

研究报告

2018 年第 37 期

2018.4.16

执笔：邱牧远

muyuan.qiu@icbc.com.cn

美元指数持续低迷原因分析 及走势展望

要点

- 美元指数在 2017 年下跌 12.95%，为 2008 年全球金融危机后最大年度跌幅。其与美国短期经济走势的偏离，引发了市场的普遍关注。
- 本文认为，2017 年美元指数的下跌主要源于欧洲经济的强劲复苏带动的欧元相对走强。美国经济的结构性问题使得中长期的悲观预期超过了短期经济的亮眼表现，加深了美元指数的下跌趋势。
- 从未来看，如果 2018 年美国经济能够继续 1 月份以来的良好表现，预计未来一段时间以美元指数为代表的美元汇率可能呈现小幅回调态势；但从中长期来看，开放环境下美国经济结构存在固有矛盾，使得美元依旧处于走弱的长期“通道”。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

美元指数持续低迷原因分析及走势展望

汇率是开放宏观经济中最为重要的指标之一，美元作为最重要的国际货币，币值的变动影响着各国的利益。2017年，美元指数经历了持续大幅下跌。全年跌幅达9.89%，为2008年全球金融危机后最大年度跌幅，远超市场预期。这一走势与部分传统指标出现较大背离：一方面，美元指数大幅下跌与美国经济增速大幅提升形成鲜明对比。2017年，美国通货膨胀率保持相对稳定，实际GDP增速屡创新高：1-4季度环比折年率分别达到1.2%、3.1%、3.2%和2.5%。但美元指数的走势却持续疲软。另一方面，美元指数大幅下跌与美联储多次加息有所背离。一般来看，一国汇率的变动情况与国内外利差和货币供应密切相关，利率较高的国家汇率应具有升值预期。2017年，美联储进行了三次加息，目前联邦基金目标利率已升至1.25%-1.5%区间，而欧元区、英国和日本的基准利率却基本维持稳定，英国仅在2017年11月加息25个基点（图2）。利差的不断扩大与美元指数的下跌形成背离，特别是在2017年6月美联储加息后，三季度美元指数下跌2.68%，走出了全年的最大跌幅。

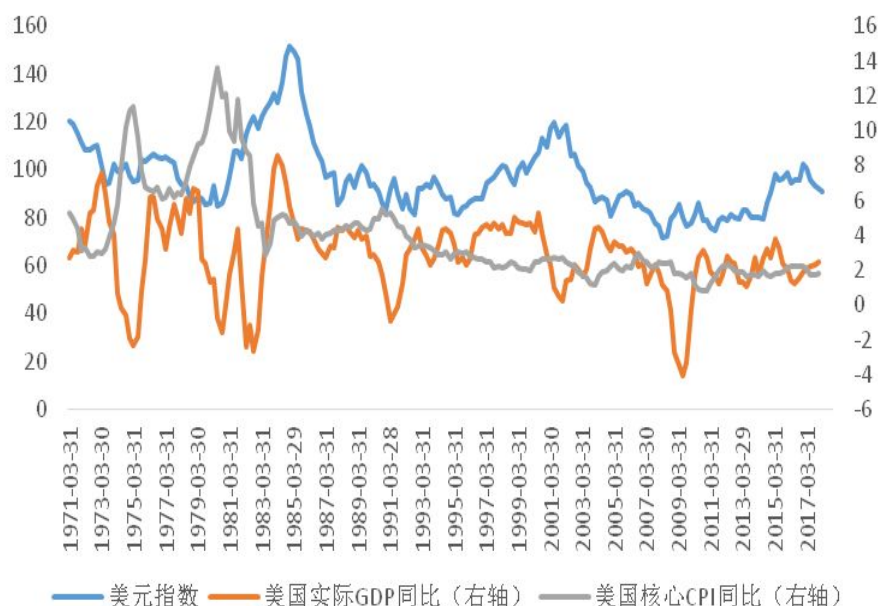


图1 美国GDP、通胀率与美元指数走势

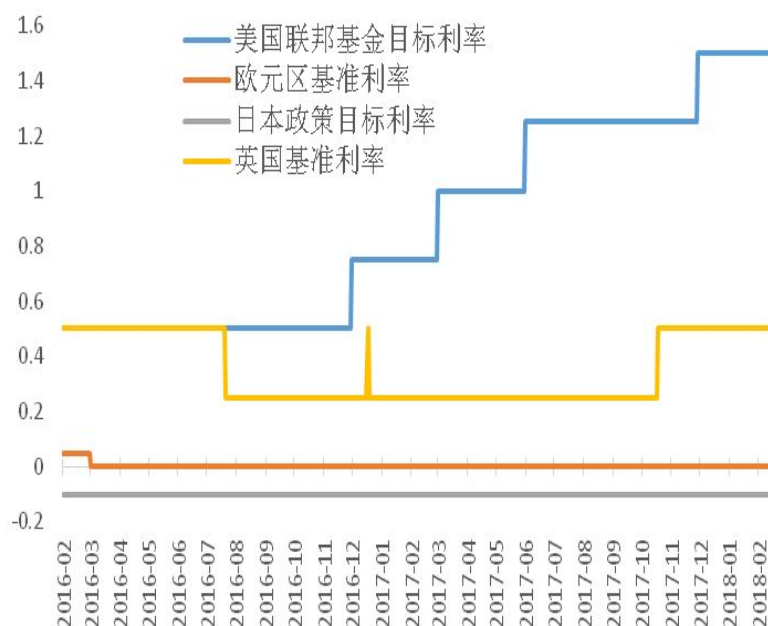


图2 美元指数与政策利率变动呈现矛盾

本报告对去年美元指数变动的主要原因进行分析，认为美元指数去年的下跌是短期、中期和长期因素共同作用的结果。从短期来看，欧元兑美元持续升值是主导美元指数走弱的主要因素，背后反映了市场对欧洲经济复苏的信心；美国经常账户和政府财政的“双赤字”问题没有得到根本性扭转，超过了短期经济景气给美元带来的积极作用。从未来看，近期美国经济的亮眼表现将对美元指数可能起到提振作用，但在结构性矛盾作用下，美元依旧处于长期下行的通道。

一、欧洲经济的强劲复苏是短期美元贬值的最主要动因

美元指数是衡量美元汇率总体强弱的指标，由美元兑一篮子货币汇率的加权平均计算得到。根据其编制方法，一段时间内美元指数的变动可以分解为两个部分。一是对应货币在美元指数中的权重。美元指数中，欧元占比最高，接近60%；其次则是日元和英镑，三者合计占到美元指数权重的83.1%；二是各国货币兑美元变动的幅度。2017年初到2018年1月底，美元兑欧元累计贬值15.25%，

兑日元累计贬值6.69%，兑英镑累计贬值12.89%。将上述两方面因素综合，可以计算出美元指数中各类货币对其环比变动的贡献率。总体来看，美元兑欧元贬值是2017年美元指数下跌的最重要原因，全年贡献总计超过73%。



图3 美元指数变动的因素分解

欧元兑美元的持续升值的原因主要包括三方面：第一，2017年欧元区经济复苏超出市场预期。根据“巴拉萨—萨缪尔森”假说，经济增长较快的国家汇率面临升值。从绝对水平看，2017年初，机构普遍认为对欧元区经济增速约在1.8%—1.9%区间内。但第三和第四季度欧元区GDP同比增速却达2.5%和2.4%，大大超出市场预期（图4）；相对来看，欧元区较美国增长更加强势。图5中，以欧元区和美国工业生产指数同比之差代表欧美经济增长的相对态势。可以看出，欧元区工业生产指数增速大幅超越美国，显示经济增长相对更为强势。

第二，欧元区就业持续改善，进一步印证其经济实质性复苏，支撑欧元走强。2011年第一季度，欧元区经济增速也曾达到3%的水平，但当时失业率却一直处于上升态势，2013年第二季度达到创纪录的12.1%。但从本轮复苏看，2017年欧元区失业率持续走低，2018年1月更是达到8.6%，为近5年来的最低水平（图6）。其中，德国、法国失业率已经低于或接近全球经济危机之前水平，希腊、西班牙及意大利等深受欧债危机困扰的国家失业率也已持续走低，显示欧元区经济的普遍增长。

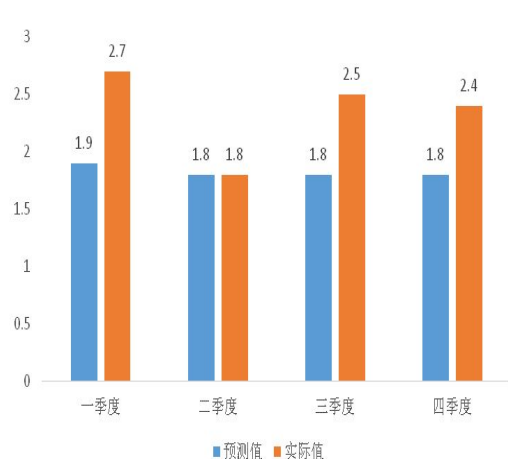


图4 欧元区GDP增速预测值与实际值

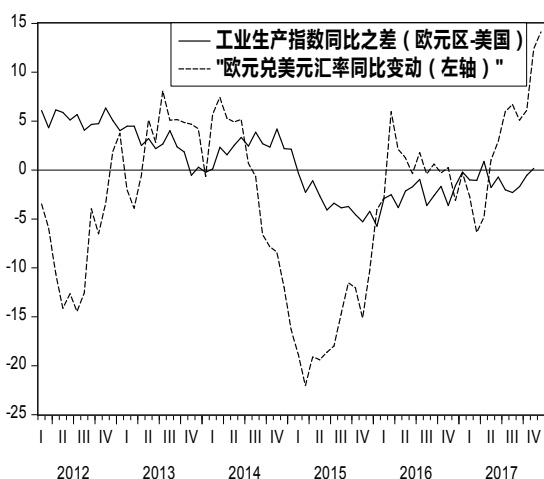
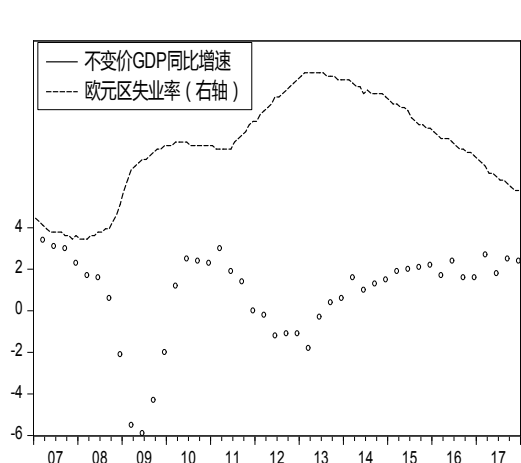


图5 欧美工业生产指数与欧元兑美元汇率变动

第三，去年欧元区通胀率呈现先高后低的走势，与市场预期有所背离。2017年1-4月，欧元区调和CPI同比增速分别达到1.8%、2.0%、1.5%和1.9%，基本接近欧央行2%的通胀目标水平。在此背景下，市场普遍预期下半年欧央行将启动加息进程，随之看多欧元。但从5月开始，欧元区通胀率便持续走低。2017年全年，欧元区调和CPI增长率仅为1.5%，这与经济的强劲复苏共同构成了“通胀低、增长稳”的局面。因此尽管欧央行对加息采取了较为保守的态度，但市场对欧元的信心依然不断增强。



资料来源：世界银行

图6 欧元区经济增长与失业率

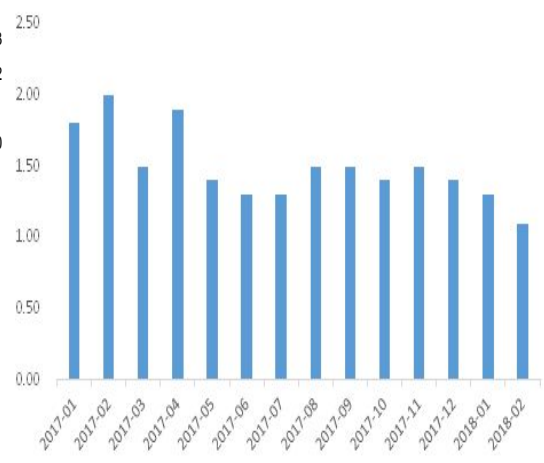


图7 欧元区HICP(调和CPI)同比

二、美国结构性矛盾对美元指数中期走势形成制约

反观美国，由于经济“结构性”问题依旧没能得到改善，使得对经济中期的悲观预期超过了短期的“亮眼”表现，对美元指数的回升构成了一定压力。

第一，美国对外贸易逆差与美元作为国际货币的“特里芬难题”并没有缓解。作为国际结算与储备货币，美元形成的资本账户顺差必然对应经常账户逆差，而国际收支的长期逆差又会削弱美元的地位。从图8来看，一段时期内经常账户逆差 GDP 占比的持续升高，往往跟随着之后美元指数的下跌。换言之，贸易赤字的扩大会对美元带来贬值压力。自2014年以来，美国经常账户赤字呈现扩大趋势。尽管特朗普上台后对外贸易表达了格外强硬的保护主义主张，但从其执政一年多的表现来看，经常账户逆差并没有得到根本改善，其占 GDP 的比例反继续扩大。2017年全年，美国在货物贸易和服务贸易的逆差总和增长了12.6%，达到5660亿美元，这是2008年以来最高水平。其中，进口额达到2.9万亿美元，刷新了上一年2.7万亿美元的记录。

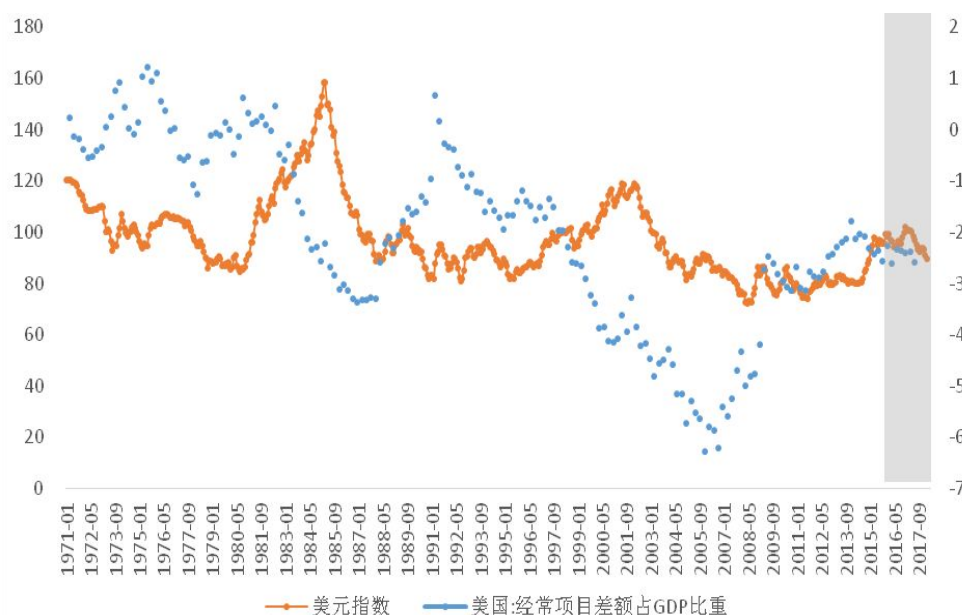


图8 美元指数与美国经常项目逆差的 GDP 占比
(阴影部分为特朗普政府执政期)

第二，市场普遍预期特朗普政府的减税计划对经济的提振作用有限。支持

汇率强弱的最根本因素是经济基本面。尽管外界预期特朗普减税计划会对经济带来一定的提振作用，但当前美国劳动力市场已接近充分就业水平，核心通胀指标也处于政策目标区间。税改对经济的刺激作用在中长期可能转化为通胀压力，并迫使美联储提升加息节奏。事实上，近期多位美联储高官继续发出鹰派表态，联储年内加息的次数可能进一步提升。这又反过来构成对中期经济增长的制约，抑制了美元反弹。

第三，美国政府财政状况恶化，加大经济中期运行的不确定性。近年来，美国联邦政府债务的法定上限一再提高，至2017年时已达到20.2万亿（图9）。而特朗普政府减税推出过程中参众两院争议不断，市场普遍担心财政状况会进一步恶化。按照 CRFB 的测算，截至2027年，税改法案将带来2.2万亿美元的净减税额，债务上限势必被再次突破。由于美国私营部门储蓄率难以相应提升，财政赤字扩大会使经常账户逆差进一步扩大，推高美国外债规模及其占美国债务总额比例。公共部门与国际收支“双赤字”扩大，将使美国经济再次面临与金融危机前类似的风险特点，对美元走强构成了进一步制约。

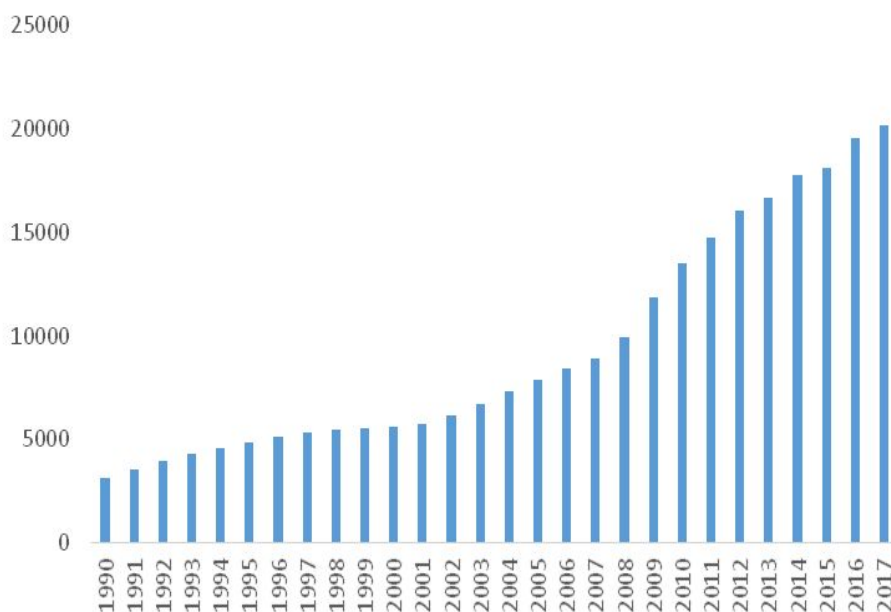
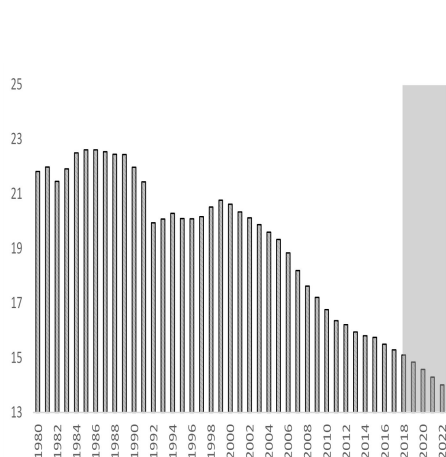


图9 历年美国联邦政府债务上限（十亿美元）

三、经济体量的相对下降使美元处于长期下跌通道

从长期来看，汇率走势与一国经济的相对强弱最为相关。当前，美国对全球经济增长的贡献已发生阶段性转折。上世纪90年代，美国对全球增长贡献为29.1%，而2008年危机爆发后已下降到7%左右；与此同时，尽管存量上美国经济依然在全球占有重要地位，但其相对体量已大幅收缩。以GDP在全球的份额来看，截至2017年底，美国GDP占全球经济的比重已经从上世纪80年代中期的22.6%下降到15.29%，预计2022年时将会进一步缩减至14%。上述转变使得美国对全球经济的引领能力有所下降，外部冲击对于美元走势的影响力正在逐渐增强（图10）。

按照这一逻辑，美元指数依旧处于长期走弱的通道（图11）。特朗普在竞选过程中针对美元、对外贸易以及移民等问题所提出的一系列主张，实际反映了全球化背景下美国社会对其全球影响力下降的焦虑。“弱势美元”等主张的提出和2018年1月份美国财长对美元“一反常态”表述，一方面可看作为重振美国经济、提高美国经济实力所提出的政策主张，另一方面也是美国经济相对地位下降的必然结果。



数据来源：IMF 全球经济展望（WEO）数据库，WIND

图 10 美国 GDP 占全球经济比重¹

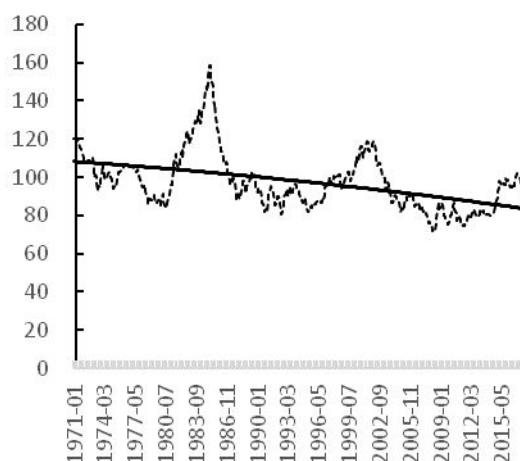


图 11 美元指数与其长期趋势

¹ 阴影部分为预测数。

四、对未来美元走势的判断及启示

从以上分析来看，2017年美元指数的下跌主要源于欧洲经济的强劲复苏带动的欧元相对走强。美国经济的结构性问题使得中长期的悲观预期超过了短期经济的亮眼表现，加深了美元指数的下跌趋势。这意味着从短期来看，美国经济增长及其与全球其他国家经济表现的相对强弱，将成为主导美元指数短期走势的最重要因素。如果2018年美国能够继续1月份以来的良好表现，预计未来一段时间以美元指数为代表的美元汇率可能呈现小幅回调态势；但从中长期来看，开放环境下美国经济结构存在固有矛盾，使得美元依旧处于走弱“通道”。另外，伴随着新兴市场国家经济体量的上升和其他发达经济体的复苏，美国经济在全球的相对“体量”将进一步下降，传统上国内经济主导美元走势的特征将进一步被削弱，美元汇率的波动将呈现振幅扩大和双向震动的特征。特朗普本人及其执政团队的“口无遮拦”，势必会对市场预期的造成一定影响，有可能加剧美元汇率国际金融市场动荡。

对于我国而言，美元走势的特点使得挑战与机遇并存。第一，美元汇率的变化会对增大人民币币值的波动幅度，为开放环境下的汇率管理带来更大困难。货币当局应在汇率变动长期趋势的基础上，进一步完善外汇调控机制，降低外汇市场波动，稳定市场预期；各类金融机构则应把握美元走势的长期趋势，在防范风险的基础上可以拓展相关业务。

第二，美元指数走弱将使我国美元资产面临贬值风险。目前我国外汇储备高达三万亿美元，美国国债等以美元标价资产的占比较高。美元的持续贬值将使我国的境外资产面临价值损失；但在另一方面，美元的走弱同时也意味着人民币国际化的机遇，适时稳妥地继续推动人民币在全球的使用，有助于提高人民币在国际货币体系中的地位。

第三，美国对外的贸易摩擦有继续扩大趋势。从政策的整体性来看，“弱势美元”只是特朗普政府缓解贸易和财政“双赤字”困境的手段之一。为了达到上述目标，贸易保护主义是特朗普政府解决上述矛盾的另一个逻辑延伸。根据

美国商务部数据，自2017年1月以来，美国已针对29个国家发起了20余起贸易救济措施，也使得2017年成为自2001年以来美国政府运用此种措施最多的年份。随着中美“贸易战”的烽烟渐起，未来一段时间我国与美国的贸易摩擦会逐渐增多。企业和包括商业银行在内的金融机构应采取积极措施，加以应对。