仅供内部参考，请勿外传！

海外市场点评

美元破位：预期差后的不寻常



分析师：陶川
执业证书：S0590525110006
邮箱：taochuan@glms.com.cn

研究助理：周至臻
执业证书：S0590126040034
邮箱：zhouzhizhen@glms.com.cn

➤ **全球紧缩定价同步强化的宏观背景之下，美元指数升至 102 上方并逼近 103，从历史上看，103 的点位时常也伴随着风险资产调整的关口，其后续演绎值得密切跟踪。**2000 年初美元指数突破 103，至 2002 年 1 月升至约 118 至 120 的峰值区域，难以“刹车”的强美元成为科网泡沫阶段高位的同步指标。2022 年 4 月 DXY 升破 103，9 月升至 114，其后伴随英国养老金 LDI 危机与日本 1998 年以来首次汇市干预。**过强的美元不一定仅仅是汇率问题，同样可能是外部危机的重要催化。**

➤ **我们认为，当前美元走强主要由三层预期差引起。**

第一层预期差是市场抢跑“美债利率见顶”。一旦名义与实际利率确认顶部，全球无风险利率锚将迁移，避险资金可能从法债、意债等脆弱久期回流美债。过去央行购金与去美元化压制美债需求、托高黄金估值，如今哈萨克斯坦“减黄金、增美元资产”的边际变化若扩散，意味着储备资产定价权可能从黄金向美元/短端美债回摆。**利率见顶下美债吸引力回升、避险资金回流、储备资产再配置，这三股力量叠加，正是美元继续走强的底层支撑。**

第二层预期差是美国经济由 K 型分化向 C 型收敛。AI 经济的拉动开始外溢至传统行业，**此前滞后的下臂部门获得修复，美国增长结构由分化走向收敛。**非美方面则反向走弱，欧洲财政刺激的拨付存在时滞，日本财政扩张与货币紧缩相互矛盾，**美国与非美的基本面差距因此进一步拉大，间接构成美元的底层支撑。**

第三层预期差是当前强美元实为补涨而非超调。我们的利差平价模型显示，DXY 相对美德、美日、美英三腿加权 2 年期利差的滚动回归残差已从 2025 年 6 月的负 6.9%修复至当前的正 1.2%（z 值约 1.9），位于利差可解释区间的上沿。

➤ **从历史来看，1996 年以来 DXY 五次升破 103，升破时机与紧缩周期的相对位置决定后续美元指数的动能。2023 年 8 月以来三次反复升破 103 的情景全部发生在紧缩的尾部或空窗期**，2023 年 8 月升破时联储已完成末次加息，2024 年两段升破处于降息预期的发酵期，利率端没有后续燃料，突破后 4 至 7 个月内全部跌回 103 下方。**两段紧缩加速型发生在 2000 年与 2022 年，升破时点居于加息周期中段，利率端燃料充足。**

当前的政策位置与加速型走势更为接近。9 月 FOMC 落地三年来首次加息 25bp，而市场并不认为这是一次性的纠偏行为，**年内再次加息的概率高企，美元指数存在继续向上突破并带来外部危机的可能性。**

➤ **市场定价的高位震荡低估了美元的上行概率，DXY103 可能成为新一轮市场压力测试的起点。**对美元后续动能的判别节点在 10 月与 12 月 FOMC 会议，加息及连续行动指引的组合有望确认这一路径。**而若上行尾部兑现，催化点将按美元负债的脆弱度排序，而本就相对脆弱的新兴市场，和已经积累较高财务风险的法日**

相关研究

1. 地缘观察系列：中欧谈判：“再平衡”下的新演绎-2026/10/10
2. 政策动态追踪系列：财政 5500 亿再加码：今年有何不同？-2026/10/09
3. PMI 数据观察系列：9 月 PMI：回升的“温差”-2026/10/07
4. 2026 年十一假期消费点评： 国庆消费：账单里的“星级信号”-2026/10/07
5. 海外市场点评：假期海外市场的不寻常-2026/10/06

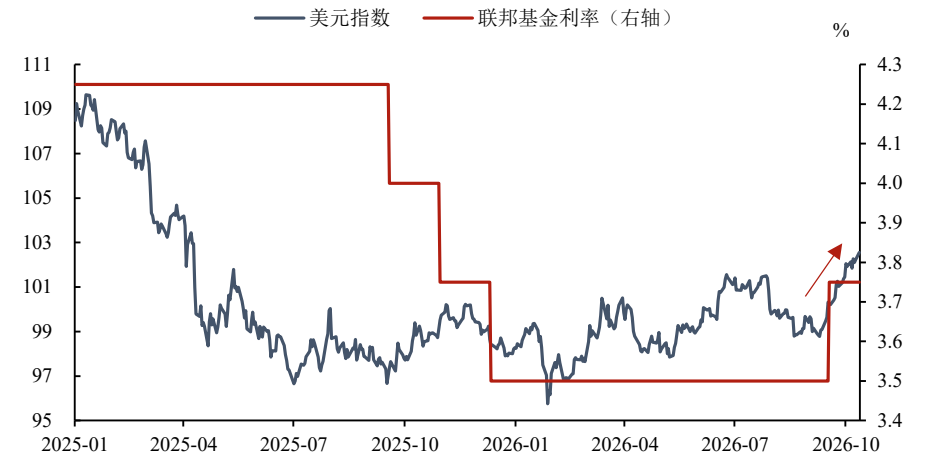
仅供内部参考，请勿外传！

两国或首当其冲。

- **风险提示：**美联储政策双向超预期风险；美国对非美基本面超预期分化风险；全球债券收益率超预期失控风险；模型与数据口径局限性风险。

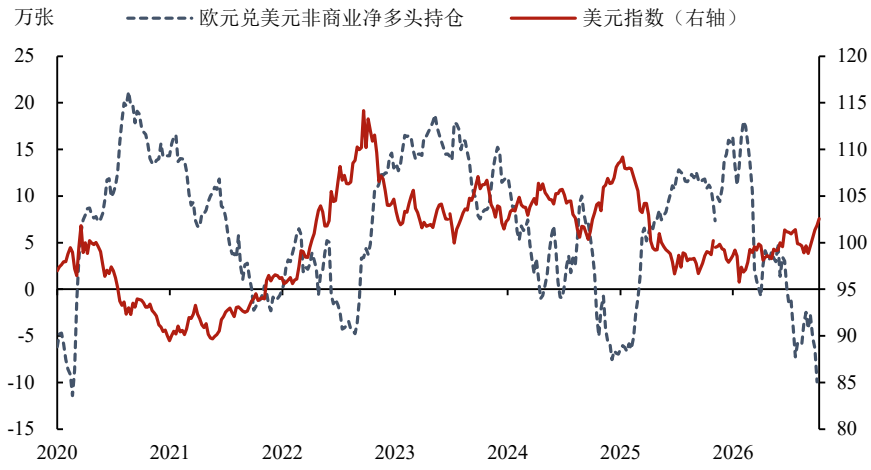
仅供内部参考，请勿外传！

图1：9 月加息以来，美元指数逐渐升至 12 个月内相对高点



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

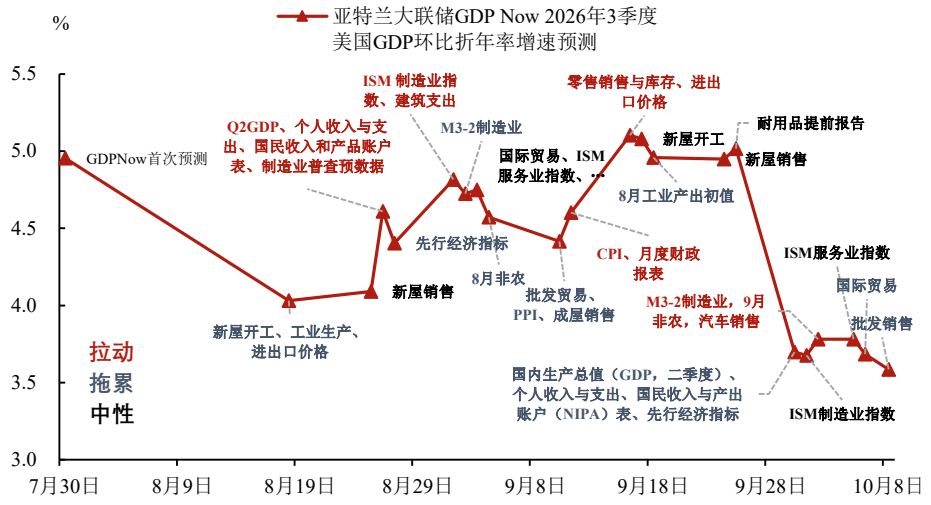
图2：当前投资者对美元净看多水平较高



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

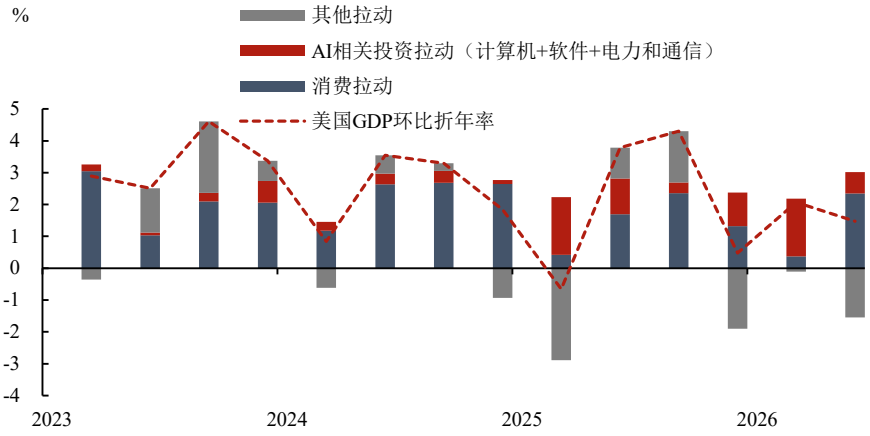
仅供内部参考，请勿外传！

图3：亚特兰大联储 GDPNow 对美国今年三季度 GDP 增速预计达 3.6%



资料来源：亚特兰大联储，国联民生证券研究所

图4：美国消费拉动 2026 年二季度反超 AI 相关投资拉动

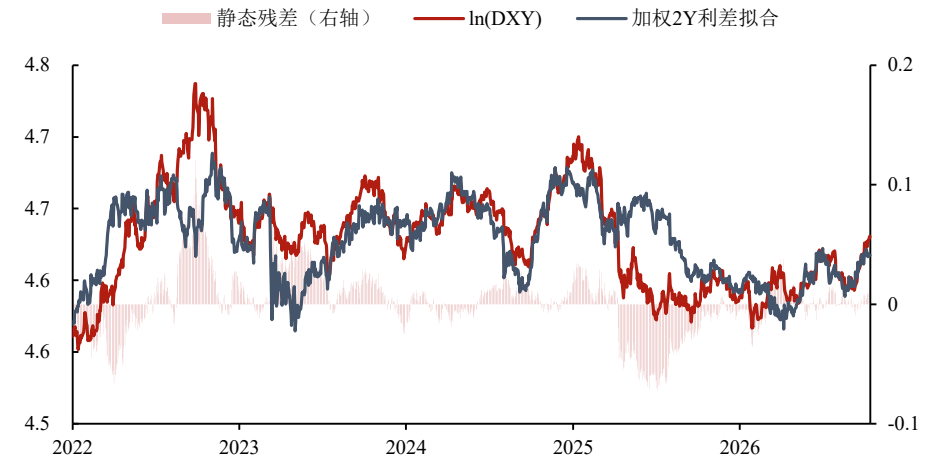


资料来源：iFind，国联民生证券研究所



仅供内部参考，请勿外传！

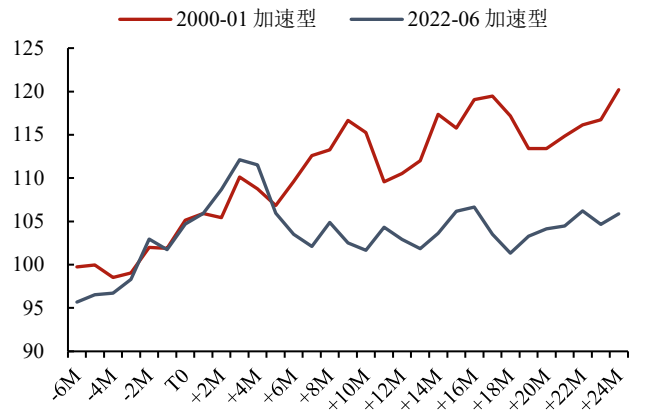
图5：当前美元指数的强劲基本在利差解释范围以内



资料来源：彭博，国联民生证券研究所测算

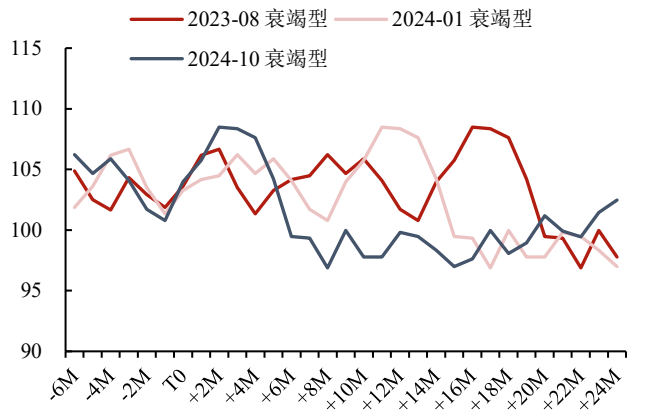
回归采用 DXY 对数与构造利差指数进行 OLS，构造利差指数通过美元及欧元区、日本和英国 2 年期 OIS 利差根据 DXY 篮子货币比例加权获得。

图6：紧缩加速型，美元指数持续上行



资料来源：彭博，国联民生证券研究所

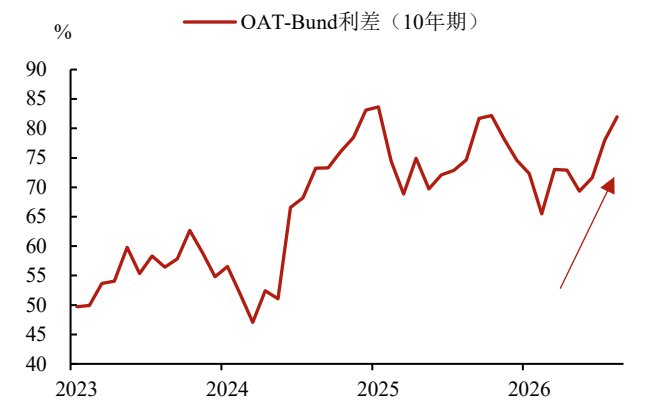
图7：动能衰竭型，美元指数高位盘整



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

图8：法国财政困局导致 OAT-Bund 利差持续扩张



资料来源：FRED，国联民生证券研究所

图9：日本财政扩张与货币紧缩矛盾加剧



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

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利益。

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；北交所以北证 50 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

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的发行与分销。

本报告仅供本公司授权之机构及个人使用，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，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；本公司自营部门及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。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。提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

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、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。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。

无锡 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 8 楼

上海 上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 B 座 7 层

北京 北京市西城区丰盛胡同 20 号丰铭国际大厦 B 座 5F

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