

# 美元破百，资产如何表现？

证券研究报告

2022年04月21日

## 海外宏观专题

近期美元指数破百，最主要的推动因素是日元对美元快速贬值。事实上，去年年中以来推动美元指数上行的最主要推动因素，也正是美联储在货币政策方面，相对欧央行与日央行表现出了更强硬的立场。

过去在美元趋势性上行的过程中，美元对新兴市场经济体汇率与美元对发达国家经济体汇率均是同步上行的。而在本轮美元指数快速上行的过程中，表现有所不同，美元对新兴市场经济体汇率基本平稳。近期在美元加速上行破百的过程中，还出现了美元对部分新兴市场经济体、特别是能源国货币的贬值。

我们认为，一个重要原因在于，在本轮美元指数快速上行的过程中，新兴市场经济体均保持了相对较高的贸易顺差，或是由制造业出口驱动，或是由能源贸易驱动。

展望后续，考虑到市场对美联储相较于欧央行与日央行的政策错位交易已经持续较长时间，直接影响来看，美元指数上行的动能趋弱。间接影响方面，今年全球商品贸易需求走弱，后续新兴市场的制造业出口与能源出口均有可能回落，但交易可能需要逐步展开，不会一蹴而就。整体而言，我们判断，后续美元仍然倾向于上行，但空间相对有限。

参考历史表现，美元破百后，如果上行空间相对有限，大类资产有如下表现：

预计美股仍有较高机会获得正收益，但收益相对有限。恒生指数可能有一定风险，但风险也相对有限。

十年期美债收益率与国际油价的方向不明确。

黄金贬值的可能性大。

至于国内资产，可参考的样本有限，股债汇均有压力。

**风险提示：**全球经济放缓超预期、全球贸易增速放缓超预期、国内疫情发展超预期、美元与人民币汇率调整超预期。

### 作者

孙彬彬 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516090003  
sunbinbin@tfzq.com

廖翊杰 联系人  
liaoyijie@tfzq.com

### 近期报告

- 1 《固定收益：垒知转债，国内外加剂新材料行业龙头-申购建议：积极参与》2022-04-20
- 2 《固定收益：如何看待央行 23 条对城投的影响？-央行 23 条政策跟踪点评（2022-04-20）》2022-04-20
- 3 《固定收益：美锦转债，国内领先的商品焦生产商-申购建议：积极参与》2022-04-20

## 内容目录

1. 美元破百，原因与展望.....	3
1.1. 美元破百，主要原因是什么？ .....	3
1.2. 美元指数还有多少空间？ .....	6
2. 美元破百，大类资产如何表现？ .....	7
2.1. 历史上经历了几轮美元破百？ .....	7
2.2. 大类资产如何表现？ .....	8
3. 小结 .....	10

## 图表目录

图 1：美元指数（1973 年 3 月=100）构成（%） .....	3
图 2：广义美元指数（2006 年 1 月=100）构成前十（%） .....	3
图 3：美元指数（1973 年 3 月=100）与美元兑日元 .....	3
图 4：广义美元指数（2006 年 1 月=100） .....	3
图 5：2021 年 6 月以来美元兑主要货币的升值幅度（%） .....	4
图 6：2022 年 3 月以来美元兑主要货币的升值幅度 .....	4
图 7：美德利差与欧元兑美元（%，12 日移动平均） .....	4
图 8：美日利差与美元兑日元（%，12 日移动平均） .....	4
图 9：中美贸易差额与美元兑人民币（百万美元） .....	5
图 10：中墨贸易差额与美元兑墨西哥比索（百万美元） .....	5
图 11：美元指数（1973 年 3 月=100）与名义美元指数（2006 年 1 月=100） .....	5
图 12：TED 利率（%） .....	5
图 13：美债与德债收益率（%） .....	6
图 14：美债与日债收益率（%） .....	6
图 15：国际油价（美元/桶） .....	6
图 16：美元指数（1973 年 3 月=100）——历史上的美元破百 .....	7
表 1：美元指数破百时期 .....	7
表 2：美元破百后上行期间的资产表现 .....	8
表 3：美元破百后上行期间的资产表现 .....	9

## 1. 美元破百，原因与展望

### 1.1. 美元破百，主要原因是什么？

推动美元走强的因素很复杂，包括俄乌局势推升的避险情绪、美国与非美国的双边贸易结算、美国与非美国国家货币政策的错位等因素均有影响。

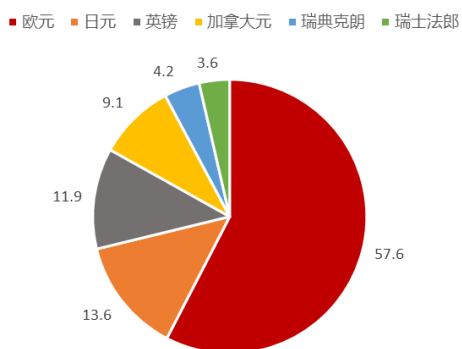
近期美元持续上行，2020年5月中旬以来再度破百，主要原因是什么？

具体分析前，我们先区分两个概念。美元破百，指的是市场通常意义上的美元指数 USDX（除特别说明，本文后续美元均指美元指数 USDX）破百，该指数由美国洲际交易所发布，其合约标的物由6个发达经济体国家的货币组成，货币权重的决定，主要受国际市场货币互换占比的影响。其中，欧元与日元占比最高，分别为57.6%、13.6%<sup>1</sup>。

除此以外，美联储发布的广义美元指数，也是衡量美元汇率的重要参考指标。该指数的构建旨在反映美元汇率变动对美国国际贸易的总体影响，其包含货币的权重主要根据美国与非美国的双边贸易的权重变化进行调整。该指标包含26个经济体的货币，其中7个发达经济体货币的权重总计占比48.3%，其余19个新兴市场经济体货币的权重总计占比51.7%<sup>2</sup>。该指标也是美联储在货币政策制定时所参考的汇率指标。

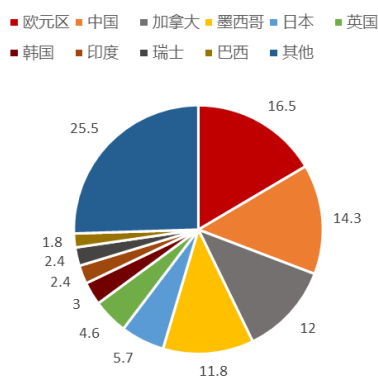
不难理解，美元指数 USDX 的变动更多反映外汇市场交易对美元汇率的影响，而广义美元指数的变动更多反映双边贸易需求对美元汇率的影响。

图 1：美元指数（1973年3月=100）构成（%）



资料来源：ICE、天风证券研究所

图 2：广义美元指数（2006年1月=100）构成前十（%）



资料来源：FED、天风证券研究所

图 3：美元指数（1973年3月=100）与美元兑日元



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 4：广义美元指数（2006年1月=100）



资料来源：WIND、天风证券研究所

<sup>1</sup> <https://www.theice.com/forex/usdx>

<sup>2</sup> <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/revisions-to-the-federal-reserve-dollar-indexes-20190115.htm>

综合考虑上述两项指数与美元兑主要经济体汇率的变化，我们认为，就近期而言，日本央行宣布以固定利率无限量购买国债，进而推动日元对美元大幅贬值，无疑是推动美元破百最主要的因素。

事实上，无论是二季度以来，还是去年下半年以来，推动的美元指数走强主要力量均是对发达国家经济体的汇率升值，而不是对新兴市场国家的汇率升值。

图 5：2021 年 6 月以来美元兑主要货币的升值幅度（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 6：2022 年 3 月以来美元兑主要货币的升值幅度



资料来源：WIND、天风证券研究所

### 去年下半年以来，为何美元对发达经济体货币快速升值？

货币政策的周期性错位是主要原因。2021 年年初以来，美元兑发达经济体汇率与相对应的长端国债利差，呈现明显的相关关系。美德与美日利差的变化，在很大程度上，反映了美联储与欧央行、日本央行货币政策立场和行为的差异。

图 7：美德利差与欧元兑美元（%，12 日移动平均）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 8：美日利差与美元兑日元（%，12 日移动平均）



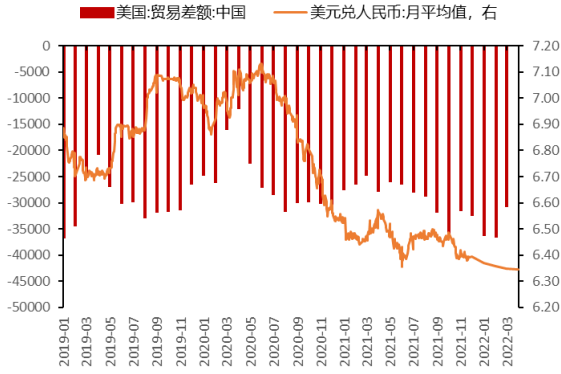
资料来源：WIND、天风证券研究所

### 相对应的，期间美元兑新兴市场经济体汇率基本平稳，原因何在？

主要原因，可能还在于疫情后美国对新兴市场经济体高企的贸易逆差。相对于发达经济体，新兴市场国家多多少少对外汇交易有所管制，其汇率决定的主要矛盾有所不同。

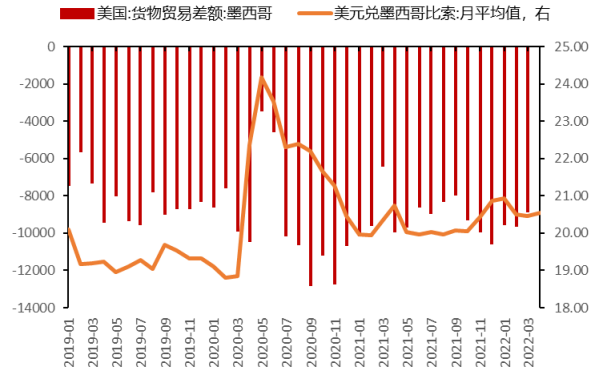
当然，影响汇率决定的因素是多重且复杂的，上述分析更多是抓住其主要矛盾。

图 9：中美贸易差额与美元兑人民币（百万美元）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 10：中墨贸易差额与美元兑墨西哥比索（百万美元）



资料来源：WIND、天风证券研究所

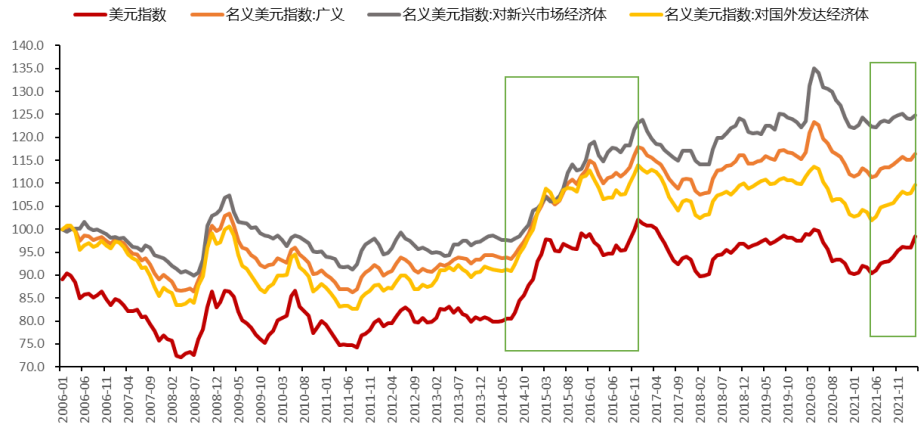
但是不难发现，相比较以往的美元上行，本轮表现存在明显差异：

上一轮，2014 年年中至 2016 年年末，美元指数上行，期间伴随着美元对新兴市场经济体和发达经济体汇率的同步上行，在美元兑发达经济体汇率基本平稳后，美元兑新兴市场经济体汇率继续上行。

本轮，2021 年年中至今，美元指数上行，主要是美元对发达经济体汇率上行，美元兑新兴市场经济体汇率基本平稳。其中，部分新兴市场经济体贸易走强的逻辑是商品出口份额的提升，还有部分新兴市场经济体贸易走强的逻辑是能源商品。

因此本轮至今，还没有看到全球资金广泛回流美国的迹象。

图 11：美元指数（1973 年 3 月=100）与名义美元指数（2006 年 1 月=100）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 12：TED 利率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

## 1.2. 美元指数还有多少空间？

就美元指数而言，考虑直接因素，还是美国与欧央行、日本央行和英格兰央行间货币政策立场和行为的差异，以及市场对上述差异的预期。特别是美欧之间，因为欧元在美元指数中占比最高，其次是美日。

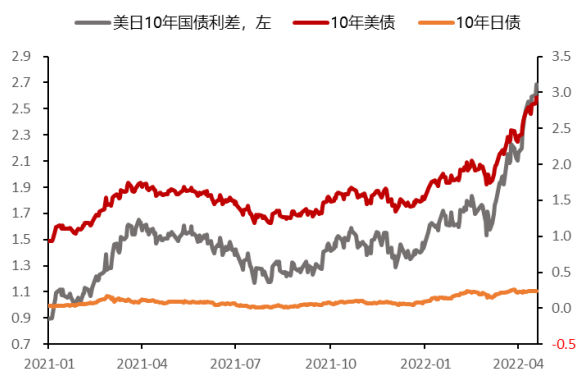
我们认为，从美联储与欧央行、日本央行货币政策立场与行为的差异考虑，鉴于市场对美联储和欧央行的加息交易已经趋于稳定，对美联储的缩表交易也已经展开了一段时间，后续推动美欧利差与美日利差进一步走阔的动力正逐步减弱。

图 13：美债与德债收益率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 14：美债与日债收益率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

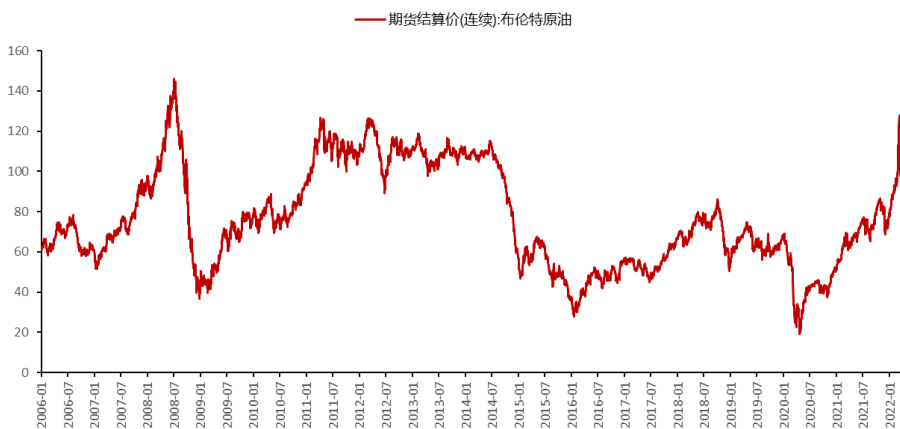
考虑间接因素，即从广义美元指数的视角出发，考虑国际贸易对美元对新兴市场经济体汇率的影响，再经由美元国际结算对美元指数的影响。我们在团队近期报告《后续出口有加速回落的风险吗？》中，鉴于今年全球经济增长的放缓，以及俄乌冲突带来的较高不确定性，今年全球商品贸易量增速将会较快下降。WTO 报告显示<sup>3</sup>，预计 2022 年世界商品贸易量的增长为 3.0%，低于 2021 年的 9.8%。

随着全球商品贸易增速的放缓，首先，通过制造业份额提升支撑商品出口的新兴市场经济体汇率会逐步走弱。其次，鉴于当前大宗商品供需缺口与价格仍在较高水平，通过能源出口支撑商品出口的新兴市场经济体汇率仍将维持平稳或走强，或更晚开始调整。

所以从间接因素角度出发，当前推动美元调整的力量也不是很强。

综合来看，我们判断，后续美元仍然倾向于上行，但空间相对有限。主要推动力量将从美国对其他主要经济体央的的货币政策差异的直接驱动，转向全球商品贸易（先商品后能源）增速放缓导致的结算需求回落的间接驱动。

图 15：国际油价（美元/桶）



资料来源：WIND、天风证券研究所

<sup>3</sup> [https://www.wto.org/english/news\\_e/pres22\\_e/pr902\\_e.htm](https://www.wto.org/english/news_e/pres22_e/pr902_e.htm)

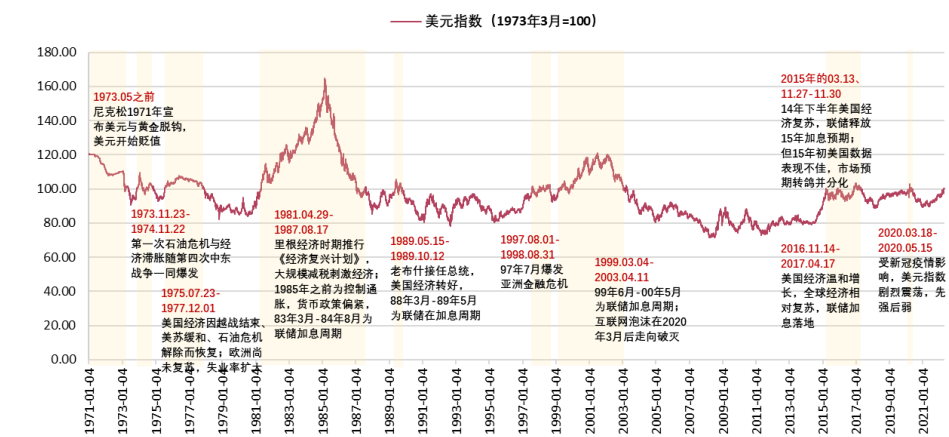
## 2. 美元破百，大类资产如何表现？

### 2.1. 历史上经历了几轮美元破百？

根据美元指数大于 100 的情况，1973 年以来，我们划分了市场经历过的十个时期。

其中，有八段时期美元破百的天数在 30 天以上，有七段时期美元破百后还有 10 日以上的继续上行，在美元触顶后落后，同样有七时期还有 10 日以上的下行。我们分别选择上述超过 10 日以上的时期作为样本。

图 16：美元指数（1973 年 3 月=100）——历史上的美元破百



资料来源：WIND、天风证券研究所

表 1：美元指数破百时期

序号	起始日期	结束日期	破百后上行天数	美元高点	破百总天数	基本背景
1	1973.11.23	1974.11.22	61	109.5	365	第一次石油危机和第四次中东战争爆发
2	1975.07.23	1977.12.01	317	107.6	863	美国经济复苏，而且前景相对好于欧洲
3	1981.04.29	1987.08.17	1398	164.7	2302	里根经济时期大规模减税
4	1989.05.15	1989.10.12	30	105.6	151	美国经济转好
5	1997.08.01	1998.08.31	390	102.6	396	亚洲金融危机爆发
6	1999.03.04	2003.04.11	854	120.9	1500	联储加息周期，同时前半段为互联网泡沫积蓄期
7	2015.03.13	2015.03.13	0	100.2	1	破百仅维持一天，联储加息预期
8	2015.11.27	2015.11.30	3	100.2	4	市场对加息预期分化，此前国内出现“股灾”和资本外流
9	2016.11.14	2017.04.17	44	103.3	155	美国经济温和复苏，加息预期落地
10	2020.03.18	2020.05.15	1	102.9	59	疫情导致美元汇率震荡，先强后弱

资料来源：WIND、天风证券研究所

## 2.2. 大类资产如何表现？

过往经验来看，美元破百后，若美元继续上行，在可参考样本中，美股通常有较好表现，道指均收获正收益，标普与纳指也胜率较高。且美元上行持续时间越长，上行幅度越大，所获收益越高。

恒生指数胜率较低。

十年期美债表现无明显规律。

黄金大多数时期下行，仅获得一次正收益，石油获得半数正收益。

国内市场可参考的样本有限，万得全 A 在三段样本中只有一次正收益。在仅有的一次样本中，人民币汇率贬值，国债收益率上行。

表 2：美元破百后上行期间的资产表现

序号	破百后上行天数	美元高点	道指	标普	纳指	十年美债	恒生	黄金	原油	万得全 A	美元兑人民币	十年国债
单位	天	BP	%	%	%		%	%	%	%	%	BP
1	61	109.5	2.0	-2.4	-1.6	31.0		49.4				
2	317	107.6	15.2	9.9	3.7	-20.0		-22.9				
3	1398	164.7	27.2	34.7	31.3	-230.0		-40.4				
4	30	105.6	1.6	2.4	3.3	-62.0	-28.1	-3.4	-1.4			
5	390	102.6	4.0	14.5	10.9	-94.0	-52.2	-12.6	-33.0	-2.7		
6	854	120.9	10.7	-2.2	-9.3	3.0	31.1	-7.4	102.4	93.2		
7	0	100.2										
8	3	100.2										
9	44	103.3	5.1	4.0	4.2	28.0	-2.1	-6.5	24.8	-3.4	1.8	26.5
10	1	102.9										
胜率			100.0	71.4	71.4	42.9	25.0	14.3	50.0			
中位数	52.5	104.5	5.1	4.0	3.7	-20.0	-15.1	-7.4	11.7	-2.7	1.8	26.5

资料来源：WIND、天风证券研究所



在美元破百后，美元下行至百点关口过程中，在可参考样本中，权益市场方面，美股道指和标普没有表现出明显规律，纳指胜率较高。恒生指数较高胜率。

十年期美债收益率大多数时期下行。

黄金均获得了正收益，石油也有半数以上胜率。

国内市场，上涨指数在三段样本中获得了两次正收益，美元兑人民币与十年期国债在两段样本中均只有一次正收益。

表 3：美元破百后下行期间的资产表现

序号	下行天数	美元高点	道指	标普	纳指	十年美债	恒生	黄金	原油	万得全 A	美元兑人民币	十年国债
单位	天	BP	%	%	%		%	%	%	%	%	BP
1	303	109.5	-29.4	-29.0	-35.2	59.0		35.3				
2	545	107.6	-14.3	-4.5	18.2	-31.0		26.6				
3	903	164.7	111.4	86.4	59.1	-319.0		59.5	-25.0			
4	120	105.6	10.2	9.7	7.0	-16.0	17.3	0.6	1.2			
5	5	102.6										
6	645	120.9	-21.7	-28.8	-34.7	-144.0	-33.5	22.0	4.1	-27.7		
7	0	100.2										
8	0	100.2										
9	110	103.3	4.0	4.4	7.7	-25.0	11.5	13.2	-2.6	3.9	-1.0	29.4
10	57	102.9	17.9	18.9	26.1	-48.0	9.6	17.7	16.7	6.2	0.6	-4.8
胜率			57.1	57.1	71.4	87.5	75.0	100.0	60.0			
中位数	115.0	104.5	4.0	4.4	7.7	-31.0	10.6	22.0	1.2	3.9	-0.2	12.3

资料来源：WIND、天风证券研究所

参考前述分析，美元破百后，后续仍倾向于上行，但空间可能相对有限。

美元触顶前，预计美股仍有较高机会获得正收益，但可能获得的收益相对有限。恒生指数可能有一定风险，但风险也相对有限。

十年期美债收益率与国际油价的方向不明确。

黄金贬值的可能性大。

至于国内资产，可参考的样本有限，就唯一的一次样本来看，股债汇均有压力。

### 3. 小结

近期美元指数破百，最主要的推动因素是日元对美元快速贬值。事实上，去年年中以来推动美元指数上行的最主要推动因素，也正是美联储在货币政策方面，相对欧央行与日央行表现出了更强硬的立场。

过去在美元趋势性上行的过程中，美元对新兴市场经济体汇率与美元对发达国家经济体汇率均是同步上行的。而在本轮美元指数快速上行的过程中，表现有所不同，美元对新兴市场经济体汇率基本平稳。近期在美元加速上行破百的过程中，还出现了美元对部分新兴市场经济体、特别是能源国货币的贬值。

我们认为，一个重要原因在于，在本轮美元指数快速上行的过程中，新兴市场经济体均保持了相对较高的贸易顺差，或是由制造业出口驱动，或是由能源贸易驱动。

**展望后续**，考虑到市场对美联储相较于欧央行与日央行的政策错位交易已经持续较长时间，直接影响来看，美元指数上行的动能趋弱。间接影响方面，今年全球商品贸易需求走弱，后续新兴市场的制造业出口与能源出口均有可能回落，但交易可能需要逐步展开，不会一蹴而就。**整体而言，我们判断，后续美元仍然倾向于上行，但空间相对有限。**

**参考历史表现**，美元破百后，如果上行空间相对有限，大类资产有如下表现：

预计美股仍有较高机会获得正收益，但收益相对有限。恒生指数可能有一定风险，但风险也相对有限。

十年期美债收益率与国际油价的方向不明确。

黄金贬值的可能性大。

至于国内资产，可参考的样本有限，就唯一的一次样本来看，股债汇均有压力。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com