

报告日期：2022年9月26日

分析师

蒋飞 0755-83537175
Email: jiangfei@cgws.com
执业证书编号: S1070521080001
李相龙 0755-23820694
Email: lxlong@cgws.com
执业证书编号: S1070522040001
联系人(研究助理):
仝焱炜 0086-13680337457
Email: tongyaowei@cgws.com
从业证书编号: S1070122040023
联系人(研究助理):
贺昕煜 0086-13021212875
Email: hexinyu@cgws.com
从业证书编号: S1070122050027

相关报告

《人民币汇率料将兑现我们预期》2022-04-25
《美国消费增速向正常水平回归》2022-04-18
《疫情影响超预期，政策放松再加码》2021-04-11
《中美十年期国债利差继续缩窄》2021-03-28
《宽松货币、地产政策可期》2021-03-21
《稳增长需地产、货币政策发力》2021-03-14

美元升值何时了？

——宏观经济专题报告

核心观点

我们在去年7月发布的下半年宏观报告中提出美元进入升值趋势，从此之后多篇重要报告以及《大类资产配置报告》均认为美元处于升值趋势中，尤其是在9月市场分歧加大的背景下我们仍然认为美元会突破110大关。这与我们判断美联储加息激进路径、美国利率超预期上升幅度高度契合。

我们认为本轮美元升值大致分为三个阶段：全球流动性收缩（2021.06——2021.09）、能源危机冲击（2021.09-2022.12）和经济危机冲击（2023.01-2023.06）。这三个阶段，美元分别与四国央行总资产增速、能源价格走势背离、美股下跌有关。

随着明年经济陷入低迷、通胀回落之后货币政策可能再次转向宽松，美元升值周期到时也基本见顶。我们认为这一时间难以明确预测，并且在最后阶段美元升值持续的时间比空间更重要。在俄乌冲突走向不明、核战阴影出现等地缘政治持续冲突下，美元走势面临的不确定性更高，到时我们通过观察黄金走势来研判。

风险提示：宏观经济环境不及预期；国际大宗商品价格波动；美联储加息不及预期；信用事件集中爆发。

目录

1. 第一阶段：全球流动性收缩（2021.06—2021.09）	4
2. 第二阶段：能源危机冲击（2021.09—2022.12）	5
3. 第三阶段：经济危机冲击（2023.01-2023.06）	7
4. 风险提示	9

图表目录

图 1:	美元指数和美欧中日央行资产同比	4
图 2:	美欧中日四国央行总资产同比增速见顶回落	4
图 3:	美元指数和美国国债收益率（2 年期）	5
图 4:	美元指数和欧美利差	5
图 5:	美国进入工资-通胀螺旋式增长阶段	5
图 6:	美元指数和通胀预期	5
图 7:	美元升值趋势较强	6
图 8:	新兴市场国家也遇到很强的贬值压力	6
图 9:	欧元区贸易逆差和天然气-原油价差	6
图 10:	美元指数和原油价格	6
图 11:	美国进口价格指数同比和原油价格同比	7
图 12:	2021 年起美国进口金额同比明显高于价格增速	7
图 13:	美国进口数量增速与制造业新订单增速一致	7
图 14:	OECD 消费者信心指数和失业率	8
图 15:	高库存的压力释放预示进口需求也将快速下跌	8
图 16:	美元同比增速与美国信用利差成正向关系	8
图 17:	美元同比增速美国股指增速成负向关系	8

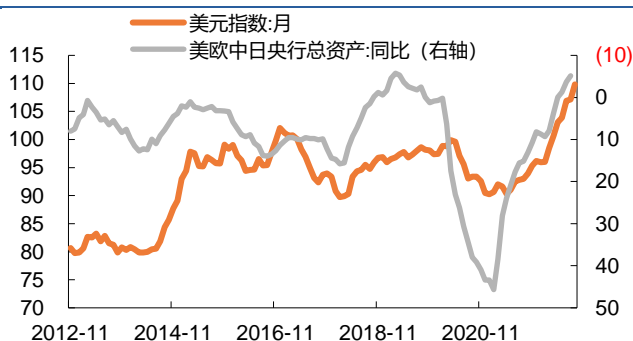
自从去年 7 月 30 日长城证券宏观团队发表半年度报告《经济放缓，风险并存——2021 年下半年经济研究报告》以来，我们始终认为美元处于升值趋势之中。比如《风险集中释放，系统风险可控——2021 年四季度宏观经济报告》认为：“美元升值趋势延续”；《破旧立新，储粮过冬——2022 年宏观经济展望》认为：“美元升值周期仍将延续 2022 年”，《中美经济或相向而行——2022 年一季度宏观经济报告》认为：“美元升值趋势延续”，以及以后的每月《大类资产配置报告》均有美元继续升值的观点，在每周周报政策重述中我们也持续表达这一观点。甚至在《美再迎加息时点，十年国债利率或突破 3.5%——20220919 周报》中我们认为美元可能会突破 110 大关，冲击 120，而在去年 7 月 30 日时美元指数才 92 左右。

美元持续升值的原因是什么呢？尤其是美元突破 100 前后时间，市场分歧较大。很多分析人士认为美元突破不了 100，有的认为当时已经见顶。作为宏观研究者，尤其是商业研究，更注重趋势的形成、发展和结束的整个过程变化。我们认为从去年年中到明年年中，美元升值分为三个阶段。

1. 第一阶段：全球流动性收缩 (2021.06——2021.09)

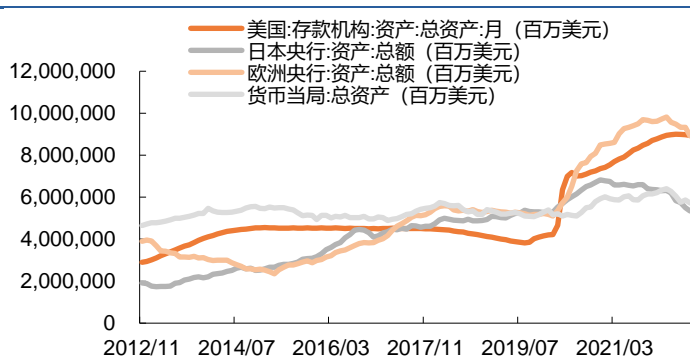
2021 年世界仍处于新冠病毒大流行的笼罩之下，各国政府还在救市，主要经济体的央行资产负债表还在扩张，但增速已经变慢，比如 2021 年 2 月四国（美欧中日）央行总资产的同比增速见顶回落。在这种背景下，2021 年年中时期美元见底，从贬值趋势转变为升值趋势。

图 1：美元指数和美欧中日央行资产同比



资料来源：IFIND，长城证券研究院

图 2：美欧中日四国央行总资产同比增速见顶回落

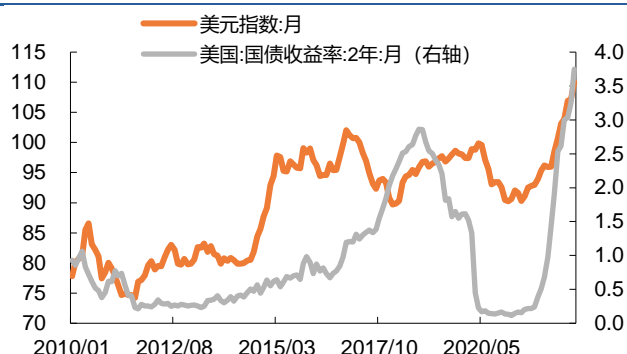


资料来源：IFIND，长城证券研究院

美联储在 2021 年整年都没有加息，虽然 3 月份主席鲍威尔有过表示开始考虑“减少所购买的美国国债和抵押贷款支持证券数量”，但 4 月份议息会议之后又表示“现在还不是开始谈论缩减购债规模的时候”，到了 6 月份宣布“超额准备金利率（IOER）从 0.1% 调整至 0.15%”，此时货币政策转向，美元见底；7 月鲍威尔表示“如果通胀上升太多，美联储准备调整政策，但距离开始逐步减少资产购买的门槛还有很长的路要走”，8 月在杰克逊霍尔全球央行年会上鲍威尔终于提出鹰派观点：美联储今年或开始缩减购债，但不会急于加息。9 月份更进一步“加息可能会比预期早一点”，11 月开始缩表“逐月减少 150 亿美元资产购买规模”，最后 12 月加大缩表力度“将减码速度加倍至每月 300 亿美元”。

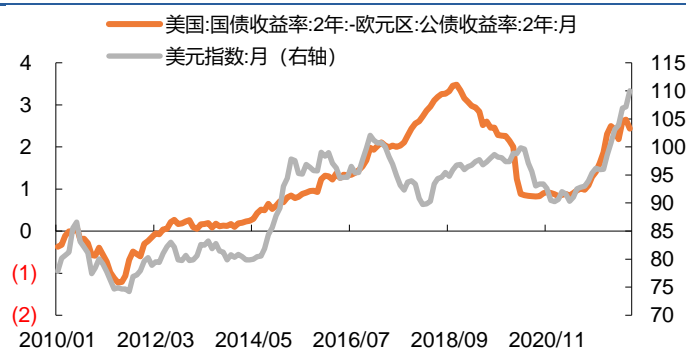
美联储货币政策取向的转变，导致全球流动性从宽松转为收紧。2021年6月美国两年期国债利率开始回升，从0.2%回升至年底的0.7%，再到今年年中的3%，速度不断加快；同时美国利率的率先回升，造成世界上美元流动性收紧，欧美利差扩大，欧元贬值美元升值。

图3: 美元指数和美国国债收益率（2年期）



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

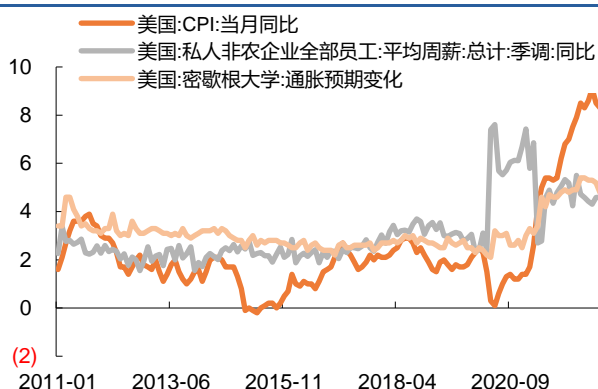
图4: 美元指数和欧美利差



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

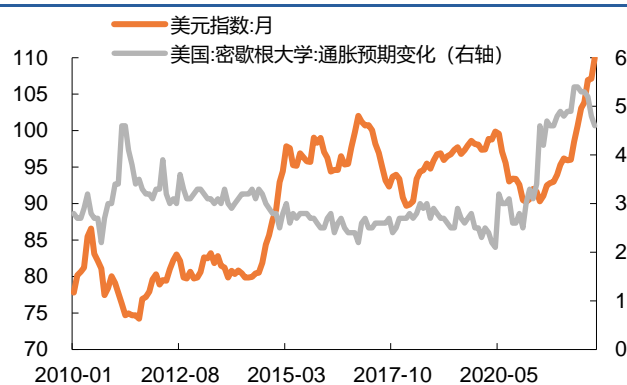
不过由于美联储错失加息时机，美国进入工资-通胀螺旋式增长阶段，通胀进入失控状态。2021年4月份美国通胀预期开始高企，此时CPI同比正好突破过去十年的最高点，正在快速上扬；核心CPI同比更是突破过去十五年的高点，正在快速上扬。等到9月份美联储主席抛弃“通胀是暂时”的论调，准备着手收紧货币政策时，因为能源价格的上涨，美元进入第二升值阶段。

图5: 美国进入工资-通胀螺旋式增长阶段



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图6: 美元指数和通胀预期



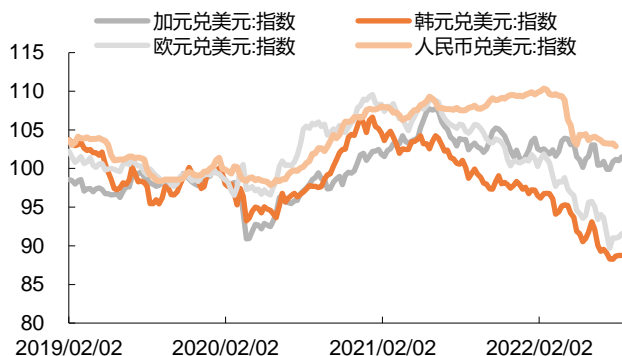
资料来源: IFIND, 长城证券研究院

2. 第二阶段：能源危机冲击（2021.09—2022.12）

去年9月时欧元兑美元还是1.16左右，现在已经是0.97附近，2020年疫情爆发时欧元汇率最低也只到了1.06左右；同样去年9月时美元兑日元还是111，现在已经145，日元贬值趋势也是从那时开始。这两个国家都是发达国家并且占美元指数的权重较大，它们的集中贬值反映出美元升值的趋势较强。

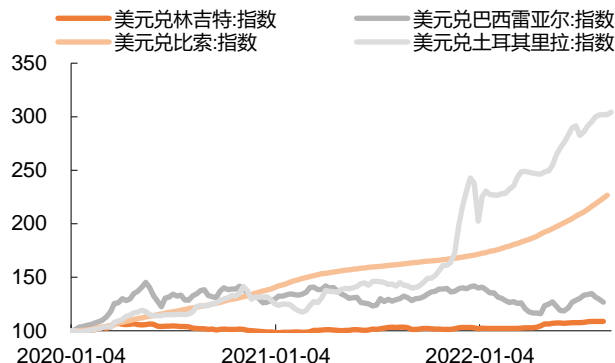
除了发达国家之外，新兴市场国家也遇到很强的贬值压力。最具代表性的是土耳其和阿根廷，2021年9月时美元兑土耳其里拉已经快接近9了，但那时起土耳其央行非但不加息，反而降息，土耳其货币进入快速贬值通道，到今年9月已经贬值到18，一年贬了一半。美元兑人民币的贬值是在今年4月，4月之前汇率还是6.35左右，现在已经到了7.1附近，相对其他新兴市场国家贬值幅度相对有限，但也承受较大压力。

图 7: 美元升值趋势较强



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 8: 新兴市场国家也遇到很强的贬值压力

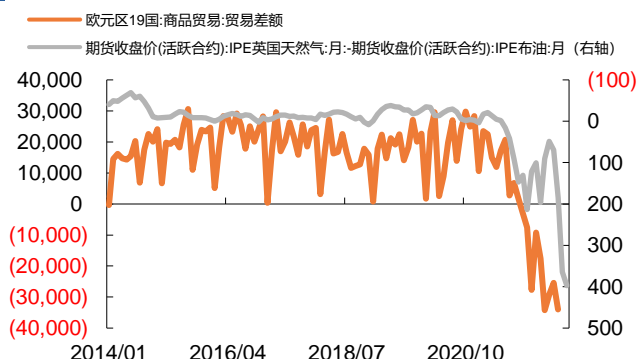


资料来源: IFIND, 长城证券研究院

能源危机是这些国家货币贬值的共同原因。欧洲和日本都是能源依赖国，尤其欧盟对俄罗斯的天然气依赖度达到 48.4%。根据中国能源报的报道，受去年气候异常影响，欧洲北海整体夏秋季风力不足，风电出力明显下降，欧盟 1—9 月风电发电量同比下降 17%。由于欧盟的发电主要依靠天然气，风电的下降让欧盟增加了天然气的需求，去年 9 月开始天然气价格出现暴涨，并且甩开原油。几乎是同时，欧盟的贸易顺差开始快速下降，并很快变为逆差扩大。今年再受到俄乌冲突以及俄罗斯对欧盟断气的影响，能源危机不断加深，天然气价格持续暴涨，欧元继续大幅贬值。

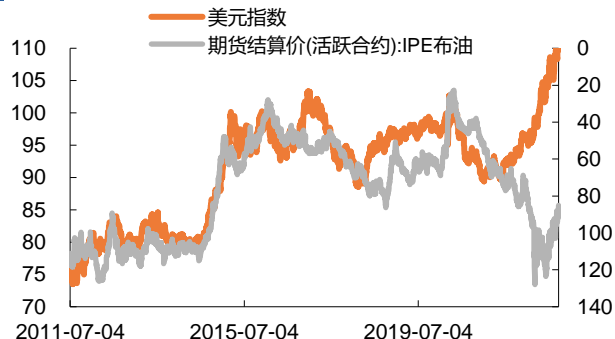
也是从去年 9 月开始，美元同比和原油价格同比发生背离，美元出现了大幅的升值。从历史规律来说，美元升值伴随的经常是大宗商品价格的下跌，但这一次原油价格并未回落，反而价格越来越高。这说明能源危机是脱离于全球经济周期之外的自变量，其导致能源价格与美元背离，并要求美元实现更大幅度的升值来抑制能源价格。

图 9: 欧元区贸易逆差和天然气-原油价差



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 10: 美元指数和原油价格



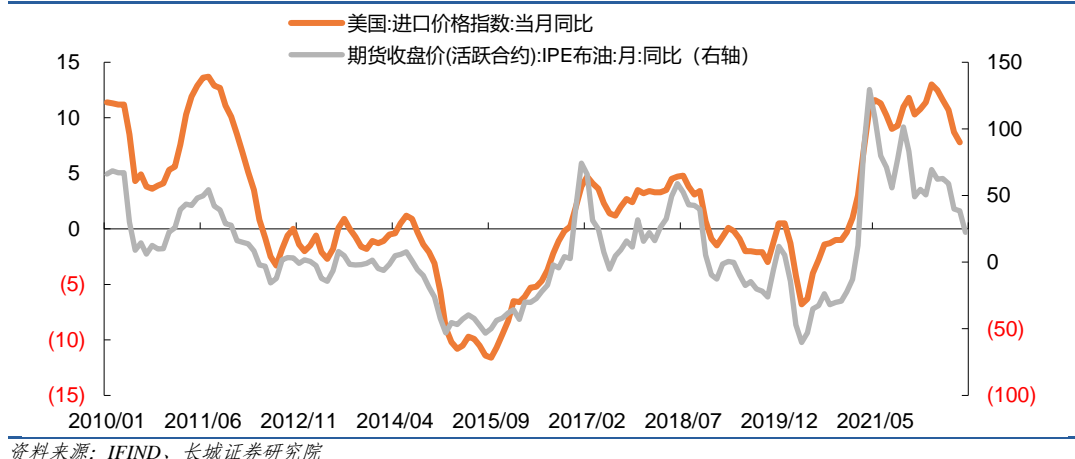
资料来源: IFIND, 长城证券研究院

我们认为今年冬天将是这轮能源危机的高潮时期，根据《俄罗斯断气对欧盟的影响有多大？》报告测算，明年 3 月欧盟的天然气库存将降至历史最低点，惊险度过今年冬天，但天然气价格可能继续创历史新高。当能源危机正在爆发的同时，另一场危机也在孕育，可能成为美元升值进入第三阶段的重要原因。

3. 第三阶段：经济危机冲击（2023.01-2023.06）

在俄乌冲突发生之后，能源危机就从简单的经济现象转化为地缘政治问题。能源价格的暴涨可能只会影响生产和收入，地缘政治冲突可能会造成世界贸易体系的崩溃，不信任成本、运输成本、安全溢价等等造成需求和不确定性增加。

图 11: 美国进口价格指数同比和原油价格同比



我们的分析还是从美国的进口价格指数同比和原油价格同比的关系开始，这两者在今年出现明显的背离。当原油价格同比正在快速下降的时候，进口价格指数同比下降出现的时间较晚，速度也较慢，这说明美国需求韧性较强。

这不仅仅表现在价格上，在数量上美国的需求增速表现的也很旺盛。从去年开始进口金额同比增速就明显高于价格增速，进口数量增速也保持在过去十年的高点之上，这与制造业的新增订单增速保持一致，说明这是真实的进口需求。

图 12: 2021 年起美国进口金额同比明显高于价格增速

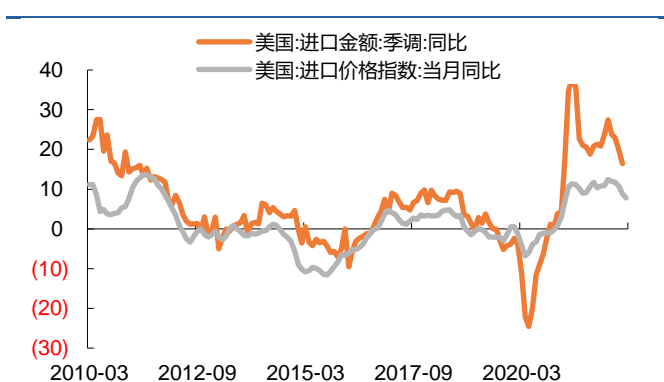
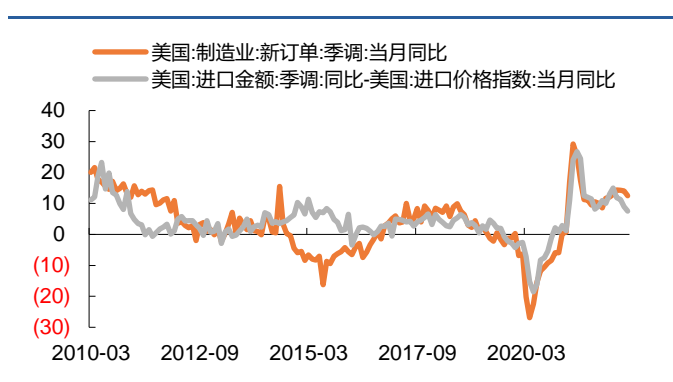
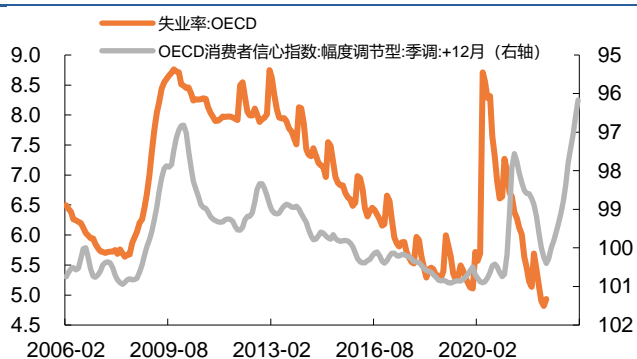


图 13: 美国进口数量增速与制造业新订单增速一致



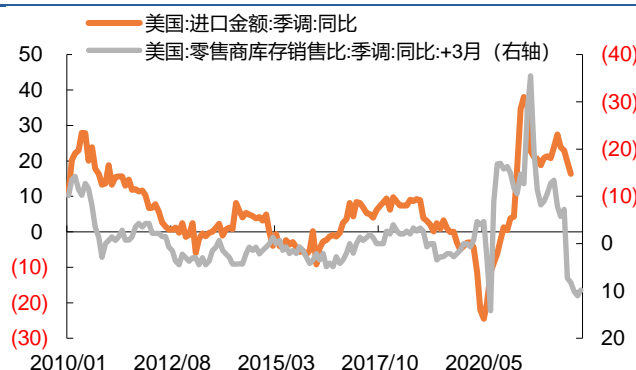
随着货币收紧效果的显现，劳动力市场正在降温并将在四季度衰退，高库存的压力也将很快释放，进口需求也将快速下跌，进口价格增速也将与能源价格快速回归。之后美国通胀会自然回落，企业利润也大幅缩减，信用利差也再次抬升。我们在《发达市场熊市才刚开启》中已经预测了明年欧美经济可能进入危机状态。

图 14: OECD 消费者信心指数和失业率



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

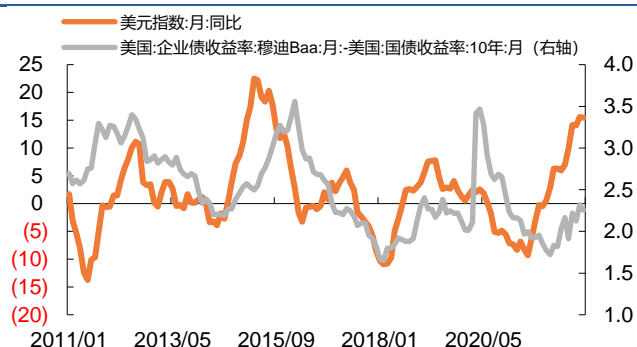
图 15: 高库存的压力释放预示进口需求也将快速下跌



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

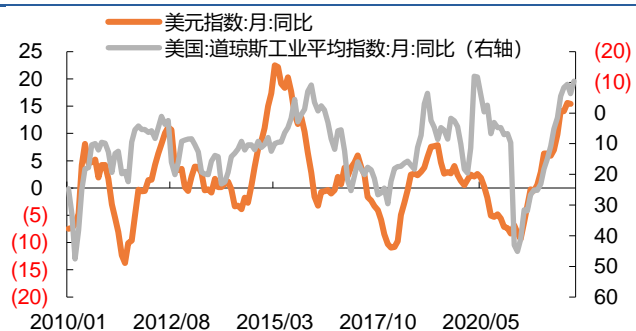
根据历史规律, 美元同比增速与美国信用利差成正向关系, 与美国股指增速成负向关系, 在危机状态中, 美元作为避险资产更易受到国际投资者青睐。今年以来美国信用利差已经在回升, 美股也大幅回撤, 但这还只是刚刚开始。如果明年美股继续大幅下跌, 相对应的美元可能会继续升值。

图 16: 美元同比增速与美国信用利差成正向关系



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 17: 美元同比增速美国股指增速成负向关系



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

除了需求大幅减少之外, 地缘政治冲突也可能引发危机。9月22日, 俄罗斯前总统、现任联邦安全会议副主席梅德韦杰夫表态称, 对于最新加入俄罗斯的领土, 俄罗斯可以动用核武器进行防御作战。这可能改变未来世界走势, 自从今年2月24日俄罗斯实施“军事特别行动”到9月21日实施“部分总动员”, 俄乌冲突始终保持在局部战争的范围内。但当前出现转折点, 是战争趋于结束还是会扩大? 局势升级或再次引起市场恐慌。

我们认为美元进入第三阶段, 也将是最后一个阶段, 随着欧美国家因经济陷入深度低迷, 货币政策再次转向, 美元也将基本见顶。经济危机是时间短、空间大, 届时政策可能会很快转向, 具体时间还无法提前预判, 我们粗略估计时间是在明年6月之前。而美元指数最后上升至哪个位置, 也难以准确预估, 这一阶段美元升值持续的时间可能比空间更有意义。

经济危机与核战阴影促使美元创新高。在这个过程中, 美元的竞争对手是黄金。虽然短期内黄金价格随着美元升值而下跌, 但脱离美元体系的经济体或组织可能正把美元兑换成黄金, 届时可能出现美元和黄金价格齐涨的现象。

4. 风险提示

宏观经济环境不及预期；国际大宗商品价格波动；美联储加息不及预期；信用事件集中爆发。

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>