

强势美元是否已近尾声？

2022年，在美联储激进加息的背景下，美元指数创下近二十年的新高，这延续了2011年启动的第三轮美元升值周期。目前来看，美元走强符合美联储抗通胀和金融条件收紧的诉求。美国通胀下行速度和终点仍存在不确定性，市场、美联储与经济数据之间的预期差可能放大美元的短期波动。更高更长的限制性利率，也可能加大金融动荡发生的风险，避险情绪可能成为后市美元走势新的催化剂。

- 自1970年代初布雷顿森林体系解体以来，洲际交易所（ICE）美元指数共经历了两轮完整的升贬值周期。两轮周期的特点主要是周期长、幅度大，且大周期中包含若干小周期，但调整幅度较浅并未改变整体运行趋势。每轮升贬值周期转换的主要驱动因素有美国的汇率政策，美国与非美经济体之间的增长差异及美元国际地位的变化。
- 如果将2021年以来的美元走强视作2011年开启的美元升值大周期的延续，第三轮美元升值周期明显长于上两轮周期，迄今已持续了142个月。究其原因，一是金融危机以来美国经济的韧性和弹性明显好于欧元区和日本；二是虽然主要国家都采取了超宽松的货币政策，但美国的政策节奏持续领先于欧元区和日本；三是从货币国际化的多个维度来看，近些年美元的国际份额都稳中趋升或是保持稳定；四是在美元主导的国际货币体系之下，全球安全资产的供需缺口为美元的币值提供了支撑。
- 目前来看，美元走强符合美联储抗通胀和金融条件收紧的诉求。本轮强势美元周期期间美国双赤字状况虽有所恶化，但就业状况良好，增强了美国国内对强美元的容忍度。从海外来看，2023年欧央行货币政策追赶美联储，但欧央行在抗通胀、稳经济和防风险之间面临更难权衡的境况。从美元国际地位来看，由于路径依赖和网络效应，国际货币体系改革进展缓慢，美元的地位依然稳固。
- 美国通胀下行的速度和终点存在不确定性，近期公布的经济数据表明美国经济和劳动力市场仍具韧性，“不着陆”的可能性上升，市场需要对美联储紧缩重新定价。未来市场、美联储与经济数据之间的预期差可能放大美元的短期波动。此外，历史上美联储加息和美元升值周期多次伴随着经济和金融危机出清。如果加息终点利率更高、维持时间更长，紧缩政策的滞后和累积效应逐步显现，金融动荡可能再度发生，无论动荡是源自美国国内还是国外，避险情绪也可能成为美元走势新的催化剂。
- **风险提示：美联储货币紧缩超预期，地缘政治局势发展超预期。**

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：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

联系人：魏俊杰

junjie.wei@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030029

目录

一、美元周期的界定与回顾.....	5
(一) 1980-1995 年的第一轮美元周期.....	6
(二) 1995-2011 年的第二轮美元周期.....	9
二、第三轮超级美元周期的演进及其原因分析.....	12
(一) 始于 2011 年的第三轮美元周期.....	12
(二) 第三轮超级强美元周期的成因分析.....	13
三、第三轮美元升值周期的前景展望.....	17
(一) 美元走强符合美联储抗通胀和金融条件收紧的诉求.....	17
(二) 美国双赤字恶化但就业良好，强美元尚未招致内部反弹.....	17
(三) 2023 年欧央行货币政策追赶，但面临三难选择.....	18
(四) 国际货币体系演进缓慢，美元地位尚未受到根本挑战.....	19
(五) 利差与避险因素有可能成为美元走势新的催化剂.....	20
四、主要结论.....	22

图表目录

图表 1. ICE 美元指数和美联储美元有效汇率指数走势对比.....	5
图表 2. ICE 美元指数权重构成.....	5
图表 3. 美联储名义美元指数（对发达经济体）权重构成.....	5
图表 4. 1971 年以来 ICE 美元指数的升贬值周期.....	6
图表 5. 美国、英国和日本 CPI 同比.....	7
图表 6. 美国、英国和日本实际利率.....	7
图表 7. 美国的财政和贸易双赤字.....	7
图表 8. 美国季度国际资本流动净额.....	7
图表 9. 1980-1994 年美元指数、日元、马克、法郎和英镑兑美元汇率走势.....	8
图表 10. 美国非农单位劳动产出同比增速及产出缺口.....	9
图表 11. 美国、世界、发达及新兴经济体 GDP 增速.....	9
图表 12. 全球已分配的美元和欧元外汇储备份额.....	10
图表 13. 美国联邦基金利率、国债收益率及美元指数.....	11
图表 14. 美国、英国、欧元区及日本实际 GDP 增速.....	12
图表 15. 美国、英国、欧元区及日本货币政策目标利率.....	12
图表 16. 历次美元周期的对比.....	13
图表 17. 2008-2021 年美日欧 GDP 不变价总值.....	14
图表 18. 2007 年以来美日欧央行资产负债表规模.....	14
图表 19. 美元在货币国际化多维度的份额占比.....	15
图表 20. 1946-2019 年全球多数货币锚定的货币占比.....	15
图表 21. 美国、日本和德国 10 年期国债收益率.....	16
图表 22. 美元指数与外资净买入美国国债.....	16
图表 23. 美元指数与美国进口价格指数和 CPI 同比增速.....	17
图表 24. 美元走势和发达国家与新兴市场金融条件指数.....	17
图表 25. 美国经济痛苦指数.....	18
图表 26. 美国非石油产品和石油产品贸易逆差.....	18
图表 27. 美国和欧元区 PPI 与 CPI 及核心 CPI 同比增速.....	19
图表 28. 国际货币基金组织对美欧英日 GDP 不变价预测值.....	19
图表 29. 欧元在货币国际化多维度的份额占比.....	20
图表 30. 美元指数与美国联邦基金利率.....	21

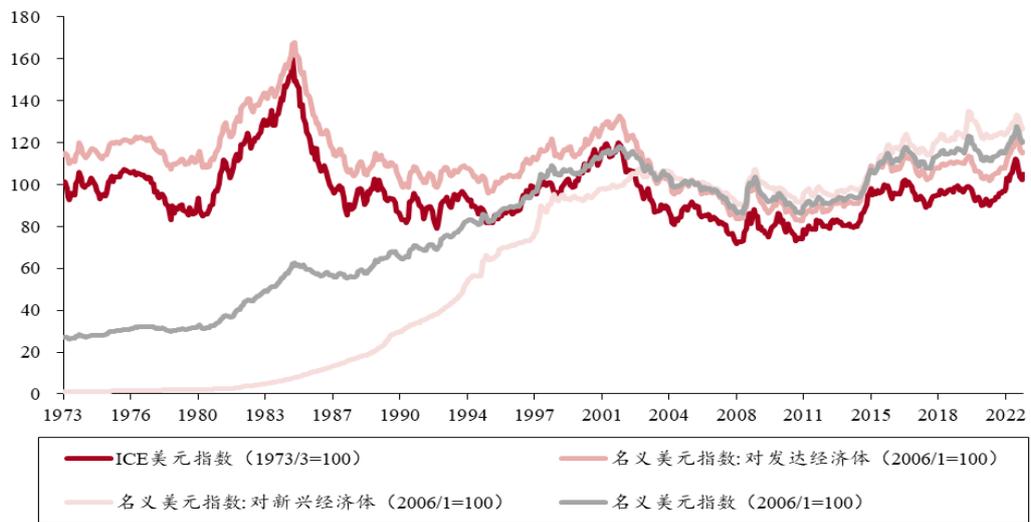
2022年，在美联储激进加息的背景下，美元走势一枝独秀，创下近二十年的新高。这也是2011年4月以来启动的美元大升值周期的延续，至2022年9月的高点，历时136个月，是1971年布雷顿森林体系解体以来最长的美元升值周期。近期，随着美国通胀连续回落，美联储放缓加息步伐，美元冲高回落，市场预期本轮美元或已见顶。本轮周期为何持续时间如此之长？短期内的美元回调是否意味着强势美元已接近尾声？本文拟对此进行探讨。

一、美元周期的界定与回顾

衡量美元汇率的强弱使用多边汇率指数，常用的有洲际交易所（ICE）美元指数（DXY）和美联储编制的美元有效汇率指数，后者又细分为名义和实际、对发达和新兴经济体美元指数，且权重每年会根据与美国贸易的情况进行调整。从走势对比来看，ICE 美元指数与美联储的对发达经济体美元指数走势较为一致，美联储的对新兴经济体美元指数自 1973 年以来整体呈现上涨趋势，无明显的周期特征（见图表 1）。

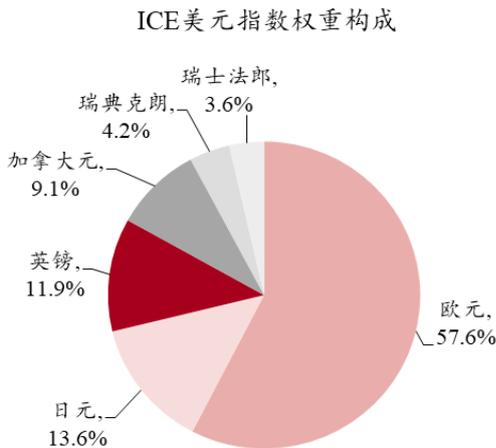
从货币权重构成来看，ICE 美元指数由 6 种货币构成，前三位依次为欧元、日元和英镑，三者合计权重占比为 83.1%（见图表 2）。因此，前述三种货币的走势对于 ICE 美元指数起到决定性作用。美联储编制的对发达经济体美元指数在包括 6 种货币之外，还加入了澳元，但权重较小，前三种货币分别为欧元、加拿大元和日元，三者合计占比接近 80%（见图表 3）。综合对比来看，本文选取 ICE 美元指数来衡量美元周期。

图表 1. ICE 美元指数和美联储美元有效汇率指数走势对比



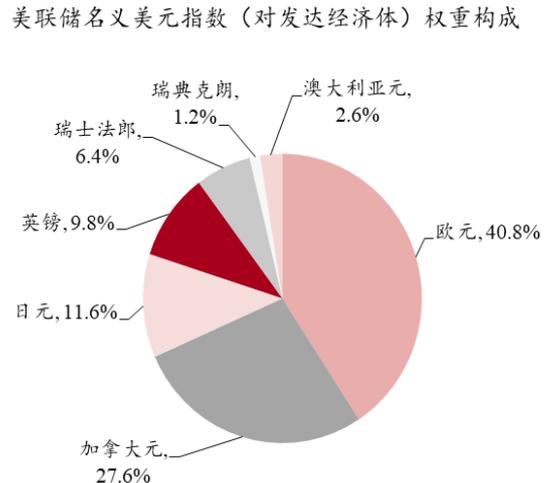
资料来源：Wind，美联储，中银证券

图表 2. ICE 美元指数权重构成



资料来源：ICE，中银证券

图表 3. 美联储名义美元指数（对发达经济体）权重构成



资料来源：美联储，中银证券

注：最新权重为 2023 年 2 月数据。

¹ 详见 <https://www.federalreserve.gov/releases/h10/weights/default.htm>

自 1970 年代初布雷顿森林体系解体以来，ICE 美元指数共经历了两轮完整的升贬值周期²。以下对两轮周期的演进及原因做简要回顾和分析。

图表 4. 1971 年以来 ICE 美元指数的升贬值周期



资料来源：Wind，中银证券

（一）1980-1995 年的第一轮美元周期

升值周期：1980.7-1985.2，持续时间 55 个月，美元指数累计上涨 96%

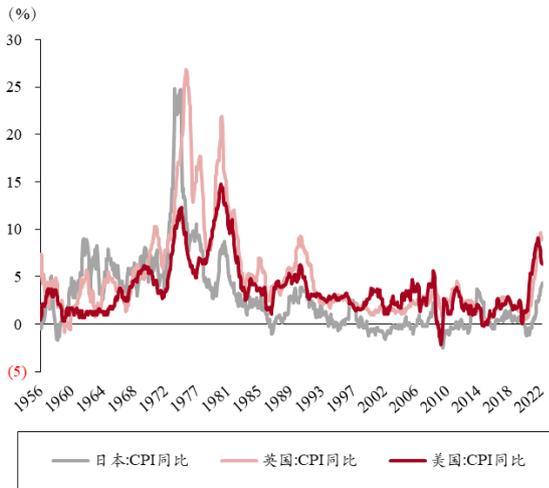
主要原因：紧货币和宽财政推高实际利率，国际资本大量回流美国

1971 年美元和黄金脱钩，自此其他非美货币也与美元脱钩，越来越多国家开始采用浮动汇率制度，全球汇率波动明显加大。此外，1973 年和 1979 年的两次石油危机推高了能源价格，美国、英国及日本等发达国家的通胀水平纷纷突破双位数（见图表 5）。1979 年 8 月，美联储主席沃尔克上台，采取强硬的货币紧缩手段来对抗通胀，通过严格控制货币供应量、大幅提高贴现率的“量价双紧”措施，美国联邦基金利率一度升至 22% 的历史高点。高利率之下，美国经济在 1980-1982 年出现“双衰退”。

1981 年，美国总统里根上台后便开始推行供给侧改革，通过大幅减税、放松政府管制来提振美国经济，美国财政赤字逐年扩大（见图表 7）。紧货币和宽财政的政策组合，快速推高了美国的实际利率，其明显高于其他发达国家（见图表 6）。这导致国际资本大量流入美国，1981-1985 年均美国国际资本净流入 240 亿美元，远高于 1978-1980 年均净流入 2 亿美元的规模（见图表 8），美元汇率出现快速升值。

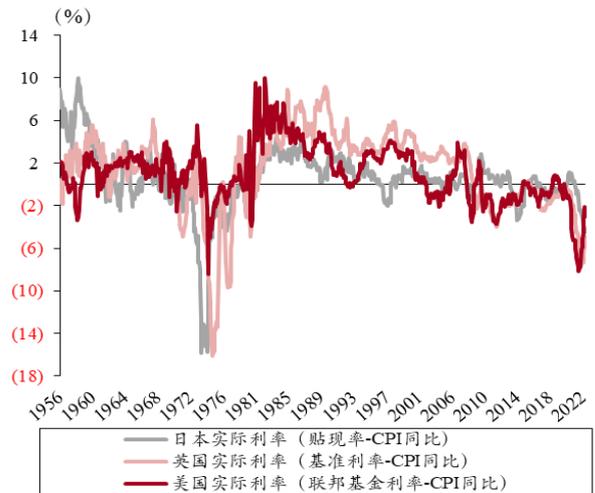
² 始于 2011 年 4 月的第三轮美元周期至今尚在升值周期，未经历过真正的贬值周期。

图表 5. 美国、英国和日本 CPI 同比



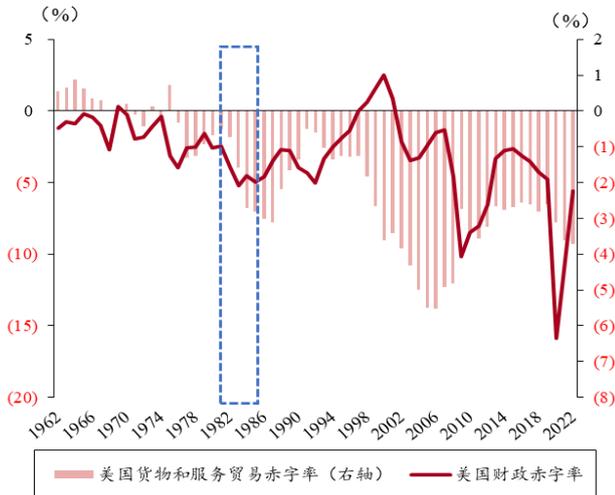
资料来源: Wind, 中银证券

图表 6. 美国、英国和日本实际利率



资料来源: Wind, 中银证券

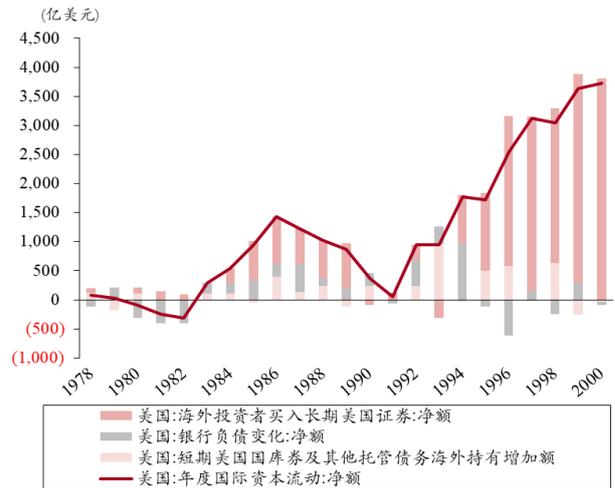
图表 7. 美国的财政和贸易双赤字



资料来源: Wind, 中银证券

注: (1) 1962~1980 年美国联邦赤字率为财政年度数据; (2) 为统计口径可比, 1981 年以后的美国联邦赤字率, 分子将联邦政府盈余调整为公历年份 1~12 月合计, 而非按财政年度当年 10 月~次年 9 月合计; (3) 两个赤字率均为与年度名义 GDP 之比。

图表 8. 美国季度国际资本流动净额



资料来源: Wind, 中银证券

贬值周期：1985.3-1995.4，持续时间121个月，美元指数累计下跌51%

主要原因：国内贸易保护主义抬头，国际贸易摩擦升温，促使美国调整汇率政策

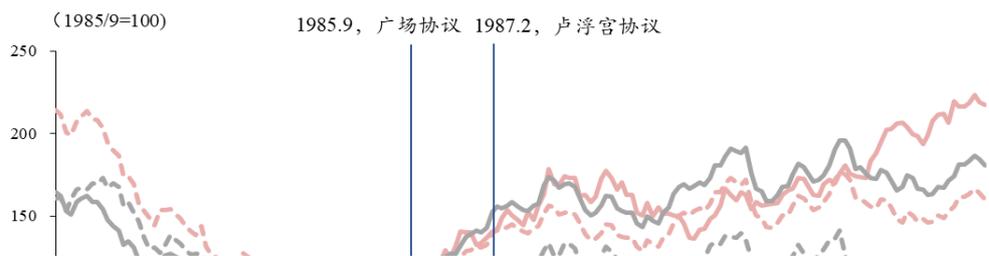
1981年至1984年，里根政府对美元汇率政策的态度是“善意的忽视”（benign neglect）。尽管强美元招致了美国贸易商的诸多抱怨，不少人主张干预外汇市场以抑制美元走强，但时任美国财长的唐纳德·里根（Donald Regan）则表示，强美元体现了大家对美国经济的信心。从央行的角度来说，强势美元也有助于降低美国的通胀。因此，当时美国财政和货币当局都一致拥护强势美元。

1984年至1985年期间，美国与其他国家的利差已经开始缩窄，美国的通胀也显著下降，而美元汇率却依旧延续升势。当时，美国CPI同比增速已由1980年的双位数降至1984年末的3.9%，而美元指数却屡创新高，至1985年2月已突破160。有学者提出美元汇率出现非理性投机泡沫，呼吁重新审视美国的汇率政策³。同期，美国贸易逆差持续扩大，国内的贸易保护主义抬头，与日本和德国之间的贸易摩擦也逐渐升温。此外，在财政和贸易双赤字的问题之下，美国从对外净债权国变成了对外净债务国，许多人认为一旦美国外资流入形势逆转或者世界对美元的信心丧失，将给美国经济带来巨大冲击。国内的贸易保护主义、国际的贸易摩擦，以及对于美元国际地位的担忧，都促使美国调整其汇率政策⁴。

《广场协议》签署后美元进入快速贬值通道。1985年9月，在美国的主导下，美日德英法五国签署了《广场协议》，承诺联合干预汇率，促进各国经济和全球贸易平衡发展。实际上，美元在《广场协议》之前便已经触顶回落，美元从1985年2月25日高点到9月21日广场协议签署，累计下跌了15%。《广场协议》的签署只是顺应了市场形势，市场和政策形成同向作用，促成了美元的加速下跌，从1985年9月至1987年2月，美元指数累计下跌了26%，跌至100以下（见图表9）。

然而，汇率变化没有对国际收支失衡产生预期的改善效果。美国的贸易赤字继续扩大，同时日本和德国的贸易顺差也继续增加。各国意识到贸易失衡是经济结构问题所致，需要对国内宏观政策进行协调。1987年2月，为了防止美元过度贬值给经济带来更多负面作用，美国召集G7国家签署了《卢浮宫协议》，加强各国的宏观政策和汇率政策协调，包括日本和德国通过扩大内需减小贸易顺差，美国削减财政赤字等。《卢浮宫协议》可以视作《广场协议》的续章，但与之不同的是，《卢浮宫协议》并没有达到预期的政策效果。此后，美元延续下跌态势，只是贬值速度趋缓，日元和德国马克继续升值（见图表9）。至1995年4月，美元指数降至80左右，较1985年2月的高点累计贬值51%。

图表9. 1980-1994年美元指数、日元、马克、法郎和英镑兑美元汇率走势



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_53056

