

美元指数实用分析方法

我们预计美元指数持续冲高的概率并不大；美元指数的盘整/回落有望为各类资产，尤其是大宗商品，带来回暖空间。

- 在本篇深度报告中，我们尝试为投资人梳理和展示一些比较实用的理解和预测美元指数的方法，以帮助投资人对于美元指数乃至整个大类资产走势有一个更好的把握。
- 从名义利率差值和经常项目差额角度看美元指数：2 年期国债名义利率同主要美元双边汇率的走势有一定的关联度，但不同币种的关联度存在比较明显的差异；经常项目差额同主要美元双边汇率的走势整体关联度较弱。
- 美国经济周期 VS 美元指数：美国经济周期同美元指数变动存在较好的关联度；美元指数同比增加的高点可能已经出现。美国经济上行周期时，美元指数通常较弱。美国经济下行周期时，美元指数震荡走强。美国经济衰退期间，美元指数通常在衰退结尾时走强。美元指数在美联储最后加息前后规律性不明显。美元指数在 1970 年滞涨时呈现震荡/走弱特征。
- 美元指数的同步和前瞻性指标：美德 10 年期国债实际利率差值，全球经济政策不确定性指数，欧美经济意外指数差值，美国名义 GDP 占全球比重。
- 美元指数同其它大类资产价格的关联度：长期看，美元指数同铜油以及中国 10 年期国债收益率有明显的负相关性。中短期美元指数同大类资产的关联度存在较大波动。
- 美元指数观点：美元指数的前瞻性指标显示美元指数继续快速冲高的概率并不大。美元指数目前可能缺少持续快速冲高的宏观逻辑支撑。美元有望盘整/回落并为各类资产，尤其是大宗商品，带来回暖空间。
- 风险提示：通胀压力重新升温，经济危机卷土重来。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：周亚齐

yaqi.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

目录

从名义利率差值和经常项目差额角度看美元指数	6
基准名义利率差值 VS 美元指数.....	6
经常项目差额 VS 美元指数.....	7
美国经济周期 VS 美元指数.....	8
美国经济周期 VS 美元指数.....	8
最后一次加息前后的美元指数.....	10
1970 年代滞涨时期的美元走势.....	10
美元指数的同步和前瞻性指标.....	11
美德 10 年期国债实际利率差值 VS 美元指数.....	11
全球经济政策不确定性指数 VS 美元指数.....	11
欧美经济意外指数差值 VS 美元指数.....	13
美国名义 GDP 占全球比重 VS 美元指数.....	13
美元指数同其它大类资产价格的关联度.....	15
长期的相关性	15
中短期的相关性	15
美元指数观点	18
风险提示	20

图表目录

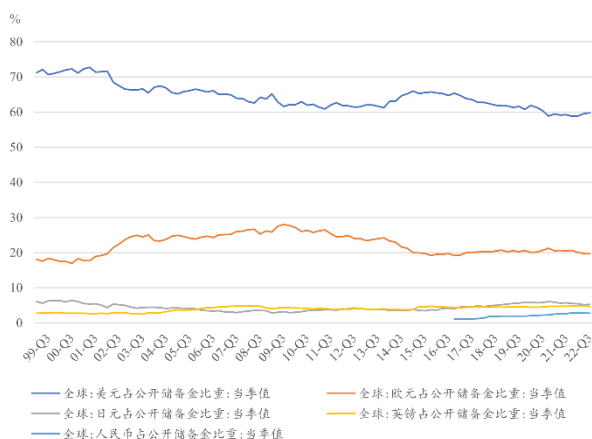
图表 1. 尽管趋势性下降, 但是目前美元仍然是全球官方外汇储备中占有绝对主导地位货币	5
图表 2. 尽管趋势性下降, 但是目前美国仍然是全球 GDP 比重占比最高的单一经济体	5
图表 3. 美德 2 年期国债利差 VS 欧元兑美元(右轴 逆序).....	6
图表 4. 美英 2 年期国债利差 (右轴 逆序) VS 英镑兑美元	6
图表 5. 美日 2 年期国债利差 VS 美元兑日元	6
图表 6. 美加 2 年期国债利差 VS 美元兑加元	6
图表 7. 欧元区经常项目净值(滚动 12 个月合计) VS 欧元兑美元	7
图表 8. 英国贸易差额 (滚动 12 个月合计) VS 英镑兑 美元	7
图表 9. 日本经常项目差额(滚动 12 个月合计) VS 美元兑日元 (右轴 逆序)	7
图表 10. 加拿大经常项目差额(滚动 12 个月合计) VS 美元兑加币 (右轴 逆序) ..	7
图表 11. 美国经济周期历史变动	8
图表 12. 美国经济周期 VS 美元指数 (右轴, 逆序)	8
图表 13. 美元指数在美国经济上行周期时的表现	8
图表 14. 美元指数在美国经济下行周期时的表现	9
图表 15. 美元指数在美国经济衰退时的表现	9
图表 16. 美元指数在最后一次加息前后 90 天的表现	10
图表 17. 美元指数在 1970 年滞涨时期的表现	10
图表 18. 美德 10 年期国债实际利率差值 (绿色线) VS 美元指数 (橘色线) & 美元兑欧元 (蓝色线)	11
图表 19. 全球经济政策不确定性指数趋势 VS 美元指数趋势	12
图表 20. 全球经济政策不确定性指数呈现一定的周期变动	12
图表 21. 欧美经济意外指数差值大致领先美元同比变动约 3 个月	13
图表 22. 美国名义 GDP 占全球比重同美元指数呈现非常好的同步性	14
图表 23. 美元指数同其它大类资产的历史关联度	15
图表 24. 美元指数同其它大类资产的滚动 90 日关联度	15
图表 25. 美元指数 VS 金价: 2011 年以来的 120 日滚动关联度	16
图表 26. 美元指数 VS 铜价: 2011 年以来的 120 日滚动关联度	16
图表 27. 美元指数 VS 标普 500: 2011 年以来的 120 日滚动关联度	16
图表 28. 美元指数 VS 布伦特油价: 2016 年以来的 120 日滚动关联度	16
图表 29. 美元指数 VS 美债 10 年收益率: 2011 年以来的 120 日滚动关联度	16
图表 30. 美元指数 VS 沪深 300: 2011 年以来的 120 日滚动关联度	16
图表 31. 美元指数 VS 中债 10 年收益率: 2011 年以来的 120 日滚动关联度	17
图表 32. 美元指数 VS 美元兑离岸人民币: 2011 年以来的 120 日滚动关联度 ..	17
图表 33. 美元指数偏离度趋势变动	18

图表 34. 美元指数前瞻性指标总结	18
图表 35. 美元指数 VS 中德经济政策不确定性指数	18
图表 36. 全球经济政策不确定性指数最新值出现明显回落	18
图表 37. 美国, 欧元区以及英国的 CPI 通胀(实线)和核心通胀数据(虚线)	19
图表 38. 日本薪资增速 VS 日本核心 CPI	19

美元指数是大类资产/宏观策略研究中的一个重要的资产类别。市场常用的美元指数（DXY Index）的汇率交叉兑构成是欧元（权重 57.6%）、日元（权重 13.6%）、英镑（权重 11.9%）、加币（权重 9.1%）、瑞典克朗（权重 4.2%）以及瑞士法郎（权重 3.6%）。从历史数据变动规律来看，美元指数的变动同全球主要股指、主要大宗商品、主要基准利率、主要信用利差指数以及国际重要双边汇率的变动之间均存在着较强的关联度。从逻辑上来看，作为美国经济体的官方货币，美元指数是全球市场对于美元的供需关系的动态调整的结果，本质上反应了美国同其它经济体的经济基本面强弱的相对表现。另一方面，由于市场对美国政府的信用和美国经济的长期发展抱有信心，美元资产，尤其是信用等级较高的资产，在全球经济发展不确定性较高的时期承担着全球资金避风港的角色，这就使得美元具有一定的避险资产属性。

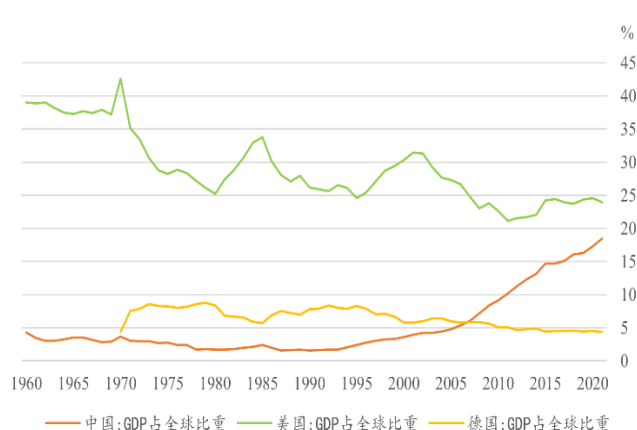
在本篇深度报告中，我们尝试为投资人梳理和展示一些比较实用的理解和预测美元指数的方法，以帮助投资人对于美元指数乃至整个大类资产走势有一个更好的把握。由于美元指数中欧元、日元、英镑以及加币的权重较高（合计权重约 90%），我们因此尝试从这些经济体同美国的关键国债的名义利差（资本流动）以及这些经济体的贸易差额角度（货物和服务贸易流动）来理解其同美元指数的双边汇率的走势。我们同时也总结了不同的美国经济周期阶段中的美元指数走势规律。我们也找到了一些同美元指数在数据上和逻辑上关联度都较高的因子，来作为理解和预测美元指数的同步和前瞻性指标。最后，我们展示历史上美元指数同其它大类资产之间的关联度并简要介绍我们目前的美元指数走势观点。

图表 1. 尽管趋势性下降，但是目前美元仍然是全球官方外汇储备中占有绝对主导地位的货币



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 2. 尽管趋势性下降，但是目前美国仍然是全球 GDP 比重占比最高的单一经济体



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

从名义利率差值和经常项目差额角度看美元指数

基准名义利率差值 VS 美元指数

2 年期国债名义利率同主要美元双边汇率的走势有一定的关联度，但不同币种的关联度存在比较明显的差异。从两个经济体之间的基准利率的名义利差来解释两个经济体的双边汇率，主要是基于“套息交易”的原理：买入高息货币而卖出低息货币，从而增加高息货币相对于低息货币的需求，使得高息货币相对低息货币升值。从 2003 年以来的约 20 年左右的时间来看，美德 2 年期国债名义利差同欧元兑美元之间存在较强的关联度，但是在 2003-2004 年以及 2017-2019 年期间，两者存在着比较显著的背离：两次情况都是美国 2 年期国债名义利率较德国的差值持续走高，但是同时欧元却对美元持续走强。尽管英国地理位置和经济关系同欧元区联系紧密，但是从整体趋势上看，美英 2 年期国债名义利差同英镑兑美元的关联度却整体上好于美德 2 年期国债名义利差同欧元兑美元之间的关联度。在过去的约 20 年左右的时间中，美英 2 年期国债名义利差同英镑兑美元的显著背离仅仅发生在 2018 年的上半年，2019 年的上半年以及受到疫情冲击的 2020 年的下半年。从美元和日元的双边汇率来看，美日 2 年期国债名义收益率差值同美元兑日元的关联度整体较强，显著的背离时间出现在 2000 年左右的“互联网泡沫”期间以及 2018 年上半年。相较于前述双边汇率对，美加的 2 年期国债名义收益率差值同美元兑加币的汇率之间则呈现出金融危机之前关联度较差，金融危机之后关联度则较好的特征。在 2000-2007 年，美国 2 年期国债名义利率较加拿大的差值同美元兑加币呈现出负相关的特征；2007 年之后，两者的关系回归到正相关这样一种更符合经济逻辑的特征当中。

图表 3. 美德 2 年期国债利差 VS 欧元兑美元(右轴 逆序)



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 4. 美英 2 年期国债利差 (右轴 逆序) VS 英镑兑美元



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 美日 2 年期国债利差 VS 美元兑日元



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 美加 2 年期国债利差 VS 美元兑加元

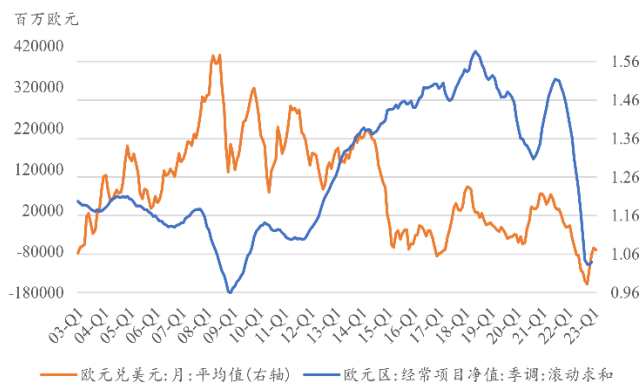


资料来源：万得，中银证券

经常项目差额 VS 美元指数

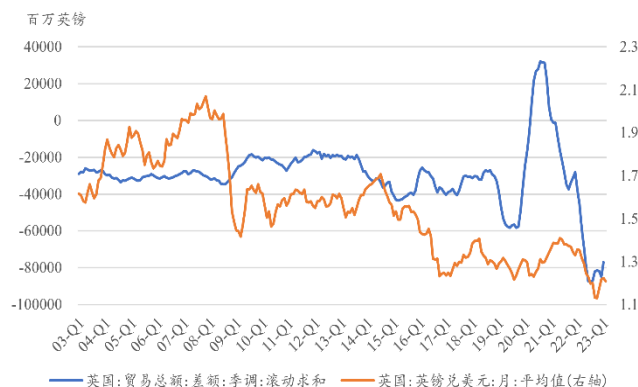
经常项目差额同主要美元双边汇率的走势整体关联度较弱。从经济体的经常项目差额解释经济体同美元之间的双边汇率主要基于贸易商汇兑需求的视角：由于国际货物和服务贸易大部分仍然以美元计价，因此当本地出口商通过贸易赚取到美元时，存在将美元兑换成本地货币的动机（具体兑换比例取决于经济变动，当地外汇政策等多种因素），从而推高本地货币相对于美元的市场需求，使得本币相对美元升值；进口商的情况则正好相反。从2003年以来的约20年的历史来看，欧元区经常项目滚动12个月合计净值同欧元兑美元之间的关联度整体看并不好，但是大约从2018年开始，二者的关联度有了明显的提升：更高的欧元区经常项目净额通常意味着更强劲的欧元，反之亦然。类似于欧元，英国贸易差额滚动12个月合计净值同英镑兑美元之间的关联度也是大约从2018年开始有所加强的。加币同加拿大经常项目差额之间的历史关联度则一直不是很显著。相较于欧元，英镑和加币，日元同日本经常项目差额变动之间的关联度则相对更高，不过也存在长时间显著背离的时期，例如2005-2007年，2018-2020年。

图表 7. 欧元区经常项目净值(滚动 12 个月合计) VS 欧元兑美元



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 英国贸易差额（滚动 12 个月合计） VS 英镑兑美元



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 日本经常项目差额(滚动 12 个月合计) VS 美元兑日元 (右轴 逆序)



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 加拿大经常项目差额(滚动 12 个月合计) VS 美元兑加币 (右轴 逆序)



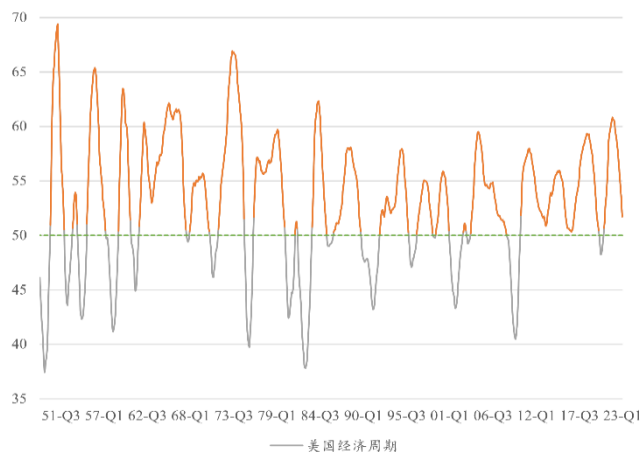
资料来源：万得，中银证券

美国经济周期 VS 美元指数

美国经济周期 VS 美元指数

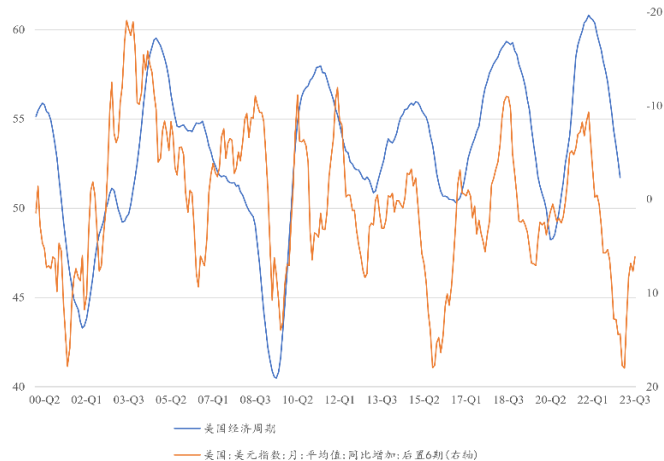
美国经济周期同美元指数变动存在较好的关联度；美元指数同比增加的高点可能已经出现。正如我们在之前的涉及经济周期的专题报告中所言，我们统计了美国自 1949 年以来的经济周期，并观察到美国历史上的平均经济周期时长是 36 个月，金融危机之后(2011 年以来)的历史平均周期长度是 42 个月。在一个完整的经济周期中，平均历史上行时间和下行时间为 18 个月左右，也即从历史均值观察，美国的经济周期大致是左右对称的。类似于美股的同比变动领先于美国经济周期约半年，我们发现美元指数的同比变动也领先美国经济周期约半年，只不过两者正好是相反的关系（也即美元指数同比变动的负值领先美国经济周期半年）。由于我们预期本轮美国经济的低点可能出现在 2-4 季度(请参考我们之前的经济周期的专题报告)，我们因此认为美元指数同比增加的高点可能出现在 2023 年上半年左右。由于从数据走势来看，美元指数的同比增加的顶点已经于 2022 年末出现，我们因此认为目前美元指数同比增长放缓的趋势有望持续。这意味着从美元指数的绝对水平来看，未来数月，美元指数从目前的 105 左右的水平重返 114 左右的前高可能性较低，但是仍存在高位盘整的可能性。

图表 11. 美国经济周期历史变动



资料来源：万得，中银证券

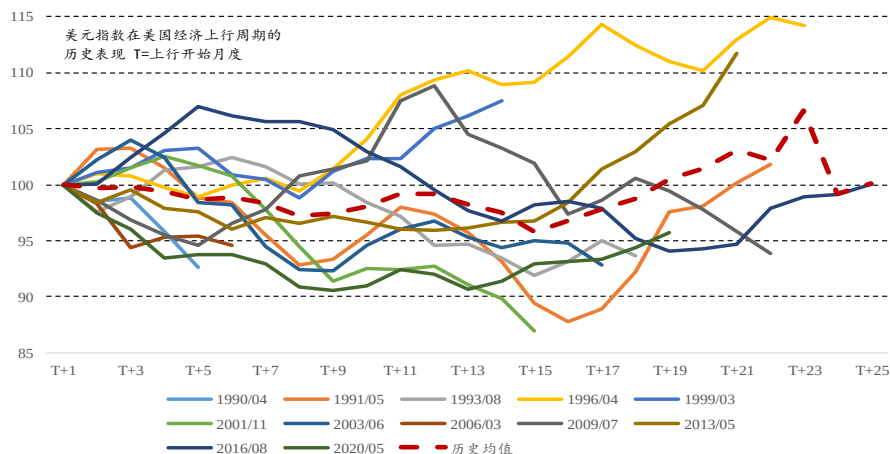
图表 12. 美国经济周期 VS 美元指数（右轴，逆序）



资料来源：万得，中银证券

美国经济上行周期时，美元指数通常较弱。从 1990 年以来的美国经济上行周期来看，除了 1996 年 4 月和 2009 年 7 月的上行周期之外，其余历史时间段美元指数都整体呈现出比较明显的震荡走弱的趋势。从节奏上来看，美国经济上行周期开启之后的 9 个月左右的时间当中，美元指数下降幅度通常是最快的。

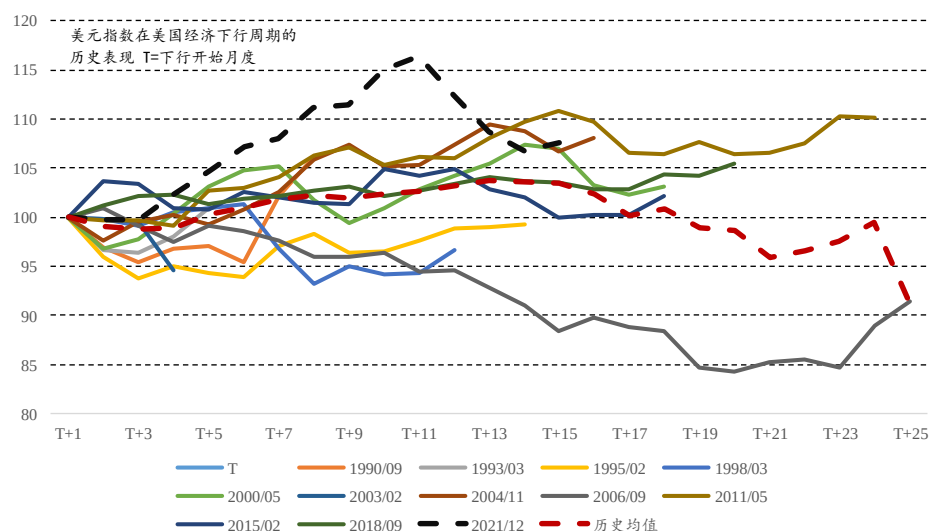
图表 13. 美元指数在美国经济上行周期时的表现



资料来源：彭博，中银证券

美国经济下行周期时，美元指数整体呈现出震荡走强的趋势。从 1990 年以来的美国经济上行周期来看，除了 1998 年 3 月和 2006 年 9 月的下行周期之外，其余历史时间段美元指数都整体呈现出震荡走强的趋势。从节奏上来看，美国经济下行周期开启之后的 3 个月左右的时间当中，美元指数会出现小幅下行或者横盘震荡，但是之后美元指数则开始持续走强。如果经济周期下行时间较长，那么美元指数则可能在临近下行周期尾部时出现一定的反弹。从 2021 年 12 月开始美国本轮经济周期下行阶段截至目前的情况来看，美元指数的上涨幅度已经显著超过了历史范围，但是近期开始有所回落。

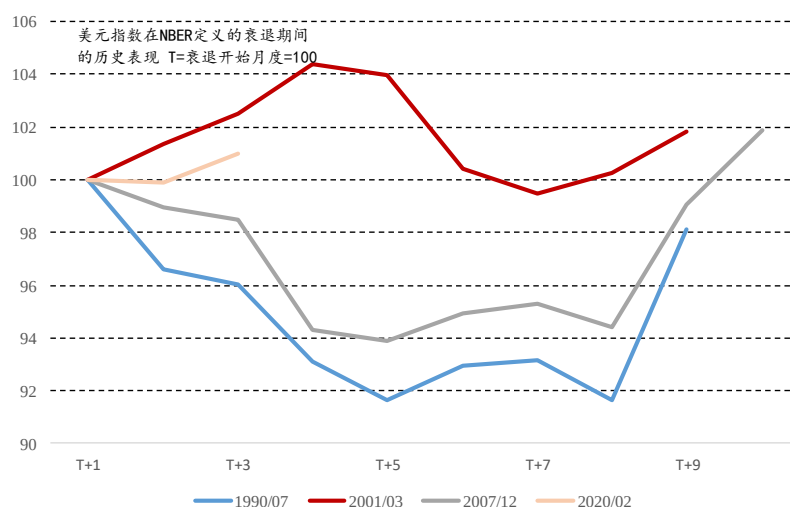
图表 14. 美元指数在美国经济下行周期时的表现



资料来源：彭博，中银证券

美国经济衰退期间，美元指数通常在衰退结尾时走强。根据 NBER 的统计，1990 年以来美国一共出现过四次经济衰退。排除疫情造成的 2020 年初的经济衰退，在其余三次经济衰退期间，美元指数尽管有所波动，但是在经济衰退结束之前都是有所走强的。具体来看，2001 年 3 月开始的经济衰退期间，美元指数呈现出先上后下再反弹的“N”字型走势；2007 年 12 月和 1990 年 7 月开始的经济衰退期间，美元指数则均呈现出前 5 个月先走弱，之后再震荡走强的形态。在这三次经济衰退期结束的时候，美元指数都大致持平或者略高于经济衰退开始时的水平。

图表 15. 美元指数在美国经济衰退时的表现



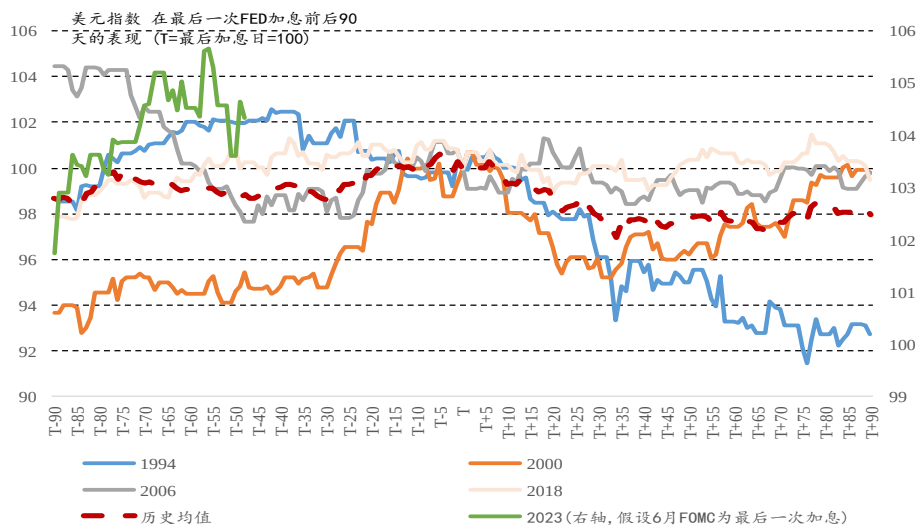
资料来源：彭博，中银证券

最后一次加息前后的美元指数

自 1990 年前后美联储的货币政策中间目标从数量向价格转变以来，美联储总共开启了四次加息周期，分别发生在 1994 年，2004-2006 年，2016-2019 年，以及当下的 2022-2023 年。在前三次加息周期中，最后一次加息的时间分别是 1995 年 2 月 1 日，2000 年 5 月 16 日，2006 年 6 月 29 日以及 2018 年 12 月 20 日。我们以这些日期为基准日（T=100），考察了基准日前后美元指数的变动情况。

美元指数在美联储最后加息前后规律性不明显。从加息之前的情况来看，1994 年以及 2018 年美元指数在加息终点前波动相对较小，2000 年在加息终点前 30 个自然日内快速冲高，而 2006 年则是整体有所回落；加息终点之后的 90 天内，美元指数的历史走势也是有所分化的：1994 震荡下行，2000 年则是震荡的“V”型走势，2018 年和 2006 年则是小幅震荡。

图表 16.美元指数在最后一次加息前后 90 天的表现

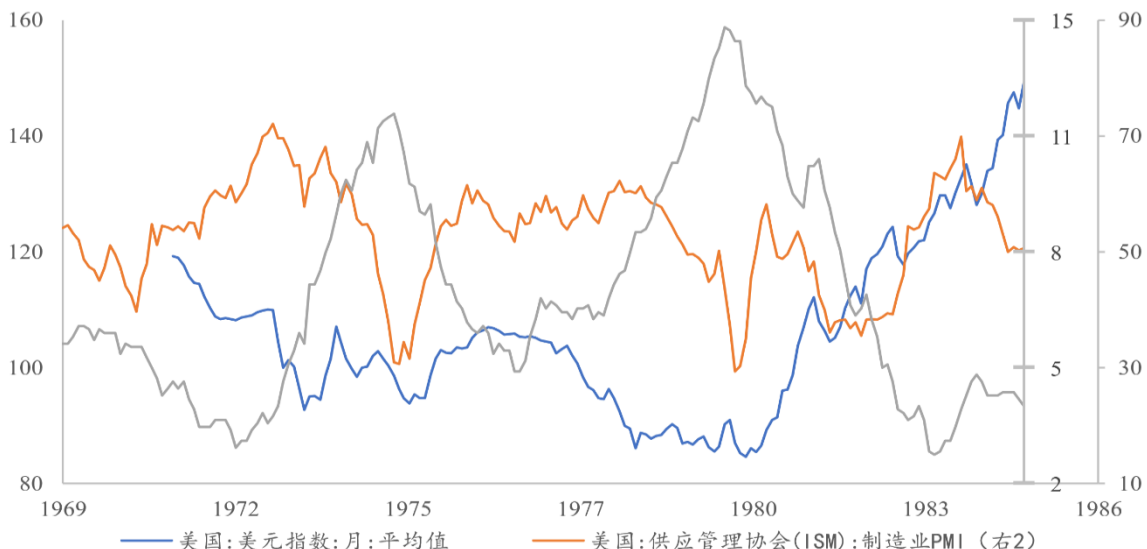


资料来源：彭博，中银证券

1970 年代滞涨时期的美元走势

美元指数在 1970 年滞涨时呈现震荡/走弱特征。我们统计了 1970 年代的美国制造业 PMI 和 CPI 走势，并将其中的 PMI 趋势性回落叠加 CPI 趋势性走高的时期定义为滞涨时期。这样的时期主要发生在：1973 年 1 月至 7 月；1973 年 11 月至 1974 年 12 月；1978 年 7 月至 1980 年 5 月。在这三个时期里面，美元指数倾向于震动或者走弱。

图表 17.美元指数在 1970 年滞涨时期的表现



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

美元指数的同步和前瞻性指标

基于我们对于美元指数的理解以及我们观察到的市场上实用性较强的衡量和预测美元指数的方法，我们归纳出下述美元指数的同步和前瞻性指标，以便简洁直观地理解和分析美元指数：美德 10 年期国债实际利率差值，全球经济政策不确定性指数，欧美经济意外指数差值，美国名义 GDP 占全球比重。这些因子虽然各异，但是这些不同的方法都是在一定程度上试图衡量美国同其它经济体的相对表现，或者衡量全球经济风险的水平，而我们认为这两个概念是理解美元指数强弱的核心逻辑。显然的是，任何模型和预测方法都难以做到完美，尤其是当我们为了方便和实用而舍弃了一定的精准性和全面性的时候。投资者不难看到历史走势中美元指数同上述因子分离乃至背离的时期。我们因此提示投资人谨慎理解和使用我们在此呈现的指标。

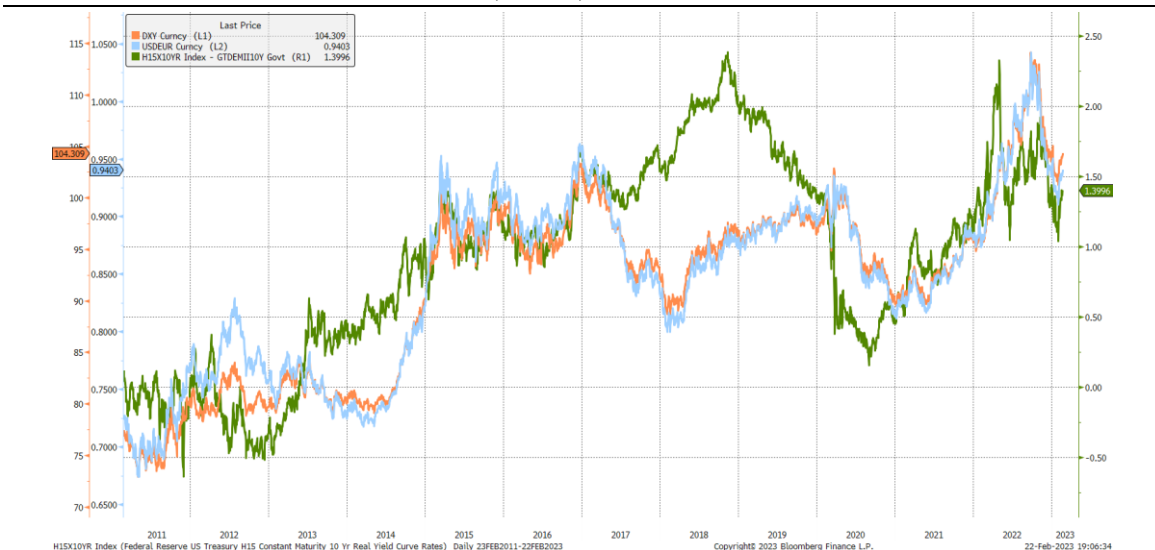
美德 10 年期国债实际利率差值 VS 美元指数

由于欧美长时间实行了非常规货币政策工具，相较国债曲线短端名义利差而言，美德国债曲线长端名义和实际利差能更好地反应美国和欧元区这两个经济体的货币政策以及经济基本面的区别。从历史上同美元指数的关联度看，相较名义利率差值，考虑了通胀水平之后的美德国债 10 年实际利率差值同美元指数的关联度更强。

从逻辑上看，美德实际利差对于欧元兑美元的影响是最直接的，因为基于美德利差的套息交易会自然而然地影响欧元和美元之间的供需平衡。不过由于欧元在美元指数中的权重非常大，而且从历史走势来看，美元兑欧元同美元指数的一致性是非常强的。所以为了方便，我们也可以把美德 10 年实际利差直接同美元指数相比较。

从实用性角度而言，预测美德 10 年期国债实际利率差值大部分时间并不比预测美元指数本身更容易，而由于两者是较为同步的，因此也很难基于当前的美德 10 年期国债实际利率差值来预测未来一段时间的美指数走势。把美德 10 年期国债实际利率差值同美元指数联系在一起来看的好处在于当两者走势不一致乃至分叉的时候，我们可以得到某种“警示”信号：市场处于某种“不常规”的宏观环境当中，并且我们确定知道美德 10 年期国债实际利率差值的走势会在一段时间之后同美元指数的走势回归，这样的观察有助于为相关的宏观交易提供思路。

图表 18. 美德 10 年期国债实际利率差值 (绿色线)VS 美元指数 (橘色线) & 美元兑欧元 (蓝色线)



资料来源：彭博，中银证券

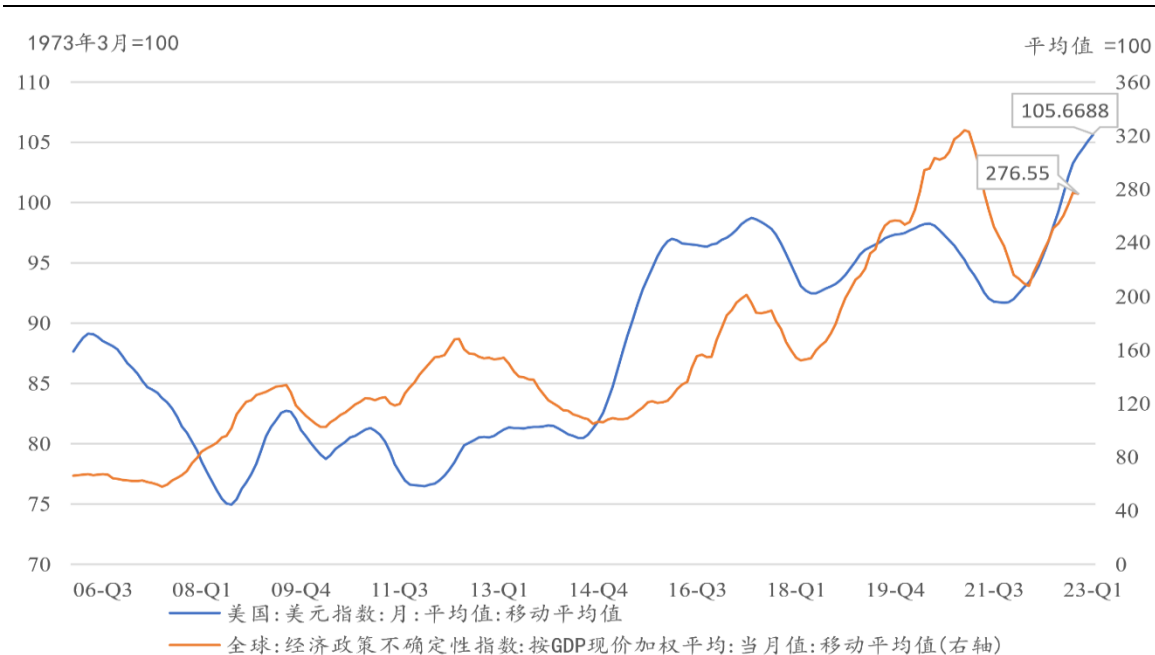
全球经济政策不确定性指数 VS 美元指数

全球经济政策不确定性指数是一个以全球主要经济体的经济情况和营商环境为基础的，以经济体 GDP 现价占比为权重构建的经济指标。自 2008 年金融危机以来，全球经济政策不确定性指数的趋势性变动同美元指数的趋势性变动具有较好的关联度。这种关联度背后的逻辑可能反映出了美元的避险属性。

观察全球经济政策不确定性指数，我们发现几个特征：1) 2007 年之后该指数呈现出趋势性上升 2) 大致上呈现出 3-4 年一个周期，其中每个周期中的上行时期大致在 2 年左右，并且每年都有“小高潮” 3) 我们目前处于 2022 年年初开始的新的周期的上升阶段，简单按照历史规律推算的话本轮周期的高点可能会出现在 2024 年年初左右。

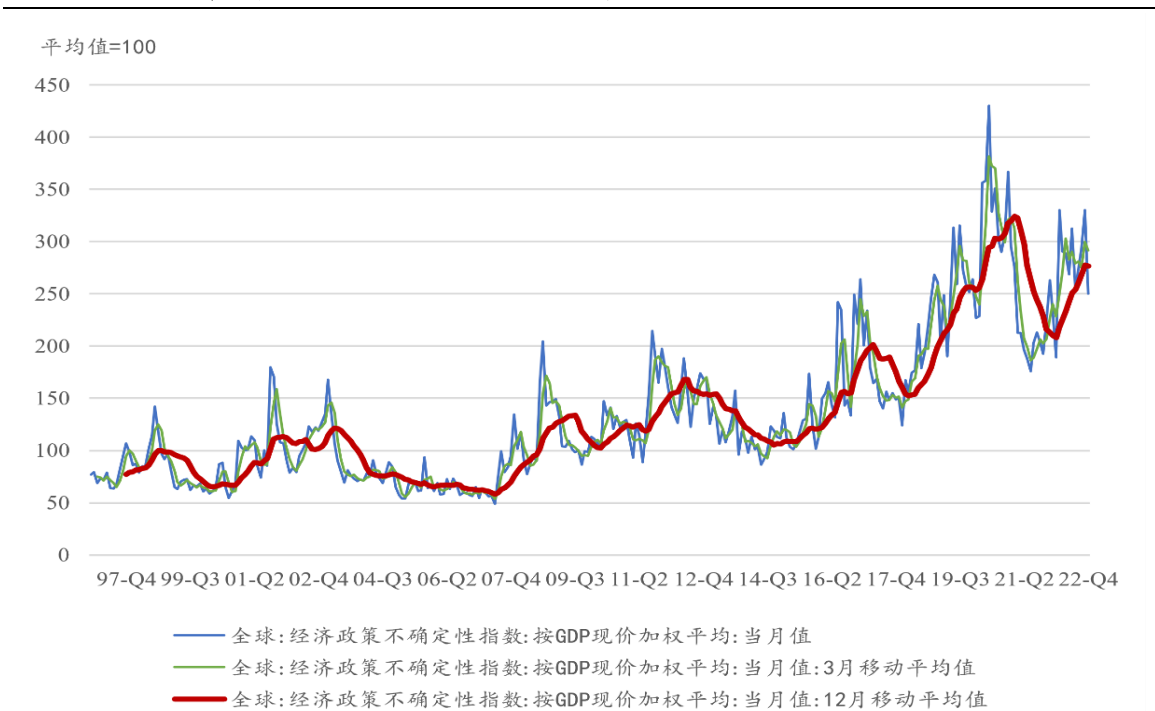
如果全球经济政策不确定性指数能够继续按照金融危机以来的历史规律一样继续趋势性走高至 2024 年年初左右，那么这可能也意味着美元指数 12 个月移动均值的趋势性走势目前仍有一定的上升空间。由于目前该均值位于 105.2 的水平，这也意味着美元指数未来数月的月均值仍有可能高于该水平。

图表 19. 全球经济政策不确定性指数趋势 VS 美元指数趋势



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 20. 全球经济政策不确定性指数呈现一定的周期变动



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

欧美经济意外指数差值 VS 美元指数

花旗经济意外指数是一个基于实际经济数据同市场一致预期值之间的差值而构建的日度经济指标：正值意味着市场一致预期高于实际值，负值意味着市场一致预期低于实际值。从 2004 年以来的历史数据来看，美国和欧元区的花旗经济意外指数的差值的趋势性变动（也即美国经济意外指数 - 欧元区经济意外指数的差值的 12 个月移动均值）大致领先美元指数的同比变动约 3 个月左右的时间。同前文提及的美德 10 年期国债实际利率差值类似，我们认为欧美经济意外指数的差值的趋势性变动也在一定程度上反映了美国和欧元区这两个经济体的经济基本面的区别。

该指标显示未来三个月美元指数同比变动将从同比增加 7.7 左右持续收窄，由于 2022 年 3 月的美元指数月均值为 98，这意味着未来三个月美元指数可能会在 100-105 左右的区间震荡。

图表 21. 欧美经济意外指数差值大致领先美元同比变动约 3 个月

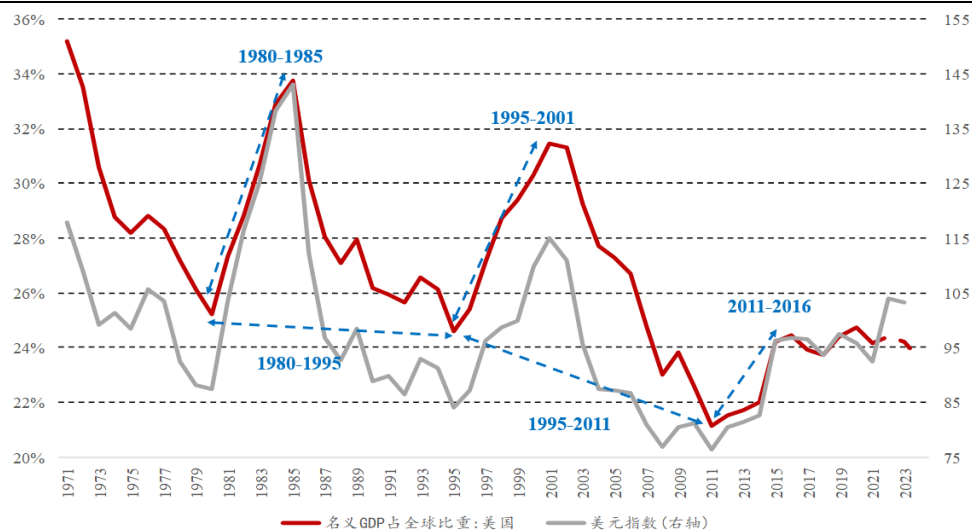


资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

美国名义 GDP 占全球比重 VS 美元指数

从逻辑上看，美国名义 GDP 占全球名义 GDP 的比重直接衡量了美国经济相对全球经济的强弱，因而天然同美元指数有者较强的经济逻辑关系。从数据上看，从布雷顿森林体系解体之后（约 1971 年）至今，美元指数的年度均值同美国名义 GDP 占全球比重展现出了非常良好的同步性。从 1970 年以来，我们观察到美国名义 GDP 占全球比重的变动大致呈现出了三轮周期：1980-1995，1995-2011 以及我们目前正在经历的于 2011 年开始的周期。从周期规律来看，周期的底部之间都相隔了约 15 年，每一轮上升周期（1980-1985，1995-2001，2011-2016）的持续时间也大致都是 5 年左右。尽管我们对于上述现象背后的理论基础可能还缺少足够的认识，但是如果简单按照这一朴素的观察来看，美国名义 GDP 占全球比重有望在未来数年趋势性下滑（下一轮新周期的起点可能出现在 2026 年左右）。这也意味着美元指数也可能在未来数年追随该指标而趋势性下滑。另一方面，即便是我们不参考历史的走势规律，而是根据目前彭博统计以及联储调查的经济学家对于关键经济数据的一致预期，我们也可以大致估算出美国名义 GDP 占全球比重也有望在 2023 年和 2024 年持续小幅走低。而这同样意味着美元的趋势性走弱（更准确而言，基于历史数据的回归方程以及 2023 年至今的美元指数均值，该指标显示美元指数在 2023 年剩余 9 个月的均值大致在 92 左右）。

图表 22. 美国名义 GDP 占全球比重同美元指数呈现非常好的同步性



资料来源: 万得, 彭博, 中银证券

美元指数同其它大类资产价格的关联度

长期的相关性

长期看，美元指数同铜油以及中国 10 年期国债收益率有明显的负相关性。从金融危机结束以来的（2011 年以来）的超过 10 年的历史数据来看，美元指数同铜油以及中国 10 年期国债收益率有明显的负相关性，同标普 500 以及沪深 300 都存在较强正相关性。而在疫情之前的 2017-2019 年这三年中，美元指数虽然仍然保持了同铜油以及中国 10 年期国债收益率之间的负相关性，但是美元指数同股指的关联度却由负转正。从长期的视角来看，美元指数同铜油价格的较强的负相关性同市场的一般认知是一致的，也即作为全球主要大宗商品的计价货币，一个更强的美元也意味着绝大部分非美经济体需要支付更高的价格来获取同等量的大宗商品，这显然会在一定程度上削弱大宗商品的需求。另一方面，美元指数同中国 10 年期国债收益率的长期的负相关性则可能在一定程度上反映了美元指数同包括中国在内的新兴市场的经济强弱的负相关性：新兴市场经济较好时，美元指数较弱，中国货币政策偏紧，因此中债长端收益率较高，反之亦然。

图表 23.美元指数同其它大类资产的历史关联度

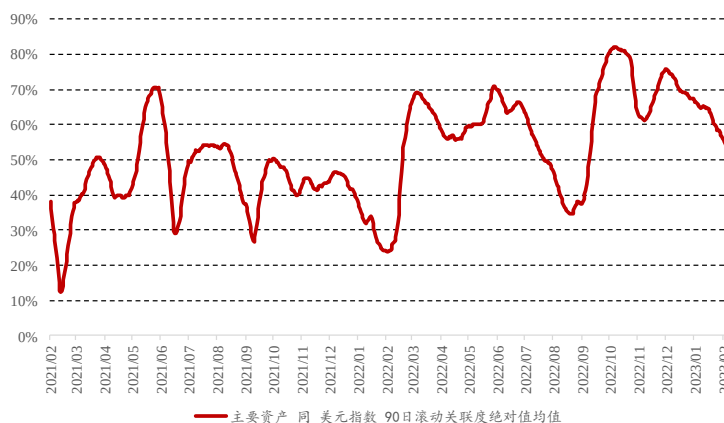
大类资产标的	过去一个月	过去三个月	2011年以来	2017-2019
伦敦金现	-96%	-95%	-3%	3%
南华商品指数	-5%	-66%	31%	4%
LME铜	-48%	-83%	-35%	-82%
ICE布油	-19%	-44%	-65%	-34%
UST 10YR美国国债	94%	45%	-0.10%	-40%
美元兑离岸人民币	94%	90%	76%	82%
沪深300	-77%	-69%	60%	-45%
标普500	-59%	-35%	67%	-9%
10Y国债活跃(Wind)	27%	-5%	-72%	-72%

资料来源：万得，中银证券

中短期的相关性

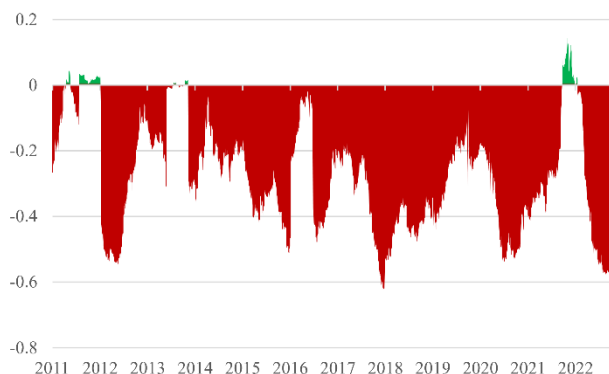
中短期美元指数同大类资产的关联度存在较大波动。从中短期的半年甚至更短的视角来看，美元指数同大类资产的关联度存在较大波动。从近期的美元指数同其它各类资产整体的滚动 90 日关联度来看，我们注意到 2022 年 2 月和 9 月是关联度趋势性回升的时间，大致分别对应了美联储开始加息的时间以及鲍威尔 Jackson Hole 鹰派讲话的时间。我们认为这可能反映了在 2022 年大部分时间种，美元指数同其它指数的关联程度主要受市场对于美联储的加息预期所驱动。从美元指数同其它资产的 120 日滚动关联度来看，我们注意到美元指数同金价，铜价保持着持续的强负相关的关系；同美债 10 年收益率和中债 10 年收益率保持着较好的正相关关系。

图表 24.美元指数同其它大类资产的滚动 90 日关联度



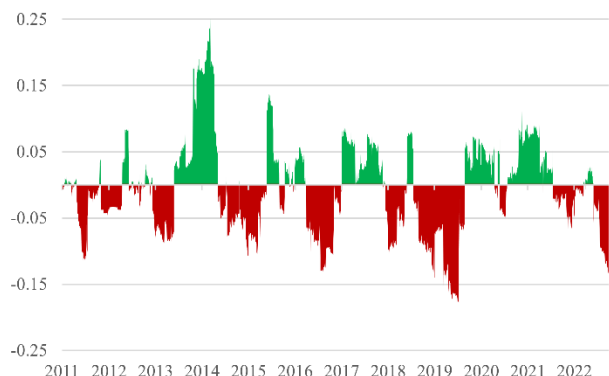
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 美元指数 VS 金价：2011 年以来的 120 日滚动关联度



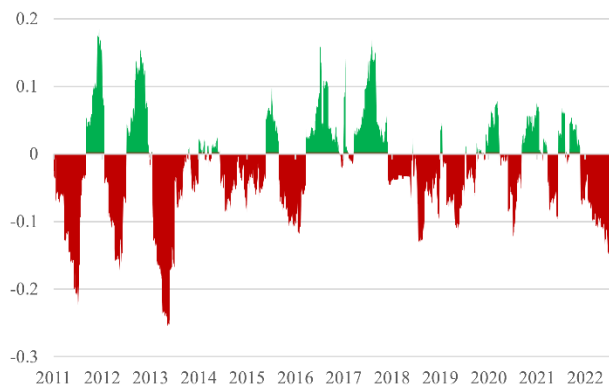
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券；关联度以资产价格的百分比变动为基础

图表 26. 美元指数 VS 铜价：2011 年以来的 120 日滚动关联度



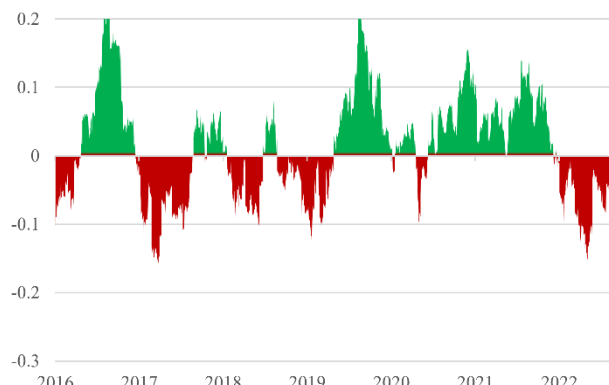
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券；关联度以资产价格的百分比变动为基础

图表 27. 美元指数 VS 标普 500：2011 年以来的 120 日滚动关联度



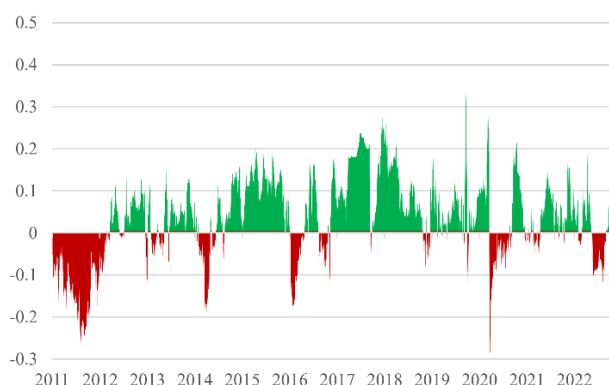
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券；关联度以资产价格的百分比变动为基础

图表 28. 美元指数 VS 布伦特油价：2016 年以来的 120 日滚动关联度



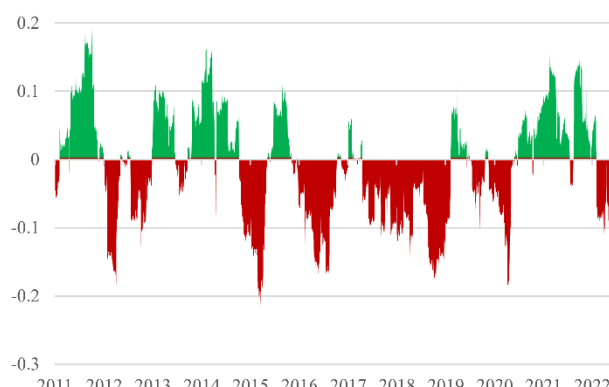
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券；关联度以资产价格的百分比变动为基础

图表 29. 美元指数 VS 美债 10 年收益率：2011 年以来的 120 日滚动关联度



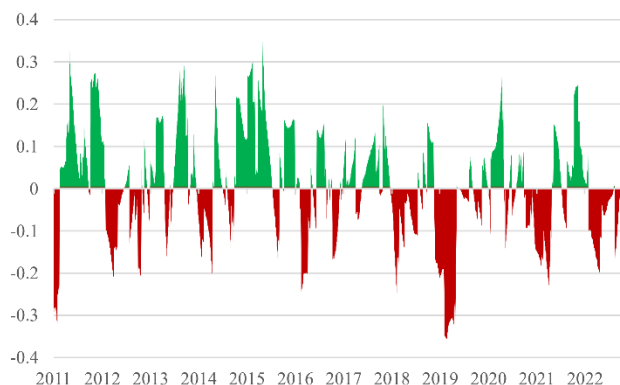
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券；关联度以资产价格的百分比变动为基础

图表 30. 美元指数 VS 沪深 300：2011 年以来的 120 日滚动关联度



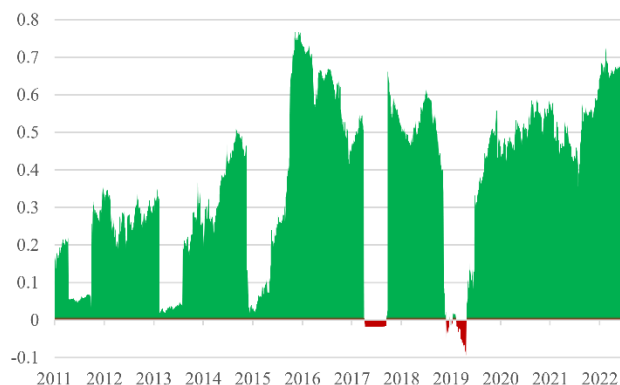
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券；关联度以资产价格的百分比变动为基础

图表 31. 美元指数 VS 中债 10 年收益率:2011 年以来的 120 日滚动关联度



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券; 关联度以资产价格的百分比变动为基础

图表 32. 美元指数 VS 美元兑离岸人民币:2011 年以来的 120 日滚动关联度

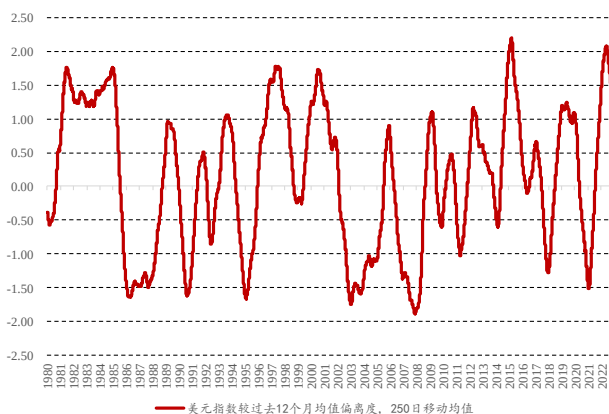


资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券; 关联度以资产价格的百分比变动为基础

美元指数观点

美元指数的前瞻性指标显示美元指数继续快速冲高的概率并不大。从报告前述总结的几个美元指数的前瞻性指标近期的走势来看，“美国经济周期”，“欧美经济意外指数差值”以及“美国 GDP 全球占比”这三个指标都指向了美元未来一段时间的走势会呈现出同比增速放缓/高位盘整或者趋势性回落的特征。只有全球经济不确定性指数的趋势变动显示美元指数仍存在一定的持续走高的可能性。不过，如果我们观察最新的全球不确定性指数的走势，而不是 12 个月的移动平均趋势的话，那么我们会发现该指标已经开始拐头向下。同时，我们也注意到美元指数相较于其过去 12 个月均值的偏离度目前已经达到了历史波动范围的上沿，并且已经展现出趋势回落的特点。

图表 33. 美元指数偏离度趋势变动



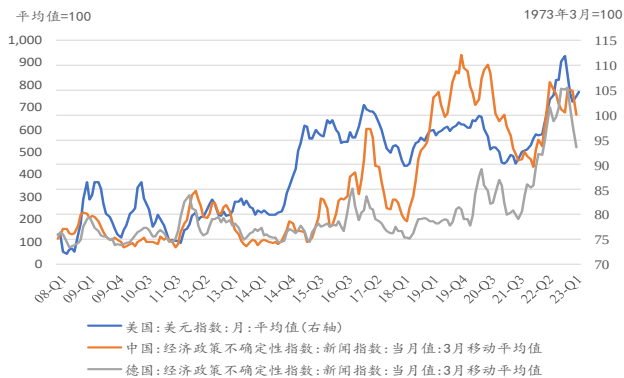
资料来源：彭博，中银证券

图表 34. 美元指数前瞻性指标总结

美元指数前瞻性指标	美元指数方向	时间维度	未来数月美元指数均值预测
美国经济周期	同比增速回落，指数可能在高位徘徊	6-12个月	100-105
全球经济政策不确定性指数	向上的趋势性仍可能持续至2023年末	6-12个月	>105
欧美经济意外指数差值	同比增速回落，指数可能在高位徘徊	3-6个月	100-105
美国GDP全球占比	趋势性回落	>12个月	92

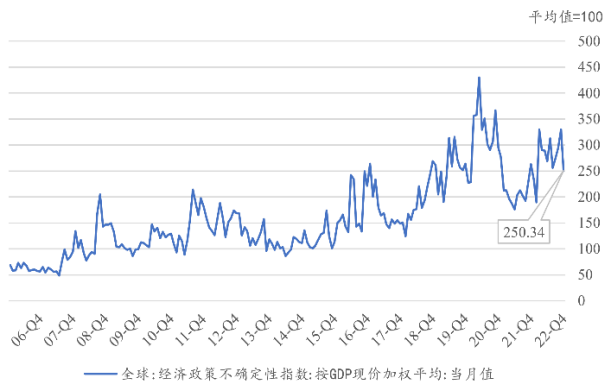
资料来源：中银证券

图表 35. 美元指数 VS 中德经济政策不确定性指数



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

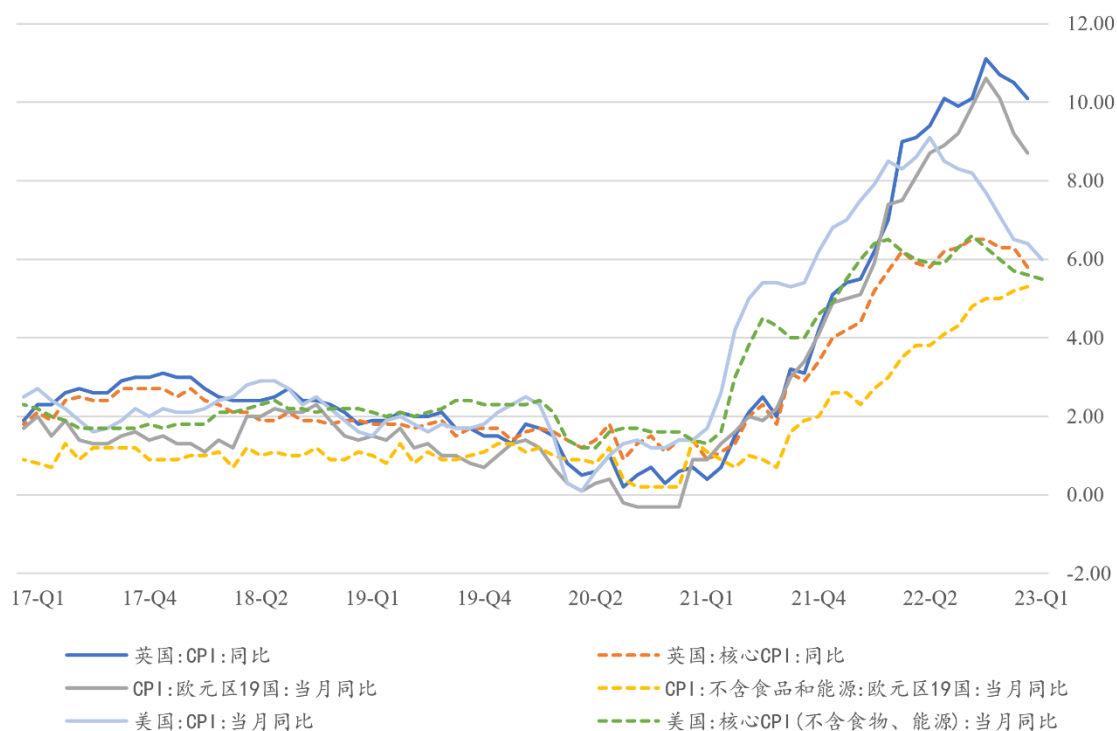
图表 36. 全球经济政策不确定性指数最新值出现明显回落



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

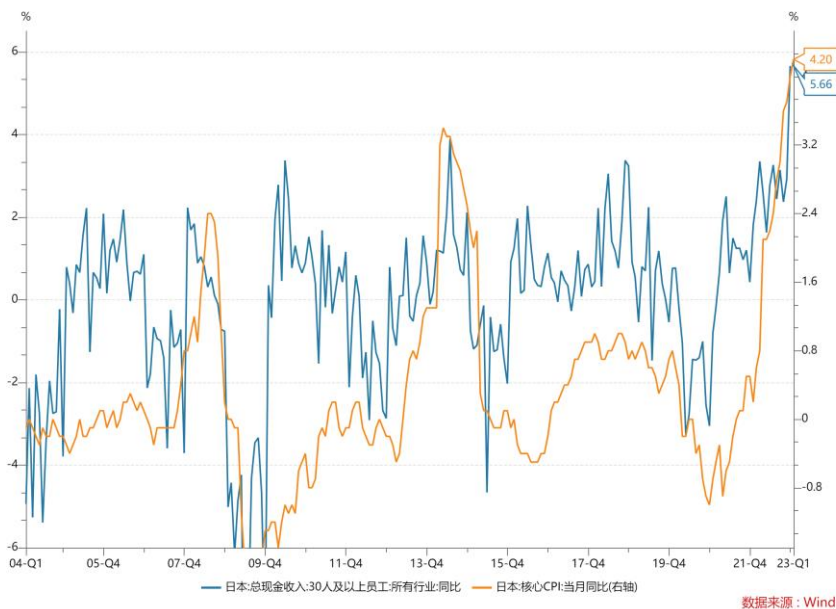
美元指数目前可能缺少持续快速冲高的宏观逻辑支撑。正如我们在近期的周报中谈到的，我们预计过去一段时间大宗商品和食品价格的放缓会持续推动美国 CPI 能源和食品项目在未来数月持续同比走低，而房地产周期的显著回落也会逐渐开始在 CPI 住房租金中开始反应。尽管同薪资水平更为直接相关的非住房租金服务业价格可能仍有韧性，但是我们不认为通胀统计中的这一细分板块（占比约 20%）能够逆转整个 CPI 同比回落的趋势。由于通胀趋势性回落仍是大概率事件，并且考虑到近期金融风险事件频发所引发的市场对于系统性风险担忧的加剧，我们因此预期美联储本轮加息可能已经接近尾声。另一方面，即便是短期金融风险有所抬头，但是面对居高不下的通胀压力，欧央行和英国央行也很难从目前的紧缩模式掉头至宽松模式。另一方面，在薪资增速近期冲高的背景下，日本央行似乎也缺乏理由进一步扩大 QE 的宽松空间。因此整体来看，在美联储加息可能接近尾声，同时海外关键央行难以从紧缩转向宽松的背景下，美元指数目前也缺少持续快速冲高的宏观逻辑。

图表 37.美国，欧元区以及英国的 CPI 通胀(实线)和核心通胀数据(虚线)



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 38.日本薪资增速 VS 日本核心 CPI



资料来源：万得，中银证券

美元有望盘整/回落并为各类资产，尤其是大宗商品，带来回暖空间。综上所述，我们预计未来数月美元指数大概率维持在目前的约 105 左右的高位或者趋势性回落，继续冲高乃至涨破前高 115 左右的水平的可能性较低。一个更弱的美元也将为各类资产，尤其是大宗商品，带来回暖的空间。

风险提示

风险之一：通胀的压力迫使美联储重回持续加息的路径，并带动美元走强。通胀的压力大致可能以几种方式出现：1) CPI 或者核心 CPI 持续横盘或者反弹 2) 即期通胀持续降温但通胀预期反弹 3) 为了避免“工资-通胀螺旋”，强劲的劳动就业数据迫使美联储即便是在通胀回落的背景下也选择重回持续加息的路径，也即美联储在事实上把控制通胀的政策目标转换为某一水平的失业率目标。

风险之二：主要经济体在关键央行快速紧缩的背景下经济增速快速回落，金融风险持续暴露，经济危机/金融危机卷土重来，美元指数在危机顶峰时期走强。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371