



蒋飞：美元升值何时了





文/意见领袖专栏作家 蒋飞

核心观点

我们在去年 7 月发布的下半年宏观报告中提出美元进入升值趋势，从此之后多篇重要报告以及《大类资产配置报告》均认为美元处于升值趋势中，尤其是在 9 月市场分歧加大的背景下我们仍然认为美元会突破 110 大关。这与我们判断美联储加息激进路径、美国利率超预期上升幅度高度契合。

我们认为这轮美元升值大致分为三个阶段：全球流动性收缩（2021.06——2021.09）、能源危机冲击（2021.09-2022.12）和经济危机冲击（2023.01-2023.06）。这三个阶段，美元分别与四国央行总资产增速、能源价格走势背离、美股下跌有关。

随着明年经济陷入低迷、通胀回落之后货币政策可能再次转向宽松，美元升值周期到时也基本见顶。我们认为这一时间难以明确预测，并且在最后阶段美元升值持续的时间比空间更重要。在俄乌冲突走向不明、核战阴影出现等地缘政治持续冲突下，美元走势面临的不确定性更高，到时我们通过观察黄金走势来研判。



视频版报告

正文

自从去年 7 月 30 日长城证券宏观团队发表半年度报告《经济放缓，风险并存——2021 年下半年经济研究报告》以来，我们始终认为美元处于

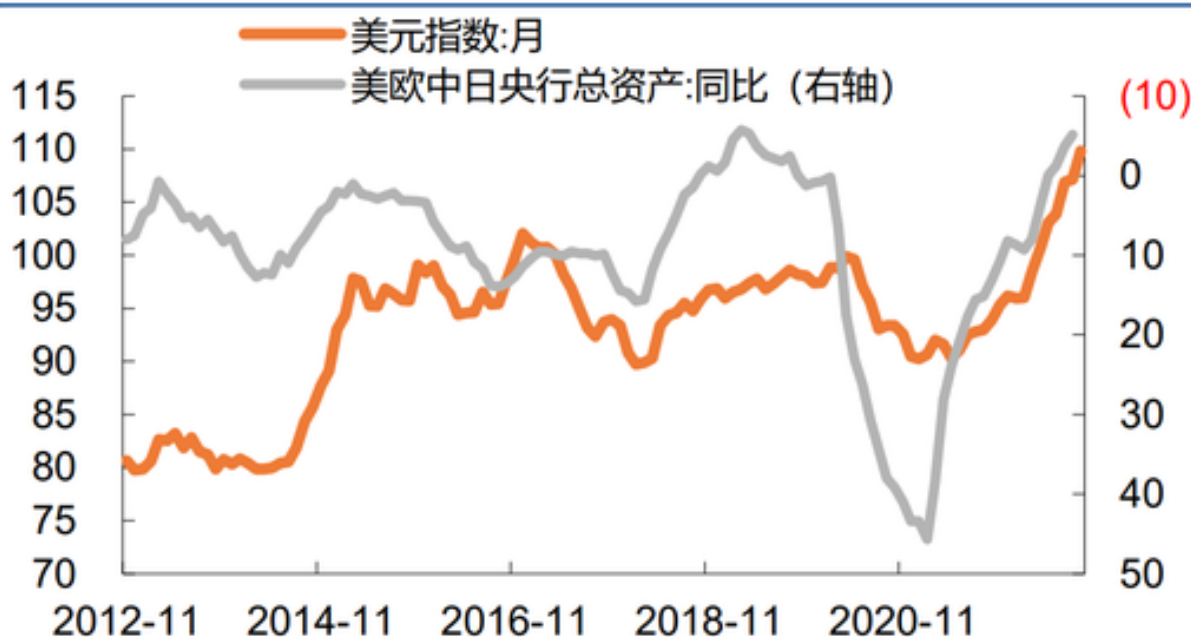
升值趋势之中。

美元持续升值的原因是什么呢？尤其是美元突破 100 前后时间，市场分歧较大。很多分析人士认为美元突破不了 100，有的认为当时已经见顶。作为宏观研究者，尤其是商业研究，更注重趋势的形成、发展和结束的整个过程变化。我们认为从去年年中到明年年中，美元升值分为三个阶段。

第一阶段：全球流动性收缩（2021.06——2021.09）

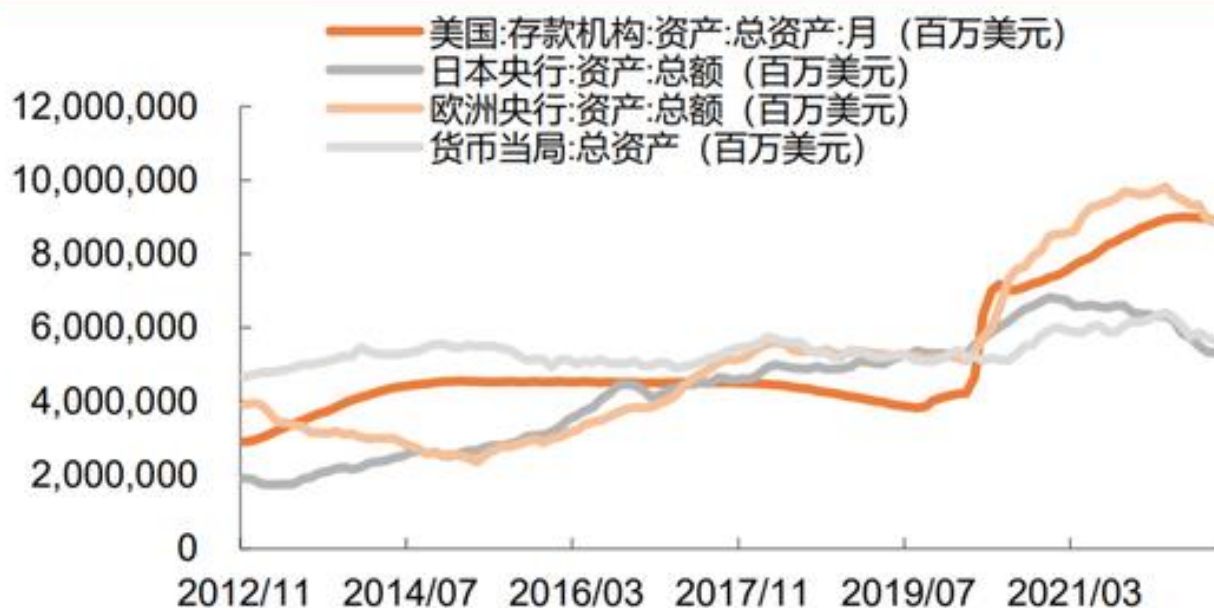
2021 年世界仍处于新冠病毒大流行的笼罩之下，各国政府还在救市，主要经济体的央行资产负债表还在扩张，但增速已经变慢，比如 2021 年 2 月四国（美欧中日）央行总资产的同比增速见顶回落。在这种背景下，2021 年年中时期美元见底，从贬值趋势转变为升值趋势。

图 1: 美元指数和美欧中日央行资产同比



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 2: 美欧中日四国央行总资产同比增速见顶回落

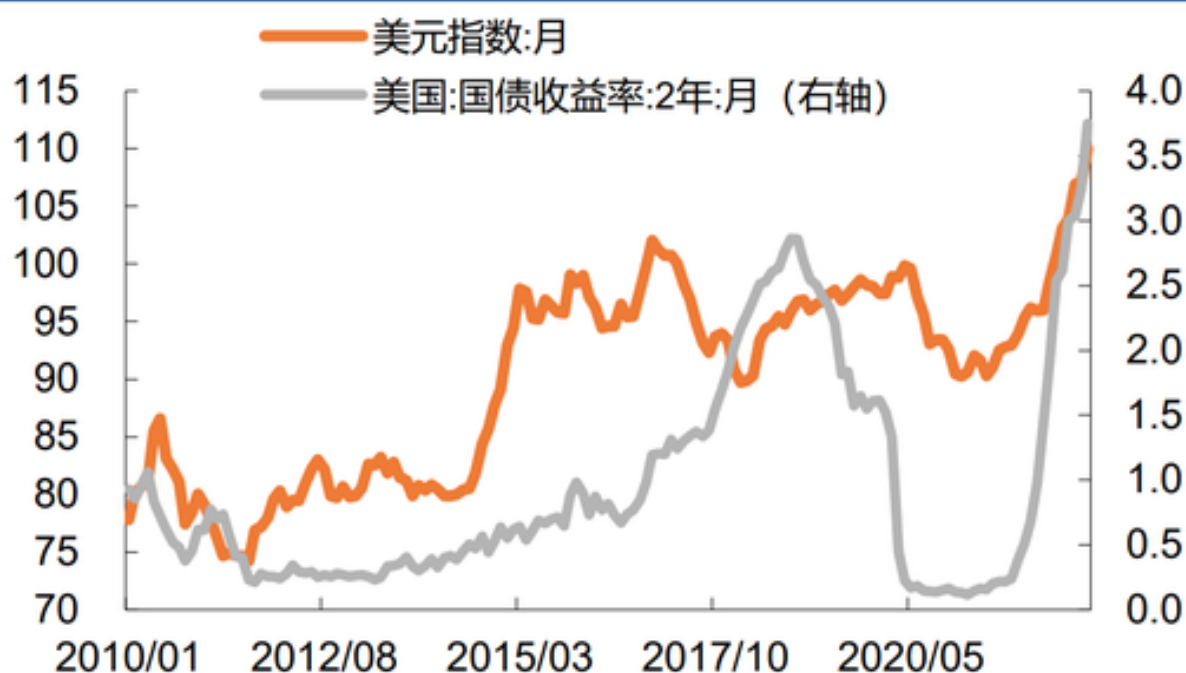


资料来源: IFIND, 长城证券研究院

美联储在 2021 年整年都没有加息，虽然 3 月份主席鲍威尔有过表示开始考虑“减少所购买的美国国债和抵押贷款支持证券数量”，但 4 月份议息会议之后又表示“现在还不是开始谈论缩减购债规模的时候”，到了 6 月份宣布“超额准备金利率（IOER）从 0.1% 调整至 0.15%”，此时货币政策转向，美元见底；7 月鲍威尔表示“如果通胀上升太多，美联储准备调整政策，但距离开始逐步减少资产购买的门槛还有很长的路要走”，8 月在杰克逊霍尔全球央行年会上鲍威尔终于提出鹰派观点：美联储今年或开始缩减购债，但不会急于加息。9 月份更进一步“加息可能会比预期早一点”，11 月开始缩表“逐月减少 150 亿美元资产购买规模”，最后 12 月加大缩表力度“将减码速度加倍至每月 300 亿美元”。

美联储货币政策取向的转变，导致全球流动性从宽松转为收紧。2021 年 6 月美国两年期国债利率开始回升，从 0.2% 回升至年底的 0.7%，再到今年年中的 3%，速度不断加快；同时美国利率的率先回升，造成世界上美元流动性收紧，欧美利差扩大，欧元贬值美元升值。

图 3: 美元指数和美国国债收益率(2 年期)



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 4: 美元指数和欧美利差



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

不过由于美联储错失加息时机，美国进入工资-通胀螺旋式增长阶段，通胀进入失控状态。2021 年 4 月份美国通胀预期开始高企，此时 CPI 同比正好突破过去十年的最高点，正在快速上扬；核心 CPI 同比更是突破过去十五年的高点，正在快速上扬。等到 9 月份美联储主席抛弃“通胀是暂时”的论调，准备着手收紧货币政策时，因为能源价格的上涨，美元进入第二升值阶段。

图 5: 美国进入工资-通胀螺旋式增长阶段



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_46611

