

首席宏评（第72期）

美元指数长周期可能正在牛熊切换

■ 核心摘要

1) 自 1971 年 8 月 15 日尼克松总统宣布美元黄金脱钩以来，美元指数迄今为止经历了“三落三起”的长周期。最近这轮美元上行周期始于 2008 年 4 月并持续至今，长度已超 12 年，是三次美元指数上升长周期中持续时间最长的一次。

2) 近几年我们持续看好美元指数主要基于三个历史经验：其一，在美联储结束加息周期之前，美元指数通常不会持续下跌；其二，若全球经济非常低迷，美元指数表现通常强劲；其三，在全球范围内不确定性上升时，美元指数表现通常强劲。

3) 但是，我们的看法正在转变，2019 年可能是美元指数长周期发生牛熊切换的一年；从 2020 年开始，美元指数可能步入新一轮下降长周期。美联储开启降息周期、美国经济增速已过拐点、特朗普政府的奇葩风格正削弱美元的公信力是支撑我们判断的三大证据。

4) 美元指数即将开启的这一轮长周期下行周期将是充满波折的。在 2019 年下半年，美元指数仍可能在 93-99 范围内高位震荡。但从 2020 年起，美元指数跌至 90 以下的概率将会显著上升。

5) 美元指数步入下行长周期，未来至少有两重涵义：第一，这有利于包括人民币在内的新兴市场货币汇率的稳定；第二，如果将全球经济继续低速增长、全球不确定性依然居高不下、美元指数高位回落三重因素结合考虑，那么未来一段时间黄金价格有望显著上涨。

自 1971 年 8 月 15 日尼克松总统宣布美元黄金脱钩以来，美元指数迄今为止经历了“三落三起”的长周期。最近这轮美元上行周期始于 2008 年 4 月并持续至现在，长度已经超过 12 年，是三次美元指数上升长周期中持续时间最长的一次。

过去几年，在国内学者与分析师们屡屡看空美元指数之时，我们总是对美元指数走势保持乐观，认为美元指数显著下跌的概率很低，甚至可能继续保持强势。2019 年年初至今，美元指数总体上仍在上升。

过去几年我们持续看好美元指数的原因，主要包括三个历史经验：其一，在美联储结束加息周期之前，美元指数通常不会持续下跌；其二，如果全球经济增速非常低迷，美元指数表现通常强劲（这意味着美元是反周期资产）；其三，在全球范围内不确定性上升时（这经常会导致金融市场动荡），美元指数表现通常强劲。

从这三个角度来分析，不难看出美元指数迄今为止为什么强势。首先，2013 年下半年至 2018 年年底，从宣布即将开启货币政策正常化到美联储九次加息，美联储总体上在不断收紧货币政策。其次，在 2008 年至 2012 年的全球金融危机之后，全球经济增速总体上非常低迷，处于所谓的长期性停滞状态。根据世界银行的数据，全球经济增速由 2010 年的 4.3% 缓慢下跌至 2016 年的 2.6%，而 2018 年也仅为 3.0%。相比之下，美国经济增速却在 2015 年与 2018 年两次达到 2.9% 的最近 13 年内（2006-2018）最高水平。再次，自特朗普在 2016 年年底大选获胜以来，全球范围内至少有三重不确定性交织上升并相互加强，一是发达国家国内政治不确定性加剧（美国总统大选、德国默克尔历任、法国黄马甲运动、英国脱欧）；二是中东地缘政治冲突加剧（尤其是美伊冲突）；三是中美贸易摩擦加剧。

不过，我们的看法正在转变。如下证据表明，2019 年可能是美元指数长周期发生牛熊切换的一年。而从 2020 年开始，美元指数可能会步入新一轮下降长周期。

证据之一，是美联储已经开启了降息周期。2019年7月底，美联储宣布降息25个基点。这是10余年来美联储首次降息。更加意味深长的是，本次降息发生在美国经济基本面依然稳健的背景下，这被认为背离了过去美联储的决策逻辑。市场普遍认为，这是特朗普屡次对美联储施压的结果，美联储货币政策独立性已经受到损害。这也是为什么近日美联储四位前任主席集体撰文呼吁应保持美联储货币政策独立性的原因所在。但无论如何，市场倾向于认为美联储的决策风格已经发生改变，到2019年年底之前可能还有1-3次降息。

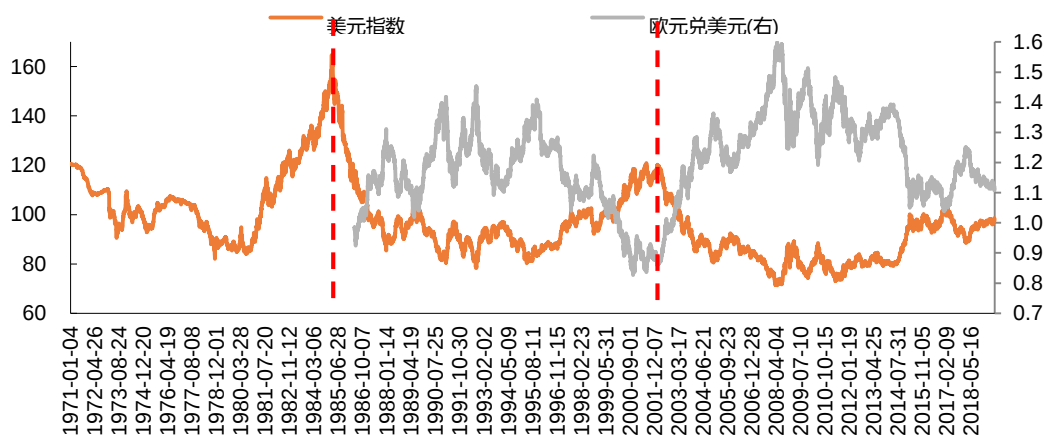
证据之二，是美国经济增速已过拐点，美国经济与全球经济增速之差未来可能持续下降。在2016年至2018年期间，美国经济年度增速由1.6%上升至2.9%，而全球经济年度增速仅由2.6%上升至3.0%，美国经济与全球经济增速之差，过去三年分别为-1.0%、-0.8%与-0.1%，呈现持续上升之势。美国经济表现优于全球，这是美元指数能够持续上升的重要原因之一。然而，各方面数据显示，2019年美国经济增长可能下降至2.0%左右，美国经济增长与全球经济增速之差，在未来几年可能重新下降。这意味着，美元作为反周期货币的特点未来几年将没有过去几年那么突出。

证据之三，是尽管未来一段时间内全球不确定性依然在上升，但特朗普政府当前的奇葩风格正在削弱美元作为避险资产的公信力。一方面，虽然美元早在1971年就与黄金脱钩，但市场依然对美元币值保持信心，根源在于市场认为美联储是独立的负责货币政策的决策机构。而如前所述，近期美联储降息已经意味着独立性的削弱，这无疑会加大市场未来对于美元购买力下滑的担忧；另一方面，美元作为避险资产的底气之一，在于美国作为全球最重要的经济体，一直在为全球提供各种公共产品，例如提供最终消费市场、提供金融产品、维持全球多边秩序稳定、维持全球地缘政治平衡等。而特朗普政府在上任后急剧趋向单边主义、保守主义、民粹主义与功利主义。这些行为已经事实上严重损害了美国的全球领导力，并最终必然会损害全球市场对美元的信心。

需要指出的是，即使美元指数开启了长周期下行通道，这种下跌也不会是平滑的，而是涨涨跌跌、起起伏伏。在2019年下半年，美元指数仍可能在93-99范围内高位震荡。但从2020年起，美元指数跌至90以下的概率将会显著上升。

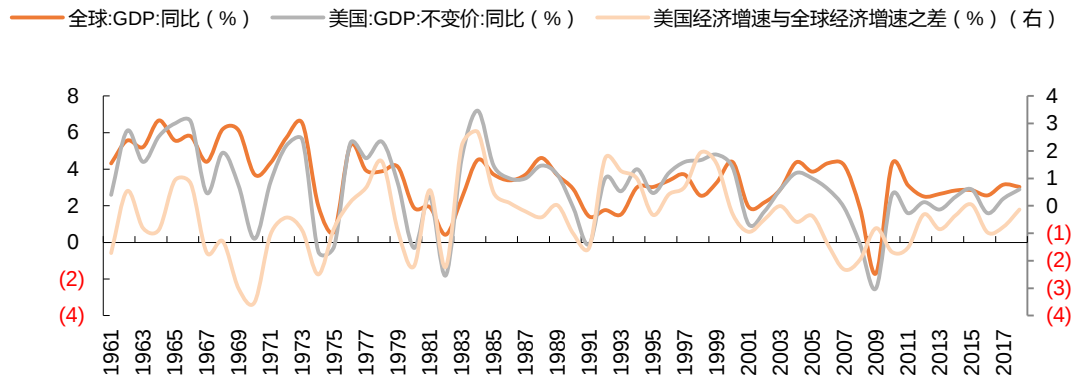
美元指数步入下行长周期，未来至少有两重涵义：第一，这有利于包括人民币在内的新兴市场货币汇率的稳定；第二，如果将全球经济继续低速增长、全球不确定性依然居高不下、美元指数高位回落三重因素结合考虑，那么未来一段时间黄金价格有望显著上涨。

图表1 美元指数三大完整周期与欧元兑美元的走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表2 全球经济增长、美国经济增长、美国与全球经济增长之差的走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

报告作者：

首席经济学家：张明 中国社科院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任，国际金融研究中心副主任，研究员、博士生导师
证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）
证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）
研究助理：薛威 一般从业资格编号：S1060117080079 电话（021-20667920）邮箱（XUEWEI092@PINGAN.COM.CN）

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

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_10910

