 PMI 初值升至 47.8，高于 1 月份的 46.9。欧元区 2 月服务业 PMI 录得 53.0（前值 50.8），创 8 个月以来最高值。制造业 PMI 录得 48.5 仍处于荣枯线以下。欧元区在一季度避免衰退的可能性提高，但加息节奏慢于美国也意味着会晚一步受到流动性紧缩的负面影响。

加息带来的流动性风险和银行亏损开始蔓延，3 月 10 日美国硅谷银行宣布破产。虽然 FDIC（美国联邦存款保险公司）迅速接管，宣布对存款刚性兑付，避免出现更严重流动性风险。但恐慌情绪促使居民将存款转移至大银行，预计会有更多小银行可能出现挤兑。3 月 15 日瑞士信贷银行“暴雷”，瑞信信贷违约掉期（CDS）价格升至 2008 年以来高位，瑞士央行不得不出手援助，促使瑞士银行以 30 亿元瑞士法郎收购瑞银。

从银行规模和类型来看，瑞信规模更大具有“全球系统性银行”特征属性，如果倒闭可能引发全球银行风险。而美国硅谷银行有别于传统银行且规模较小，引发系统性风险可能性较低。但收购过程中股权得到保护，而 AT1 债券约 160 亿瑞郎被完全减记，引发了市场的担忧。此外，2023 年俄乌冲突仍在继续并且短期内还没有结束的迹象，欧洲将继续面临油气资源紧张的局面。

3 月份 FOMC 会议继续加息 25BP。鲍威尔认为部分银行倒闭事件不会给美国带来系统性风险，基准情形下年内不考虑降息，具体路径还需要取决于数

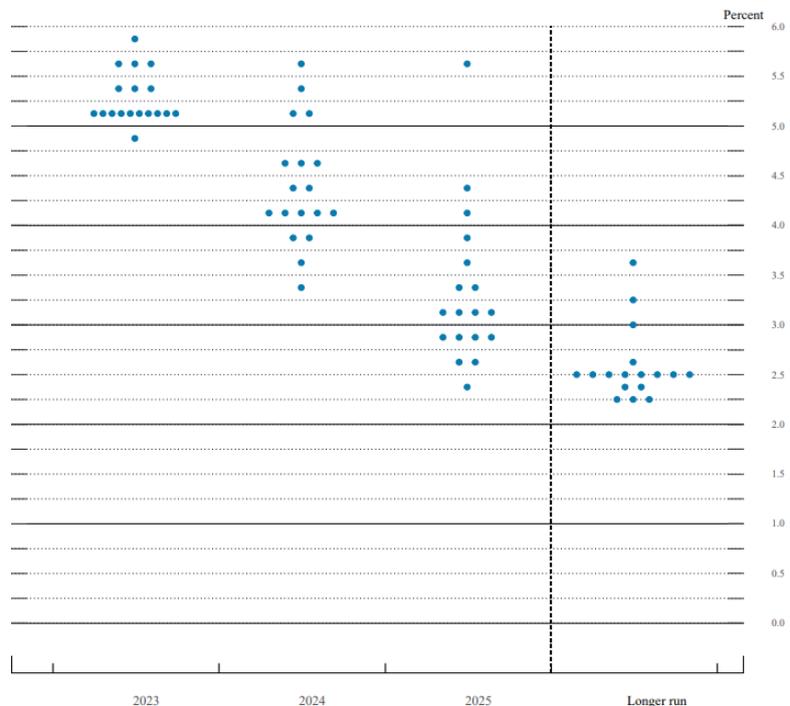
据。会议后市场对开始降息的预期调整为 6 月。经济预测数据调整了 2024、2025 年的 GDP 预期，从 0.5%、1.6% 下调至 0.4%、1.2%。同一时间段，耶伦在美国国会作证词时表示不会扩大联邦存款保险 (FDIC) 的范围覆盖所有未投保保险。这一言论增加了市场对银行危机的担忧，当日三大股指跳水。我们认为美国经济增速会比 SEP 预计的略低。

图 21 3 月议息会议后，年底降息预期调高至 4.25%-4.5%

MEETING PROBABILITIES														
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/5/3								0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	56.1%	43.9%
2023/6/14			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.8%	52.9%	32.4%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.9%	45.5%	36.3%	6.3%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.9%	31.4%	40.2%	18.9%	2.6%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	17.0%	35.0%	31.4%	12.2%	1.5%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	13.4%	30.4%	32.3%	17.1%	0.4%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	9.9%	25.2%	31.7%	21.8%	8.2%	1.6%	0.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	8.2%	22.0%	30.3%	23.9%	11.1%	3.0%	0.4%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.8%	9.5%	22.8%	29.7%	22.6%	10.3%	2.7%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.1%	0.9%	5.5%	15.9%	26.1%	26.3%	16.7%	6.7%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.7%	4.1%	12.6%	22.9%	26.2%	19.7%	9.8%	3.2%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.5%	3.0%	10.0%	19.8%	25.2%	21.7%	12.8%	5.2%	1.4%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME、湘财证券研究所

图 22 3 月点阵图预测 2023 年不会降息



资料来源：CME、湘财证券研究所

3 月份议息会议上欧央行上调了 2023 年经济和通胀预期，下调了 2024、

2025 年经济和通胀预期。3 月预测的 2023-2025 年实际 GDP 增速分别为 1%、1.6%、1.6%，上一期预测为 0.5%、1.9%、1.8%。由于能源价格下降欧洲经济压力得到缓解，但由于通胀粘性超预期和紧缩货币政策持续，明后年经济预测下调。但本次预测是在 3 月初完成，并没有将硅谷银行、瑞信破产等事件影响考虑在内。因此今年欧洲经济增速可能大幅低于预期。

表 6 欧央行上调 2023 年经济预期（瑞信事件前）

增速 (%)	2023.3 预测			2022.12 预测		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
真实 GDP	1	1.6	1.6	0.5	1.9	1.8
失业率	6.6	6.6	6.6	6.9	6.8	6.6
HICP	5.3	2.9	2.1	6.3	3.4	2.3
HICP (除能源)	5.8	2.7	2.3	5.3	2.9	2.4
HICP (除能源和食品)	4.6	2.5	2.2	4.2	2.8	2.4
单位劳动力成本	5.1	3.2	2.3	5	3.1	2.6

资料来源：欧央行、湘财证券研究所

5 2023 年美元指数走势推演

阶段一：货币政策主导美元指数走弱。欧元区通胀回落速度慢于美国，通胀粘性更强。很大概率出现美欧货币政策分化——美联储先于欧央行降息。在欧央行维持终端利率时期，欧美利差将收窄，届时欧元走强。这一阶段美国降息、欧元区加息是影响美元指数走弱的主导因素。

阶段二：当加息周期结束，相对经济强度成为主要影响因素，尤其是在存在衰退的可能性时。从美联储和欧央行的经济预测来看，美联储下调了 2023 年的经济增速预期，但美联储还需要考虑财政部不会为银行流动性危机进一步放宽兜底下限的影响。欧央行上调了 2023 年经济增速预期，但该预期是在瑞信事件之前做出的，需要进一步下调。从当前经济预测来看欧元区 GDP 增速预期高于美国，美元指数将面临下行压力。

如果银行业流动性危机继续扩散或者俄乌冲突进一步恶化，欧元区的经济将受到更大的影响。一是瑞信银行体量更大、AF1 债券减记可能会引起连锁反应。二是欧洲能源和粮食可能再次陷入危机。市场交易逻辑将转向经济增速和避险情绪主导，美元需求增加，导致美元指数上升。

6 风险提示

欧美通胀超预期；地缘冲突超预期；银行流动性蔓延。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。