

日期：2020 年 05 月 29 日



分析师：刘骐豪

Tel: 021-53686132

E-mail: liuqihao@shzq.com

SAC 证书编号：S0870512090002

报告编号：liuqihao-ZTYJ18

相关报告：

首次报告日期：2012 年 10 月 10 日

从周期的角度分析美元的走势及影响

■ 主要观点：

一、70 年代以来美元周期

70 年代以来美元经历三轮下跌，三轮上涨周期。

二、美元的主要影响因素

从历史走势看，美元指数需要关注美国经济相对状态、美联储的利率水平、金融市场的风险偏好。以美元的升值周期为例，美元三轮大的升值周期主要受益于美国经济相对强劲，美联储货币政策相对收紧，国际金融市场避险情绪上升。

三、现阶段基本面背景或不支持美元持续强势

虽然美国经济相对欧洲强势叠加避险需求中短期仍然对美元形成支撑，但借鉴历史美国经济（货币）周期对美元的影响以及美元自身的周期看，目前的基本面背景并不支持美元持续强势。

（一）美国经济占全球的比重出现下滑或对美元形成长期压制

布林顿森林体系瓦解以后世界金融市场对美元的认可度下降，加之美国经济总量占全球比重趋势性的下滑，美元指数 70 年代以来读数的高点，低点均有所下移。

美国经济占世界经济比重呈现明显的周期性且决定美元的长期走势。从美元周期高点看，前两轮的高点分别出现在 1985 年 2 月的 160.41 点（美国经济占比 33.93%）和 2002 年 1 月的 120.24 点（美国经济占比 31.69%）。2011 年起美元开启新一轮上涨周期，本轮美国经济占比持续上升至 2016 年的 24.56%，2017 年美国经济占比开始出现下滑但幅度较小。结合历史美国经济占比与美元的表现，美元自 2016 年以来呈现高位震荡的态势或是本轮美元周期高点的区间所在。

（二）美国经济处于 2009 年开启的本轮周期的尾部不利于美元表现
70 年代以来美国经济经历了 7 轮周期：1971 年 1 季度至 1975 年 1 季度，1975 年 2 季度至 1980 年 3 季度，1980 年 4 季度至 1982 年 3 季度，1982 年 4 季度至 1991 年 1 季度，1991 年 2 季度至 2001 年 4 季度，2002 年 1 季度至 2009 年 2 季度；2009 年 3 季度至今。2018 年 3 季度开始美国经济出现边际下行步入 2009 开启的本轮周期的尾声。考察本轮周期之前的 6 轮美国经济周期，除 1982 年 4 季度至 1991 年 1 季度周期外，美元均呈现出边际趋弱的格局。

（三）美联储宽松的货币政策周期拖累美元

从历史数据看，美元指数的强弱与美联储货币政策的松紧具有较强的相关性。

美联储加息周期美元指数大概率走强，80 年代以来 5 轮美联储加息周期美元出现 3 轮较大幅度的上涨。5 轮降息周期内美元出现 4 轮较为明显的下跌，反映出美联储宽松的货币政策对美元指数的拖累。2019

年7月美联储开启本轮降息周期，且疫情爆发后美联储货币政策处于极度宽松的格局，将对美元形成拖累。

(四)本轮美元上行周期超过70年代以来任何一次美元周期的时间长度

从相对更为细化的月度美元读数分析，70年代以来美元呈现升值与贬值交替运行格局，本轮美元上行周期超过70年代以来美元周期的任何一次时间长度。

四、美元走势的市场影响

(一)美元趋弱有助于黄金走强

美元与大宗商品呈现较为长期稳定的反向关系。黄金作为商品的重要组成部分与商品整体价格走势基本保持一致。美元升值的背景下黄金明显受损，美元贬值黄金明显受益，黄金价格与美元呈现出较显著的反向关系。

(二)美元趋弱或有利于美股以外的市场相对走强

考察美元升值与贬值期间美股相对外部市场的走势，MICI全球市场指数相对美股在美元升值期间明显走弱，在美元贬值期间相对走强。此外，不论是发达经济体市场还是新兴经济体市场，均呈现美元升值期间相对美股走弱，美元贬值期间相对美股走强的格局。

一、70 年代以来美元周期

70 年代以来美元经历三轮下跌，三轮上涨周期。

1970 年代美元呈现震荡下行态势，1971 年初美元报 120.24 点（月度收盘价，以下同），70 年代末报 85.82 点（期间最低读数为 78 年 10 月的 83.07 点），期间贬值 28.6%。

80 年代初美元持续大幅升值，1984 年末报 151.47 点，期间升值 76.5%。

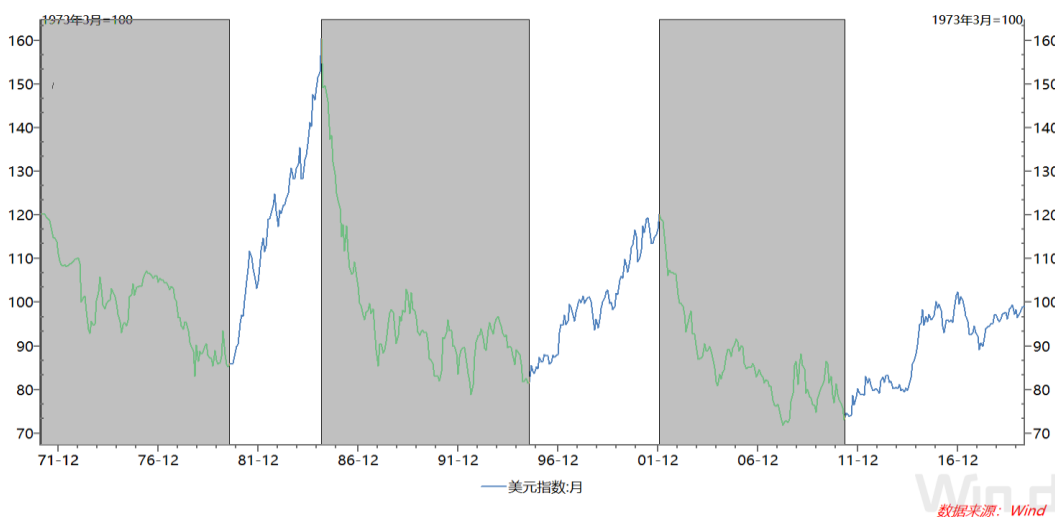
随后美元见顶下行，85 年至 94 年美元整体呈现贬值态势，94 年底美元报 88.73 点，期间贬值 41.4%（美元此期间最低探至 92 年 8 月的 78.88 点）。

95 年起美元拐头向上再度迎来一波明显上涨周期，此轮美元持续升值至 2001 年，2001 年底美元报收 116.82 点，期间升值 31.6%。

2002 至 2010 年美元整体呈现持续下行态势，2010 年末美元报 78.96 点，期间贬值 32.41%（美元此期间最低探至 08 年 3 月的 71.84 点）。

2011 年至今美元震荡上行，2020 年一季度末美元报 98.96 点，期间升值 25.3%。

图 1 美元 70 年代以来三轮上涨周期（白色部分）与三轮下行周期（灰色部分）



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

表 1 70 年代以来美元周期涨跌幅统计

指标名称	美元指数	美元指数涨跌幅
1971-01	120.24	
1979-12	85.82	-28.63%
1984-12	151.47	76.50%
1994-12	88.73	-41.42%
2001-12	116.82	31.66%
2010-12	78.96	-32.41%
2020-3	98.96	25.3%

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

二、美元的主要影响因素

从历史走势看，美元指数需要关注美国经济相对状态、美联储的利率水平、金融市场的风险偏好。

以美元的升值周期为例，美元三轮大的升值周期主要受益于美国经济相对强劲，美联储货币政策相对收紧，国际金融市场避险情绪上升。

第一阶段是1980年至1984年，美国经济占世界经济的比重由1980年的25.45%上升至1984年的33.16%，该阶段美联储为控制通胀采取紧缩性货币政策。此外，70年代拉美国家的债务迅速膨胀，墨西哥政府因无力支付本息不得不在1982年宣布无限期关闭兑汇市场，暂停偿付外债等，掀开了拉美债务危机的序幕，拉美债务危机推升了美元的避险需求。

第二阶段是1995年至2001年，此轮美元升值主要是由于新经济带动美国经济持续向好，美国经济占世界的比重由24.74%上升至31.68%，同时美联储此阶段维持较高的利率水平。此外，1994年12月墨西哥金融市场再次爆发危机，并很快波及巴西、阿根廷和智利等国家。1997年泰国中央银行宣布放弃实施14年之久的泰铢与美元挂钩的汇率体制，改由市场浮动决定汇率。以泰铢贬值为序幕的金融风暴迅速席卷东南亚各国。此阶段两次金融市场大动荡的避险需求也助力美元强势。

第三阶段美元升值开始于2011年，后金融危机时代全球经济增长乏力，美国经济率先复苏“一枝独秀”，美国经济占世界的比重由2011年的21.17%上升至2018年的23.90%。期间美联储逐步退出量化宽松，2015年末开启新一轮加息周期，但欧洲、日本等其他主要央行持续推行超宽松货币政策。此阶段相继发生的欧洲债务危机、民粹主义单边主义抬头导致的全球政治、经贸领域摩擦升级，以及2020年年初新冠疫情的全球扩散均支撑美元的强势。

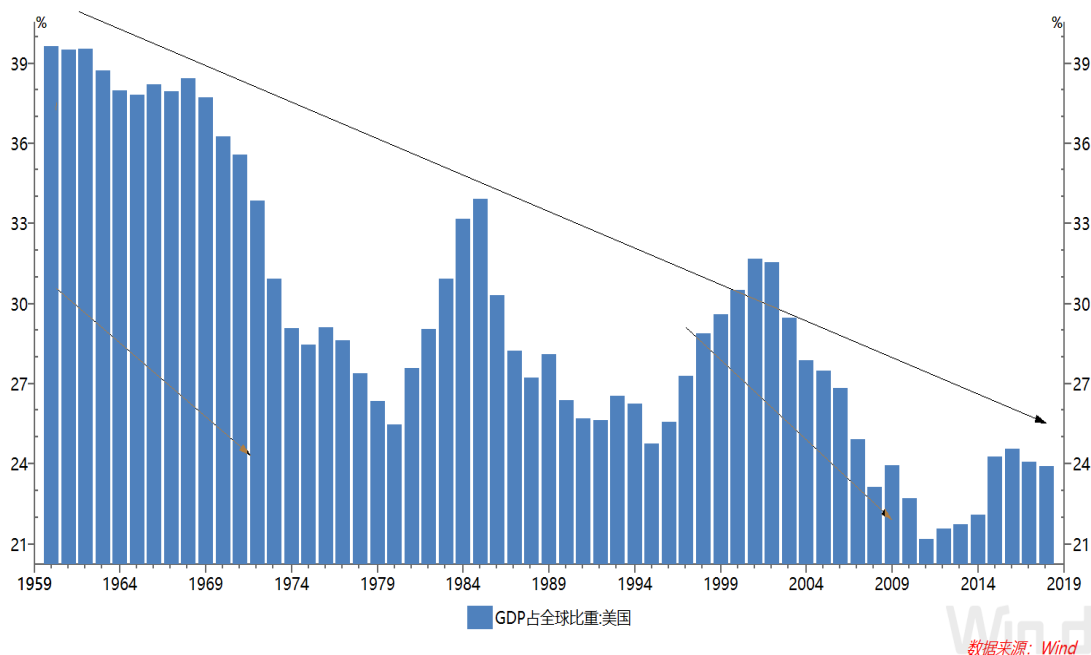
三、现阶段基本面背景或不支持美元持续强势

虽然美国经济相对欧洲强势叠加避险需求中短期仍然对美元形成支撑，但借鉴历史美国经济（货币）周期对美元的影响以及美元自身的周期看，目前的基本面背景并不支持美元持续强势。

（一）美国经济占全球的比重出现下滑或对美元形成长期压制

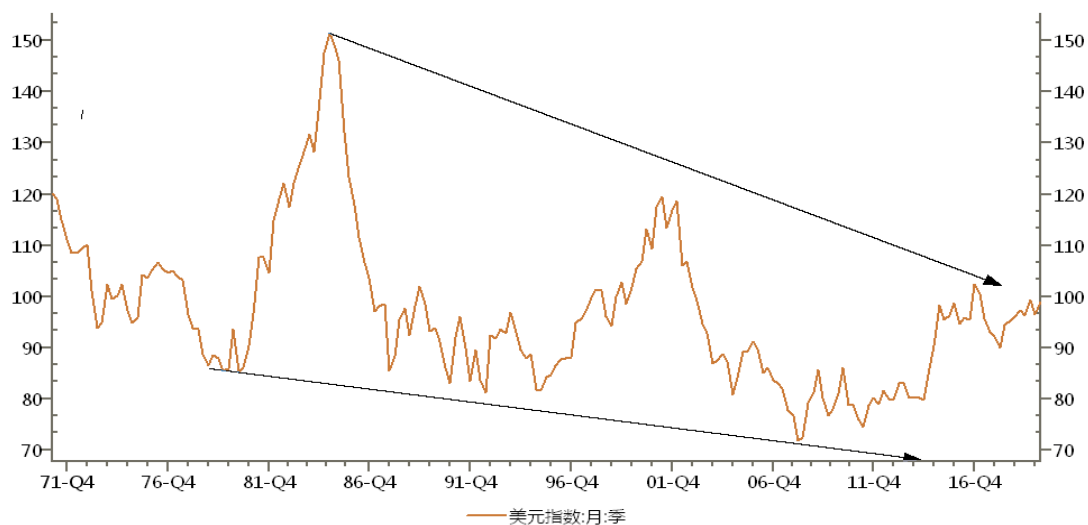
布林顿森林体系瓦解以后世界金融市场对美元的认可度下降，加之美国经济总量占全球比重趋势性的下滑，美元指数 70 年代以来读数的高点，低点均有所下移。

图 2 美国经济占世界经济的比重趋势性下滑



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 3 70 年代以来美元呈现重心下移的态势

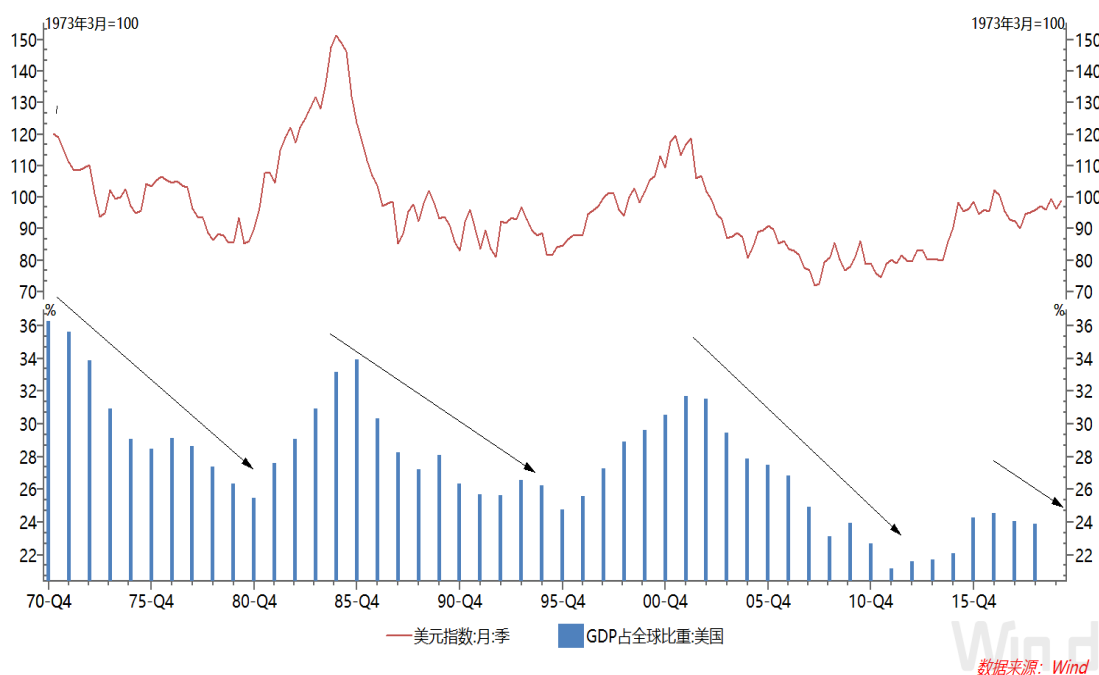


数据来源: Wind

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

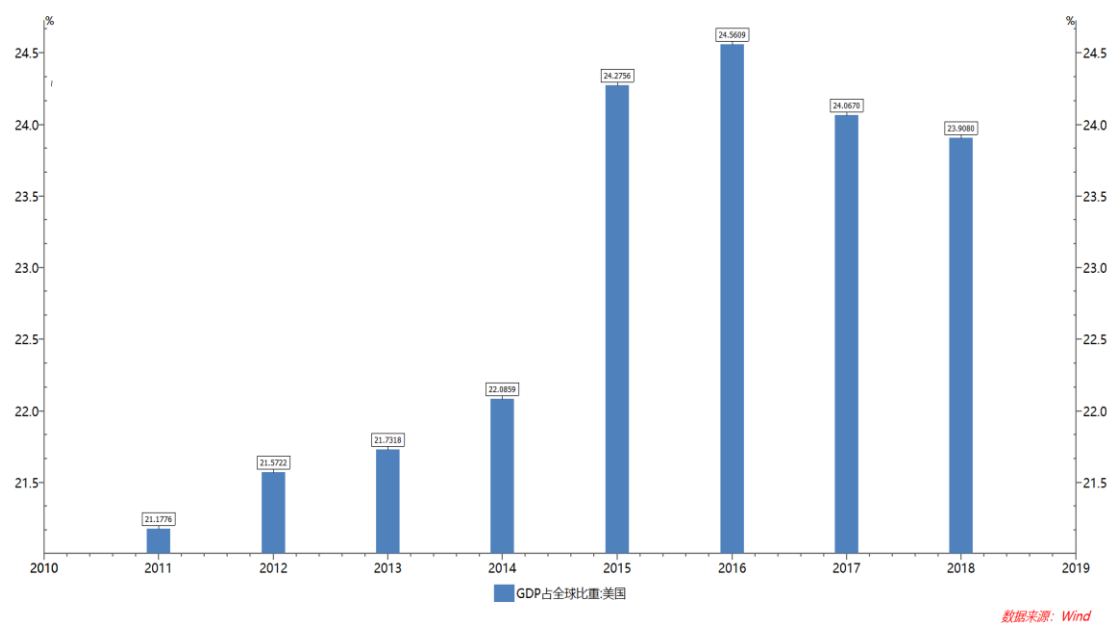
美国经济占世界经济比重呈现明显的周期性且决定美元的长期走势。从美元周期高点看，前两轮的高点分别出现在 1985 年 2 月的 160.41 点（美国经济占比 33.93%）和 2002 年 1 月的 120.24 点（美国经济占比 31.69%）。2011 年起美元开启新一轮上涨周期，本轮美国经济占比持续上升至 2016 年的 24.56%，2017 年美国经济占比开始出现下滑（幅度较小）。结合历史美国经济占比与美元的表现，美元自 2016 年以来呈现高位震荡的态势或是本轮美元周期高点的区间所在。

图 4 美国经济占全球比重与美元的走势



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 5 2011 年以来美国经济占比（%）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

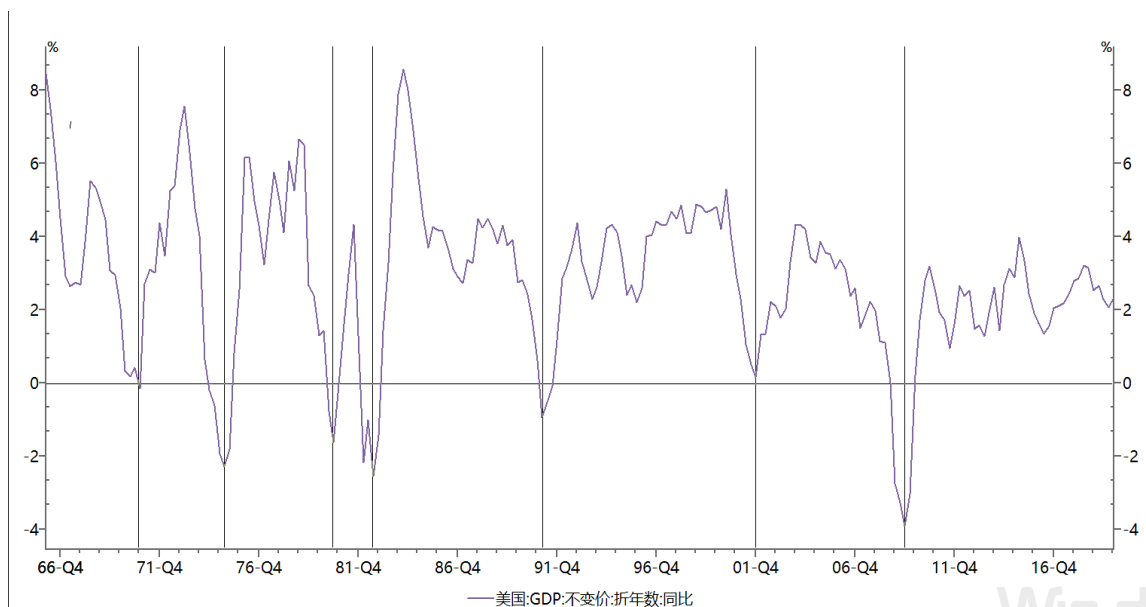
（二）美国经济处于本轮周期的尾部不利于美元表现

70年代以来美国经济经历了7轮周期：1971年1季度至1975年1季度，1975年2季度至1980年3季度，1980年4季度至1982年3季度，1982年4季度至1991年1季度，1991年2季度至2001年4季度，2002年1季度至2009年2季度，2009年3季度至今。

2018年3季度开始美国经济出现边际下行步入2009开启的本轮增长周期的尾声。美国制造业PMI读数从2018年8月的61.3下行至2019年末的47.8，GDP增速从2018年2季度的3.20%下行至2019年4季度的2.32%。美国经济处于周期增长的末端叠加新冠疫情的巨大冲击，2020年1季度美国GDP增速大幅下滑至0.32%，2季度大概率进入衰退。（欧洲经济相对美国更弱，欧元区制造业PMI读数2018年开始持续走低，19年2月起一直位于50分位下方。与之对应，2018年开始欧元区GDP增速持续下行，2019年4季度降至1%，2020年一季度下降至-3.20%。）

考察本轮周期之前的6轮美国经济周期，除82年4季度至91年1季度周期外，其余历次周期从周期尾部开始下滑至衰退的各阶段（1973年3月至1975年9月，1978年10月至1980年10月，1989年1月至1991年7月，2000年3月至2002年4月，2006年1月至2010年1月），美元均呈现出边际趋弱的格局。

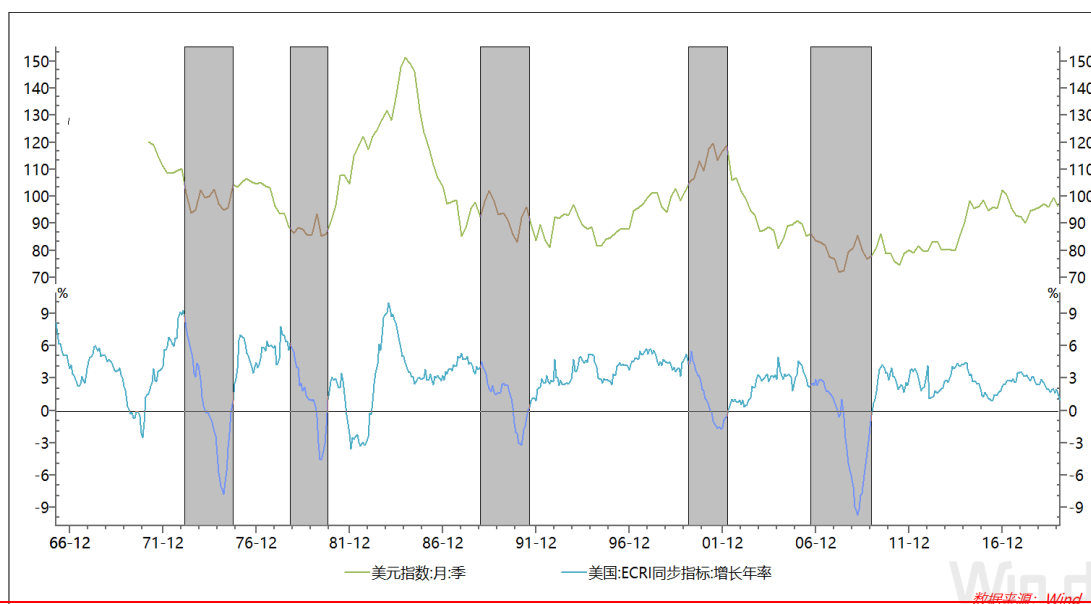
图 6 70年代以来美国经济周期划分（灰色竖线为美国经济周期底部）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

数据来源：Wind

图7 从周期尾部开始下滑至衰退阶段（阴影部分），美元均呈现出边际趋弱的态势



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

（三）美联储宽松的货币周期拖累美元

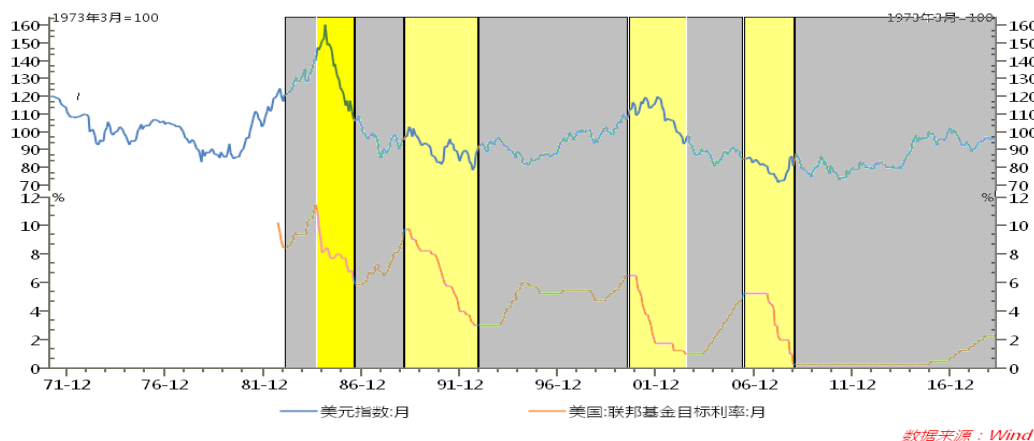
从历史数据看，美元指数的强弱与美联储货币政策的松紧具有较强的相关性。

美联储加息周期美元指数大概率走强，80年代以来5轮美联储加息周期美元出现3轮较大幅度的上涨。

5轮降息周期内美元出现4轮较为明显的下跌，反映出美联储宽松的货币政策对美元指数的拖累。

2019年7月美联储开启本轮降息周期，且疫情爆发后美联储货币政策处于极度宽松的格局，将对美元形成拖累。

图8 美联储加息周期（灰色阴影）提振美元，降息周期（黄色阴影）拖累美元



数据来源：Wind

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

表 2 美联储历次加息周期对美元影响统计表

指标名称	美元指数	目标利率 (%)	美元涨幅
1982-12	117.36	8.50	19.57%
1984-08	140.33	11.50	
1986-08	106.43	5.88	-3.24%
1989-05	102.98	9.81	
1992-09	81.10	3.00	33.91%
2000-05	108.60	6.50	
2003-06	94.73	1.00	-10.10%
2006-06	85.16	5.25	
2008-12	81.17	0.25	18.36%
2018-12	96.07	2.50	

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

表 3 美联储历次降息周期对美元影响统计表

指标名称	美元指数	目标利率 (%)	美元涨幅
1984 年 8 月	140.33	11.50	-24.2%
1986 年 8 月	106.43	5.88	
1989 年 5 月	102.98	9.81	-21.2%
1992 年 9 月	81.10	3.00	
1995 年 2 月	85.94	6.00	11.9%
1998 年 11 月	96.16	4.75	
2000 年 05 月	108.60	6.50	-12.8%
2003 年 6 月	94.73	1.00	
2006 年 6 月	85.16	5.25	-4.7%
2008 年 12 月	81.17	0.25	

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

（四）本轮美元上行周期超过 70 年代以来任何一次美元周期的时间长度

从相对更为细化的月度美元读数分析, 70 年代以来美元呈现升值与贬值交替运行格局, 本轮美元上行周期超过 70 年代以来任何一次美元周期的时间长度。

1971 年 1 月美元指数 (WIND 美元数据的最早日期) 由 120.24 点下跌至 1978 年 10 月的 83.07 点, 整个下跌周期持续 94 个月。

1978 年 11 月美元指数由 90.22 点上升至 1985 年 2 月的 160.41 点, 整个上涨周期持续 76 个月。

1985 年 3 月美元指数由 149.18 点下跌至 1992 年 8 月的 78.88 点，整个下跌周期持续 90 个月。

1992 年 9 月美元指数由 81.10 点上涨至 2002 年 1 月的 120.24 点，整个上涨周期持续 113 个月。

2002 年 2 月美元指数由 119.16 点下跌至 2008 年 3 月的 71.84 点，整个下跌周期持续 74 个月。

2008 年 4 月美元指数由 72.58 点上涨，目前（2020 年 3 月）的 98.96 点，整个上涨周期持续 144 个月。

从时间的角度看，本轮美元指数从 08 年 4 月起至今的上行周期已达 144 个月。本轮美元周期超过 70 年代以来美元上行/下行周期的任何一次时间长度。

表 4 美元指数升值与贬值周期统计（月度）

日期	美元指数	日期	美元指数	持续时间	上涨/下跌
1971-01	120.24	1978-10	83.07	94 个月	下跌
1978-11	90.22	1985-02	160.41	76 个月	上涨
1985-03	149.18	1992-08	78.88	90 个月	下跌
1992-09	81.10	2002-01	120.24	113 个月	上涨
2002-02	119.16	2008-03	71.84	74 个月	下跌
2008-04	72.58	目前（2020-03）	98.96	144 个月	上涨

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

四、美元走势的市场影响

（一）美元趋弱有助于黄金走强

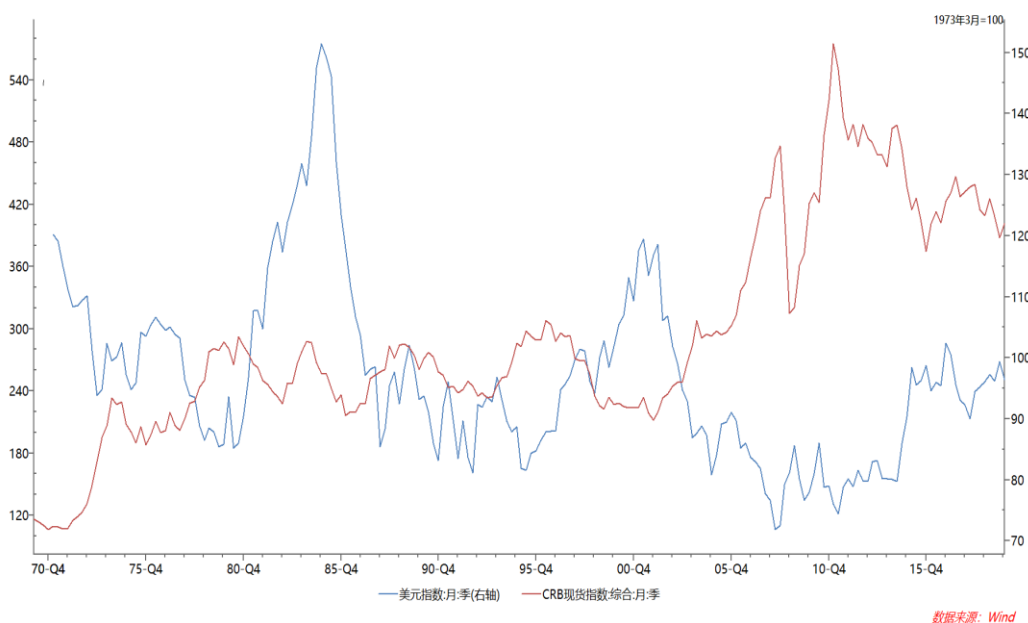
美元与大宗商品呈现较为长期稳定的反向关系。

上世纪 70 年代国际大宗商品价格暴涨，CRB 现货综合指数从 70 年代初的 114.90 点上涨至 70 年代末的 287.50 点。美元的下跌是期间推升商品价格的重要原因，此阶段美元由 1971 年 1 月的 120.24 点持续下降至 70 年代末的 85.82 点。

1980 年作为历史上重要转折点商品价格泡沫破裂，随后的 20 年时间里大宗商品价格一蹶不振，基本维持区间震荡格局，2001 年 4 季度创下 212.10 的低点。美元 1980 年见底使得商品价格形成重要的头部，导致商品价格长达 20 年的持续弱势。1995 年至 2001 年末，美元与商品价格明显呈反向变动，美元 1995 年初报 88.01 点，CRB 现货综合指数报 288.96 点，2001 年末美元报 116.82 点，CRB 现货综合指数报 288.96 点 212.10 点。

2002 年美元出现重要头部，商品市场突破 1980 年以来的震荡平台上轨迎来一波强势上涨行情，美元下跌商品上涨这一趋势持续至 2010 年。2011 年起美元完成筑底再次迎来一波上涨周期，大宗商品从历史高位持续下行。

图 9 美元与大宗商品之间保持长期稳定的负相关关系



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

黄金作为商品的重要组成部分与商品整体价格走势基本保持一致。美元升值的背景下黄金明显受损，美元贬值黄金明显受益，黄金价格与美元呈现出较显著的反向关系。70年代以来黄金跟随美元经历三轮下跌以及三轮上涨周期。

上世纪70年代黄金价格暴涨，从70年代初的35.20美元/盎司上涨至70年代末的524.00美元/盎司。美元的下跌是期间推升黄金价格的重要原因，此阶段美元由1971年1月的120.24点持续下降至70年代末的85.82点，期间贬值28.6%。

80年代初美元持续大幅升值导致商品价格泡沫破裂，1984年底美元报151.47点，较年初升值76.5%。黄金价格则持续下跌至84年末的308.30美元/盎司，期间跌幅41.2%。

85年至94年美元整体呈现贬值态势，94年底美元报88.73点，期间贬值41.4%。黄金受益美元贬值，1994年末报382.50美元/盎司，期间涨幅24.1%。

95年起美元拐头向上再度迎来一波明显上涨周期，此轮美元持续升值至2001年，2001年末美元报收116.82点，期间升值31.7%。美元强势黄金承压，2001年末金价报收276.50美元/盎司，期间跌幅27.7%。

2002至2010年美元整体呈现持续下行态势，2010年末美元报78.96点，期间贬值32.4%，黄金报收1410.25美元/盎司，期间涨幅410.0%。2011年至今（2020年1季度）美元整体上行，2020年1季度末美元报98.96点，期间升值25.3%。黄金报收1608.95美元/盎司，期间上涨14.09%。此阶段前期至2015年，美元强势上涨25%，同期黄金下跌24.68%。2016年起美元强势减弱呈现震荡走势，黄金明显相对强势。

表5 美元与黄金各区间涨跌幅统计表

指标名称	美元指数	伦敦现货黄金 (美元/盎司)	美元指数 涨跌幅	伦敦现货黄金 涨跌幅
1969-12	120.24	35.2		
1979-12	85.82	524	-28.63%	1388.64%
1984-12	151.47	308.3	76.50%	-41.16%
1994-12	88.73	382.5	-41.42%	24.07%
2001-12	116.82	276.5	31.66%	-27.71%
2010-12	78.96	1,410.25	-32.41%	410.04%
2015-12	98.7	1,062.25	25.00%	-24.68%
2020-3	98.96	1608.95	0.26%	51.47%

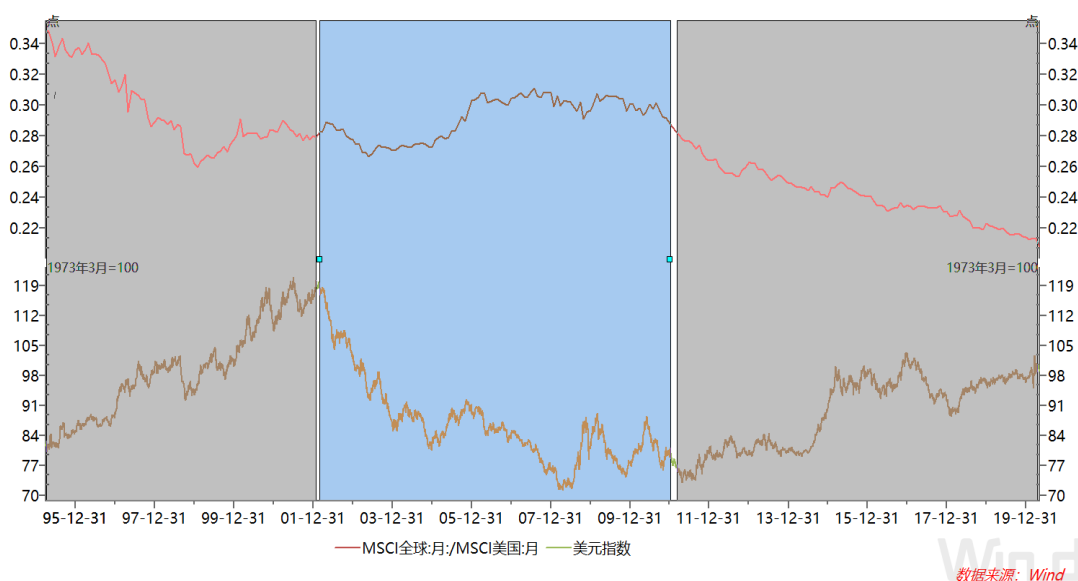
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

（二）美元趋弱或有利于美股以外的市场相对走强

考察美元升值与贬值期间美股相对外部市场的走势，MICI 全球市场指数相对美股在美元升值期间明显走弱，在美元贬值期间相对走强。

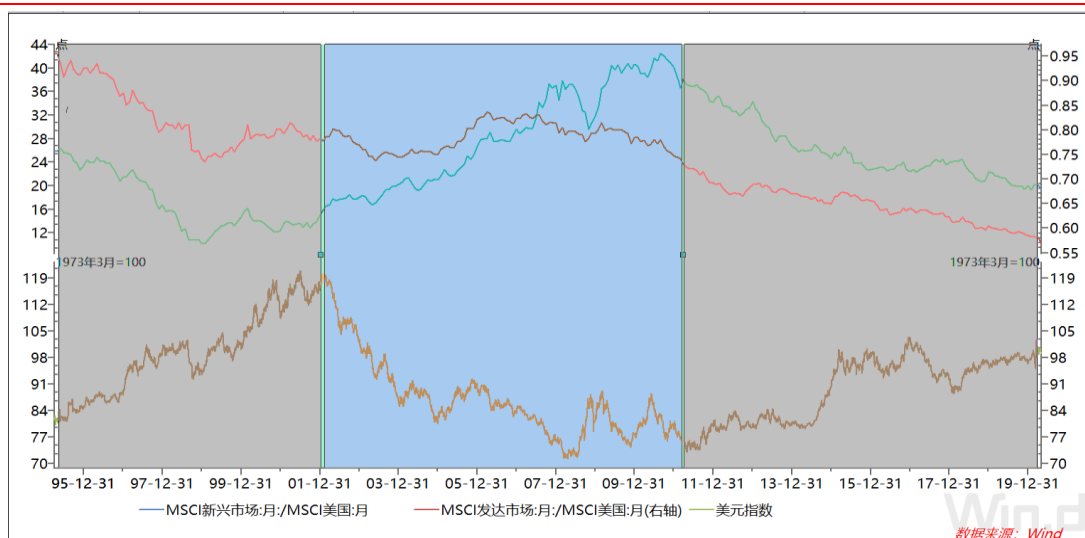
此外，不论是发达经济体市场还是新兴经济体市场，均呈现美元升值期间相对美股走弱，美元贬值期间相对美股走强的格局。

图 10 MSCI 全球市场指数相对美股在美元升值期间明显走弱（灰色阴影部分），贬值期间走强（蓝色阴影部分）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 11 发达与新兴经济体市场指数相对美股在美元升值期间明显走弱（灰色阴影部分），贬值期间走强（蓝色阴影部分）



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

分析师声明

刘骥豪

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。