

美元弱一定需要降息吗？

2025 年 08 月 24 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@mszq.com

➤ **杰克逊霍尔会议后，对美联储转鸽的预期上升，美元也应声下跌。一直以来，美货币政策的松紧都是美元定价的重要路标，但回顾历史这并不是唯一路标。**

➤ 美联储 9 月重启降息已经是市场一致预期，且目前看来落空的概率不大。但就像我们在报告《杰克逊霍尔会议：给降息预期“踩刹车”？》中，提到了**后续降息的节奏还是取决于数据。同时我们在之前一系列的报告中，也阐明了“通胀不是不到，是时候未到”的观点。**

➤ 那么今年年底到明年年中（基数低，且鲍威尔 5 月前还在任）美联储是否有概率重复之前 7 次 FOMC 暂停降息的“袖手旁观”模式。**而这样会不会导致美元指数就在当前位置窄幅波动甚至明显反弹？**

➤ **今年我们在美国通胀的判断上犯了和一致预期一样的错误——高估了其上升的节奏和幅度。**但随着我们在前几篇报告中“亡羊补牢式”的顺藤摸瓜（详见《关税“悖论”：真的越加越通缩？》和《保税区库存，美企避税的最后自留地》），已经基本摸清了美国“关税-库存-物价”的传导链条。

➤ 随着 8 月的关税税率基本落定，保税区库存开始缴付关税后外流，便宜库存正式宣告结束，我们预计在 9 月之后物价开始出现明显抬升。另一方面囿于政治压力和短期内偏弱的通胀和就业数据 9 月降息 25bps 依旧是基准。但后面随着通胀的上升，降息的大门可能再次被“焊死”。**那这是不是与我们在美元系列报告（详见《美元还能跌多久？》，《美元的归途：破百的条件和时机？》）中看空美元的观点相悖呢？**

➤ **我们的答案是，**美元指数是一个美元汇率的加权平均指数，其本身就是衡量美国与非美币值的相对强弱。因此，**美元走势其实与美货币政策并不一定单调相关，而是取决于美与非美的相对周期相位。**

➤ 从历史数据来看，2000 年以来美联储基准利率维持不变（甚至处于加息周期）时，美元出现较大幅度贬值的区间共有 7 段（含本轮），跌幅都在 10%-20% 之间。驱动因子主要有三——美国与非美经济体经济预期、货币政策和通胀风险的相对差异：

➤ **首先是经济韧性的差异。**美国经济相对非美经济体的增长韧性是支撑美元的核心因素，尤其对欧洲和日本而言（因为这两国货币与美元汇率在美元指数中占比相加超过 70%）。当美国相对欧日的经济增速处在下行周期中，往往会导致美元吸引力下降，美元也就随着流出而走弱。从 2000 年以来的 7 轮经验来看，两者的趋同性较高。

➤ **其次是货币政策的分化。**但若仅观察美联储与其他央行的政策利率差异，相关性并不强。唯一较为趋同的是 2005-2007 年：彼时美国处于加息周期，但美国相对欧日的政策利率下行，导致美元指数快速走弱。

➤ **这两者共同作用于国债利率。而美欧、美日国债利差对美元指数的指示性强，**

相关研究

1. 海外市场点评：杰克逊霍尔会议：给降息预期“踩刹车”？-2025/08/22

2. 资产价格研究：A 股 VS 美股：“跑赢”行情的来龙与去脉-2025/08/21

3. 2025 年 7 月财政数据点评：财政收入增速年内新高的背后-2025/08/19

4. 美国经济研究：保税区库存，美企避税的最后自留地-2025/08/18

5. 海外市场追踪：Hibor 上涨：噪音还是隐忧？-2025/08/17

在这点上国际债券市场是有效的（国债利率高代表着市场认为该国未来一段时间内的资产报酬率/经济增速高），**因此利差一定程度上领先于美元指数**。在过去 7 次美国政策利率不变或加息的过程中，美德、美日国债利差均明显回落，反映出市场对美国与非美经济体货币政策走向的预期分化，进而带动美元下行。而在美元贬值后期，国债利差可能同步或先行于美元回升。**需要注意的是，我们这里并不是说汇率市场不有效，而是说汇率是现货市场，更多体现的是交易即期的供需矛盾（体现为利差变化-套系交易-供需变化-汇率变化）。**

➤ **最后，通胀风险也是重要影响因素，但更多是通过前面两者影响汇率的（统计上体现为共线性强）。**当美国与非美经济体的通胀增速差快速回落时，一方面意味着美国经济需求相对下降（供给冲击导致的情况除外）；另一方面，通胀风险下降也意味着政策宽松的掣肘相对减少，市场对美国宽松的预期会更强。

➤ **展望未来，首先是，经济的驱动力方面，财政政策上，美国若缺乏货币政策配合，长债发行将受限，财政政策也会束手束脚。**如果强行在高利率环境下发行债券，通过短债“续命”扩杠杆会导致偿还规模越滚越大，且高利率支出将进一步压缩非利息财政支出空间。因此，无论美债规模持续扩大，还是主动化债带来的经济阵痛，美元都难以摆脱贬值命运。

➤ **而欧洲则完全相反：其财政规模扩张已获得许可，后续将进入实物工作量落地阶段，弹性值得期待。**一方面，欧洲利率更低，修复空间大于美国，后续弹性更可观；另一方面，欧洲财政纪律相对较弱，一旦进入宽松阶段可能出现超支（历史上，欧洲国家多次突破《稳定与增长公约》3%的赤字规定值），因此在财政刺激方面欧洲将强于美国。

➤ **这就导致了美欧经济周期或将逐渐收敛，当前美欧经济通胀周期（本质是债务周期）相位完全相反，一个在顶部，一个在底部。**疫情后，美国经济在积极财政推动下持续扩张，如今似乎已至“强弩之末”；而欧元区（尤其是德国经济）虽短期内会受欧元汇率和关税拖累，但财政政策转向及俄乌局势逐步缓和是更重要的结构性因素。**因此，后续两国经济预期差和通胀差逐渐收敛的概率不小。**

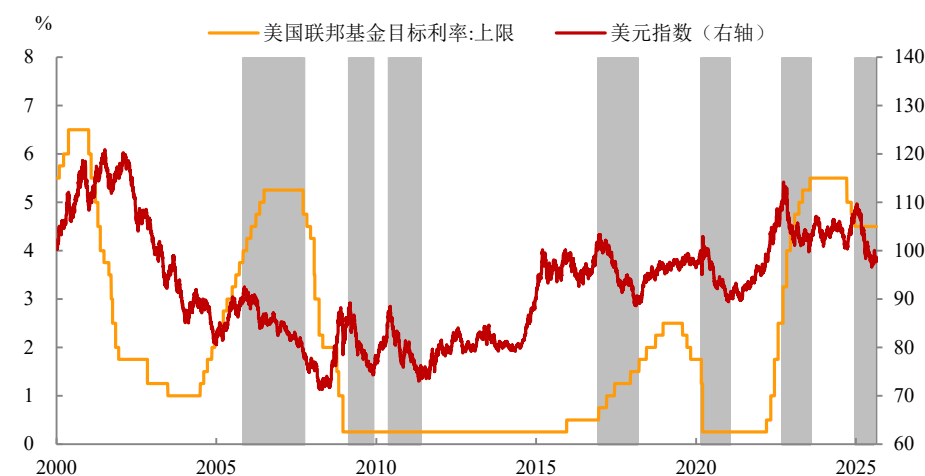
➤ **而货币政策上，未来为对冲无法降息带来的流动性问题，美联储在“量”的宽松上可能比欧央行更积极（2026-2030 年美国到期债务压力较大）；**

➤ **而日本央行在“价”的政策上大概率比美国更紧。**前期日本滞胀局面暂时缓和，主因日元升值带来的输入性通缩（1-6 月日元升值近 8%，CPI 环比从 0.5% 降至 -0.1%），但 6 月以来日元再次贬值后通胀有所反弹，7 月 CPI 环比升至 0.2%，名义收入也出现回升迹象（6 月从前期 1.4% 升至 3.1%）。因此，当“薪资-通胀”螺旋形成后，日本央行只能通过加息打破这一循环。往后看，美元指数中权重最大的两个汇率（欧元、日元）将继续拖累美元指数。

➤ **综上，我们认为：即使后续降息窗口关闭，短期美元指数虽可能还有反复，但“类滞胀”环境下，我们维持对中长期（大致两年内，详见《美元还能跌多久？》）“美元仍处在向下通道”的判断不变。**

➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：美国利率不变或加息时，美元也存在大幅下跌的现象



资料来源：wind，民生证券研究院

注：阴影部分为美国加息或利率不变时美元大跌的时期。

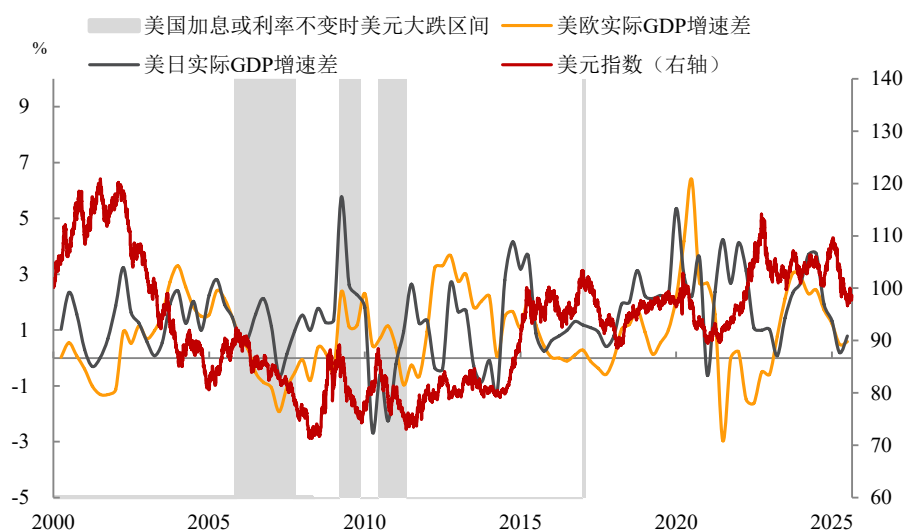
图2：美国利率不变或加息时美元跌幅较大的区间一览

美国利率不变或加息时美元跌幅较大的区间统计								
	指标	2005/11- 2007/9	2009/3- 2009/11	2010/6- 2011/5	2016/12- 2018/2	2020/3- 2021/1	2022/9- 2023/7	2025/1- 2025/7
区间统计	美元跌幅 (%)	-14.1	-15.3	-16.2	-14.3	-13.1	-12.6	-11.8
	美联储目标利率上限变化	4%至5.25%	0.25%	0.25%	0.75%至1.5%	0.25%	3.25%至5.2%	4.50%
利率	美德10年期国债利率差变动 (bp)	-68.0	12.0	-74.0	-20.0	16.0	-60.0	-48.0
	美日10年期国债利率差变动 (bp)	-8.8	35.5	1.1	38.1	-0.3	-38.6	-72.7
经济	美欧GDP增速差变动 (pct)	-1.2	-0.1	-1.0	0.7	-2.6	3.5	-0.6
	美日GDP增速差变动 (pct)	0.4	-4.0	3.2	0.7	-0.6	1.3	-0.5
通胀	美欧CPI增速差变动 (pct)	-0.5	2.3	1.3	0.1	-0.3	-0.4	0.2
	美日CPI增速差变动 (pct)	-1.3	3.8	2.2	-1.1	1.0	-5.3	0.4

资料来源：wind，民生证券研究院

注：利率、经济、通胀等指标计算方法为区间末-区间初。

图3：美国经济相对非美经济体的增长韧性是支撑美元的核心因素



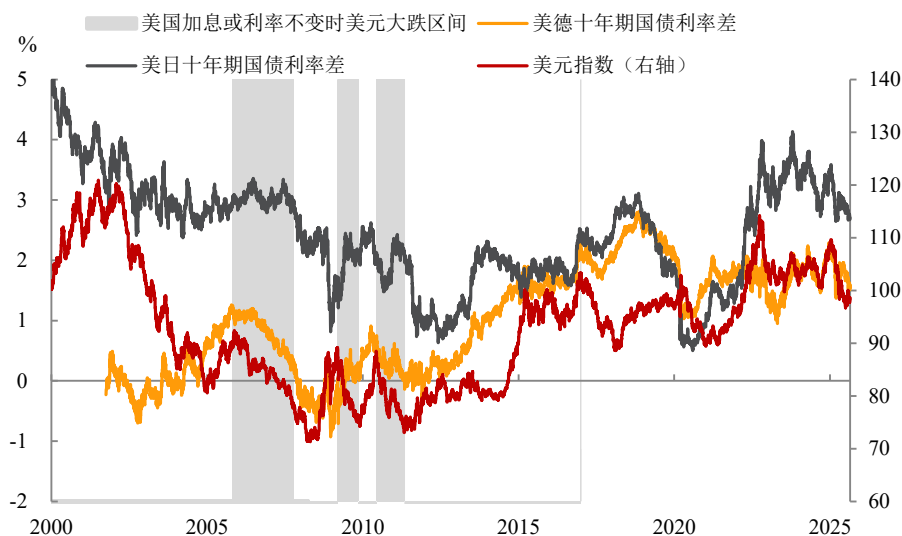
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：政策利率差实际变动对美元下跌解释度不高



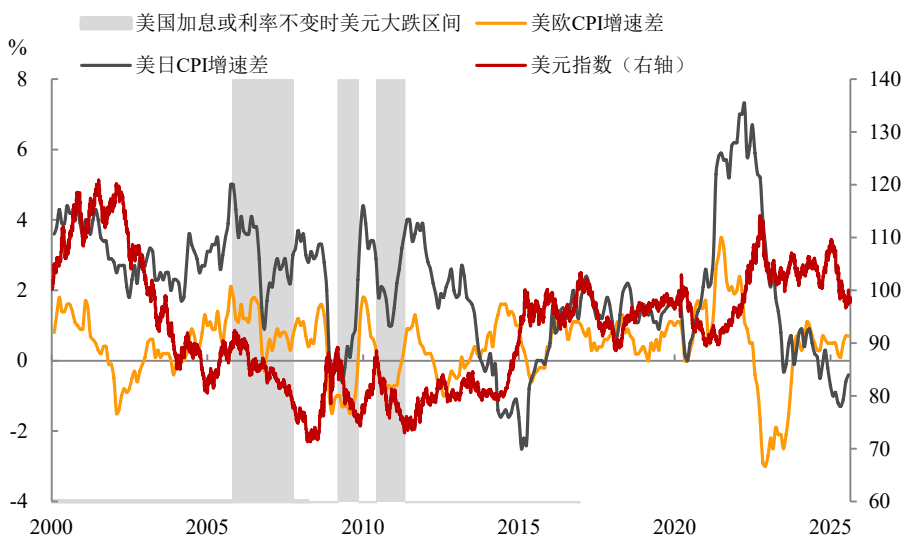
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：国债利差对美元的指示作用更强



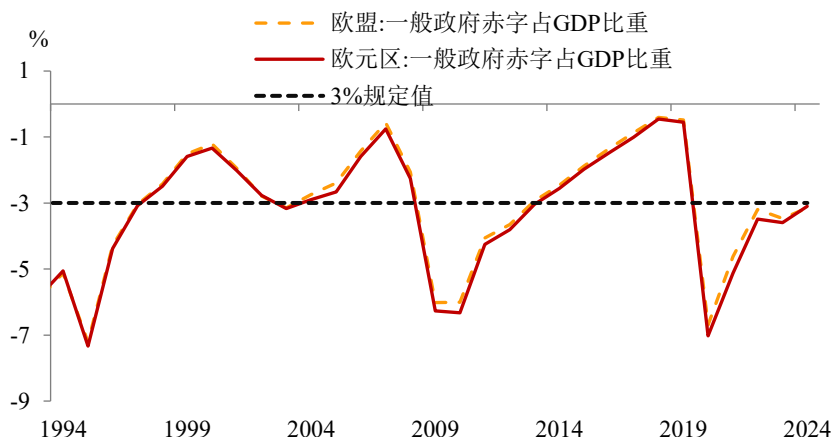
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：通胀增速差更多是经济和政策逻辑的映射



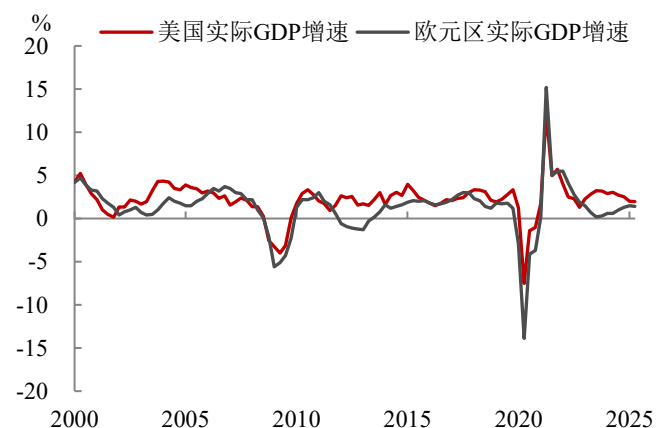
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：历史上，欧洲国家多次突破《稳定与增长公约》3%的赤字规定值



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：美欧经济周期收敛



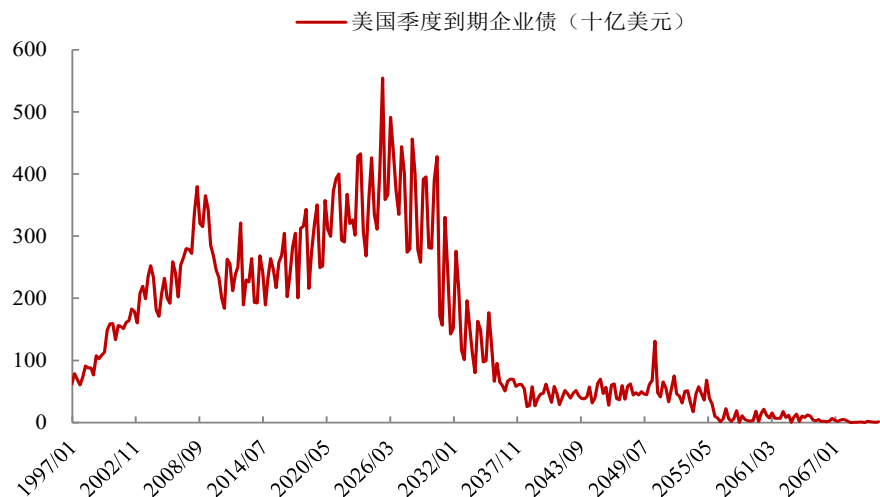
资料来源：ifind，民生证券研究院

图9：德国经济探底回升



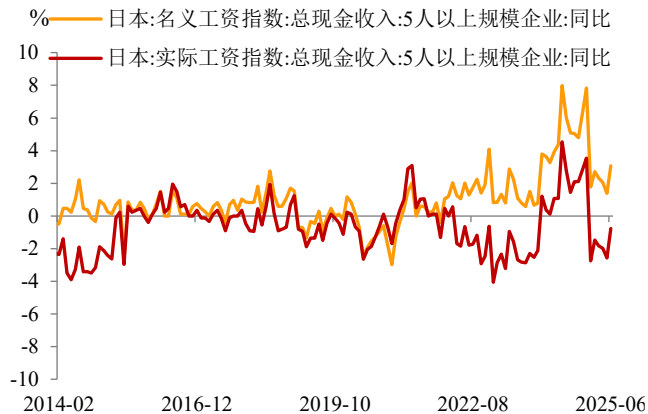
资料来源：ifind，民生证券研究院

图10：美国 2030 年前债务到期压力较大



资料来源：彭博，民生证券研究院

图11：日本薪资收入增速有所回升



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：美日、美欧利差收窄预计持续拖累美元指数



资料来源：ifind，民生证券研究院

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。本报告清晰准确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。	公司评级	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048