



宏观经济点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

弱美元的共识，会有反转么？

2025 年上半年，美元指数创下 1973 年以来的最差表现。一季度，“美国-非美”利差因素解释了美元波动的 91%，但二季度该因素解释力降至 33%，“去美元化”成为市场主流逻辑，引发外资逃离美元资产的担忧。市场对弱美元的共识已达到近 20 年峰值，但这一致预期下，美元是否暗藏反转机会成为核心焦点。

表面上，“去美元化”逻辑源于特朗普关税政策和美联储独立性干扰，促使非美资金抛售美元资产。但数据揭示，外资可能更多采用外汇衍生品对冲风险，而非真正腾挪美元底层资产。高对冲成本曾导致海外资金缺乏对冲，但 4 月以来美元期货空头头寸大幅上升，期权市场 EURUSD 风险逆转期权价格飙升，表明对冲需求激增。这种对冲是短期行为，与长期去美元化叙事形成期限错配，强化主观信仰的同时，也忽略了一些反转契机。

目前弱美元的共识存在四个反转契机：第一，对等关税的市场反应钝化，美元对冲需求可能减弱。第二，美元指数已接近反映美国生产率优势的长期支撑位，若“政治避险”情绪消退，AI 带动的成长性预期可能助推反弹。第三，特朗普政策调整，对外新一轮全面对等关税动机不足，对内减税减支、意识形态改革刻不容缓，甚至可能是美元长期新的支撑。第四，降息的市场理解存在变数（我们讨论了四种情形），若降息有效刺激金融条件宽松，提振私人部门经济活力，或降息被市场理解为“靴子落地”，均有可能带动美元重新反弹。三季度债务上限事宜的美元反弹风险存在，但本轮影响力有限。

总体而言，弱美元共识源于去美元化叙事强化，但短期对冲行为和政策变化可能被市场低估。三季度仍需警惕美元超预期反弹的契机，避免过度线性外推短期趋势，以动态视角评估美元走势。

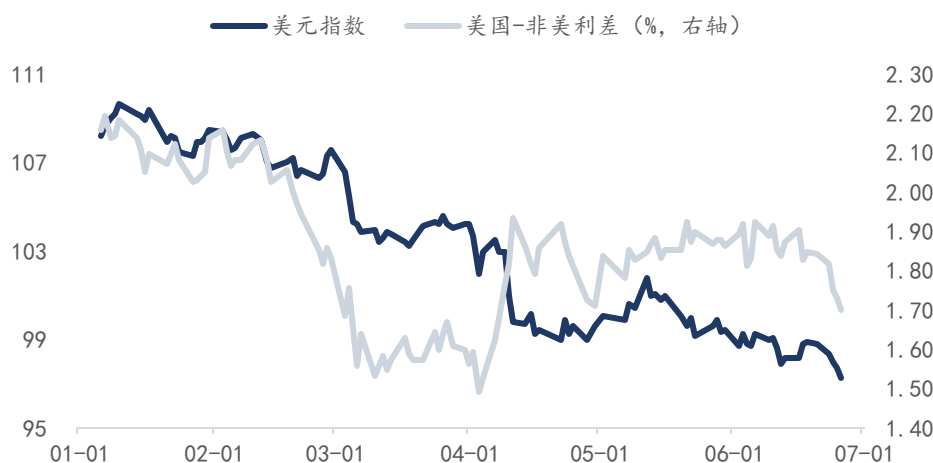
风险提示

美元外汇市场上对冲需求观察指标有限；美国基本面下行节奏可能非线性；特朗普存在继续关税施压及干预美联储独立性的可能；美国财政扩张节奏存在不确定性。



2025 年上半年美元持续走弱，累计下跌 10.7%也创下了 1973 年以来的最差同期表现¹。一季度“美国-非美”利差能够解释美元指数 91%的变动，但二季度这一因子的解释力度降至 33%，“去美元化”成为了市场主流逻辑。6 月美银调查显示，市场对弱美元的共识达到近 20 年之最。一致预期之下，弱美元是否暗藏反转契机？

图表 1：美元指数 vs 10y 美国-非美利差（非美利率以美指权重加权）



来源：Wind, 国金证券研究所

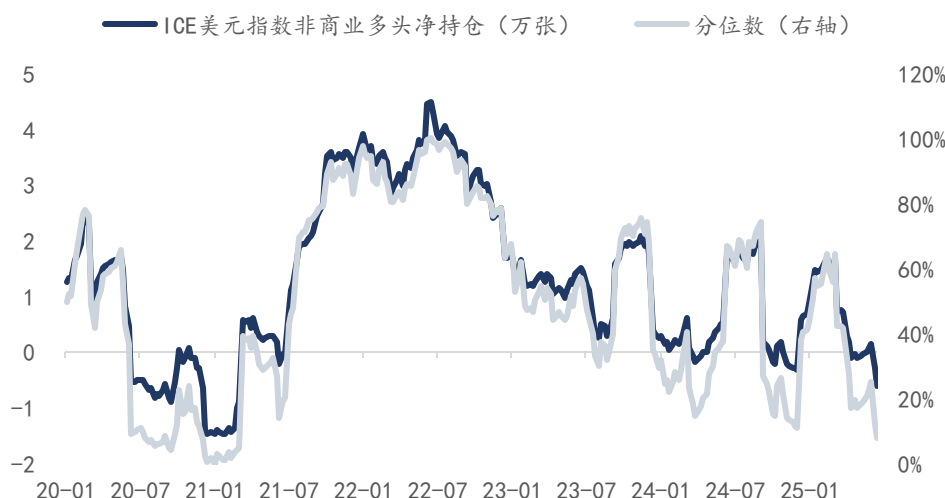
一、外资真的“去美元”了？

二季度以来，市场曾高度认同的是特朗普对等关税与干扰美联储独立性等做法冲击了美元信用，非美资金逃离美元底层资产。

但 BIS 近期的一篇报告《US dollar's slide in April 2025: the role of FX hedging》²提出了质疑：持有美元证券的非美国投资者可能更多在进行货币对冲，而保留了其所持有的美元资产。原因是近年来强美元和高利率抬升了货币对冲成本，不少海外资金缺乏对冲。今年 4-5 月，海外投资者大幅增加外汇衍生品对冲需求，如直接选择做空美元期货或者购买欧元美元看涨期权，形成美元空头。

根据 CFTC 数据，自从 4 月份以来，资管公司的美元指数期货空头寸大幅上升，6 月 17 日当周美元指数的空头头寸达到 7863 张，净持仓也由多头转为空头。即使其中含有部分投机性仓位，但一定程度上也体现出投资者采用外汇期货对冲汇率风险的需求持续上升。

图表 2：CFTC 美元指数非商业多头净持仓一度下探近五年 7.7%分位数



来源：Wind, 国金证券研究所

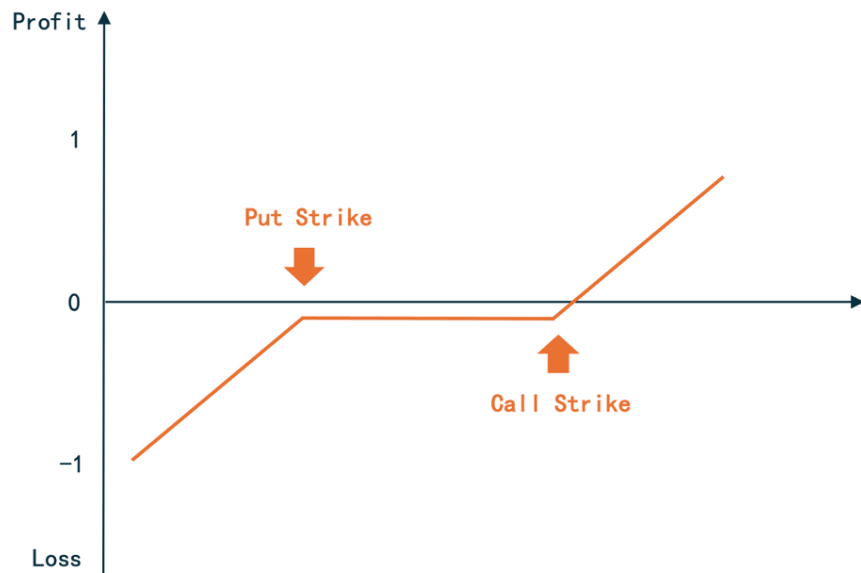
¹ <https://www.nytimes.com/2025/06/30/business/dollar-decline-trump.html>

² <https://www.bis.org/publ/bisbull105.pdf>



期权市场也体现出投资者对美元下跌风险的对冲。风险逆转期权（Risk Reversal Option）是企业与金融机构管理汇率风险的主要工具之一，特点是“Long a put + Sell a call”或“Long a call + Sell a put”，通常 Call strike > 当前汇率 > Put strike，套保者用卖出期权获得的权利金抵消买入期权的成本，实现净期权费为零，同时将汇率波动控制在目标区间内。

图表3：风险逆转期权（RR）收益示意图

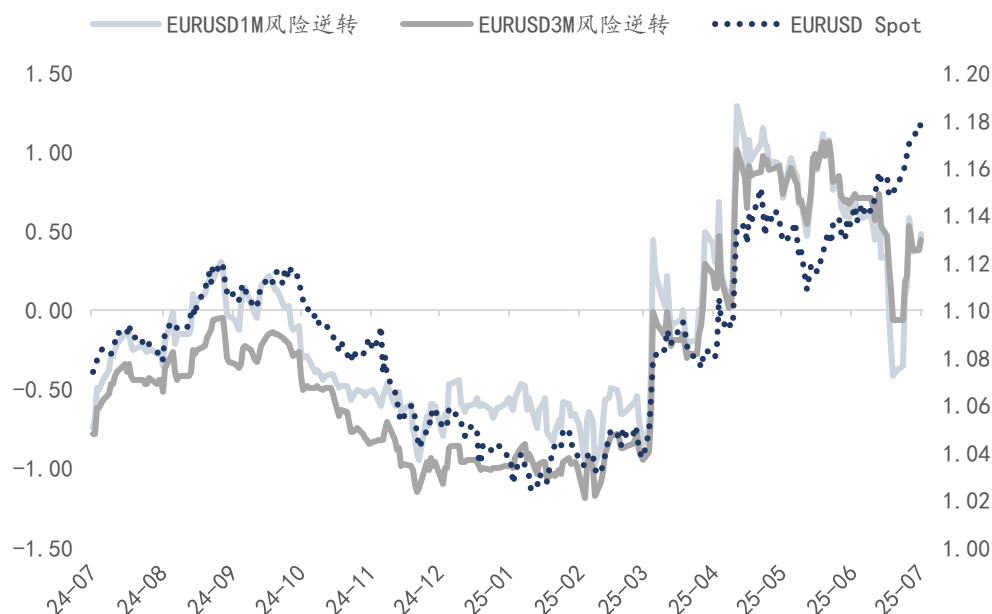


来源：国金证券研究所

对于市场而言，风险逆转期权的定义是相同 Delta 基础货币的 Call 隐含波动率与 Put 隐含波动率的差，是比较高低行使价外期权需求偏度的指标，用于观察下一到期日前最可能的即期汇率走势。

彭博数据显示，EURUSD 风险逆转期权价格在 3-4 月飙升，1 个月期品种于 5 月初触及 1.29，超过去年 8 月套息交易逆转时的高点，表明市场对欧元汇率看涨/对冲需求增加。

图表4：EURUSD RR期权价格（左轴）从低位攀升，与本轮欧元升值（右轴）同步



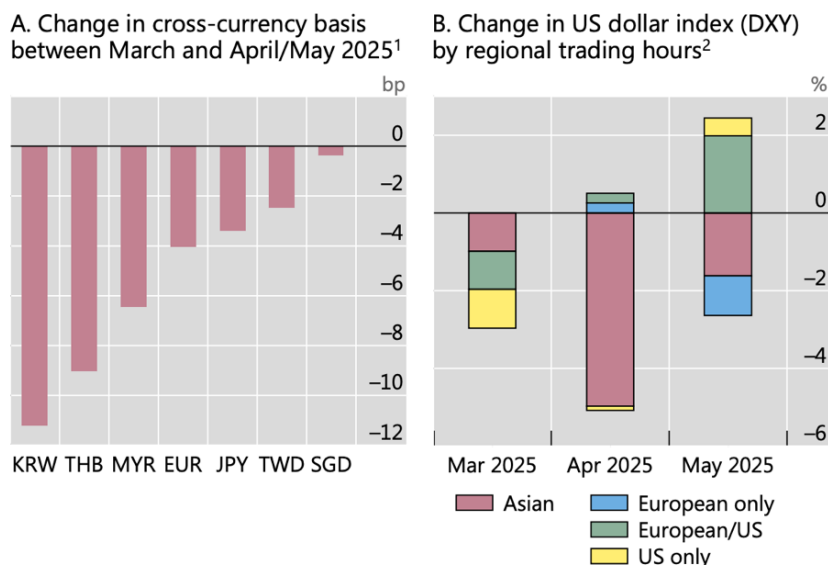
来源：Bloomberg, 国金证券研究所

此外，亚洲货币与欧元相对美元的交叉货币基差集体下降，也表明在强烈的对冲需求推动下，通过外汇掉期市场来对冲美元风险的成本变得更加昂贵。尤其是 4 月，美元指数在亚盘时段的表现明显弱于欧盘、欧美盘。



图表5：美元兑亚洲货币交叉货币基差（左）、美元日内分地区交易时段的波动（右）

Dollar's slide in April occurred mostly during Asian trading hours



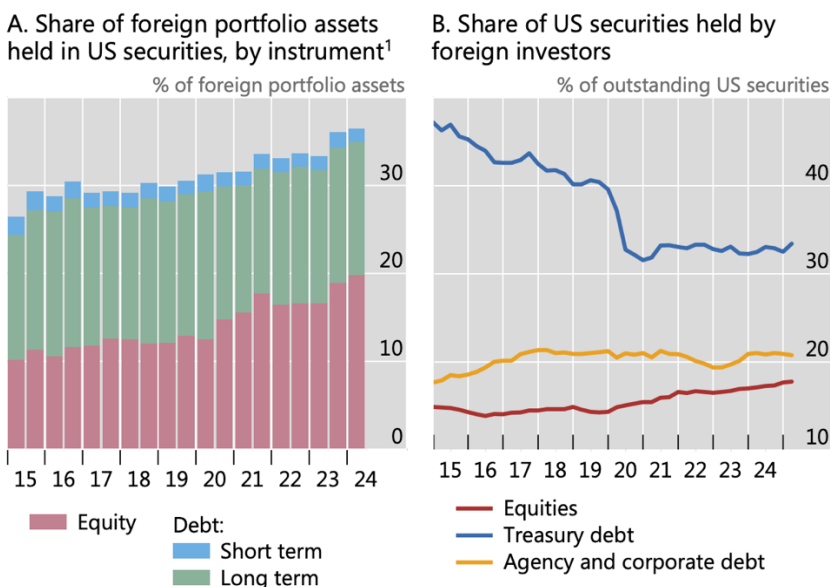
来源：BIS, 国金证券研究所

固然非美资产与另类资产能够规避美元美股、美股美债相关性转正的风险，但考虑到海外资金的美元资产头寸庞大、久期较长（截至 2025 年 3 月，非美投资者持有美国股票超过 17.6 万亿美元，持有美国债券 13.6 万亿美元），短期内完成底层资产的腾挪难度比较高，采用外汇衍生品对冲是权宜之策。

因此，外资脱离美元资产是长期叙事，其引发的“美元贬值交易”也是长期叙事，但外汇对冲是短期需求，与前者在期限上错配。当短期叙事在长期维度上线性外推时，往往会强化主观信仰而忽视其他因素的变化，这可能也为反转埋下了伏笔。

图表6：美元资产在非美投资者投资组合中的占比较高、久期较长

Dollar assets are a large share of non-US investors' portfolios



¹ Excluding foreign portfolio assets held by US residents.

来源：BIS, 国金证券研究所



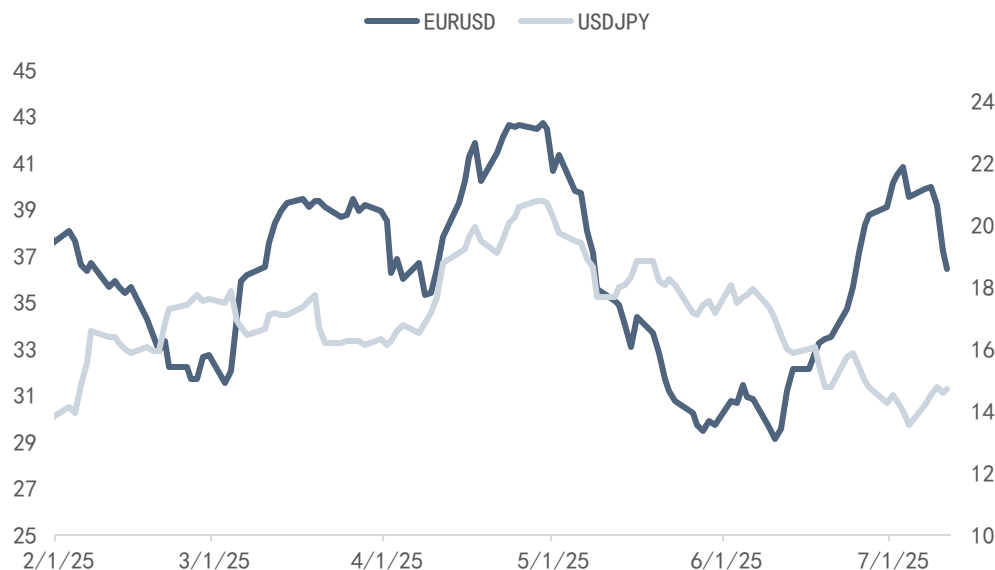
二、美元有哪些反弹的契机？

第一，FX 对冲的阶段性扰动正在减弱。

从图表 4 中可以看到，3-4 月集中增加对冲需求后，5 月以来欧元兑美元 RR 期权价格开始回落。即便欧元之于美元仍在升值，对冲需求的支撑已在减弱。而从 Bloomberg 汇总的 SDR 衍生品交易量来看，EURUSD 普通期权 (Plain Vanilla Option) 交易量自 6 月下旬以来有所回落，USDJPY 普通期权交易量则在 4 月初上升后就持续回落。

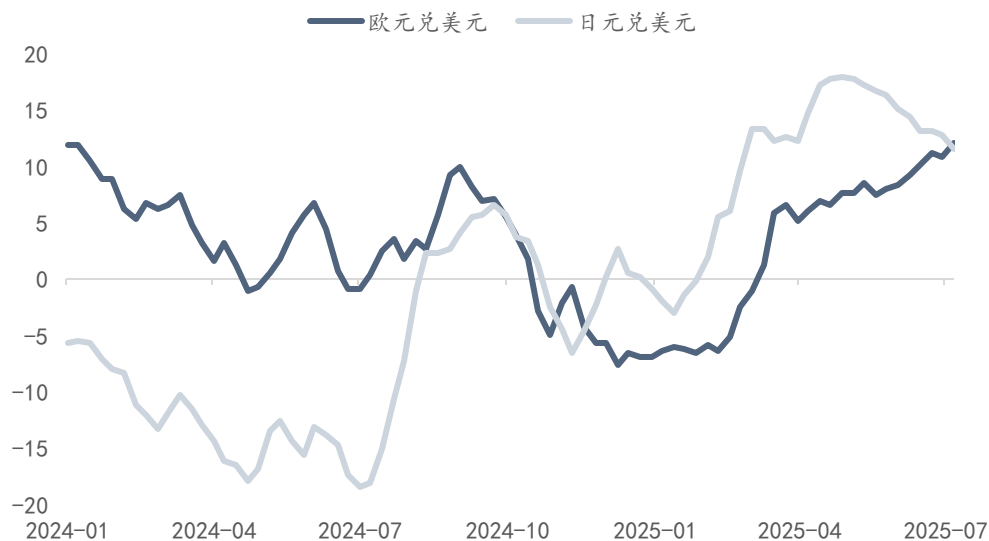
从欧元兑美元、日元兑美元非商业多头净持仓头寸来看，日元多头已经回落，欧元多头在缓慢上升，但较 1-3 月的斜率放缓。

图表 7: EURUSD、USDJPY 普通期权日成交量 (单位: 十亿美元, ma20)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 8: 欧美、欧美汇率期货多头净持仓水平 (单位: 万张)



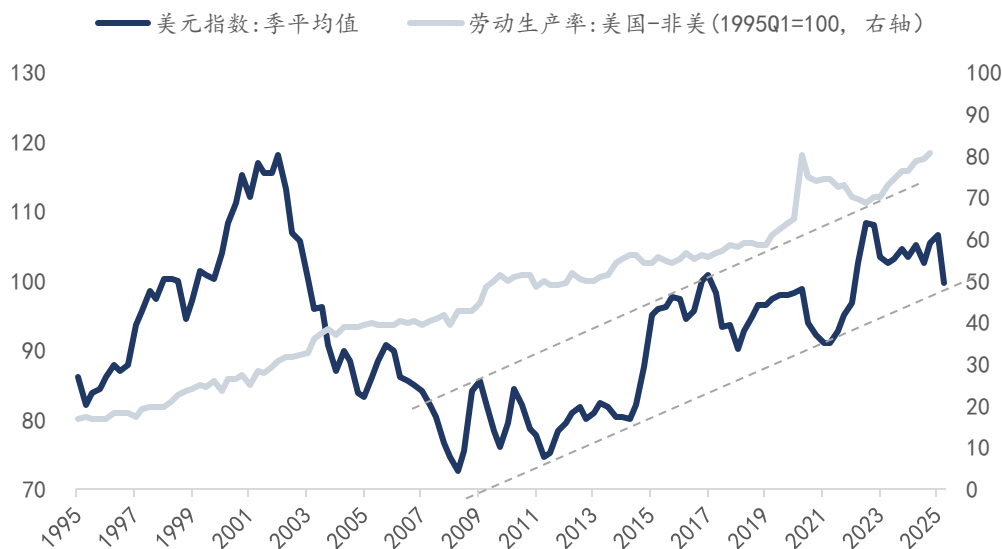
来源: Wind, 国金证券研究所

第二，技术面对美元可能有支撑。经历了上半年的两位数跌幅后，美元指数距离长期支撑位已经很近，而这正是金融危机后美国重拾（相较于非美经济体）生产率优势的基础。美元下破长期支撑位意味着美国例外论面临深度质疑甚至是终结，但这一判断在短期内仍需打上—个问号。当前，人工智能应用对于传统生产要素的智能化升级，被认为是未



来一个时代提振国家生产效率的重要抓手，但非美暂时在 AI 资本开支上与美国存在较大差距³。因此，当市场对美元信用的“政治避险”情绪消退后，成长性及未来生产率的憧憬可能是美元资产反弹的契机。

图表9：美国与非美的劳动生产率差异是美元长期升值的基础（非美生产率以美元指数权重加权）



来源：Fred, ECB, ONS, JPC, 国金证券研究所

第三，关注特朗普“励精图治”的风险。我们认为，类似今年二季度强烈的弱美元信用环境可能已经边际淡化。虽然特朗普需要弱美元，但其最终目的是重塑美国制造业竞争力，进而维护美元的世界货币地位，基于美元信用走弱的“弱美元”并非其初衷。4.2 全面对等关税引发股债汇三杀足够让特朗普刻骨铭心，于是才有了后来市场信奉的“TACO”交易。

关税和减税是引发美元信用担忧的主要原因。关税方面，即便美国和欧盟、日本、韩国、加拿大等主要贸易逆差国的谈判仍具备一定不确定性，但基于目前各国普遍展现出的谈判诚意，超预期的全面关税施压大概率不会再重演，双边贸易协议若未达成，则继续延期谈判的可能性较大，市场也在逐步对关税“脱敏”。

减税方面，参议院版本的大漂亮法案虽较众议院版本进一步提高赤字，但删除了损害美元信用的“899 条款”，对于外资信心的冲击将有所弱化⁴。而大漂亮法案虽加剧债务可持续性的担忧，但减税对私人部门理论上存在阶段性提振（如科技公司资本开支增加、居民部门消费与加杠杆意愿上升），对美元至少不应是线性的利空。

而从 OBBBA 法案所释放的特朗普减支决心来看，对福利领域的资格收紧、对过去民主党普世价值观的扭转等，长期维度上甚至可能是美元新的支撑（参考：《一个不一样的 OBBB 解读》，2025.07.10）。特朗普下半年的工作重心大概率重回国内，若再次推动政府效率改革，对美元美债信用而言，长期也不是利空。

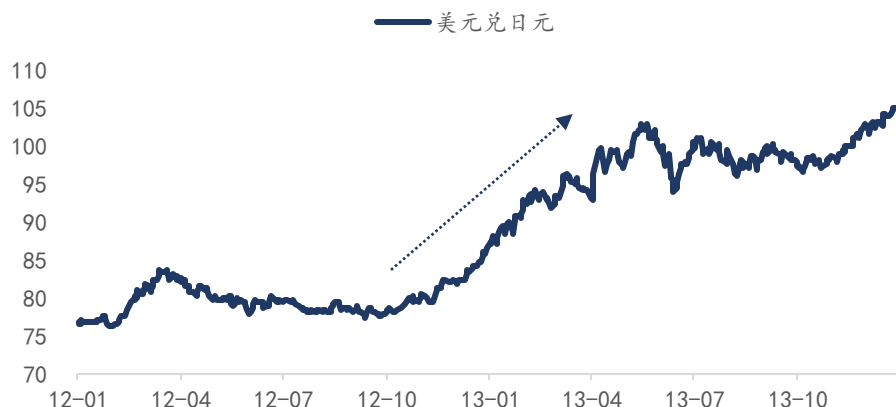
第四，降息与联储独立性扰动可能为美元反弹埋下伏笔。特朗普强烈要求美联储降息，但其核心诉求是为美债高企的利息成本买单⁵，这使得降息对美元的影响变得复杂。上一个做出此类政策试验的日本，遭遇了为期一年的“贬值交易”，日美汇率在 2012-2013 年（安倍经济学初期）大幅下挫了 22%。因此当我们前瞻本轮联储降息对于美元的影响，需要将政治因素囊括在内。

图表10：2012-2013年安倍经济学几乎立即使日元贬值了20%

³ <https://www.ubs.com/global/en/wealthmanagement/insights/marketnews/article.2034635.html>

⁴ <https://www.velaw.com/insights/update-obbbba-tax-provisions-impacting-reits-and-foreign-investors/>

⁵ <https://edition.cnn.com/2025/06/30/economy/powell-fed-trump-interest-rates>

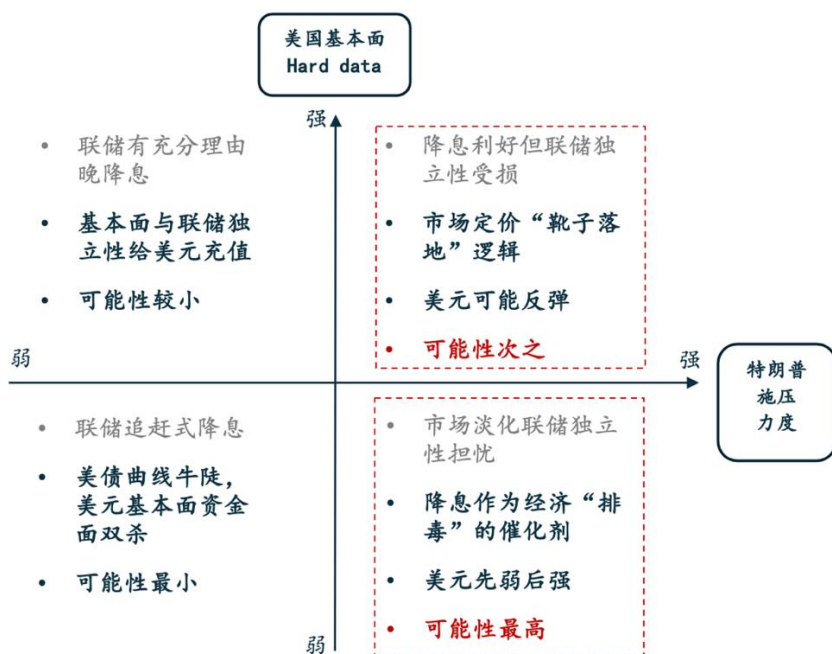


来源：Wind, 国金证券研究所

我们认为，根据美国硬数据及特朗普对联储降息的施压力度，存在四种情形（可能性由高到低）：

- 1) 美国硬数据走弱，且特朗普施压降息：**此时虽然特朗普对美联储独立性有干预，但由于降息得到基本面确认，市场可能淡化对联储独立性的担忧，基本面主导美元定价。但降息通过刺激金融条件宽松、融资成本下降，能逐步修复美国国内私人部门经济活力（如地产等）。且美元走弱也可能提升美国大型企业出口竞争力和海外收入（2025Q2 标普500 成分公司海外收入占比约 41%⁶），增强美国企业的投资吸引力。最终，美元可能演绎先弱后强。
- 2) 美国硬数据仍有韧性，但特朗普强硬施压降息：**美联储最终可能“被迫”降息，或在“影子主席”发声下市场提前定价降息，但独立性受损。美元美债可能暂时走弱，美元从定价基本面转向定价信用褪色。但“被迫”降息后，经济韧性仍在，且降息被市场理解为“靴子落地”，后续降息预期降低，不排除美元重新反弹的可能。
- 3) 美国硬数据仍有韧性，特朗普对联储干预力度降低：**美联储有充足的理由晚降息，美元基本面和信用得到充值，然而这一情形的可能性并不大。
- 4) 美国硬数据走弱确认，联储“追赶式”降息，而特朗普施压力度有限：**这一情形可能性最小。如果这一情形发生，则完全无视政治因素，美元资产集体定价经济衰退，美债短端利率大幅下行、曲线变陡，美元迎基本面、资金面“双杀”。

图表11：关于降息与美联储独立性的四类情景讨论



来源：国金证券研究所

⁶ <https://www.velaw.com/insights/update-obbba-tax-provisions-impacting-reits-and-foreign-investors/>

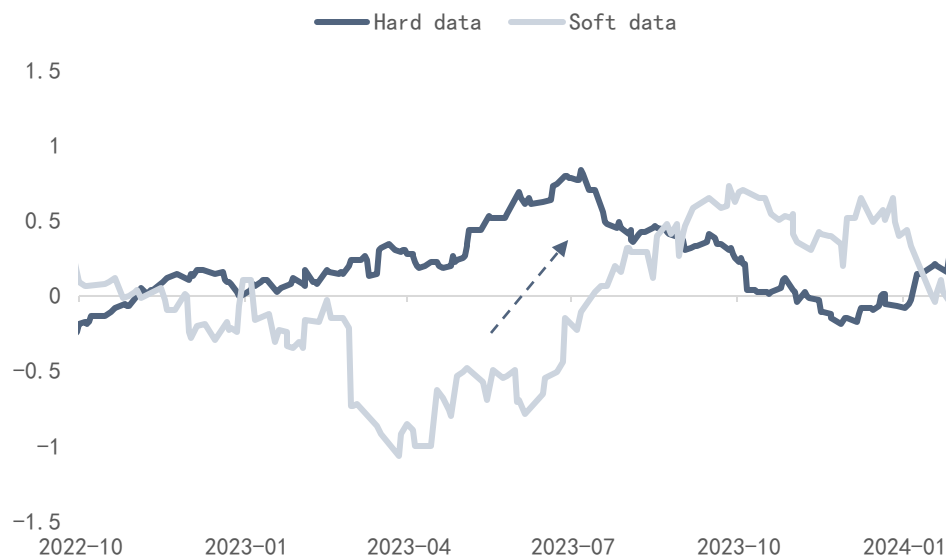


然而，对于部分市场投资者担忧的美国债务上限事宜，我们认为不宜高估其对美元流动性的影响。

该担忧来自 2023 年的“前车之鉴”。2023 年 6 月前，由于债务上限暂停，TGA 持续消耗一度见底。解除债务上限后，美债供给增加，届时美联储仍处缩表加息周期的第一阶段，美债面向私人部门的供给风险加剧。另一方面，2023 年 5 月起 SVB 破产引发的经济衰退担忧被经济数据不断证伪，经济增长预期修正也支撑长端利率反弹。

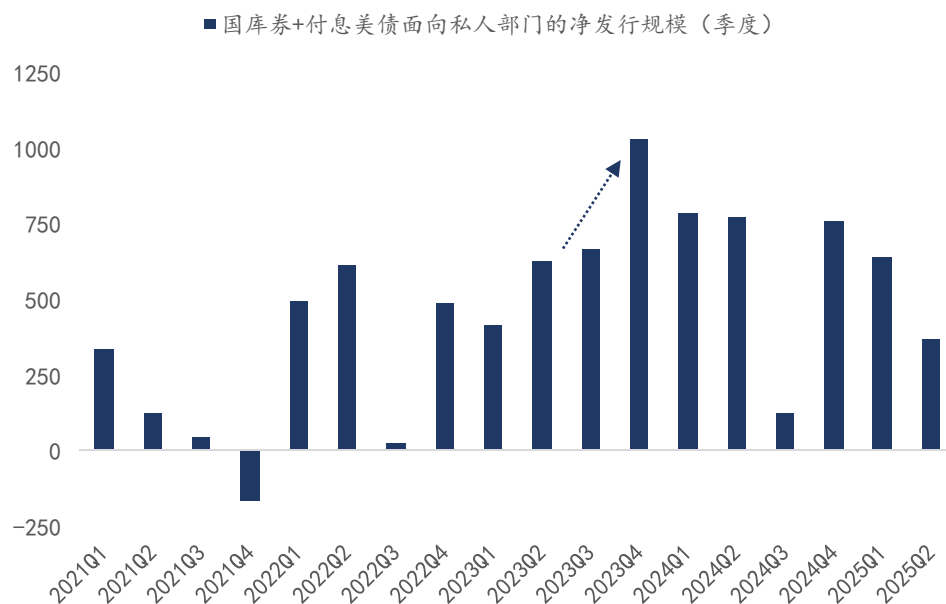
而带动 10Y 美债利率进一步上行破“5”的真正驱动是，2023 年 8 月美国财政部 TBAC 建议增发长期美债超市场预期⁷，进一步推高期限溢价。2023 年 6 月 1 日-10 月 31 日，2y、10y 美债利率分别上行 74bps、127bps，美元指数 7 月 18 日-10 月 31 日也快速反弹 6.8%。

图表 12：2023 年 5 月起，由 SVB 破产引发的增长压力逐步缓解



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 13：美债面向私人部门的季度净融资额（单位：十亿美元）



来源：美国财政部，Fred，国金证券研究所

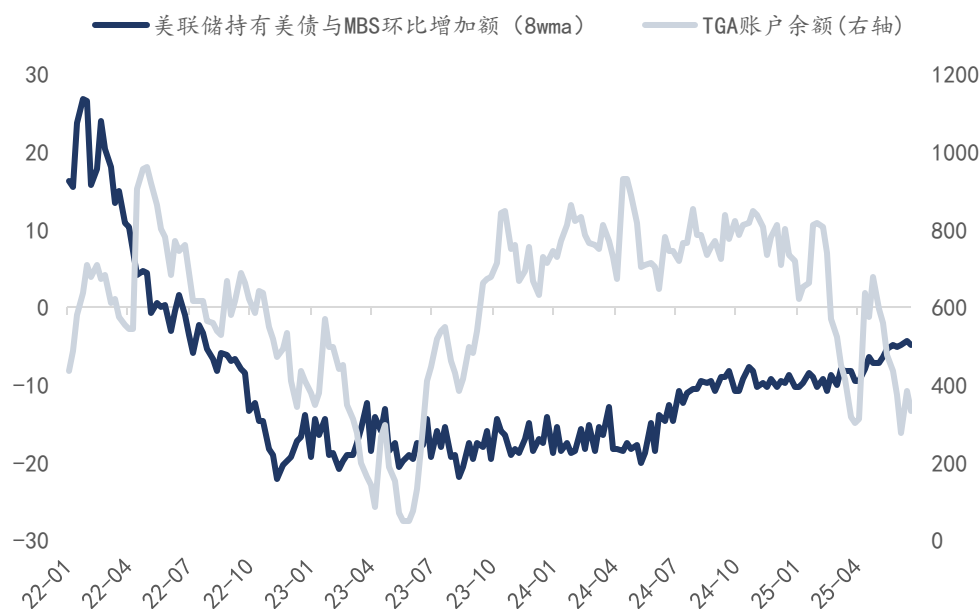
⁷ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-08-02/us-plans-103-billion-debt-sale-says-issuance-to-keep-rising>



与 2023 年不同，当前美联储缩表节奏已边际放缓，财政部 TGA 账户仍有 3000 亿美元以上的余额，主要流动性指标均指向当前仍处宽松美元环境，因此债务上限因子对美元指数的影响力暂时有限。

OBBA 正式立法抬升了下半年美债的增发需求，但贝森特今年以来已不止一次向市场传递其“短端融资”策略⁸。当前利率水平下，美国财政部锁定长期高企付息成本的代价不言而喻。基于以上因素，我们认为可继续关注美债供给因子，但对其可能引发的市场风波保持谨慎。美元或有反弹，但源头更可能来自市场面。

图表 14：美联储QT节奏放缓，TGA余额距离底部尚有一定距离（单位：十亿美元）



来源：国金证券研究所

图表 15：当前美元流动性指标普遍显示宽松

⁸ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1830653805840322436&wfr=spider&for=pc>



来源：国金证券研究所

风险提示

美元外汇市场上对冲需求观察指标有限；美国基本面下行节奏可能非线性；特朗普存在继续关税施压及干预美联储独立性的可能；美国财政扩张节奏存在不确定性。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究