

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



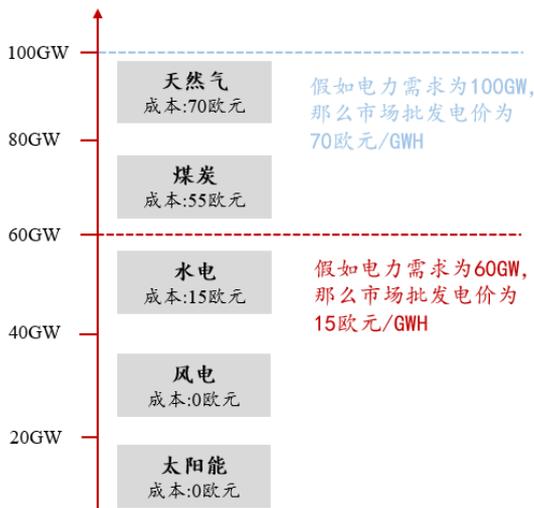
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

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。

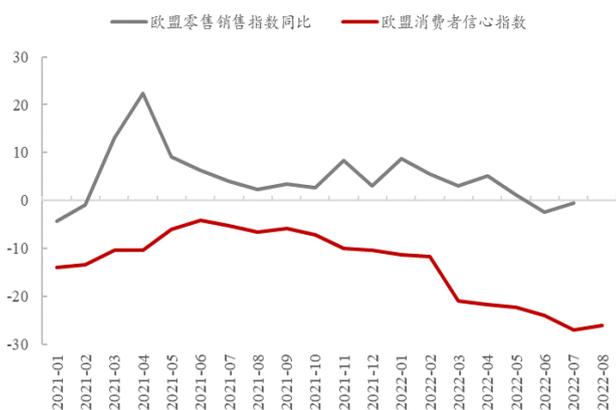
在这一制度下，低成本的绿色能源发电商（风电、太阳能等）同样可以收取高电价。高企的利润吸引了众多绿色能源的投资，促进欧洲绿色转型。但是，在绿色能源发电未能满足绝大部分的用电需求时，一旦天然气价格大幅上升，就会引起欧洲整体电价飙升。

**图3：欧洲批发电力市场定价机制**


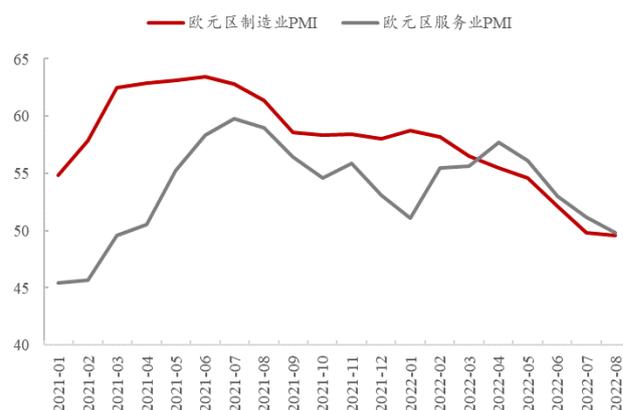
资料来源：金融时报，民生证券研究院

**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：%)**


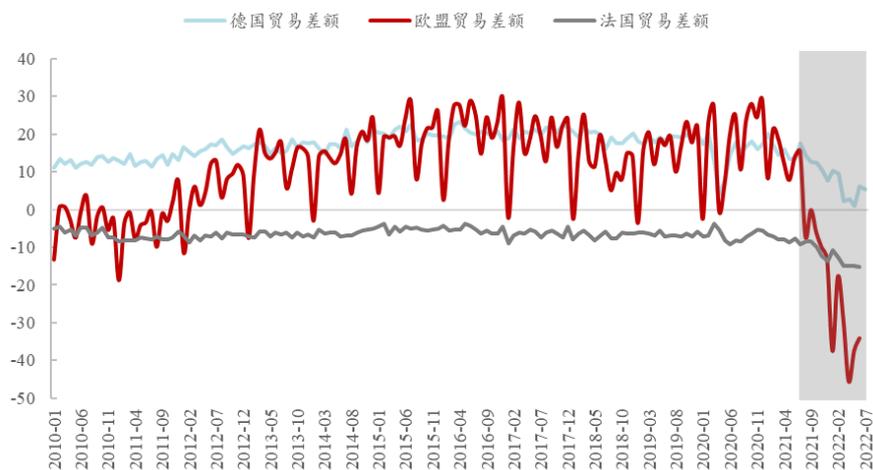
资料来源：Wind，民生证券研究院

**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。

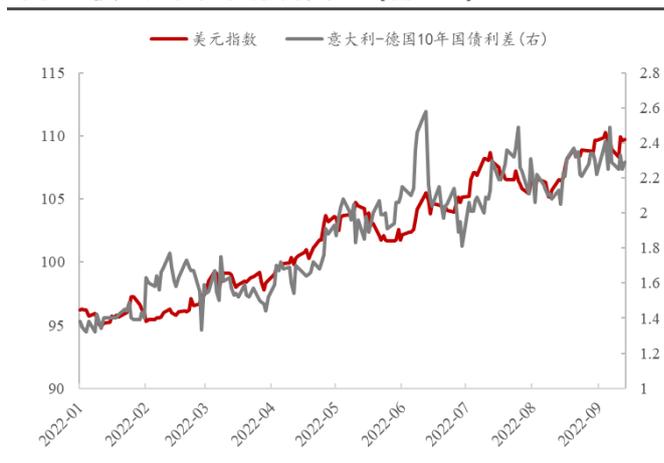
每次市场对欧洲的加息预期上升时，我们都可以看到意大利与德国的国债利差走阔，背后反映的是投资者对持有意大利国债要求更多的信用溢价。2022年以来，意德利差已经从138BP走扩至225BP，已经接近2020年疫情爆发之初的水平。当意德利差走阔的时候，我们通常可以看到美元兑欧元升值，体现的是市场对欧洲债务危机的担忧。

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）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

技术面上，由于美元多头持仓过于拥挤，短期内美元存在回调的动能。

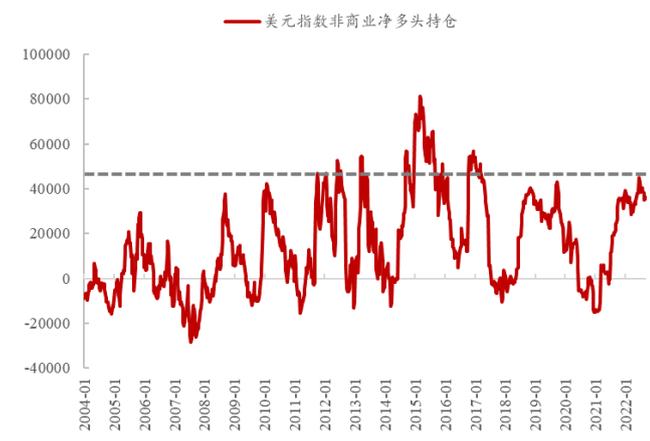
历史经验上，美元指数投机性看多水平往往领先于美元指数见顶。

ICE 美元指数非商业净多头持仓数量在7月末录得40535张的阶段高点，这一水平和2008、2010、2019年的高点相当，当前这一数据小幅回落至36107张。同时，8月初ICE美

美元指数非商业空头持仓占比录得 15% 的阶段低点，和历史上的低点水平均非常接近，当前这一数据已经回升至 26.8%。

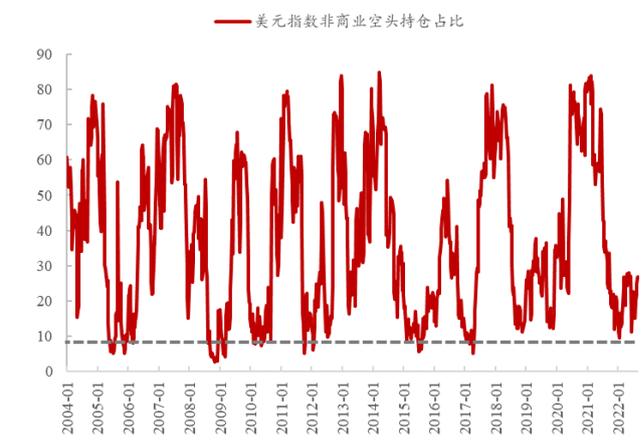
也就是说，技术指标显示美元指数的看多情绪拥挤程度正从高点回落。经验上，这往往是美元指数短期见顶的信号。

图10：美元非商业净多头持仓偏高（单位：张）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图11：美元非商业空头持仓占比偏低（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 4 美元指数 110 后往哪去？中长期仍强势

在中长期的角度，美欧（以德国为代表）之间长端国债的实际利差和美元指数之间有着很强的相关性。

实际利率等于名义利率减去通胀预期。这一指标已经包含了经济基本面、货币政策、通胀、信用风险等诸多因素，因此实际利差对于美元的解释力度要比大多数的单一指标更强。

图12：美德实际利差与美元指数相关性很强（右：%）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

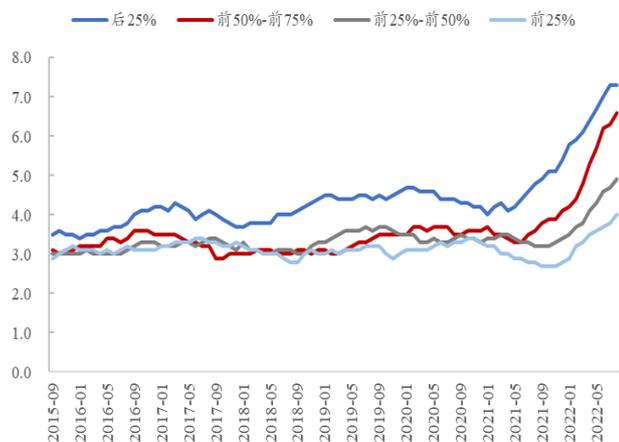
**我们认为，未来美欧实际利差可能会进一步走阔。背后的原因在于美国加息空间要比欧洲更大，且欧洲长期通胀预期面临上行风险。**

货币政策层面，美国加息空间大于欧洲，未来美欧政策差距或进一步扩大。

因劳动力市场供需失衡，美国正受高工资增速困扰。对于美国来说，老年人退出劳动力市场、移民数量降低等问题难以短时间解决。这意味着，劳动力供给短板或将继续存在，从而继续支撑工资增速以及通胀增速。在这种情况下，我们认为美国本轮加息周期恐长于市场预期。

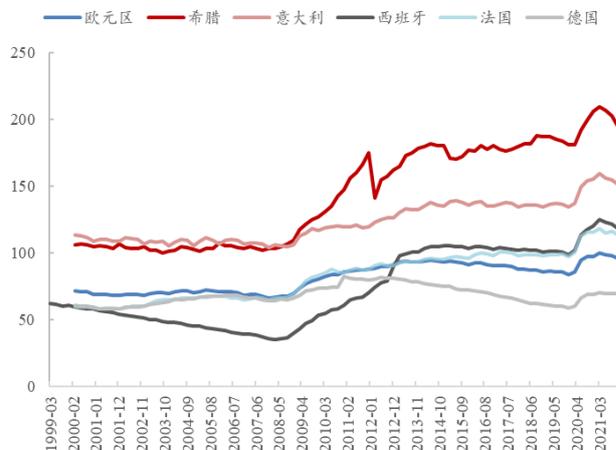
欧洲更多面对的是输入性通胀，其自身经济动能要弱于美国。同时，欧元区多数国家的政府杠杆率都高于欧债危机时期，这一问题一方面限制了欧央行加息的空间，另一方面更是令欧元“越加息，越贬值”的困境难以解决。

图13：美国各收入分位数群体工资增速（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

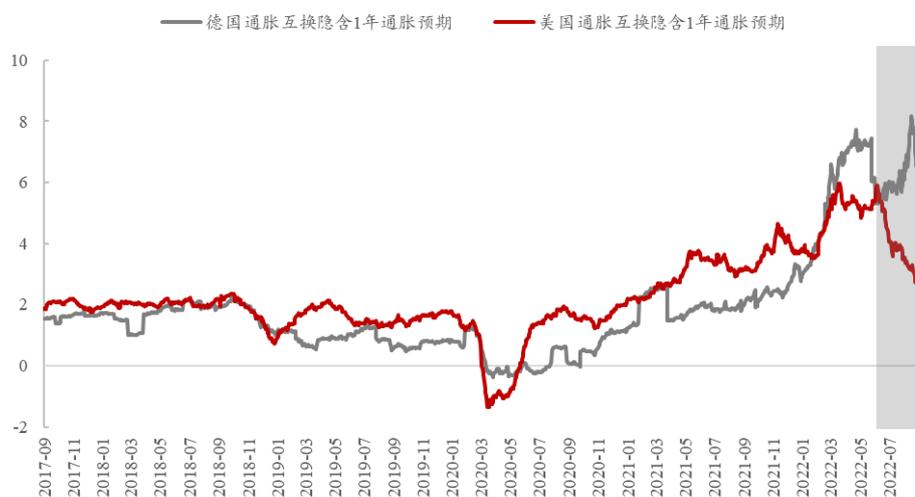
图14：欧洲国家政府杠杆率偏高（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

通胀预期层面，我们发现欧洲短期通胀预期比美国要高得多。在能源问题的持续影响下，较高的短期通胀预期可能变得根深蒂固，欧洲面临长期通胀预期失控风险。

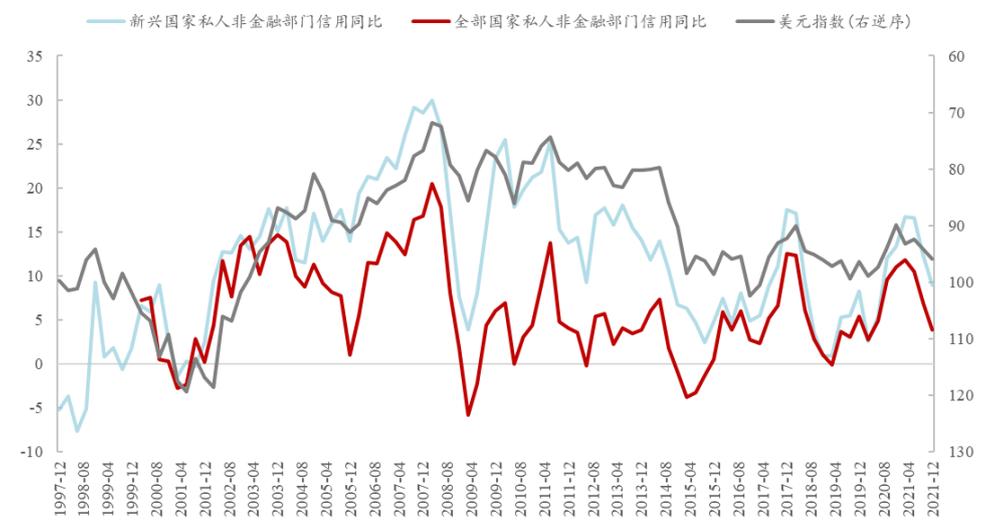
图15：欧洲短期通胀预期快速上升，远高于美国（单位：%）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

从更长的时间维度看，美元指数背后是全球的贸易周期。随着欧美等主流发达国家需求的减弱，以及逆全球化因素的不断出现，全球贸易增速的下滑可能带动美元升值。

一个有趣的现象是，美元指数历史上和全球信用扩张周期往往呈现反向关系。也就是说，当全球信用扩张增速上升的时候，美元贬值，反之亦然。在 2004、2008、2011、2018 和 2020 年，美元指数的阶段性底部，恰恰对应了全球私人非金融部门信用扩张增速的阶段顶部。

**图16：美元指数历史上和全球信用扩张周期往往呈现反向关系（左：%）**


资料来源：BIS, Wind, 民生证券研究院

### 全球“信用周期”的背后，实际上是贸易周期。

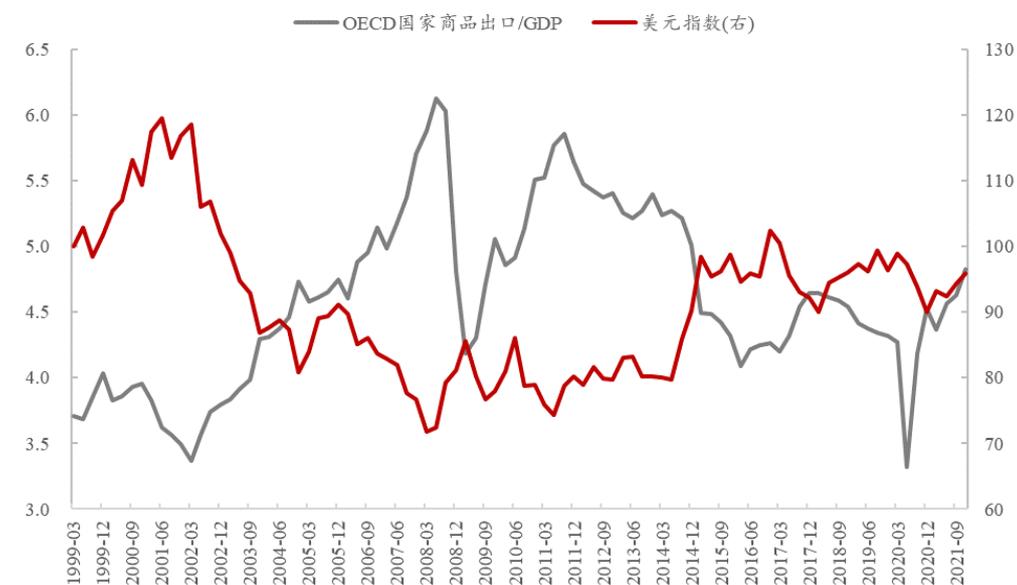
在全球产业链分工极为细化的今天，一件商品从生产到进行国际贸易，往往意味着上下游数十家企业的联动。这一过程中，若大多数公司都需要为自己的生产流程融资，那么信用扩张的规模往往是这一商品最终销售价值的数倍。也就是说，国际贸易的“信用杠杆”很高，这也是为什么贸易周期总是与信用周期对应。

因此，我们看到全球（以 OECD 国家为例）商品出口占 GDP 比重与美元指数之间同样呈现显著的负相关关系。

疫情之后，由于欧美国家的大规模财政刺激，2020 年 4 季度全球商品出口额已经超越了疫情前（2019 年 4 季度）的水平，全球出现了新的“贸易高峰”。进入 2021 年 2 季度，欧美需求在财政刺激带来的脉冲式上涨后逐渐回落。美国 ISM 制造业 PMI 和 Markit 制造业 PMI 分别在 2021 年 3 月和 2021 年 7 月见顶，而美元指数也在 2021 年 6 月开始触底回升。

展望未来，由于欧美快速的收紧货币政策，经济下行或仍是未来的海外宏观主线之一，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。

图17: 美元指数背后其实是贸易周期 (左: %)



资料来源: OECD, Wind, 民生证券研究院

## 5 风险提示

1) **海外地缘政治风险。**如果俄乌冲突加剧，可能会深化欧洲能源危机，从而对欧元汇率和欧洲经济基本面产生额外冲击。

2) **对美联储货币政策理解不到位。**可能会误读美联储对企业债务风险的反应函数。

3) **美国通胀失控风险。**若美国中长期通胀预期失控，美联储紧缩步伐还将超预期加快，这将引起资本市场动荡。

## 插图目录

图 1: 8 月中旬以来, 美元对大部分货币均升值.....	3
图 2: 能源危机担忧令欧元走弱.....	4
图 3: 欧洲批发电力市场定价机制.....	5
图 4: 欧洲消费非常疲软 (单位: %) .....	5
图 5: 欧洲 PMI 快速下行.....	5
图 6: 能源危机使欧洲贸易逆差快速扩大 (单位: 十亿欧元) .....	6
图 7: 美国加息节奏领先欧日 (单位: %) .....	7
图 8: 债务危机担忧推升美元 (右: %) .....	7
图 9: 德国电价有所回落但仍高企 (单位: 欧元/MWh) .....	8
图 10: 美元非商业净多头持仓偏高 (单位: 张) .....	9
图 11: 美元非商业空头持仓占比偏低 (单位: %) .....	9
图 12: 美德实际利差与美元指数相关性很强 (右: %) .....	10
图 13: 美国各收入分位数群体工资增速 (单位: %) .....	11
图 14: 欧洲国家政府杠杆率偏高 (单位: %) .....	11
图 15: 欧洲短期通胀预期快速上升, 远高于美国 (单位: %) .....	11
图 16: 美元指数历史上和全球信用扩张周期往往呈现反向关系 (左: %) .....	12
图 17: 美元指数背后其实是贸易周期 (左: %) .....	13

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026