

证券分析师

陆兴元

资格编号: S0120518020001

电话: 021-68761616

邮箱: lu_xy@tebon.com.cn

相关研究

周而复始的美元

——大洋彼岸系列报告（一）

摘要:

- **熊长牛短的美元周期。**从早期的“殖民票”到国家货币单位，再到公认的世界货币，从1690年以来，美元经历了众多演变。美元是世界上最重要的国际化货币，美元周期的变动会通过全球资本流动，贸易一体化等方式对世界其他国家产生深刻影响。从布雷顿森林体系瓦解之后，我们根据美元指数的涨跌，将美元分为三个周期。从过去经验来看，**美元长期是下跌的。并且美元周期下跌时间长，而上涨时间短，每一轮的美元高点都不及上一轮周期。**美元上涨持续的时间一般6年，美元下跌的持续时间一般为10-13年，一个周期持续时间约16年。
- **美元周期波动主要受美国经济基本面、美欧利差、原油价格和美联储货币政策的影响。**第一，从长期来看，美元的走势和美国经济在全球的地位密切相关。并且美国的贸易差额也和美元指数呈现负相关的关系，贸易逆差的扩大会导致美元疲软。第二，从中期来看，美欧利差也影响着美元波动。美欧利差的背后，其实也是美欧经济对比影响着美元波动。第三，当原油价格小幅上涨时，美元因支付需求的上涨而有小幅上涨的压力。第四，美联储的利率决策也会引起全球汇率波动。如果美联储选择加息，那么资金会从其他市场流入美国，从而导致美元升值。
- **美元升值与贬值都将影响全球经济。**美元作为世界货币，世界各国均有对美元的需求。因此，从长期来看美元的波动即使不直接影响一国经济，但最终都将会间接影响全球经济。尤其对资本开放程度较高和贸易逆差较大的国家而言，美元的波动会导致境内资本的流动，从而引发债务风险和国际收支的不平衡。
- **目前美国经济偏弱，但与全球经济同属共振下行周期，预计未来一段时间都将在目前的位置震荡。**我们认为短期而言，美元不会掉头下跌，但从数据和国际环境上看，也没有支撑美元持续上行的动力。未来一段时间，美元受国内经济基本面下行、美联储降息、贸易摩擦和全球经济疲软的众多因素影响，都会处在震荡区间。
- **风险提示：**全球经济加速下行，美元快速上涨。

目 录

1. 历史上的美元周期.....	5
1.1 金本位时代的终结.....	6
1.2 第一轮（1971—1985 年）	7
1.3 第二轮（1986—2001 年）	8
1.4 第三轮（2001 年至今）	9
2. 美元周期的影响因素.....	10
2.1 美国内部因素	11
2.1.1 美国贸易逆差	11
2.1.2 美国财政赤字	12
2.1.3 美国货币供应量.....	12
2.2 外部因素	13
2.3 原油价格	13
2.4 美联储货币政策	14
3. 美元周期的影响	14
3.1 美元贬值的影响	15
3.1.1 对美国的影响	15
3.1.2 对全球的影响	15
3.1.3 对中国的影响	15
3.2 美元升值的影响	16
3.2.1 对全球的影响	16
3.2.2 对中国的影响	16
4. 未来美元走势.....	17
4.1 美国经济基本面	17
4.2 特朗普政府的财政政策	17
4.3 美联储的降息步伐.....	18
4.4 全球经济与贸易摩擦	18

图表目录

图 1 美元周期.....	5
图 2 黄金价格（美元/盎司）.....	6
图 3 美国黄金储备（吨）.....	7
图 4 原油价格（美元/桶）.....	7
图 5 美国 CPI：当月同比.....	7
图 6 美国经常项目差额（百万美元）.....	8
图 7 美元兑日元.....	8
图 8 美国纳斯达克指数.....	9
图 9 欧元兑美元.....	9
图 10 美国财政收支（百万美元）.....	10
图 11 美国与全球 GDP 对比.....	10
图 12 美元周期走势图.....	11
图 13 美元指数与美国 GDP.....	11
图 14 美元指数与美国贸易差额（百万美元）.....	12
图 15 美国外债总额（百万美元）.....	12
图 16 美欧十年国债利差.....	13
图 17 美元指数.....	13
图 18 美元指数与原油价格（美元/桶）.....	13
图 19 美元指数与联邦基准利率.....	14
图 20 美元的全球流动.....	14
图 21 2007 年美元贬值期间财政赤字的表现.....	15
图 22 2007 年美元贬值期间贸易差额的表现.....	15
图 23 中国持有的美国国债（十亿美元）.....	15
图 24 中美十年国债收益率.....	16
图 25 新增非农就业人数（千人）.....	17
图 26 ISM 制造业 PMI.....	17
图 27 美国国内投资总额不断上升.....	17
图 28 下次联邦公开市场委员会会议目标利率变动可能性（%）.....	18
图 29 全球 GDP 实际增长率（%）.....	18
图 30 全球：摩根大通全球综合 PMI.....	18

表 1 美元周期情况一览 5

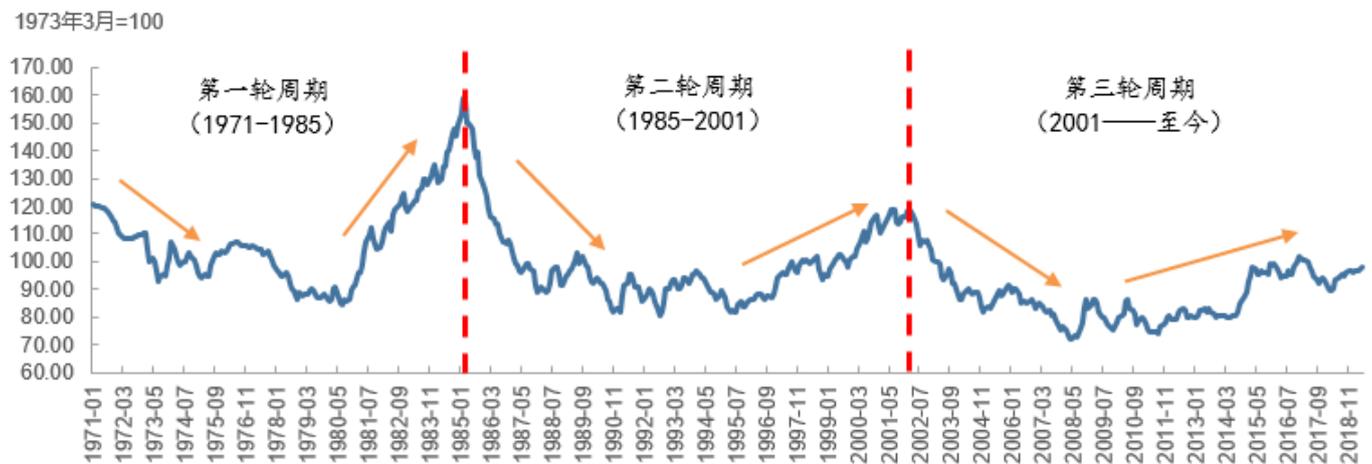
1. 历史上的美元周期

从早期的“殖民票”到国家货币单位，再到公认的世界货币，从1690年以来，美元经历了众多演变。美元是世界上最重要的国际化货币，美元周期的变动会通过全球资本流动，贸易一体化等方式对世界其他国家产生深刻影响。

从2011年美元进入新的上涨周期以来，美元汇率周期性波动问题重新成为大家关注焦点。我们使用美元指数来衡量美元的周期波动。本文所使用的美元指数是由ICE发布的，美元指数是综合反映美元在国际外汇市场强弱情况的指标，用来衡量美元对一篮子货币的汇率变化程度。美元指数以100为强弱分界点。在美元指数刚推出的时候，计算美元指数的货币篮子有十种货币。1999年欧元推出以后，ICE对美元指数的货币篮子进行了调整，从10种货币减少为6种，具体包括欧元、英镑、日元、加拿大元、瑞典克朗和瑞士法郎。这六种货币在篮子中的权重分别为57.6%、13.6%、11.9%、9.1%、4.2%和3.6%，从权重我们就不难看出，欧元的波动对美元指数的影响最强。

根据美元指数的涨跌，我们将美元分为三个周期。1971年到1985年为第一轮美元周期，1985年到2001年为第二轮美元周期，而从2001年开始的第三轮周期目前还没有结束，只能明确看到2001年到2011年的贬值周期。从过去经验来看，美元长期是下跌的。并且美元周期下跌时间长，而上涨时间短，每一轮的美元高点都不及上一轮周期。美元上涨持续的时间一般6年，美元下跌的持续时间一般为10-13年，一个周期持续时间约16年。

图1 美元周期



资料来源：WIND，德邦研究

表1 美元周期情况一览

时间段	周期	美国经济	影响事件
1971-1980年	下跌	陷入滞胀	石油危机、布雷顿森林体系瓦解
1980-1985年	上涨	企稳回升	紧缩政策、拉美债务危机
1986-1995年	下跌	均衡发展	《广场协议》、日本泡沫破裂
1996-2001年	上涨	高速增长	互联网革命、亚洲金融危机
2002-2014年	下跌	经济低迷	全球经济分化，次贷危机
2014年至今	上涨	温和复苏	量化宽松政策退出

资料来源：德邦研究

自2011年5月以来，美元指数波动上行，进入一个新的上涨周期。然而，2017年9月之后美元指数却重拾跌势，当时引发了市场对于本轮美元周期是否已经结束了的担忧。但从2018年4月以来，美元指数又开始止损转升，慢慢开始回升。截至2019年6月，美元指数还处在上升周期当中。本轮美元周期究竟何时才会终结，本文

通过对过去几轮美元周期的回顾，来分析 and 判断本轮美元周期的走势。

1.1 金本位时代的终结

1690年，马塞诸塞港殖民地发行了第一张纸币来支付军费开支，从这张纸币开始，开启了美国三百多年的货币霸主地位。1775年的大陆会议上，正式以政府的名义发行了纸币，为当时的革命战争融资。而在1785年，国会正式将美元定为国家货币单位。1792年，美国造币厂诞生，美元在13个殖民地形成了货币区，联邦货币体系也正式开始建立。美国在当时只是一个拥有400万人的国家，而到现在它已变成世界上最强大国家，美国的强大离不开强势美元的支持。

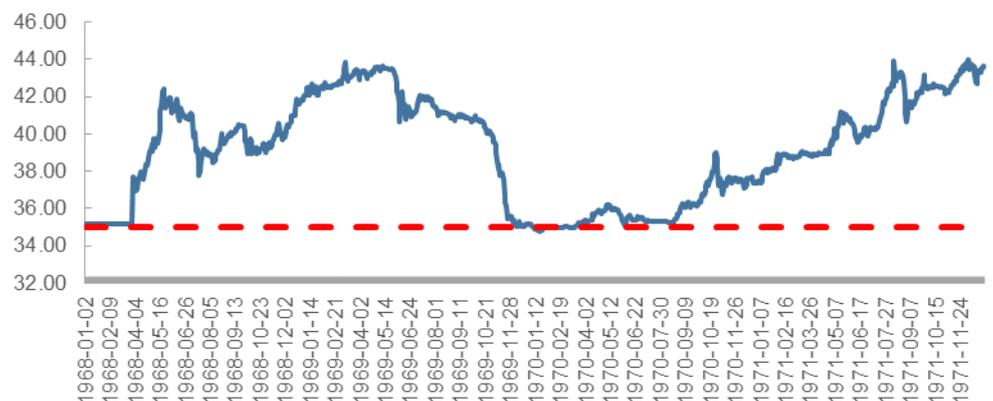
众所周知，美元的国际地位确立于1944年的布雷顿森林会议。布雷顿森林会议之前，世界刚刚经历过经济危机和第二次世界大战，全球各国的经济和政治地位都发生了巨大的变化。英国在战争期间遭受了巨大创伤，经济实力大为下降，而美国因为远离战场，成为了当时世界上最大的债权国和经济实力最强大的国家，这也为美国在全世界建立霸主地位创造了必要条件。1944年在美国布雷顿森林召开了国家货币金融会议，世界货币新体系也是在此会议上正式确立。

之所以说美元在布雷顿森林会议上确认了世界货币的地位，是因为布雷顿森林会议上确立了布雷顿森林体系，而布雷顿森林体系以黄金为基础，以美元作为最主要的国际储备货币。美元直接与黄金挂钩，各国货币则与美元挂钩，并可按35美元一盎司的官价向美国兑换黄金。在布雷顿森林体系下，美元可以兑换黄金和各国实行可调节的钉住汇率制，是构成这一货币体系的两大支柱。在金本位时代，国际贸易中大家都以黄金为计价单位，可以稳定地评估商品价值，促进了全球贸易发展。二战末期开始，由于黄金数量不足以支持越来越发达的国际贸易，各国货币随意贬值，金本位时代终结。以美元挂钩黄金、其他国家货币挂钩美元的布雷顿森林体系本质上是一种金汇兑本位制，它的出现适应了时代需要，促进了全球经济繁荣。

但随着经济不断发展，美元挂钩黄金的做法必然会支撑不下去。布雷顿森林体系有一最大的缺点，就是它以一国货币作为主要储备资产，具有内在的不稳定性。因为只有靠美国的长期贸易逆差，才能使美元流散到世界各地，使其他国家获得美元供应。而随着美国经济总量在不断增长，货币需求总量也必然不断增长，当黄金储备无法与货币需求总量同步增长时，如果继续保持美元兑换黄金的稳定价格，必然导致通缩，如果美元发行数量需要适应经济增长需求，布雷顿森林体系就会崩溃，呈现两难的局面。

事实也确实如此，从50年代后期开始，美国经济竞争力逐渐削弱，国际收支开始趋于恶化，出现了全球美元过剩的情况，各国纷纷抛出美元兑换黄金，1971年，1月份黄金价格尚为1944年制定的35美元每盎司标准，到了8月份，每盎司黄金价格快速攀升到42美元。

图2 黄金价格（美元/盎司）

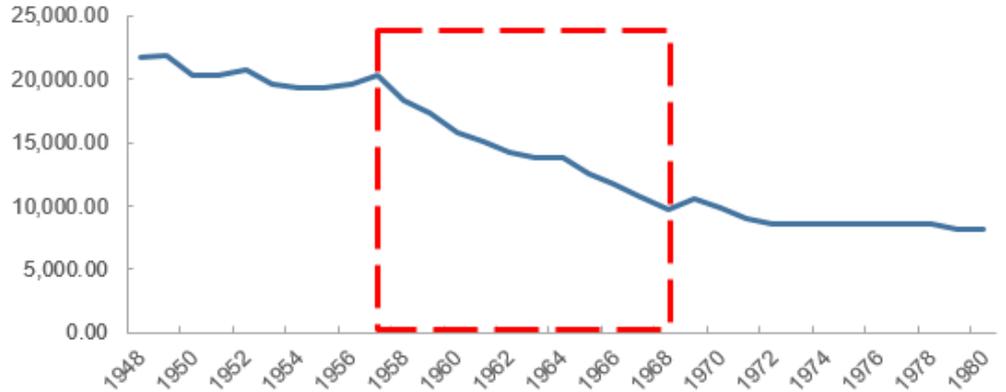


资料来源：WIND，德邦研究

各国纷纷用美元兑换黄金，美国的黄金储备急速下降，再也支撑不住日益泛滥的美

元。1971年，尼克松政府迫于黄金储备的压力，在1971年8月宣布放弃按35美元一盎司的官价兑换黄金的美元“金本位制”，实行黄金与美元比价的自由浮动。欧洲经济共同体和日本、加拿大等国宣布实行浮动。1973年2月美元进一步贬值，世界各主要货币由于受投机商冲击被迫实行浮动汇率制。美元不再成为各国货币围绕的中心，这标志着建立了三十年的布雷顿森林体系的基础已全部丧失，该体系完全崩溃。

图3 美国黄金储备(吨)

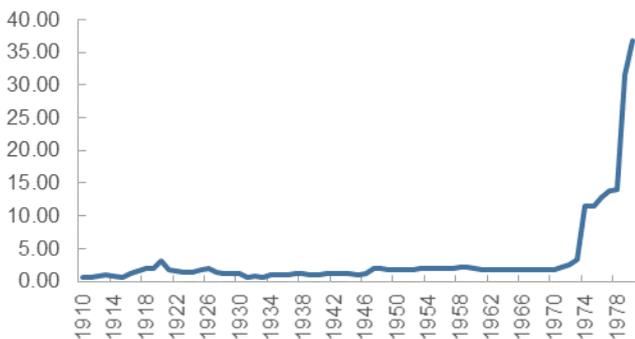


资料来源: WIND, 德邦研究

1.2 第一轮 (1971—1985年)

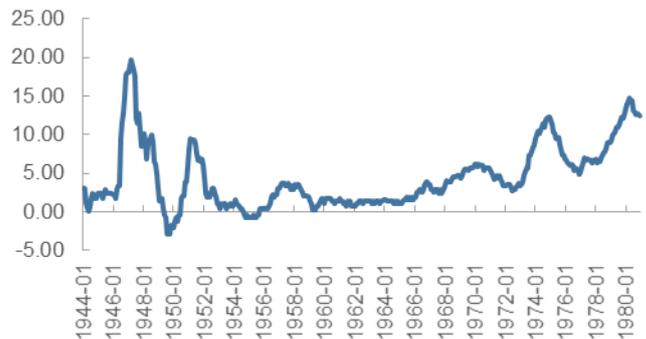
当美元与黄金脱钩后，美元指数开始快速下跌。同时，在1973年10月16日，第一次石油危机爆发。由于1973年10月第四次中东战争爆发，欧佩克(OPEC)为了打击对手以色列及支持以色列的国家，宣布石油禁运，暂停出口，造成油价上涨。当时原油价格从1973年的每桶不到3美元涨到超过13美元。而在当时，美国已经是全球主要的石油进口国，油价暴涨降低了美国的生活水平，抬高了美国国内的通胀，等于美元在变相贬值。

图4 原油价格(美元/桶)



资料来源: WIND, 德邦研究

图5 美国CPI: 当月同比



资料来源: WIND, 德邦研究

从1971年1月到1980年10月，美元持续下跌，跌幅超过28%。直到1979年，强硬的美联储主席保罗·沃克上任后，通胀才得到遏制。沃克认为美国通胀的源头是美元超量供给，因此他决定美联储不在投票决定基准利率，转而直接制定美国货币供应量目标，经由市场，由货币供应量的变化决定利率的变化。

与此同时，1980年11月里根当选为美国第40任总统。里根采纳了芝加哥学派的建议，以强力缩减货币供应量，遏制通货膨胀，并推行新经济政策，结合沃克的强势货币政策，美国通胀逐渐得到克制。1980年开始，美元指数强劲上升，美元进入第一轮升值周期。但本轮周期美元指数可以冲高到160.41的水平不仅仅与美国国内政策有关。

1978年底伊朗伊斯兰革命爆发引发第二次石油危机，第二次石油危机加剧了西方国家的滞涨问题，而沃克尔以强硬手段抑制了美国通胀水平的上升。1981年6月，沃尔克

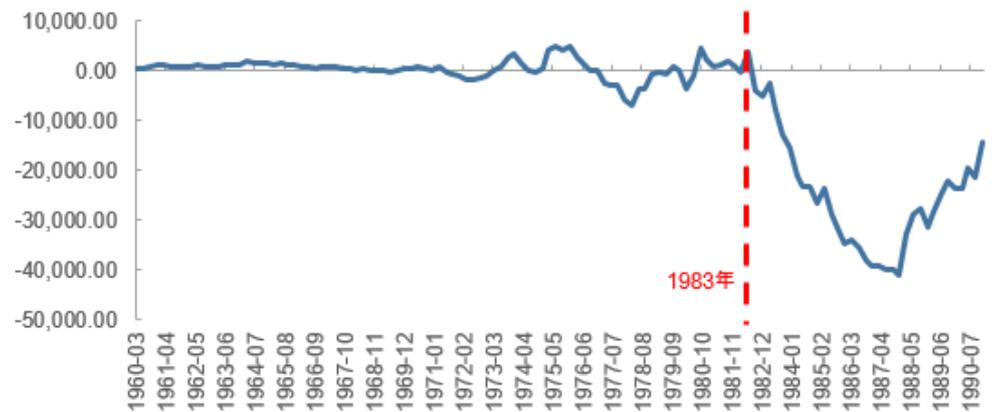
将联邦基金利率从 1979 年的 11.2% 的平均水平提升至 19% 的历史新高，贷款利率也提升至 21.5%。1982 年，联邦基金利率水平也维持在历史最高水平附近。高利率吸引了大量外来资本的流入，从而使得美元不断走高。

美联储大幅收紧货币政策之后，美元走强导致了大宗商品价格的下跌，进而导致了拉美国家出口收入的减少和国际收支的恶化。国际资本流动方向的逆转和收入的减少，导致拉美国家国际收支出现剧烈失衡。1982 年 8 月，从墨西哥违约开始，大规模拉美国家债务危机爆发。拉美债务危机的爆发，又推升了美元指数的上涨。1985 年 2 月，美元指数上涨到历史最高点，达到 158.49，1980-1985 年间美元指数上涨幅度超过 90%。

1.3 第二轮（1986—2001 年）

对于一个国家而言，本币价值过高会影响其国际贸易的展开。在经历了 5 年美元上涨周期之后，美国财政赤字剧增，美元大幅度升值导致美国的贸易逆差快速扩大。因此，为了解决当时美国国际收支不平衡的状况，美国希望可以推动美元有序贬值。

图 6 美国经常项目差额（百万美元）



资料来源：WIND，德邦研究

1985 年 9 月 22 日，美国、日本、德国、法国以及英国的财政部长和中央银行行长在纽约广场饭店举行会议，五国政府联合干预外汇市场，诱导美元对主要货币的汇率有秩序地贬值，该协议就是有名的“广场协议”。广场协议签订后，这五个国家开始联合干预外汇市场，在国际外汇市场大量抛售美元，继而形成市场投资者的抛售狂潮，导致美元持续大幅度贬值，美元从此进入了第二个贬值周期。

在本轮贬值周期当中，美元对日元贬值幅度最大。在广场协议生效后，日元就开始急速升值。1985 年 9 月到 1985 年 12 月，仅仅三个月日元升值近 20%。

图 7 美元兑日元

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_11668



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn