



管涛：关注超级美元周期滋生的新美元泡沫





若随着货币紧缩政策的滞后效果显现，美国经济增速放缓、失业率上升，强势美元或会重新引起美国民众的关注和非议。

1980 年代上半期，美联储高利率反通胀，催生了布雷顿森林体系解体之后的第一轮强美元周期，推动美国“孪生赤字”（指贸易赤字与财政赤字）不断膨胀。最终 1985 年 9 月份广场协议达成，西方五国联合干预美元贬值收场。这轮强美元被称为典型的美元泡沫。这次高通胀回归，美联储开启四十年来最激进的紧缩周期，推动美元指数刷新二十年纪录，延续了 2011 年 4 月以来的第三轮强美元周期。这轮超级美元周期有没有滋生新美元泡沫，本文拟对此进行探讨。

进行中的第三轮超级美元周期

1970 年代布雷顿森林体系解体以来,国际货币体系进入了浮动汇率与固定汇率并行的无体系时代。过去五十年来,以洲际(ICE)美元指数(DXY)衡量,美元经历了三轮大的升值周期。

第一轮是从 1980 年 7 月至 1985 年 2 月,历时近 56 个月,累计升值 96%。第二轮是从 1995 年 4 月至 2001 年 7 月,历时近 76 个月,累计升值 51%。第三轮是从 2011 年 4 月至 2022 年 9 月,历时约 137 个月,累计升值 56%。需指出的是,尽管 2022 年 9 月底以来美指冲高回落,但到 2023 年 1 月份仍稳定在 100 以上,处于强势美元状态,不排除未来美元指数还可能超过前高,本轮强美元周期进一步延长(见图 1)。

图 1: ICE 美元指数 (单位: 1973 年 3 月=100)



资料来源: WIND; 中银证券

美元指数是以贸易加权的方式计算出美元的整体强弱程度。前述美元

指数的篮子货币有 6 种,分别是欧元(57.6%)、日元(13.6%)、英镑(11.9%)、加拿大元 (9.1%)、瑞士法郎 (4.2%) 和瑞典克朗 (3.6%)。欧元权重过半,与美元走势基本是镜像关系。欧元、日元合计占比更是达到 71.2%。

本轮超级美元周期完美诠释了“经济强货币强”。为应对 2008 年全球金融海啸,美联储推出了零利率和量化宽松货币政策。然而,过去十多年,美元进入中长期贬值通道的预言迟迟未能兑现,就是因为不论从经济增长还是货币政策角度看,美国都“完虐”欧洲与日本。

首先,尽管 2008 年全球金融危机肇始于 2007 年美国次贷危机,但美国危机后经历了战后最长的经济景气,而欧元区 and 日本却深陷经济停滞。2009~2021 年,美国经济年均增长 1.7%,欧元区增长 0.6%,欧元区的“火车头”德国增长 0.9%,日本增长 0.3%。到 2021 年,美国实体经济总量相当于 2008 年的 1.25 倍,欧元区为 1.10 倍,德国为 1.13 倍,日本为 1.03 倍。

其次,在货币宽松程度方面,欧洲与日本较美国不遑多让。从 M2 与年化名义 GDP 之比看,到 2022 年 9 月底,美国为 85.8%,较 2008 年底上升 30.1 个百分点;欧元区为 117.9%,上升 32.5 个百分点;日本为 217.9%,上升 77.4 个百分点。从央行总资产与年化名义 GDP 之比看,到 2022 年 9 月底,美联储为 35.2%,较 2008 年底上升 20.0 个百分点;欧央行为 67.4%,上升 45.5 个百分点;日本为 123.6%,上升 100.3 个百分点。货币放水哪家强,显然是高下立判。

再次，欧央行与日本央行在非常规货币政策上更加激进，采取了负利率安排，美元资产保持了利差优势。从 10 年期国债收益率差看，过去二十多年，日美利差一直为负：2011~2022 年年均负利差平均为 185 个基点，较 2002~2010 年平均 268 个基点有所收敛，但处在高位；2022 年年均负利差 271 个基点，环比上升 133 个基点。同期，德美利差由正转负：2011~2022 年年均负利差平均为 144 个基点，远高于 2002~2010 年平均 26 个基点的水平；2022 年年均负利差 177 个基点，环比上升 1 个基点（见图 2）。

图 2：年均 10 年期日美和德美国债收益率差（单位：个基点）



资料来源：美联储；德意志联邦银行；日本财务省；WIND；中银证券。

本轮强美元周期尚未招致美国国内的大幅反弹

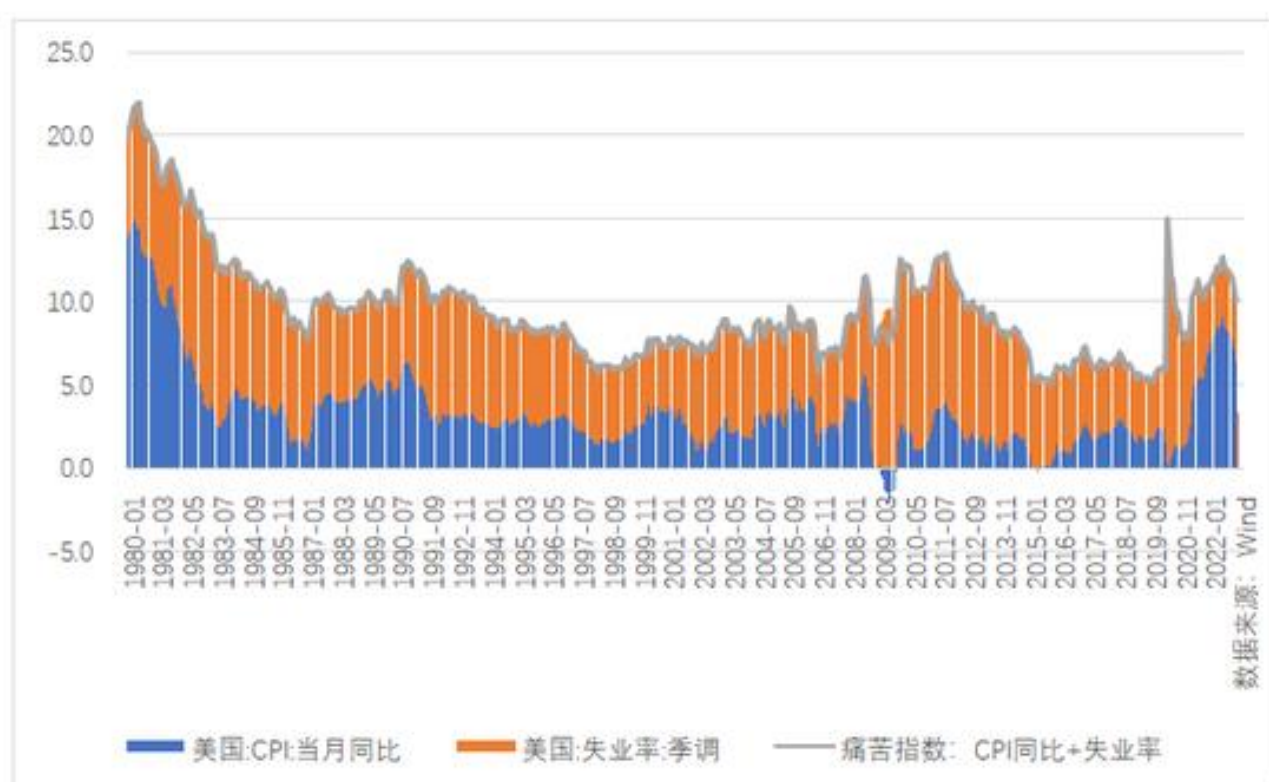
1980 年代的强美元招致了美元泡沫的指责，激化了美国与其他西方国家的经贸摩擦。但是，除了特朗普政府时期频频点评股市汇市外，这轮超级美元周期期间，特别是在 2022 年货币紧缩、美指飙升的背景下，却没有招致美国国内太多的批评。主要原因有三：

首先，本轮强美元周期累计涨幅较小、持续时间较长，减轻了美元升值造成的冲击。第一轮强美元周期最大涨幅接近翻倍，几乎是一气呵成。1980~1984 年美元指数录得“五连涨”，其中后四年年度涨幅都在 10% 以上。本轮强美元周期最大涨幅迄今排在第二位，只有第一轮的一半多，而且是走走停停。尽管 2013~2016 年美元指数录得“四连涨”，但仅 2014 年年度涨幅在 10% 以上，同时 2017 和 2020 年各有一波 9.9% 和 6.7% 的回撤（见图 1）。由于 2017 和 2020 年的两次回撤时间短、幅度浅，均难称之为弱美元周期。当然，这两轮回调也使得浮筹清洗更干净，美元强势更稳健。

其次，本轮强美元周期缺乏调整的基础。美元指数在 1999 年欧元问世之前是由 10 种货币构成，之后欧元替代了欧元区的主权货币才缩减为 6 种。不论是 10 种还是 6 种，均为发达国家货币。1980 年代中期以来的美元泡沫破裂，美国与战后日本和德国相比，经济实力的此消彼长是深层次原因。泡沫破裂后，美指最大跌幅过半。本轮超级美元周期中，欧洲、日本经济基本面和政策面总体均不如美国，导致美元跌无可跌。美国经历了特朗普政府时期单挑所有国家的经贸摩擦后，拜登政府时期转向主要针对

中国。但是，一方面，人民币不是美元指数的篮子货币；另一方面，经历了 2015~2016 年的集中调整，以及 2019 年 8 月份破 7 之后，人民币汇率形成更加市场化，有涨有跌、双向波动，中美经贸冲突的焦点已从汇率问题转向结构性问题。事实上，2018 和 2019 年中美经贸冲突紧张时，曾经利空人民币。

图 3：美国经济痛苦指数（单位：%）



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_52230

