

证券研究报告**宏观研究****专题报告**

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号：S1500524070002

邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅

大厦B座

邮编：100031

下半年美元指数何去何从

2026年6月27日

- **全球流动性已触及紧缩区间。**中东地缘冲突引发的通胀已成为本轮全球央行货币政策转向的驱动力，在地缘输入型通胀压力下，欧日再紧缩政策已相继落地，美国重启加息亦成为市场主流预期。CFR全球货币政策追踪指数覆盖全球54个经济体，以加权方式测算整体货币政策立场。根据CFR的全球货币政策追踪指数显示，今年Q2全球货币政策追踪指数已经微幅破零，触及紧缩区间。
- **美国历次加息时段内，美元指数较少进入持续的单边趋势。**回顾近几轮美联储加息周期，我们发现，在加息周期内，美元指数较少进入持续的单边趋势，往往陷入震荡。只有1994-1995年那轮意料之外的预防式加息，让美元指数走出单边下行趋势。此后的三轮加息时段内，美元指数往往偏震荡。2004-2006年，美元指数进入倒N型震荡；2015-2018年，美元指数进入倒W型震荡；2022-2023年，大幅加息下，美元指数先上涨，后见顶回落。
- **下半年美元指数或进入宽幅震荡阶段。**本轮紧缩预期主要源自地缘冲突升级对通胀的冲击，与冲突发生前的2月相比较，PCE同比抬升了1.2个百分点，这一反弹八成以上由能源贡献。然而，这一强劲紧缩动能或正迎来缓解，中东局势出现实质性的边际缓和，油价回落已接近美伊冲突前水平。若地缘冲突带来的通胀压力有望随之缓解，我们认为美联储加息动力或会减弱，加息可能进一步延后，美元指数下半年大概率将随着地缘潮退而步入运行中枢反复拉扯的宽幅震荡阶段。
- **风险因素：**全球货币政策超预期，地缘冲突超预期升级等。

目录

一、全球流动性已触及紧缩区间.....	3
二、美国历次紧缩周期中美元指数的表现.....	4
三、下半年美元指数或进入宽幅震荡阶段.....	8
风险因素	10

图目录

图 1: 自 1995 年底以来, 日本央行首次将政策利率提升至 1%.....	3
图 2: 全球货币政策追踪指数 Q2 触及紧缩区间	4
图 3: 历次美联储加息落地后, 美元指数的走势.....	5
图 4: 1994-1995 年, 美元指数走出单边下行趋势	5
图 5: 2004-2006 年, 美元指数进入倒 N 型震荡	6
图 6: 2015-2018 年, 美元指数进入 W 型震荡.....	7
图 7: 2022-2023 年, 美元指数先上涨, 后见顶回落.....	7
图 8: 截至 5 月, 能源项对 PCE 的贡献约 1 个百分点	8
图 9: 核心 PCE 回升至 3.41%	9
图 10: 截至 6 月 25 日, 油价回落已接近美伊冲突前水平	9

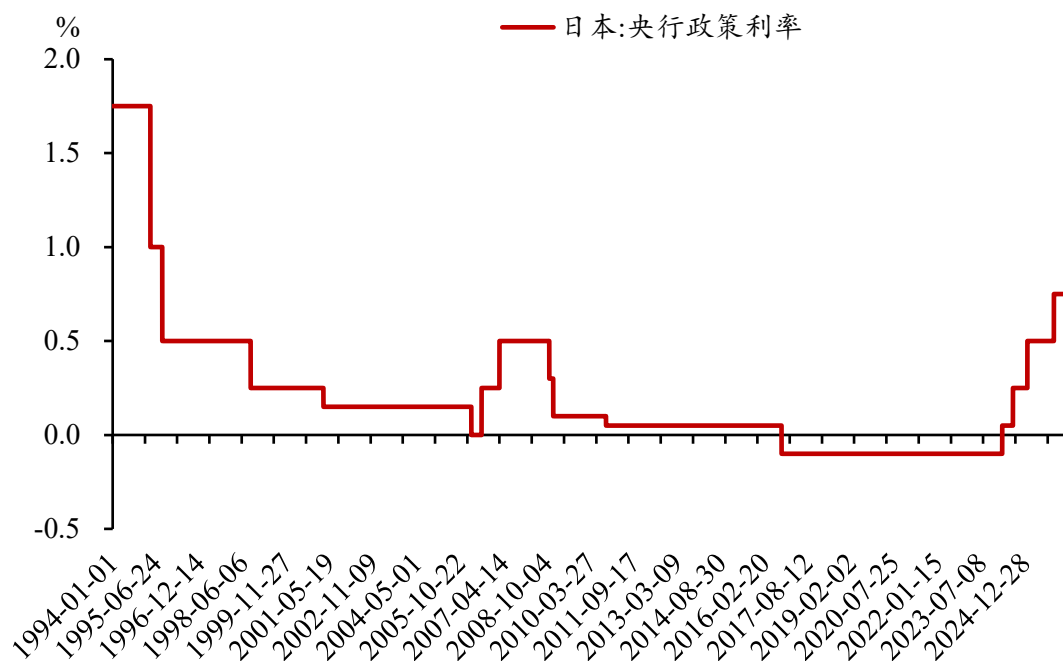
一、全球流动性已触及紧缩区间

中东地缘冲突引发的通胀已成为本轮全球央行货币政策转向的驱动力，在地缘输入型通胀压力下，欧日再紧缩政策已相继落地，美国重启加息亦成为市场主流预期，这或意味着全球的流动性宽松正式进入尾声。

截至6月底，海外主要央行的政策利率方向开始转向分歧。今年5月，国际清算银行（BIS）追踪的49个发达和新兴经济体央行中，3家加息，2家降息。到6月，欧央行、日本等发达市场央行与印尼、南非等新兴市场央行一样转向偏紧。其中，日本央行加息至1%，并宣布从明年开始暂停缩减购债，欧央行也重启加息。

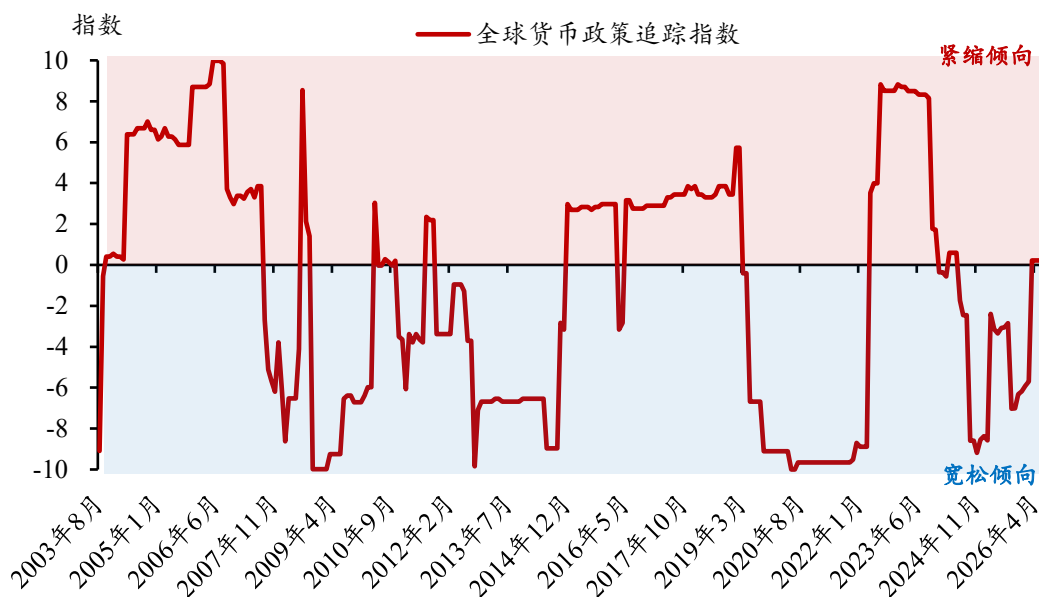
全球央行正在从先前的降息周期转向再紧缩，全球流动性宽松周期或进入尾声。CFR全球货币政策追踪指数覆盖全球54个经济体，以加权方式测算整体货币政策立场。该指数范围从-10到10，大于0为紧缩区间，小于0为宽松区间。根据CFR的全球货币政策追踪指数显示，今年Q2全球货币政策追踪指数已经微幅破零，触及紧缩区间，多国央行已经进入边际收紧阶段。

图 1：自 1995 年底以来，日本央行首次将政策利率提升至 1%



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 2：全球货币政策追踪指数 Q2 触及紧缩区间



资料来源：Council on Foreign Relations，信达证券研发中心

注：负数代表宽松倾向，正数代表紧缩倾向

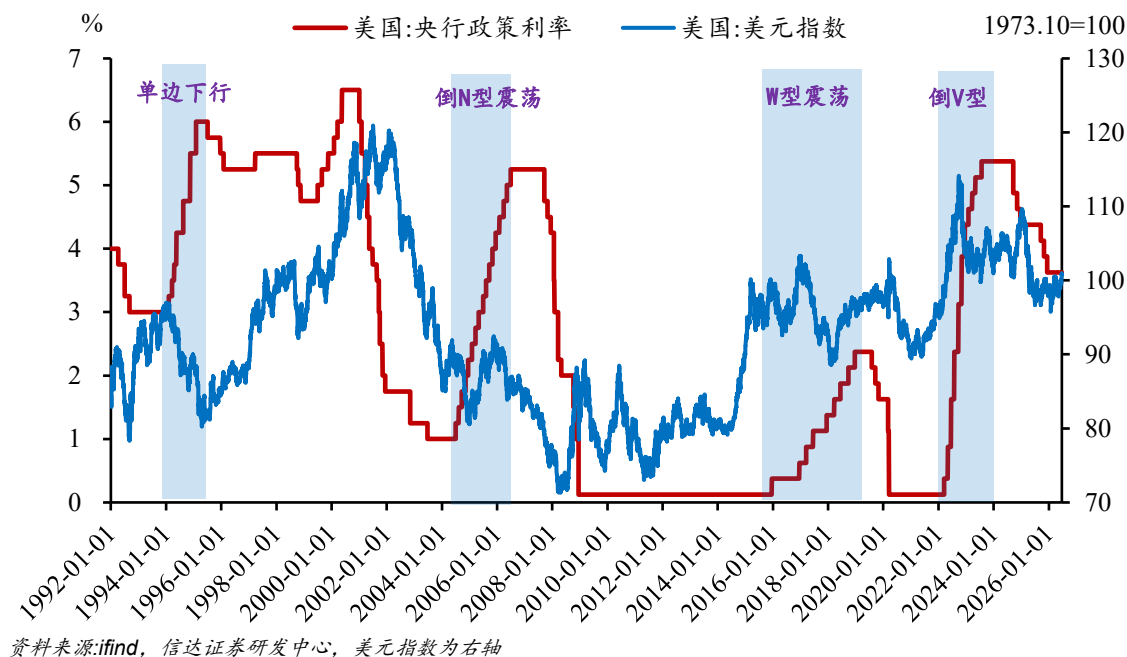
二、美国历次紧缩周期中美元指数的表现

决定美元指数涨跌的不是美联储加息本身，而是相对经济强弱和预期差。理论上，美联储加息往往对美元指数构成利好。实际上，美国历次加息时段内，美元指数较少进入持续的单边趋势。美元指数是由美元对六种主要发达国家货币（欧元、日元、英镑、加元、瑞典克朗、瑞士法郎）加权计算出来的，所以决定美元指数涨跌的不是美联储加息本身，而是相对经济强弱和预期差。

1) 美国经济相对于非美经济越强，则越有利于美元指数上升。美元指数的涨跌并不取决于美国单一经济数据的绝对好坏，而是取决于美国与欧、日等主要非美对手盘在增长动能上的相对优势。当美国经济一枝独秀时，强劲的就业和复苏往往伴随着通胀压力的上升。这会给美联储充足的底气去维持高利率，甚至不断加息。与此同时，如果非美经济体（如欧洲、日本）表现疲软，它们的央行就不得不维持低利率、甚至降息来刺激经济。如果美国在加息，但欧洲、日本加息更多，美元反而会跌。

2) 若美元指数要继续上升，则需要新的正向预期差。在现代美联储的预期管理之下，市场的核心博弈在于加息速度和高度。若在首次加息落地前，市场已经将未来的利率路径提前消化，那么当靴子真正落地时，没有新的预期差，就不会吸引外围增量资金继续买入美元，美元指数很难继续上升，此时若存量资金结利平仓，美元指数反而会陷入下跌。反之，如果产生新的预期差（正向预期差或负向预期差），美元指数就会向着预期差的方向演变。

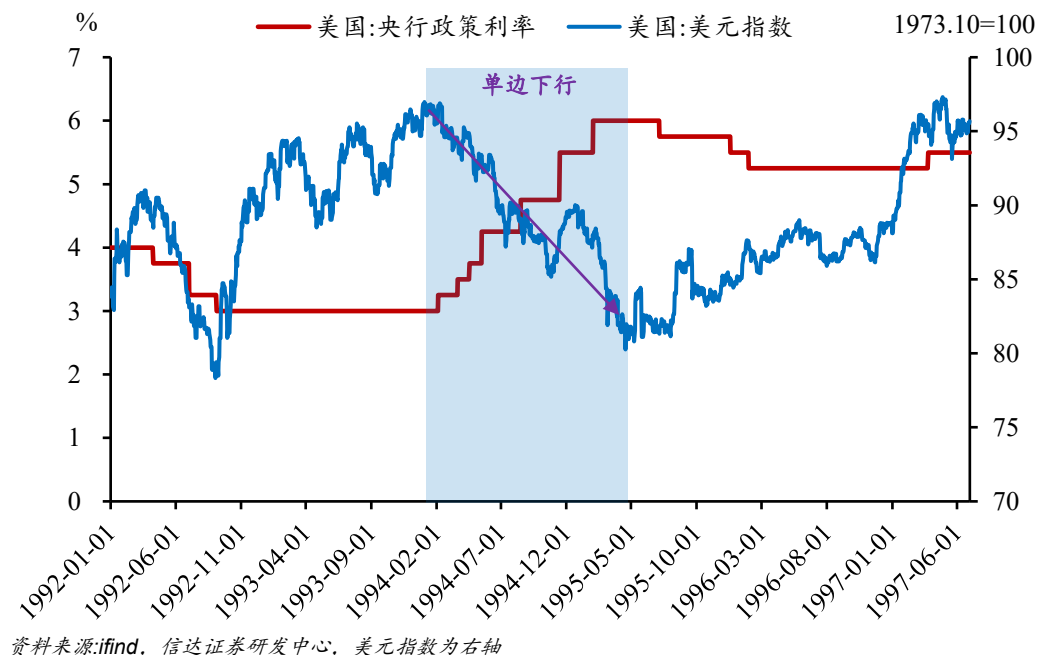
图 3：历次美联储加息落地后，美元指数的走势



回顾近几轮美联储加息周期，我们发现，在加息周期内，美元指数较少进入单边趋势，往往陷入震荡。

(1) 1994 - 1995 年：意料之外的预防式加息，让美元指数走出单边下行趋势。当时，美国刚刚从 1990-1991 年的经济衰退中走出来，核心 CPI 较低，失业率也还在相对高位。但美联储为了预防通胀选择加息（政策利率从 3% 逐次提升至 6%）。由于当时缺乏预期管理机制，市场没有消化加息预期。加息落地后，负向预期差导致金融市场陷入动荡，长端美债遭到抛售。全球资金担心高利率会扼杀美国刚复苏的经济，恐慌之下，资金为了避险、追求高收益，加速从美国流出。再加上欧洲经济基本面强劲，分流了全球资金，美元指数表现也不涨反跌，持续走弱。

图 4：1994-1995 年，美元指数走出单边下行趋势

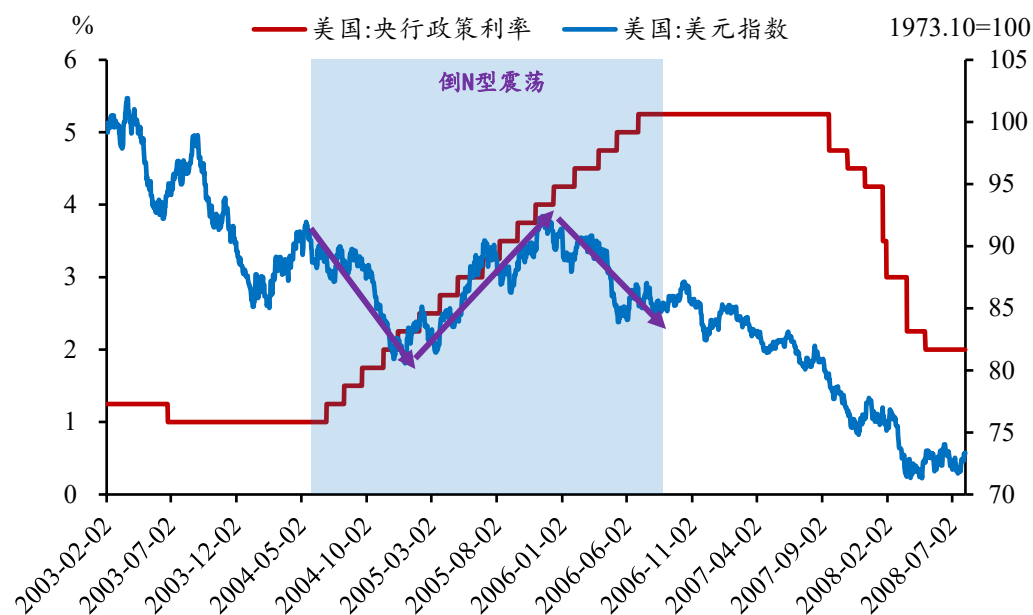


(2) 2004 - 2006 年：充分预期下的渐进加息，美元指数进入“跌-涨-跌”的倒 N 型震荡。由于美联储前期充分沟通，首次加息被市场提前消化。靴子落地后，利好出尽，再加上中国带动新兴市场经济增长，分流了美国的存

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>5

量资金，美元指数回落。2005 年，在美国加息时，欧洲和日本经济相对低迷，且欧日央行守住低利率不放松，美国相对非美经济与利率走强，导致资金疯狂回流美国。2005 年底，由于大宗商品（黄金、原油）暴涨，欧洲和日本爆发了严重的输入型通胀，欧洲央行和日本央行被迫超预期跟进紧缩，导致美元指数的相对优势见顶，步入单边下行。

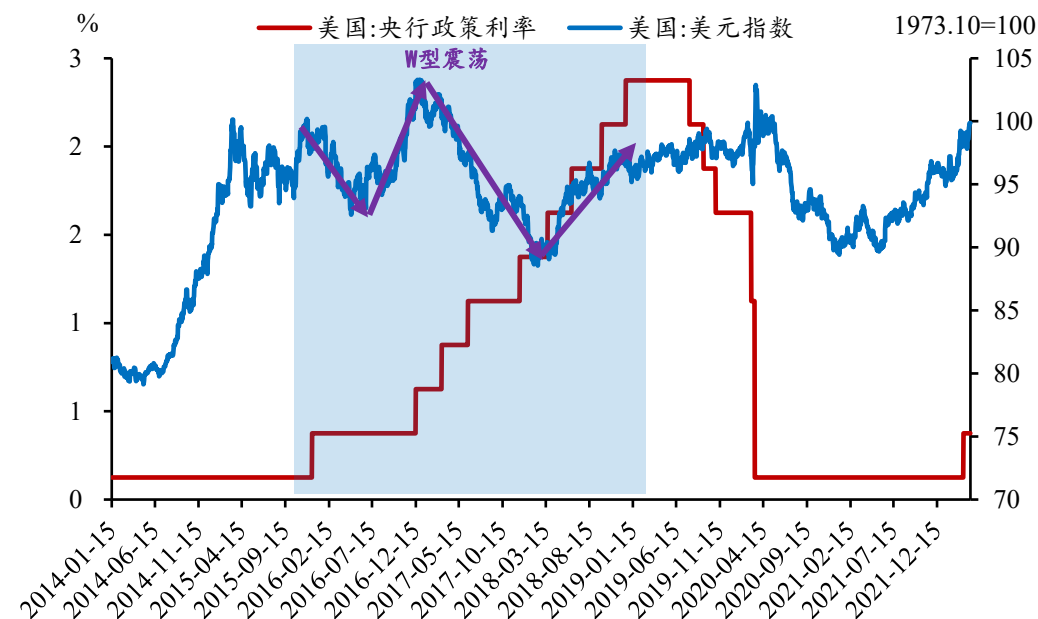
图 5：2004-2006 年，美元指数进入倒 N 型震荡



资料来源:ifind, 信达证券研发中心, 美元指数为右轴

(3) 2015 - 2018 年：渐进式加息下，美元指数进入 W 型震荡。在 2015 年底正式加息前，市场出现抢跑，美元指数提前一年多完成了从 80 到 100 的上涨。当首次加息落地时，市场进入利好出尽状态。2016 年上半年，市场发现其加息步伐非常缓慢，美联储连续几次会议按兵不动，实际加息步伐不及预期鹰派，砸出 W 的第一个底。2016 年下半年，特朗普胜选引发再通胀交易，全球资金抢跑涌入美元。此后，最大的对手盘欧洲经济在 2017 年出现超预期复苏，市场预期欧央行也将提前退出 QE 并开启加息，而美联储按部就班加息无新预期差，资金从美元分流至欧元，砸出 W 的第二个底。2018 年，特朗普减税法案落地生效后，美国经济表现较强，而欧洲和新兴市场因贸易摩擦和自身动能耗尽，经济陷入低迷，资金回流美国，推动美元指数稳步上行。

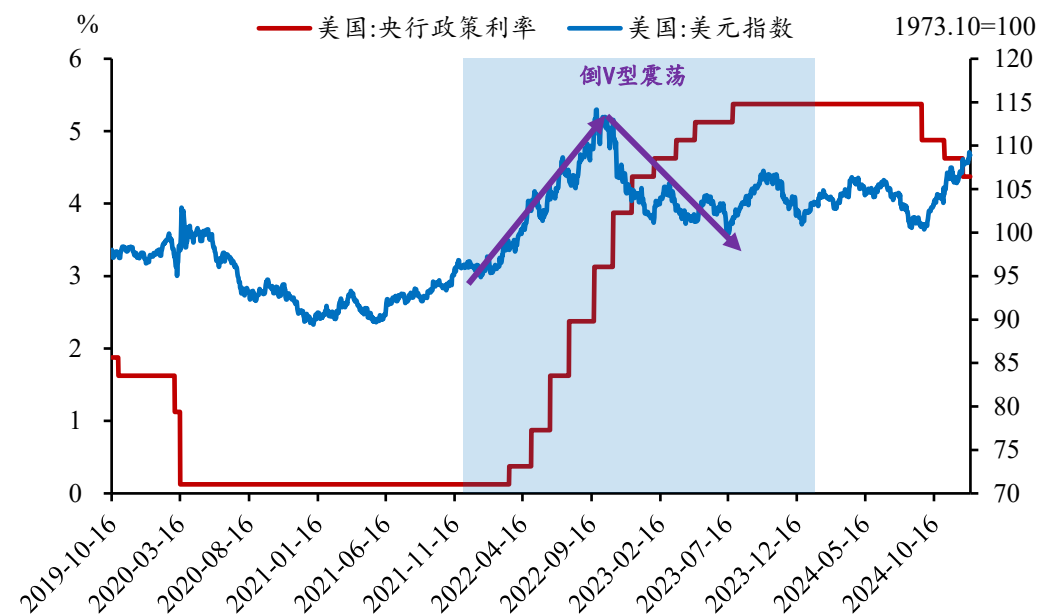
图 6：2015-2018 年，美元指数进入 W 型震荡



资料来源:ifind, 信达证券研发中心, 美元指数为右轴

(4) 2022 - 2023 年：抗高通胀下的大幅加息，美元指数先上涨，后见顶回落。2022 年，美国通胀失控后，美联储首次加息落地，而后加息速度超市场预期，再加上欧洲经济在能源危机中陷入低迷，正向预期差和经济相对较强吸引资金买入美元，将美元指数推上 114.78 的历史高位。到 2022 年底，欧洲能源危机缓解，经济未进入暴跌，欧央行开启激进加息，此时美联储由于通胀见顶开始放缓加息步伐，预期差带来的利好耗尽，导致美元指数在 2023 年单边下行。

图 7：2022-2023 年，美元指数先上涨，后见顶回落



资料来源:ifind, 信达证券研发中心, 美元指数为右轴

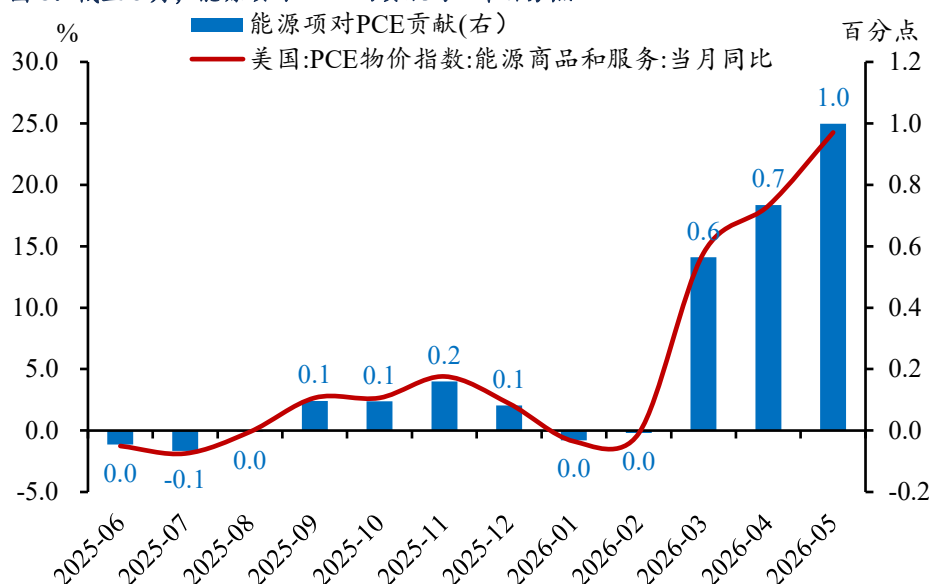
三、下半年美元指数或进入宽幅震荡阶段

本轮紧缩预期主要源自地缘冲突升级对通胀的冲击。今年 Q1 市场对美联储还抱有降息预期，到了 Q2，已经转变为加息预期，而这一转向的驱动是中东地缘冲突引发的通胀压力。与冲突发生前的 2 月相比较，PCE 同比抬升了 1.2 个百分点，其中，能源项 PCE 同比贡献了 1 个百分点，占比八成以上。可见，美国通胀的这一反弹八成以上由能源贡献。

然而，这一强劲紧缩动能或正迎来缓解。尽管美联储 6 月凭借鹰派的点阵图释放了年内可能加息的信号，但这本质上是对前期地缘通胀的反映。事实上，6 月中旬美国同伊朗达成了谅解备忘录，根据这份文件，美国与伊朗承诺在最多 60 天内进行谈判并达成最终协议，中东局势出现实质性的边际缓和。截至 6 月 25 日，油价回落已接近美伊冲突前水平，6 月油价中枢为 87 美元附近，同比约 25%，是今年 3 月以来的最低涨幅。基于此，我们认为美国 6 月 PCE 同比有望跟随能源通胀的回落而回落。

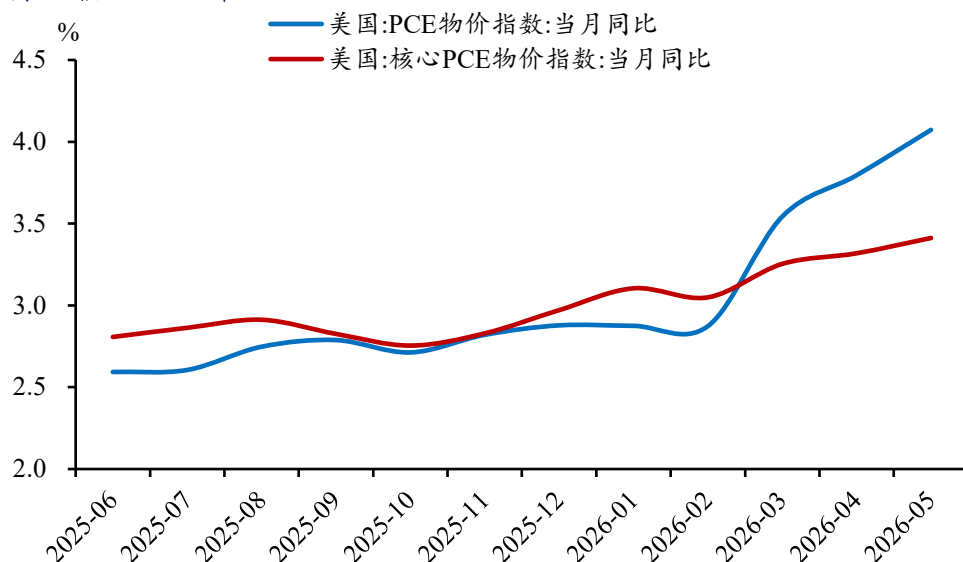
若油价重归冲突前水平，地缘冲突带来的通胀压力有望随之缓解，在此情形下，我们认为美联储加息动力或会减弱，加息可能进一步延后，美元指数下半年大概率将随着地缘潮退而步入运行中枢反复拉扯的宽幅震荡阶段。

图 8：截至 5 月，能源项对 PCE 的贡献约 1 个百分点



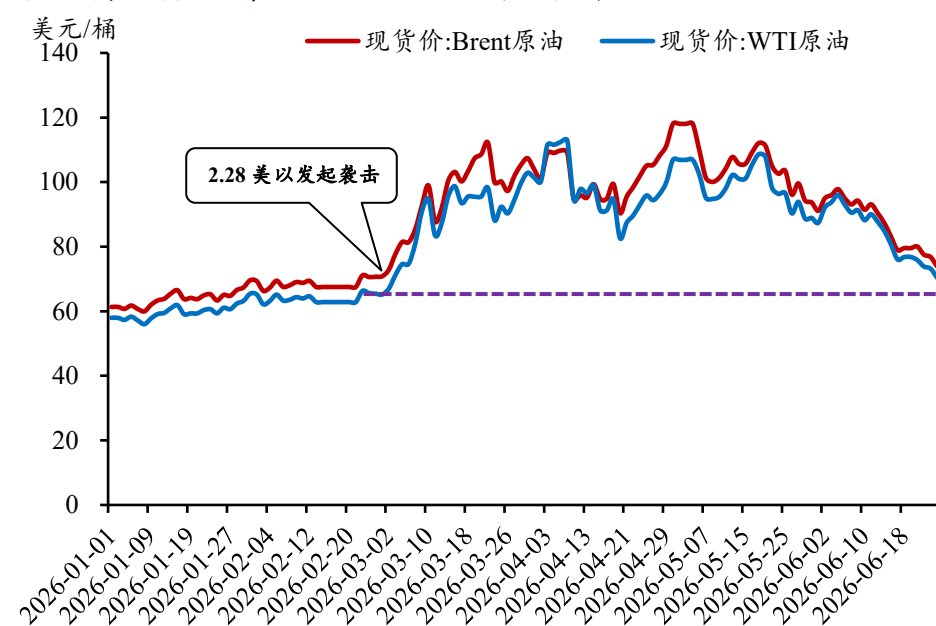
资料来源：ifind, Fred, 信达证券研发中心，蓝色数值为能源对 PCE 的贡献

图 9：核心 PCE 回升至 3.41%



资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 10：截至 6 月 25 日，油价回落已接近美伊冲突前水平



资料来源：ifind，信达证券研发中心

风险因素

全球货币政策超预期，地缘冲突超预期升级等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和宏观首席分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。首届“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，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。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。