

美元指数大概率回调

后期美元走势是秉承前期走势还是拐头向下，很大程度上依赖于欧债问题的演变路径。

自 2011年 10月底以来，美元指数展开了一轮凌厉的上攻态势，一度触及 79.69，较 10月初的高点仅一步之遥。正当市场寄望于美元冲击前期高点之际，12月 2日当周美元指数走出孕线形态，后期美元是秉承前期走势还是拐头向下？

前期推涨美元因素分析

笔者认为推涨美元的因素大体上可归结为美联储货币政策转向、美国经济发展超预期、避险情绪诱发美元推涨行情，本轮推涨美元的因素整体上仍属于这个范畴。基于美联储宽松政策和扭转操作的政策意图，市场甚至预期 2012年一季度存在再次宽松的可能性。

（一）欧元区实体经济受冲击，美国经济复苏预期进一步证实。

目前，欧债问题再起波澜，意大利和西班牙也再次卷入漩涡之中。面对主权债务问题，欧元区始终难以出台有效遏制措施，市场避险情绪下，资金抛售风险资产转向更为稳妥的美元，推升美元近期较大幅度上扬。

而相对于目前欧元区面临的经济衰退风险，美国经济复苏势头保持良好。ISM公布的 11月美国 PMI较 10月上升 1.9%，至 52.7%。分类数据方面，新订单指数以及生成指数出现较大幅度回升。根据货币供应与经济领先指标的对比分析，美国货币供应量领先于经济先行指标同比。根据领先周期调整后的数据显示，四季度美国经济存在进一步上行的动力，进一步强化未来 2个月美国 PMI 指标筑底向上的积极预期。美国经济复苏预期乐观是美元指数走高的内在动力。

美国经济先行指标与货币供应量



美国 FMI 分项指标与 FMI 指标



(二) 避险情绪推升资金回流，美元进一步受到追捧。

除了美国经济复苏的良好预期外，近期资金由欧元区和新市场回流是促成美元强势的另一个原因。从对欧元区主权债务的跟踪情况看，欧元区 10月份 FMI 值低于 50荣枯分界线，下行趋势较为明显；欧盟 27国真实 GDP增速拐头向下，预示着实体经济的衰退已经拉开了序幕。与此同时，德国和法国三季度 GDP同比较二季度下滑 0.3%和 0.5%，增幅明显放缓。

对此，我们界定为欧元区主权债务向实体经济的冲击进入深层次加速阶段，在主权债务向欧元区实体经济蔓延的同时，欧元区成员国主权债务风险溢价进一步提升。

新兴市场方面，印度、巴西、俄罗斯等新兴经济体货币转向大幅贬值，同时伴随着罕见的外汇储备大规模净流出。中国 10月贸易顺差和 FDI 共计 253.3亿美元 较 9月增加了 17.8 亿美元，而形成鲜明对比的是 10月新增外汇占款为负 249亿元，国内经济下滑趋势明显，三季度 GDP 累积同比增速放缓，国内 PMI 下滑至 50.4，其中，生成指数大幅下滑，库存指数小幅回升，证实国内目前实体需求更为悲观的预期，直接表现为投资者弱化对人民币升值的预期，加速了近期资金的外流。从目前外围市场承接资金的平台来看，美元成为更好的选择，一方面，美国目前经济复苏情况较为乐观，若美国经济的复苏预期证实，届时困扰市场的关于美联储再量化宽松的举措或许将暂时搁置，无疑利多美元走势。另一方面，外围市场相继宽松，市场预期欧元区将再度释放流动性，在此预期下，进一步引发套息资金回流，美元进一步受到追捧。

央行联合注入美元流动性，美元涨势得到初步控制

笔者认为，前期推涨美元的因素正在发生变化。六大央行联合注入流动性，美元指数上攻态势得到了初步控制，上周美元指数下滑 1.18%，可以说效果较为明显。美联储 QE1 和 QE2 为全球提供了大量的美元流动性，目前，受欧元区主权债务侵袭，市场避险需求下资金回流美元促使美元流动性趋紧。此外，全球总体流动性（M2/GDP）增幅放缓，金融市场流动性开始转向，美元流动性显得更为紧张。

欧元区主权债务危机恶化，侵蚀欧元区银行体系安全，欧元区银行业融资困境凸显，据数据显示，到年底欧元区银行业系统融资缺口将高达 2410亿美元，除了庞大的融资缺口，受主权债务冲击，欧元区银行业融资成本也大幅上升，恶化了欧元区银行业融资能力；此时六大央行联合行动，通过“临时双边流动性互换协议”缓和信贷供应紧张局面，着力点在于为欧元区银行体系提供流动性，辅助欧洲央行管理欧元区银行业，以避免产生欧洲银行业发生大规模挤兑风险，对稳定欧元区金融市场，避险美元流动性的再度缺乏是具有直接而有效的作用的。

此外，新兴市场方面，根据 IIF 调查显示，新兴市场国家贷款条件也在恶化，美元融资的成本逐步攀升，目前埃及和巴西等国正极力稳定美元的回流，后期的作用将逐步显现。中国为应对热钱的流出局面，适时下调国内存准率，对冲由于资金外流造成的流动性风险。从上述角度看，后期美元回流的力度在逐步降温，前期推涨美元的一大动力正逐步缓和。

后期美元大概率回调

央行联合注入美元流动性，美元涨势得到初步控制，但是目前市场美元多头投机氛围依然较重，数据上看，倾向美元的头寸上升至 54%，11月 29日当周美元走强的投注增加一半。笔者认为，央行对资金回流的警惕性越来越高，后期美元的回流的幅度或将进一步降温，那么后期美元走势是秉承前期走势还是拐头向下，很大程度上依赖于欧债问题的演变路径。

笔者认为，欧元区主权债务发展的成因，从欧盟《稳定和增长公约》规定来看，欧元区成员国对赤字和债务总额的限制规定执行力度偏弱，松散的财政纪律下，希腊、西班牙、意大利等国均处于较为严重的债务超标状态。此前德国就欧元区成员国进行财政整顿的观点，从长远角度看有利于欧元区成员国尽早摆脱主权债务威胁，但从时间点上，严肃财政纪律、

削减赤字反而使主权债务短期进一步扩散。

为了稳定欧洲金融系统，法国希望强化欧洲央行在稳定欧洲金融系统作用方面，以便充分行使最后贷款人的职能。主要原因在于：随着意大利问题的暴露，主权债务问题升级，鉴于实体经济在主权债务冲击下面临衰退风险，而 EFSF 又无法提供足够的支持，在主权国家融资成本急剧攀升的同时，只有欧洲央行有能力稳定欧洲金融系统，平抑欧元区主权国家融资成本。目前德国方面在此问题上似乎有所软化。欧洲央行表示如果欧元区领导人能就欧元区更广泛的政治改革达成一致，针对部分财政失控的国家实行严格预算控制，筹备规模约 1 万亿欧元的欧元区注资方案将能够获得执行。对此问题，笔者认为欧元区内部分歧终究弥合，无需过分担忧。在市场避险情绪逐渐降温之际，美元指数的回调应是大概率事件。