

相关研究

《印尼经济：消费和大宗如何驱动？——新兴经济研究系列之三》2023.2.28

《俄罗斯经济：现状如何》2023.02.19
《中国居民资产负债表“重构”：利率的倒挂——居民财富“迁徙”研究二》2023.02.12

美元再起：原因？走向？影响？

投资要点：

- 2月以来，海外再度出现较大波动，美元指数大幅走强，10年期美债利率一度破4.0%，美股和贵金属均出现回调。那么，美元为何大幅上行？海外波动下，哪些资产影响较大？后续走势的关键是什么？本篇专题拟对这些问题进行探析。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@haitong.com

证书:S0850521090002

目 录

1. 美元上行：预期修正.....	4
2. 海外波动：谁最受伤？	5
3. 预期修正如何了？	6
4. 美国“软着陆”可期？	8

图目录

图 1	2 月以来美元指数与美债利率持续上行.....	4
图 2	市场预期每次 FOMC 会议利率水平概率分布（%，2 月 1 日）.....	4
图 3	美国 1 月非农就业大幅回升.....	5
图 4	市场预期美联储利率水平变化（%）.....	5
图 5	2 月以来各类经济体货币兑美元的变动（%）.....	5
图 6	黄金价格与 10 年期美债实际利率走势（%）.....	6
图 7	美国纳斯达克指数与美债实际利率走势（%）.....	6
图 8	中国香港恒生科技指数与美债实际利率走势（%）.....	6
图 9	2022 年 4 季度美联储点阵图预计 2023 年加息终点分布.....	7
图 10	美国房价增速对租金通胀大概领先 16 个月左右（%）.....	7
图 11	美国工资增长跟踪（%）.....	8
图 12	美联储货币政策传导机制.....	8
图 13	主要经济体“去通胀”的代价.....	10

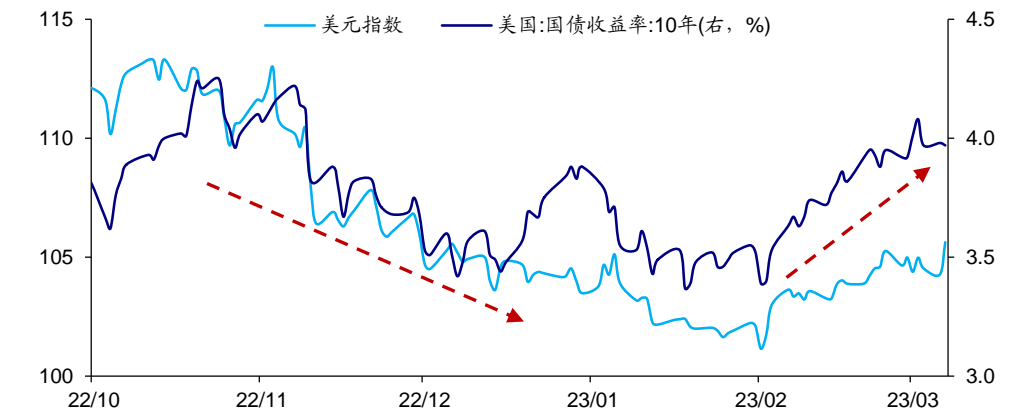
表目录

表 1	60 年代以来每轮美联储收紧期间一览.....	9
表 2	美联储“软着陆”期间各要素对比.....	9

1. 美元上行：预期修正

美元指数站上 105，美债利率再破 4.0%。2 月以来，美元指数和 10 年期美债利率大幅上行。截至 3 月 7 日，短短 1 个月左右，美元指数从 101 附近的低点重新站上 105，涨幅超过 3.0%；而美债利率也再度突破 4.0%，为去年 11 月以来首次，较一个月前上行了近 60BP。受此影响，海外股市、港股以及贵金属等都出现了一定幅度的调整。

图1 2月月以来美元指数与美债利率持续上行

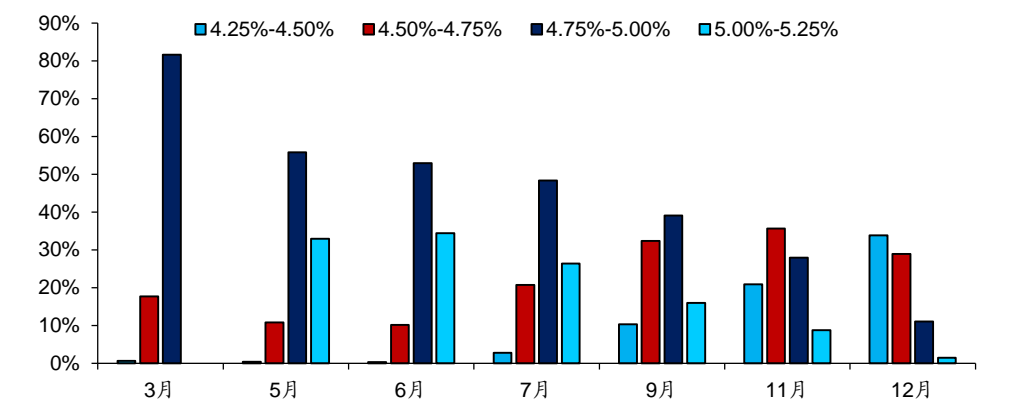


资料来源：Wind，海通证券研究所

缘何波动？主要与市场预期修正有关。自去年 10 月美国通胀超预期回落后，市场对于美国通胀继续回落开始乐观；加之，去年年底非农就业在持续放缓、房地产销售在持续萎缩以及实际消费也在不断放缓，市场预期美国经济可能很快陷入衰退，通胀将加速回落，从而导致美联储货币政策的快速转向。

尽管美联储多位官员反复强调，当前通胀压力仍大，宣布胜利为时尚早，限制性利率水平将在 5% 以上，但市场并未在意，反而不断加强对美联储快速转向的交易。据 CME 观察显示，在 2 月 1 日，市场预期 3 月将是美联储的最后一次加息，终点利率在 4.9% 附近，4 季度会出现降息。在此影响下，美元持续走弱，美债利率一度跌至 3.3% 附近。

图2 市场预期每次 FOMC 会议利率水平概率分布（%，2 月 1 日）

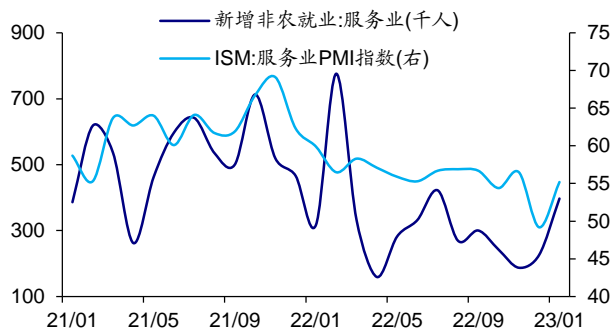


资料来源：CME，海通证券研究所，注：当前利率水平为 4.50%-4.75%。

美国 1 月经济与通胀数据促使市场预期落空。自 2 月以来，美国陆续公布的经济数据均显示美国当前经济韧性仍在，例如，1 月新增非农就业超 50 万人，为 22 年 7 月以来新高；1 月实际消费增速环比大幅转正，为 21 年 3 月以来新高；1 月 ISM 服务业 PMI 指数大幅反弹至 55.2 等等。而陆续公布的通胀数据均显示美国当前通胀压力仍大，例如，1 月美国 CPI 同比和核心 CPI 同比仅小幅回落 0.1 个百分点；1 月美国 PCE 同比和核心 PCE 同比甚至小幅回升了 0.1 个百分点。

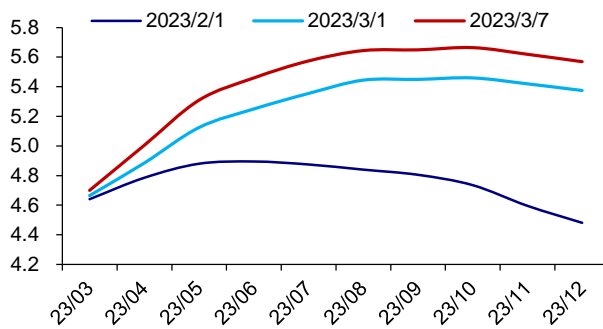
强韧的经济数据以及高企的通胀压力，导致市场乐观预期落空，市场开始大幅修正之前对于美联储可能很快转向的预期。根据 CME 观察显示，截至 3 月 7 日，市场预期美联储将在 3 月、5 月以及 6 月各加息 1 次，尤其在美联储主席鲍威尔鹰派发言下，市场预期 3 月加息 50BP 的概率上升到 7 成以上。终点利率也上提至 5.6% 附近，较 2 月初上提了约 80 个 BP。市场预期的大幅修正，引发了美元与美债利率的波动，由此导致了各类资产的变动。

图3 美国 1 月非农就业大幅回升



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 市场预期美联储利率水平变化 (%)

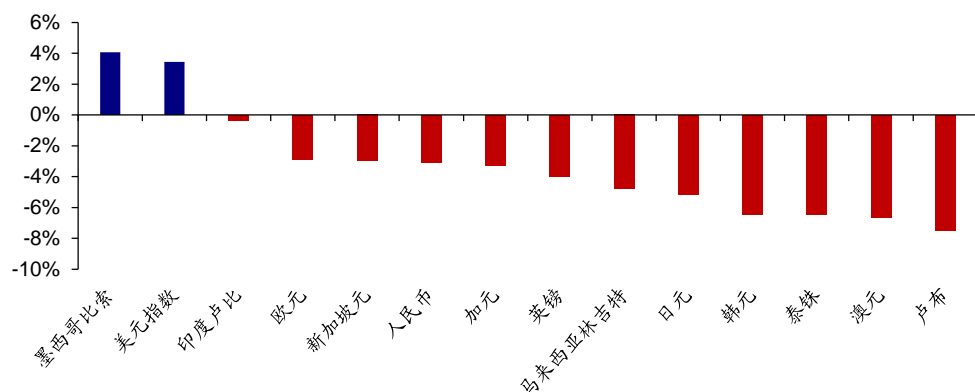


资料来源: CME, 海通证券研究所

2. 海外波动: 谁最受伤?

从汇率角度来看，主要经济体货币均明显贬值。截至 3 月 7 日，2 月以来，美元指数整体上涨了 3.5%，主要经济体货币均出现了不同程度的贬值（除墨西哥比索外）。其中，俄罗斯卢布贬值幅度最大，接近 8%，这一方面与美元升值有关；另一方面与俄罗斯能源出口大幅放缓有关。其次，韩元、泰铢以及澳元等贬值幅度均超过 6%。不过人民币贬值幅度相对较小，这很大程度上或与我国经济处于持续复苏阶段有关。

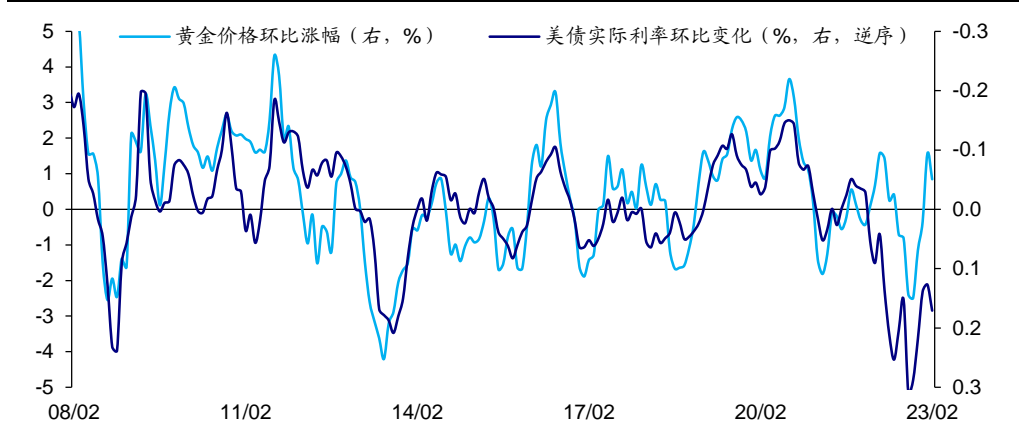
图5 2 月以来各类经济体货币兑美元的变动 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 统计区间: 2 月 1 日-3 月 7 日。

从大宗商品角度来看，贵金属价格有所调整。以黄金和白银为代表的贵金属价格自去年 10 月见底回升，截至 2 月 1 日，黄金价格涨幅在 15% 以上，一度接近 2000 美元/盎司；而白银涨幅更大，超过 25%。随着 2 月以来美元流动性的再度收紧，美债实际利率的回升，贵金属价格有所回调。截至 3 月 7 日，2 月以来黄金价格下跌约 5%，白银跌幅接近 15%。因为从理论角度来说，美债实际利率可以作为衡量黄金持有成本的重要指标，美债实际利率的上行，意味着黄金面临下行压力。

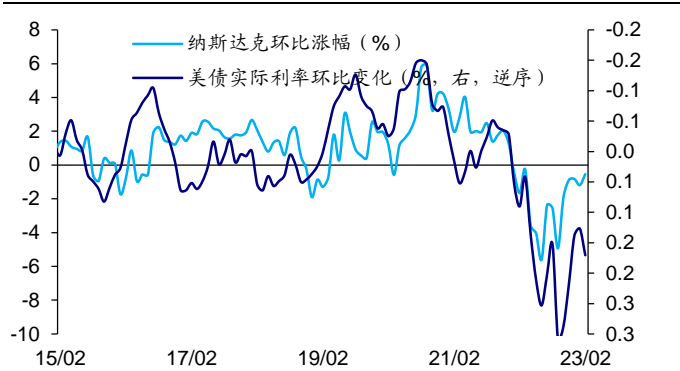
而受俄罗斯减产计划、我国经济持续复苏以及俄乌地缘扰动等因素影响，原油价格反而在波动中有所上行。

图6 黄金价格与 10 年期美债实际利率走势 (%)


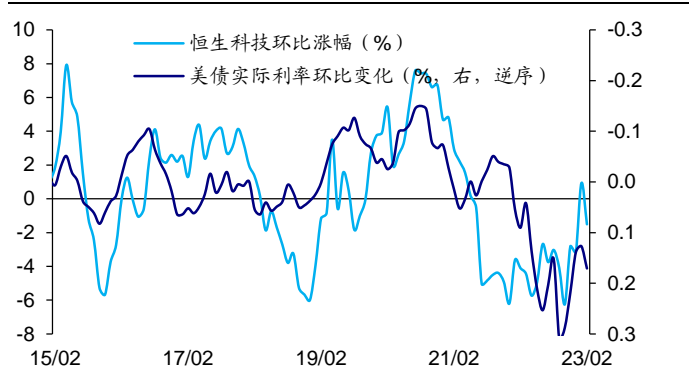
资料来源：Wind，海通证券研究所

从股市来看，**美股继续调整，港股亦然**。受美元流动性收紧影响，美股再度出现回调，尤其是对流动性较为敏感的板块调整更多。例如，2月以来，美国道琼斯工业指数回调了3个多百分点，而纳斯达克综合指数回调超过5个百分点。**港股互联网板块受到的冲击更大**，恒生指数回调超过8个百分点，恒生科技指数则回调超过15个百分点。这除受美元流动性收紧影响外，或也与去年10月底以来有一大波上涨有关。

此外，2月以来，沪深300指数回调了3个多百分点，尤其是上证指数基本持平，是除英国、法国以及印度之外，主要经济体中表现相对较好的。**这很大程度上或与我国经济处于持续复苏阶段有关**。

图7 美国纳斯达克指数与美债实际利率走势 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

图8 中国香港恒生科技指数与美债实际利率走势 (%)


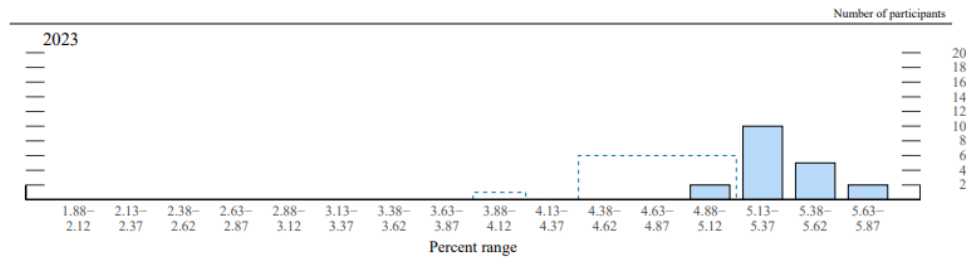
资料来源：Wind，海通证券研究所

3. 预期扰动关键：通胀

加息终点或更高。根据美联储去年4季度公布的点阵图显示，接近9成的成员认为要加息3次至5.0%，接近4成的成员认为要加息4次至5.25%，没有人预期2023年会降息。大部分美联储票委认为，**2023年终点利率水平在5.1%-5.4%区间**。（参见：《美联储：或放慢步伐，加息更久——美联储12月议息会议点评》）

3月7日晚，美联储主席鲍威尔在参议院听证会上指出，通胀在延续放缓，但回落到2%的过程需要很久，且过程可能是坎坷的。**当前经济数据表现好于预期，如有必要，可能会加快加息步伐，终点利率水平可能会比美联储之前预期的要高**。这一言论引起市场较大的波动，美元大幅上行，终点利率预期达到了**5.6%以上**。

图9 2022年4季度美联储点阵图预计2023年加息终点分布



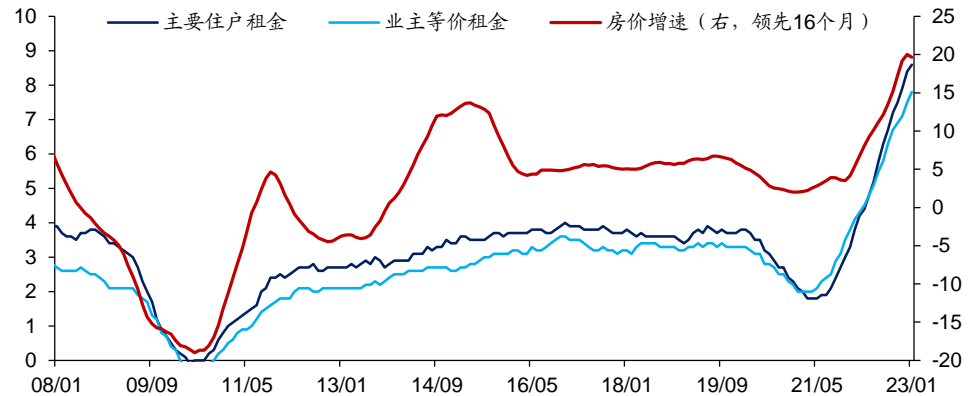
资料来源：美联储官网，海通证券研究所

通胀仍是扰动美联储决策和市场的核心。从就业市场来看，美国当前劳动力市场依然紧俏，3个月平均新增就业人数远好于美联储主席鲍威尔认为合意的就业水平（10万/月），薪资增速也与鲍威尔的合意水平仍有距离。因而，影响美联储决策的关键点依然是通胀，也是扰动各类资产走势的关键。

未来通胀怎么看？考虑到当前全球供应链压力已经大幅缓解，我们预计，美国核心商品通胀或延续缓解的趋势；且在俄乌地缘风险相对稳定的情况下，能源价格或也保持稳定。那么，影响通胀走势的关键点在于核心服务通胀。从租金通胀来看，考虑到房价增速对租金通胀的领先性，租金通胀或在2季度才会见顶。从住房以来的核心服务通胀来看，劳动力市场依然紧张，工资增长有所缓解，但压力仍大。

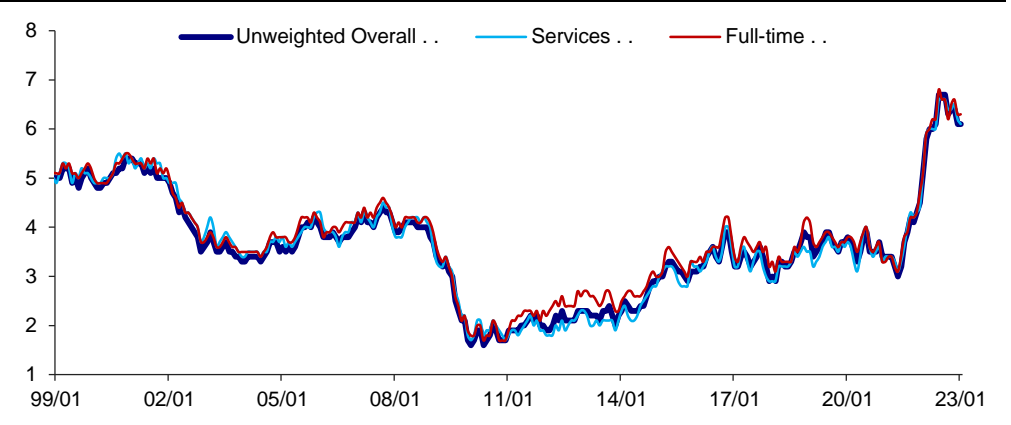
总的来说，我们预计通胀压力依然很大，如果通胀韧性超预期，不排除加息更高的可能性。并且，即使后续停止加息了，我们预计美联储也可能将高利率水平维持更久。这依然会对后续市场产生较大扰动。

图10 美国房价增速对租金通胀大概领先16个月左右（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图11 美国工资增长跟踪 (%)

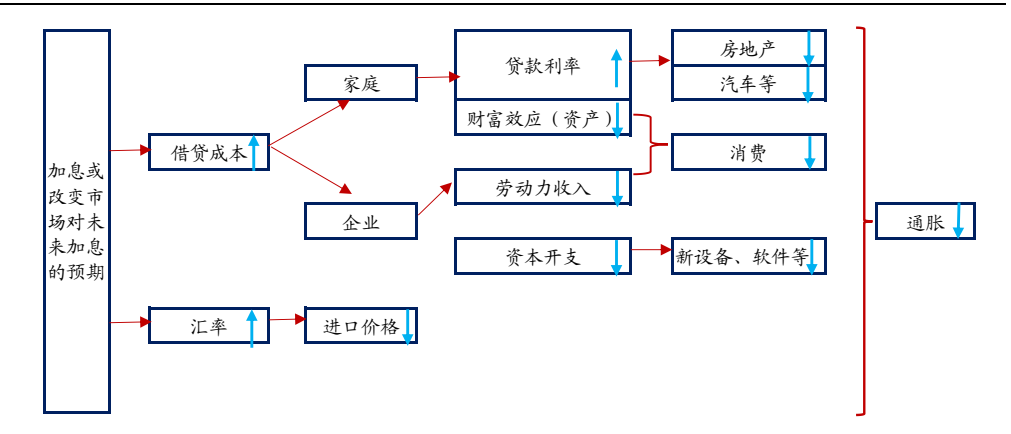


资料来源：亚特兰大联储，海通证券研究所

4. “去通胀” 代价如何？

从美联储治理通胀机制来看，美联储货币政策是无法改善供给问题的，为了遏制通胀以及维护美联储长期的信誉，只能通过不断收紧货币来压制需求。如果，需求一直未“熄火”，或也意味着美国通胀难以回到美联储目标水平，美联储的任务将无法完成。

图12 美联储货币政策传导机制



资料来源：海通证券研究所整理

从历史回顾来看，自 60 年代以来，美联储共进行了 11 次紧缩措施，其中 8 次引发了经济衰退，尤其是 2007 年-2009 年期间、1981 年-1982 年期间以及 1973 年-1975 年期间三个时间段衰退的时间最长（均在 16 个月及以上）、程度也最深（季度实际经济增速最大跌幅均超过 2%，08 金融危机期间近-4%）。其中，仅 3 次实现了“软着陆”，分别为 1965 年-1966 年期间、1983 年-1984 年期间以及 1993 年-1995 年期间。（参见：《面对高通胀：美联储能“软着陆”吗？》）

表 1 60 年代以来每轮美联储收紧期间一览

收紧期间	利率变化 (BP)	衰退首月 (NBER)	核心 CPI 见顶 (>4%)	评价
1965.09-1966.11	+174.2	无	1966.10	软着陆
1967.07-1969.08	+539.1	1970.01	1970.01	硬着陆
1972.02-1974.07	+962.7	1973.12	1975.02	硬着陆
1977.01-1980.04	+1299.7	1980.02	1980.06	硬着陆
1980.07-1981.01	+1005.9	1981.08	1981.09	硬着陆
1983.02-1984.08	+312.8	无	1984.06	软着陆
1988.03-1989.04	+326.0	1990.08	1991.01	硬着陆
1993.12-1995.04	+309.2	无	1995.04	软着陆
1999.01-2000.07	+191.2	2001.04	—	硬着陆
2004.06-2006.06	+421.0	2008.01	—	硬着陆
2015.10-2019.01	+228.2	2020.03	—	硬着陆
2022.03—?	?	?	2022.09*	软着陆?

资料来源：Wind，NBER，海通证券研究所整理，*为最新数据，截至 3 月 4 日。

表 2 美联储“软着陆”期间各要素对比

收紧期间	财政政策	核心 CPI (平均/高点)	消费增速	储蓄率 (平均)	失业率 (平均/趋势)	地缘风险
1965.09-1966.11	扩张	2.1%/3.7%	上行	11.3%	3.9%/下行	低位波动
1983.02-1984.08	扩张	4.4%/5.3%	上行	10.5%	8.7%/下行	低位波动
1993.12-1995.04	收紧	2.9%/3.2%	下行	7.2%	6.0%/下行	低位波动
2022.03-至今	收紧	-16.6%*	平稳	4.7%*	3.4%*/下行	上行

资料来源：Wind，NBER，海通证券研究所整理，*为最新数据，截至 3 月 4 日。

从牺牲率来看，主要经济体“去通胀”都是痛苦的。根据 Stephen G Cecchetti、Michael Feroli 以及 Peter Hooper 等人在 2023 年美国货币政策论坛中的报告显示，从 50 年代开始，美国、加拿大、德国以及英国在“去通胀”过程中都经历了较大的痛苦。例如，美国“去通胀”的平均牺牲率为 0.7，即整体通胀每下行 1 个百分点，失业率平均上行 0.7 个百分点；而核心通胀成本更高，每下行 1 个百分点，失业率平均上行 1.6 个百分点。

图13 主要经济体“去通胀”的代价

Start	Unemployment		Unemployment gap		Output gap		v/u gap	
	Headline	Core	Headline	Core	Headline	Core	Headline	Core
United States								
1951	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.15	0.19
1957	0.8	1.6	0.8	1.6	1.6	3.2	0.16	0.31
1969	1.1	1.6	1.1	1.5	2.6	3.6	0.37	0.52
1974	0.7	1.6	0.7	1.5	1.3	2.8	0.11	0.25
1980	0.4	0.7	0.4	0.7	0.7	1.4	0.06	0.11
1989	0.7	0.9	0.8	1.0	1.1	1.3	0.18	0.22
2007	1.4	3.7	1.4	3.8	1.4	3.9	0.14	0.37
Median (US)	0.7	1.6	0.8	1.5	1.3	2.8	0.15	0.25
Canada								
1974	0.7	1.0						
1981	0.6	0.6						
1990	0.8	0.8						
Germany								
1973	0.8	0.9						
1981	0.8	1.0						
1992	1.3	1.0						
United Kingdom								
1975	0.2	0.3						
1980	0.5	0.5						
1990	0.6	0.5						
2007	0.9	1.5						
Median (ex US)	0.8	0.9						

资料来源：2023 年美国货币政策论坛，Stephen G. Cecchetti 等《Managing Disinflations》，海通证券研究所整理，注：表格数据为牺牲率，即通胀水平每下行 1 个百分点将带来各要素上升多少个百分点。

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。