



## 不慎势则宽严皆误 美元破百要深思

### 要 点

城市金融研究所所长：周月秋

国际宏观经济研究团队：

樊志刚 马素红 程实 宋玮  
王婕 罗宁 郭可为 吕振艳

执笔：吕振艳

lvzhenyan@icbc.com.cn

相关研究：

2014/01/30《全球经济延续分化  
美元走强重配资金——2014年国际  
经济金融走势回顾及2015年展望》

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（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，仅供我行内部参阅，未经书面许可，任何机构和個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。

- 美元汇率走势将会是 2015 年全球金融市场的重大风险之一，会对今后全球金融市场和全球经济产生重大影响。2014 年美元指数大幅上涨 12.51%，是 2007 年危机后增幅最大年，对欧、日、新兴市场货币产生重大冲击，引发全球资本回流美国。
- 2015 年美元汇率是否会继续大幅上涨之势？能否冲破 100 点，形成美元汇率 40 多年来的第三轮升值周期？会带来哪些新风险？
- 根据美元汇率 40 多年的历史数据分析，本研究认为，美元汇率还有 10%—15% 左右的增值空间；目前，美国经济相对欧、日和新兴市场增长更快，失业率走低，美元汇率 2015 年备齐破百的基础和条件概率很大，目前只待加息靴子落地。历史分析来看，美元周期转换是经济金融危机爆发的风险点。此次美元汇率如果破百，将作实美元周期从贬值到升值的关键转折。此时，尤其需要关注并分析四大风险：资产重组和重估风险，债务风险，油价回调风险和新兴市场区域风险。

## 目 录

一、USD <sub>X</sub> 误差增大，美元汇率走势评价还需 REER.....	3
(一) USD <sub>X</sub> 指数三大问题.....	4
(二) USD <sub>X</sub> 与 REER 差异.....	5
二、美元汇率走势历史纵览与规律总结.....	6
(一) 美元汇率呈周期性运动.....	7
(二) “三高一低”支撑美元升值周期.....	7
(三) 周期的拐点和转折点处，全球经济金融危机频繁爆发.....	8
三、美元汇率走势预判.....	9
(一) 美元汇率开启新周期.....	9
(二) 美元汇率突破 100 点时机逐渐成熟.....	9
四、美元汇率走势预判.....	10
(一) 美元升值加大美国货币政策外溢性，全球资产重估和资产重置的不确定性增加.....	10
(二) 欧日宽松政策延续，债务风险或增加，进一步冲击汇市.....	11
(三) 关注油价回调和大宗商品价格走势.....	11
(四) 新兴市场进一步分化，地区风险需高度关注.....	11

## 图目录

图 1 美元指数历史走势图.....	3
图 2 危机以来美国 CPI 和核心 CPI 走势图.....	6

## 表目录

表 1 本轮危机以来 USD <sub>X</sub> 与四种美元有效汇率指数年变化率比较.....	6
--	---



2015年初,美国恶劣天气一如平常比立春来的早些,却丝毫不打扰美元指数升天热情。2015年元月开盘美元指数(USDIX)升值势头更为强劲。根据wind数据,截至2015年1月最后一个交易日31日,美指收于94.87,单月涨幅5.07%,远超2014年同期和各月度涨幅,也再次刷新2004年以来高点。相比于欧洲再飞“黑天鹅”,美元升值更显亮眼、实属不易,也备受期待。此轮危机中,美元指数击穿历史低点80点位,2008年4月22日刷新美元指数历史低点到71.31点;此后,于2014年下半年开始发力上行,全年增幅12.51%,比2008年危机以来第2大增幅5.94%高一倍有余。在1971年至今44年美元指数历史中,这一年度增幅在23个正增长年份中排名第6。那么,美元还会升吗?2014年以来美元汇率走高已经给金融市场、各国经济产生冲击性影响,美元如果继续走高,还会导致哪些风险?

#### 一、USDIX 误差增大,美元汇率走势评价还需 REER



图 1 美元指数历史走势图

目前市场对美元汇率的判断,大多只是根据美元指数(US Dollar Index, USDIX)。2014年下半年开始,USDIX指数震荡走高,市场“美元升值”的结论也愈发发酵。但是,由于市场对USDIX指数的认识误区,及其构成和计算方法方面的天然缺陷,在反映美元相对其它国家货币的国际购买力方面,USDIX指数存在

不足和偏误。为了对美元汇率走势进行更客观、有效的评价，本文选取 BIS 公布的美元实际有效汇率（Real Effective Exchange Rates, REER）指数，并具体分析两大指数的变化和差异。

### （一）USDX 指数三大问题

#### 1. 美元指数不能代表美元价值，美元汇率没有升值

作为一个指数，美元指数是以一揽子货币国贸易权重进行几何加权，针对 6 种主要货币的相对价格，以 1973 年 3 月基期为 100 点。这 6 种主要货币是欧元、日元、加元、法国法郎、瑞典瑞郎和瑞士法郎，其中欧元权重超过 50%。由此判断，截止 2015 年 2 月 11 日，美元指数尽管已经恢复到危机前水平，但是与 40 多年前的基期比较来看，不仅没有走高，其价值相对下降了 5% 左右。

#### 2. 美元指数货币篮子代表性降低，估值偏误风险增大

进入 21 世纪之后，美国维持了 30 年的国际贸易关系出现了突破性变化：2004 年法国跌出美国前 10 大出口贸易伙伴国，中国位列第 5；2014 年中国升至第 3，巴西升到第 9 位。1994 年到 2004 年，中国从美国第 4 大进口国升至第 2 位，并于 2014 年取代加拿大，成为美国第 1 大进口来源国。同时，印度成为美国第 10 大进口来源国。而截止到目前，上述重大变化，并没有体现在美元指数中。就计算方法而言，美元兑巴西雷亚尔、印度卢比、人民币变化频繁、幅度差异大且方向不同，重要伙伴国货币缺席美元指数，意味着美元指数存在估值偏误风险。

#### 3. 通货膨胀让美元指数雾纱遮面难辨真迹

过去 30 多年间，尤其是此轮危机后各国通货膨胀在经济复苏与发展、货币政策协调与分化的博弈中，可谓纷繁复杂，如果说美元指数还能在一定程度上反映美国主要经贸关系，在排除通货膨胀干扰、还原美国国际竞争力方面，美元指数难言有效。尤其在目前全球石油等大宗商品价格大跌的背景下，美国作为全球最大的石油进口国，财富效应必然带动美元指数走高。但是，美元指数本身，无法回答，其变化多大程度上体现美元货币实际购买力的变化，多大程度上归因于通货膨胀因素。



## （二）USDX 与 REER 差异

与 USDX 相比，BIS 每月公布的 REER 指数，可以较好的解决上述三个方面的问题。BIS 每月公布宽口径和窄口径两种美元实际有效汇率，窄口径覆盖 27 个国家，宽口径覆盖 61 个国家和地区。根据实际有效汇率指数的定义可知，其计算方法是本国价格水平或成本指标与所选择国家价格水平或成本指标加权几何平均的比率与名义有效汇率指数的乘积。

### 1. REER 指数三大优势

与上述 USDX 指数的三大问题相对应，REER 指数具有三大优势。其一，REER 指数因货币篮子覆盖更广，因而能更全面而准确地反映贸易伙伴国的货币购买力变化，从而降低了 USDX 指数的偏误风险。其二，由于 REER 指数综合考虑双边和第三国贸易关系，能更契合美国国际经济关系实际。其三，因剔除了价格因素而更有效，能更准确的反应美元的总体走势、波动幅度及其在国际经贸和金融领域中的总体地位。当一国的实际有效汇率下降时，意味着该国货币的贬值幅度较之其主要贸易伙伴国货币贬值的幅度更大。

### 2. USDX 指数相对优势

由于 USDX 指数每日更新，同时计算方法相对简单，所需资料相对较少，与 REER 相比，USDX 由于上述引致其缺陷的同样因素，也具有市场感应敏锐、数据时效性强的优点。因此，同时使用并比对 REER 指数与 USDX 指数，更能够分辨持续影响美元走势的规律性因素，也能更清晰辨明美元汇率走势。

### 3. 汇率走势逆转年份，两指数变化率差异发生逆转

目前为止，美元汇率的五个周期，共 36 年间，两个指数差异主要有两方面，一是 USDX 指数年均变化率更大；二是汇率走势变动（周期从贬值到升值，或是一个周期内的回调或反弹）时，两指数变化方向相反。根据美国国家经济研究局（National Bureau of Economic Research）对经济周期的划分，2007 年和 2010 年分别是两个经济周期的开始年份。从表 1 可见，2010 年两指数变化方向相反仍然遵循上述规律。

**表 1 本轮危机以来 USDX 与四种美元有效汇率指数年变化率比较**

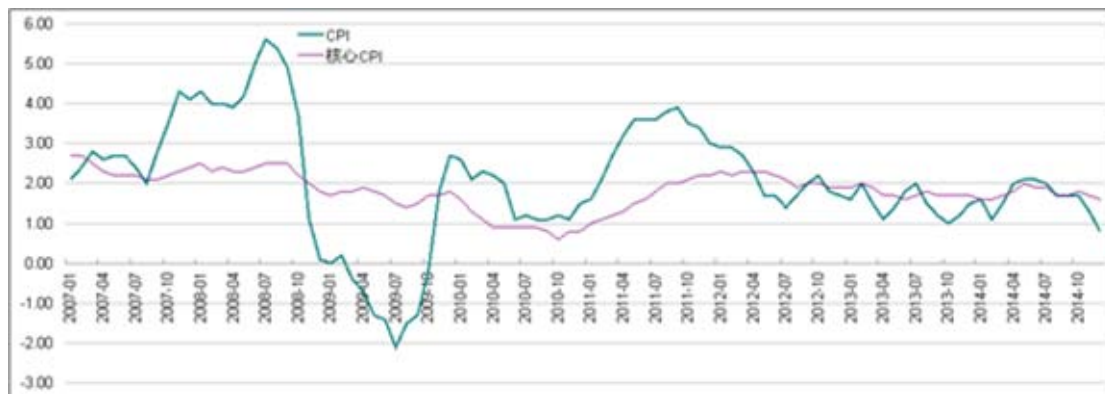
年份	名义有效汇率		实际有效汇率		美元指数
	宽口径	窄口径	宽口径	窄口径	
2014	7.31%	8.56%	6.40%	8.05%	12.51%
2013	2.91%	3.33%	1.90%	2.50%	0.58%
2012	-0.92%	-0.79%	-1.53%	-1.78%	-0.65%
2011	1.83%	0.51%	1.40%	2.66%	1.33%
2010	-1.38%	-0.32%	-3.14%	-1.96%	1.87%
2009	-7.39%	-9.67%	-6.98%	-8.70%	-3.71%
2008	9.41%	11.13%	6.34%	9.85%	5.94%
2007	-8.23%	-9.90%	-7.96%	-7.34%	-8.33%

数据来源：作者根据 wind 数据自行计算。

但是，除 2007 年和 2014 年，USDX 指数年均变化率更大，其他年份与之前的两指数变化对比规律不同。此期间 CPI 整体处于较低阶段（见图 2），而且 CPI 整体低于核心 CPI，两者之间的差异波动频繁，且有进一步扩大之势。考虑到，CPI 与核心 CPI 波动规律不同于 2007 年之前，而如前所述，CPI 是两指数差异的重要因素，CPI 与核心 CPI 波动不规律可能是危机后两指数变化率差异的主要原因，后期应更多关注 CPI 变动对美元汇率指数的影响。

**图 2 危机以来美国 CPI 和核心 CPI 走势图**

单位：点



## 二、美元汇率走势历史纵览与规律总结



本研究综合运用波浪理论等汇率理论,通过比较分析 REER 指数与 USDX 指数,总结美元汇率走势的规律,进而运用规律对美元汇率今后的走势进行判断。

### (一) 美元汇率呈周期性运动

截止目前,美元汇率已经经历了三次大的贬值周期,两次强势周期,其中三次贬值周期分别是 1971 年~1979 年,1986 年~1995 年,2002 年~2009 年,分割贬值周期的两个时段就是升值周期。贬值周期一般较长约 10 年左右,升值周期相对较短,约 5-6 年。无论是升值或贬值周期,都由 2-3 轮顺周期行情断续形成,这 2-3 轮行情都有 1-2 轮逆势回调或反弹进行间隔。USDX 反映的周期中,每轮顺周期的行情一般由连续 2-3 个年份组成,其中必有 1-2 个年变化率连续超过 10% 的修正波,其余顺周期年份波动率也大多大于 5%。REER 指数周期的修正波比 USDX 的要小,但都大于 5%。USDX 指数和 REER 指数变化率相反的年份,都发生在周期变换的初始年份或周期内的回调年份,也就是美元汇率走势发生转向的年份,这可能与 USDX 指数波动率几乎普遍大于 REER 有关。例如 1971-1979 年美元下行周期中,USDX 指数和指数变化率相反的年份分别是 1975 和 1979,前者是 REER 指数逆势反弹的年份,后者则是周期变换的年份。2007 年危机以来,两指标年度变化幅度总体一直,只有 2010 年出现差异,USDX 实现增长 1.87%,而 REER 则下降 1.96%。而 2010 年正是美元汇率结束贬值周期进入上行区间的转换年。

### (二) “三高一低”支撑美元升值周期

前两轮美元升值周期,一个显著的特点是,美国相对欧洲、日本(第一轮是相对欧洲,第二轮是对欧洲和日本)的经济增长更强势,形成“三高一低”的局面:高利率,高就业,高增长,低通胀。以美元第一轮升值周期为例。1980 年代,里根经济学效果显著,在货币政策配合下,美国经济从 1983 年底开始回升,工业生产连续增长。到 1984 年,美国经济复苏更为强劲,达到 7.3%,为 1956 年来的最高记录,是同期其他发达国家三倍以上,国际金融界对美元的信心大增。美国从 1979 年起开始实行高利率、高汇率政策,并曾于 1981 年 5 月将贴现率提高到 14% 的历史高峰。1980 年起,美国通货膨胀开始下降,到 1984 年已大幅改

善，消费者物价上涨率从过去的两位数降至 4%。在美国通货膨胀得到控制的同时，美国利率一直维持着较高水平。1984 年，美国联邦储蓄银行的贴现率一直直接维持在 8%—9% 之间。

需要注意的是，美国相对“三高一低”的局面，需要财政货币政策紧密配合。事实上，往往缺少任何一个，都是美元汇率背离经济增长出现下行周期的引子。例如，为了控制通货膨胀收紧货币政策，已经多次成为美元汇率大幅下行的推手。20 世纪 70 年代末沃克尔领导下的美联储和 21 世纪初格老领导下的美联储都实行了紧缩货币政策，美元 80 年代和 2002 年之后两次大贬值周期形成都与之关系密切。但是，其经济原因并不在于单纯舒缓贸易逆差，而主要是在保持经济高速增长的同时输出通货膨胀。综合来看，经济增长稳定持续之外，财政货币政策配合护航经济，推动资本流入流出，是美元汇率升值贬值的内在动力。但是，增长、就业、通胀三者之间的协调是如此之难，因此任何一个问题突出到主导位置，都会导致政策协调困难，都会推动美元贬值，这也是美元汇率贬值周期更长，而经济扩张周期更长的内在机制。

### （三）周期的拐点和转折点处，全球经济金融危机频繁爆发

在全部 5 个周期及内部多次反弹或回调区间，地区性、甚至全球性经济金融危机大量出现。一方面战争和经济危机导致美国经济恶化、财政赤字增加、通货膨胀加剧，形成美元汇率周期变动。另一方面，美元经济、货币政策调整，经济增长恢复，导致资本大量回流美国，推动美元汇率转向并形成新的周期，同时引发其他国家和地区的经济金融危机。

例如，整个 20 世纪 60 年代，受 1960 年代越南战争影响，美国经济形势恶化，导致美国 1971 年出现贸易赤字。1970 年代，逐渐形成贸易赤字、财政赤字“双赤字”增长迅速，美元汇率承压频繁贬值，布雷顿森林体系岌岌可危。受 1973 年和 1978 年两次石油危机的影响，美元第一次大幅贬值和二次下探区间形成共同形成了美元 1971—1979 的贬值周期，美元接连放弃了依赖黄金和黑金（石油）的汇率稳定机制。1980 年代在里根经济学“低税、高折旧”政策下，美国经济复苏、再次扩张，推动了美元汇率周期逆转跌势，启动第一轮升值周期，但是在





美国经济高速增长阶段，资本大量回流，造成 80 年代拉美债务危机。此后，1985 年《广场协议》，1987 年美国“黑色星期一”，1990 年储蓄贷款危机，1995 年日本楼市泡沫破灭和墨西哥金融危机，1997 年亚洲金融危机和 2001 年互联网技术破灭，以及“911”事件，都形成或推动了美元汇率周期的波动或逆转。

### 三、美元汇率走势预判

根据上述规律，对比 REER 指数和 USDX 指数，可以发现，美元汇率已经迈过贬值周期的拐点开始上行，但是，能否形成升值周期则主要看 2015 年能否突破 100 点。

#### （一）美元汇率开启新周期

美元汇率目前刚刚结束第三个贬值周期，开始构筑上升通道，但仍处于价值低估阶段。2014 年底，USDX12 月当月平均值为 89.12 点，12 月 31 日为 90.27 点，相对 1973 年 3 月基期数值仍贬值 10% 左右；REER 为 110.5 点，相对于 2010 年基期 100 点升值 10.5%，相对于 1973 年 3 月约贬值 9%。

2007 年美国金融危机使美元汇率在 2001-2009 年贬值周期中二次下探，形成贬值约 8%（USDX 指数为 8.33%，REER 指数为 7.34%）的修正波。随后的欧债危机最终推动美元汇率进入新的周期。2010 年美元汇率新周期开启年，REER 指数和 USDX 指数方向再次逆转，2011 年美元汇率小幅上行后，2012 年小幅回调，并于 2014 年大幅增长 8%（REER 指数为 8.05%，USDX 指数为 12.51%），升值通道开始建筑。

#### （二）美元汇率突破 100 点时机逐渐成熟

其一，从数据上看，美元汇率前两个升值周期中，最高峰分别发生于 1985 年 2 月 158.49 点和 2001 年 6 月 118.94 点（USDX 指数），1985 年 3 月 145.56 点和 2001 年 7 月 123.43 点（REER 指数）。比较来看，USDX 指数高峰都略早于 REER，再次验证，USDX 更敏锐，REER 更稳健。从前面几个周期美元汇率变动幅度均值来看，USDX 指数在 30%-40% 之间，REER 指数在 20%-30% 之间，变动幅度均值分别是 35% 和 23%。而截至 2014 年底，USDX 指数和 REER 指数平均变动幅度仅

14.52%和 11.29%，距离前几个周期最大变动幅度 45.58%和 29.91%来看差距更大，因此，本轮美元汇率周期如果能突破 100 点有望还有 10%-15%左右的增长幅度。

其二，从规律分析，美元汇率实现升值的时机有望 2015 年实现，进一步突破应在一年之内。规律来看，美元汇率高峰之后，将会迅速在几个月时间内发生趋势性逆转，进入一个新的周期。在过去 40 多年美元汇率史上，只有 1980-1985 年没有经过一次逆势回调，而是连续 4 年持续增长，其背景是美国经济摆脱了两次石油危机，并为 90 年代开始的连续 100 个月的经济增长打下坚实的财政根基。2015 年 1 月 14 日世界银行最新报告将全球经济，包括欧、日、中都下调，唯独将美国经济增长预期从 3%上调至 3.2%。历史的足迹往往在不经意间震惊我们。此次危机后，以页岩气等能源经济为契机，美国经济增长先于欧日复苏，为美元汇率升值奠定了最重要的经济基础。目前通货膨胀、就业在较好阶段并持续向好，资本回流美国已经成洪流之势。2015 年，美欧经济增长对比和货币政策分化仍将持续，美国实现加息后，“三高一低”或再次出现，支撑美元突破升值。

#### 四、美元汇率走势预判

2015 年美元走强将进一步增压油价下行、新兴市场资本外流，非美货币震荡下行波动仍将持续。在美元升值升息双升背景下，全球汇率市场需关注下列潜在风险和变化：

##### **（一）美元升值加大美国货币政策外溢性，全球资产重估和资产重置的不确定性增加**

美元升值与资金回流美国，在美国加息影响下，将引发全球资产重估和重置浪潮。对经济复苏压力仍然巨大的欧日经济而言，如果宽松政策效果不大，必将产生进一步竞争性贬值的动力，增加全球资产重估和资产配置的不确定性。同时，尽管美元上行阶段难免震荡，而短期震荡影响有限，但是随着升息时点临近，市场预期对其的变化将是美元波动的主要短期因素，进一步增加美元资产重估和重置风险。需关注欧日通缩状况和货币政策实施效果。



## **(二) 欧日宽松政策延续，债务风险或增加，进一步冲击汇市**

在低通缩背景下，欧日宽松政策的效果日益减弱，债务风险可能再次凸现，对包括美指在内的全球汇市产生冲击。由于债券市场对美元汇率单项影响较强，美元升值受阻和短期震荡，将阻碍美国经济持续增长对欧日经济的外溢效应，进一步恶化可能的债务风险。因此，欧日经济复苏的步伐和幅度，将是汇市稳定和全球资本资产市场稳定的基础。需关注欧日债券市场和经济增长成效。

## **(三) 关注油价回调和大宗商品价格走势**

美元强势下油价等大宗商品价格回落是大概率事件，低油价是低通胀复苏的保障，对于复苏初期的欧日和增长加速的美国都是利好。但是欧日经济增长，将对大宗价格反弹形成支撑，而油价回调将给全球经济增长和汇市产生重大冲击。因此，需关注欧日经济复苏和大宗价格波动。

## **(四) 新兴市场进一步分化，地区风险需高度关注**

油价波动、资本外流和地缘政治风险，新兴市场经济增长的外部环境整体恶化。随着美联储对加息前瞻指导更为谨慎，未来新兴市场货币的贬值趋势将更为温和。但是石油出口国，以及资源类出口国，在地缘政治风险增加情况下，债务风险和汇率波动风险可能进一步增加。