

宏观点评 20221129

美元：2023 年会更像 1974 还是 1981？

2022 年 11 月 29 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwwzq.com.cn

■ 2022 年，美元指数再次王者归来，2023 年呢？2022 年在 大类资产中，除了受到严重供给冲击而大幅波动的油气外，美元指数的表现强而且稳——2022 年再次成为美元大年（图 1）。由于高通胀和美联储激进的紧缩步伐，市场往往会把 2020s 比作 1970s 和 1980s 初，但是两个时期美元指数的表现大相径庭（图 2），前者美元跌多涨少，后一段时间则见证了战后美元最大的牛市。2023 年可能迎来美联储货币政策的转向，而同样的场景也在 1974 年和 1982 年出现，那么 2023 年会更像谁？背后有怎样的大类资产配置含义？

■ 结合历史和基本面的分析，我们认为本轮美元的形态和节奏会介于 1974 和 1981 年之间、呈现双峰结构，第一个高点在 2022 年 9 月底已经出现，而第二个高点可能会出现在 2023 年第二季度。这意味着美元见顶会是 2023 年重要的交易主题，从大类资产配置上看，政府债券和高等级债券的胜率最高，新兴市场股市、能源和工业金属的弹性最大，此外黄金也值得提前布局；从权益板块上看，信息技术、原材料、非必选消费、银行金融和工业股收益居前，不过由于美联储货币政策迅速转向的概率不大，信息技术是否还能领跑存疑。

■ 美元的基本面可以从美国和非美经济体两个维度来看：美国方面，2023 年绕不过去的两个话题是美国衰退和美联储停止加息；非美方面，重点关注的则是欧洲和中国的复苏合适见底复苏。

■ 美元如何交易衰退？从 1970 年以来的衰退经历来看，美元具有较为明显的衰退避险模式，一般而言衰退开始前约 2.5 个月美元指数触底，而后由于避险情绪升温进入升值模式，衰退开启后 2 至 5 个月触顶回落，这取决于美联储转向的速度、力度以及非美经济体的经济韧性（如果主要非美经济体复苏越块，美元回落也越快）（如表 5）。

■ 值得注意的是，美国自身金融体系爆发危机带来的衰退会使得美元的避险模式改变。典型的是 1989 年美国储贷危机和 2007 年次贷危机带来的衰退，美国金融体系的动荡会直接影响美元的安全性，这会导致在衰退爆发前美元指数贬值，而随着金融体系恢复以及衰退向非美经济体扩散，美元又会成为全球的避险资产。不过这一场景在 2023 年发生的概率不大。

■ 美元如何交易美联储加息的转向？市场对于 2023 年美联储是否会降息尚存在较大的不确定性，但是年中暂停加息是大概率事件。回顾 1974 年以来的历史，如图 3 所示，从平均水平来看，美联储最后一次加息前美元指数整体保持升值，加息结束后进入震荡（1 年内约跌 1.2%）。

■ 2023 年的情况可能介于 1974 年和 1981 年两种情形之间。同样面对高通胀和衰退的抉择，1974 年美国选择保经济：大幅降息超过 800bp+ 财政支出更加积极，美元在最后一次加息前就已经见顶，随后逐步进入贬值；1980s 初则选择了控通胀，联邦基金利率在 1981 年一度上涨至 20%+里根政府财政改革（削减政府支出+减税），美元在最后一次加息后出现阶段性顶部，不过此后在全球经济衰退和新兴市场危机的阴影下继续走高。

■ 2022 年至 2023 年的美元走势会介于以上两种情形之间，很可能呈现双峰结构，第一峰在 2022 年 9 月底已经出现。从政策上看，2023 年美联储的货币政策较 1974 年和 1980s 会更加均衡，面对通胀和衰退的风险可能会选择暂停加息，而非大幅加息或者降息，同时明年美国财政政策扩大支出面临较大的约束；从衰退相关的风险来看，主要的冲击集中在临近衰退和衰退前期，对应的是 2023 年上半年，美联储的坚持（不轻易转向降息）+ 商品价格下滑，会使得短期内美元指数再次上冲、新兴市场经济体压力骤升——美元指数的第二峰可能出现在 2023 年第二季度（美联储暂停加息）。

相关研究

《2023 年 GDP 增速 5%需要多大的政策发力？》

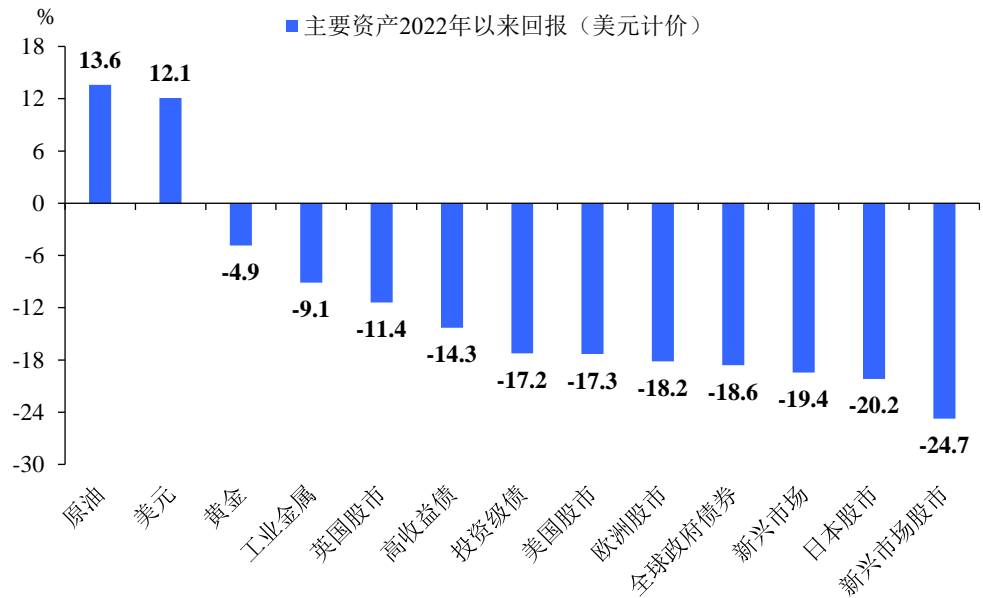
2022-11-27

《2023 年全球经济增速下滑=多大的出口逆风？》

2022-11-23

- **第二峰之后，如果美联储不进一步转向降息，美元是不是就没有下跌空间了？**并不是，我们在之前的报告中曾经提及，美元除了要看美国自身的经济和政策外，还要注意主要非美经济体的情况，尤其是欧洲和中国——中国和欧洲经济一起边际改善将会是美元贬值的重要推手，从历史均值测算，这个贬值幅度一般能达 6%。
- **欧元区经济可能在明年第三季度出现比较明显的改善。**在经过 2022 年俄乌冲突、高通胀和货币政策急速收紧的三重冲击后，欧元区经济大概率在今年底和明年初进入衰退状态，明年这三大因素的负面影响都会边际减弱、后两者则进一步改善，这会为下半年欧洲经济的复苏创造条件。
- **美元见顶会是明年重要的交易主题，应该关注什么资产？**
- **美元见顶后，哪个大类资产胜利最高、弹性最大？**从历史经验看，政府债券（含新兴市场主权债）和投资级债券胜率最高，但是弹性上**新兴市场股市、原油和工业金属（例如铜）更加具有吸引力**。此外，**黄金的空间可能比图 6 统计的更大**，因为有经济衰退风险的加成，黄金的行情会启动得更早。
- **美元见顶之后，哪个板块最受益？**从全球股市来看，美元见顶之后收益居前的板块是**信息技术、原材料、非必选消费、银行金融和工业股**。不过信息技术板块能否继续领跑存在一定的不确定性，其超额收益背后有很大一部分来自于金融危机以来货币政策在面临经济逆风时往往会快速转向宽松，这一幕可能在 2023 年难以出现，而其他板块在政策转向之外，还有经济边际复苏的重要逻辑。
- **风险提示：**海外货币政策收紧下外需回落，国内疫情扩散超市场预期。海外经济提前进入衰退，我国出口大幅负增长可能提前到来。疫情反复，严格防控短期难以解除、持续时间拉长。

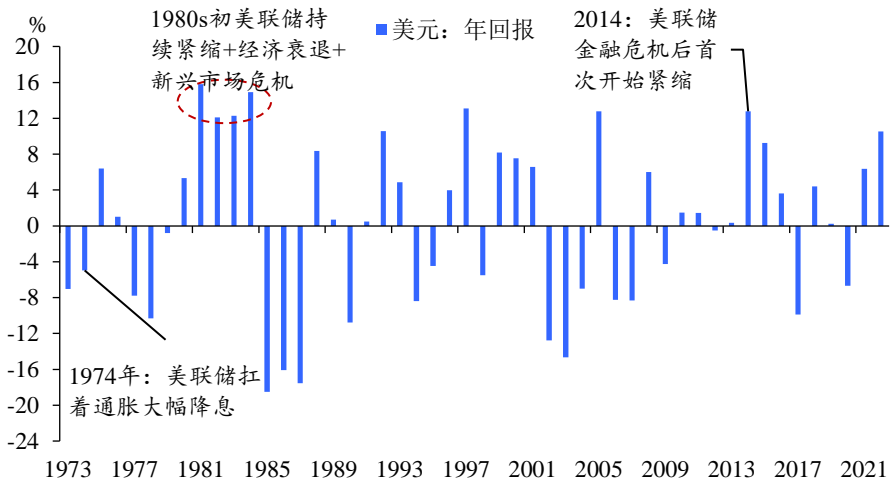
图1: 2022年以来大类资产的表现: 美元指数表现突出



注: 截至 2022 年 11 月 28 日。

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 1970s 以来美元指数年度收益率



注: 2022 年的收益率截至 11 月 28 日。

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

表1: 美国衰退前后美元指数表现总结

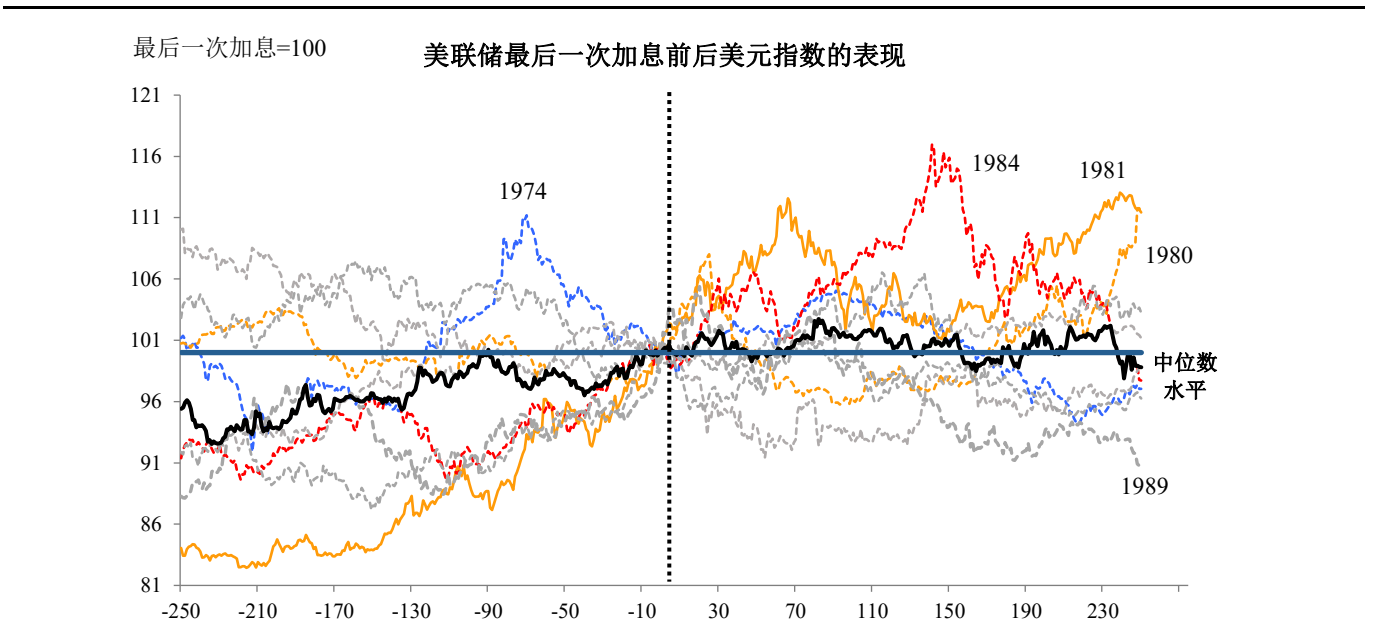
衰退开始月份	衰退前半年美元低点	衰退后美元高点出现	衰退结束	衰退前半年美元收益率	衰退前30天美元收益率	衰退开始至高点美元收益	衰退前半年美元走势	衰退期间美元走势
1973-11	-4月	+2月	+16月	2.86%	5.56%	8.86%		
1980-01	0月	+3月	+6月	-0.95%	0.37%	10.16%		
1981-07	-4月	+1月	+16月	17.82%	2.95%	10.51%		
1990-07	-0月	+8月	+8月	-5.41%	-4.37%	5.26%		
2001-03	-2月	+4月	+8月	3.15%	4.79%	3.03%		
2007-12	-1月	+15月	+18月	-6.38%	0.72%	17.29%		
2020-02	-2月	+1月	+2月	-0.79%	0.14%	5.60%		
均值	-2月	+5月	+11月	1.47%	1.45%	8.67%		
均值1	-2.4月	+2.2月	+9.6月	4.42%	2.76%	7.63%		

注:

1. 衰退前半年美元低点、衰退后美元高点出现和衰退结束的时点都表示成相对于衰退开始月的间隔月份。
2. 1990 和 2008 年的衰退特殊之处在于危机根源在美国自身金融体系。
3. 均值 1 是剔除了 1990 和 2008 年衰退之后的样本均值。

数据来源: CEIC, NBER, 东吴证券研究所测算

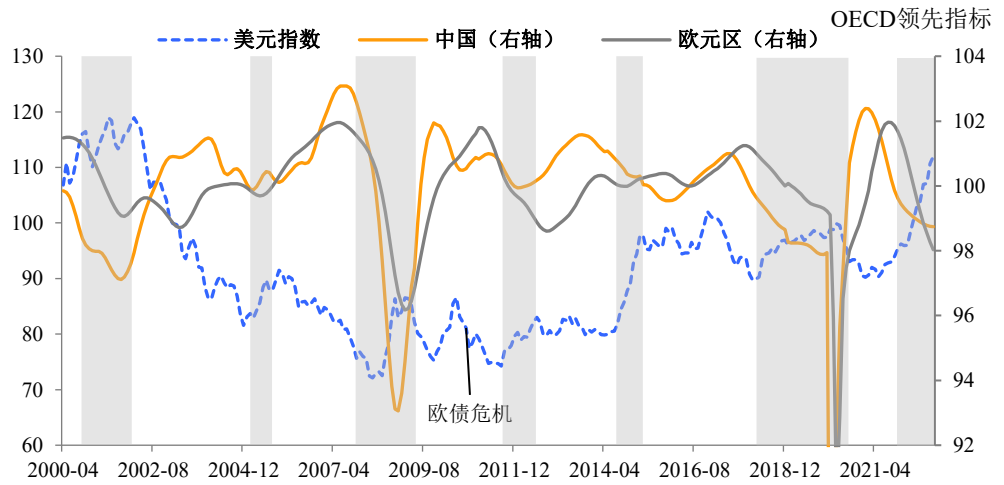
图3: 美联储最后一次加息前后美元指数的表现



注: 横轴为工作日, 0 表示美联储最后一次加息的时点。

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 美元指数和中国、欧洲经济景气度的关系

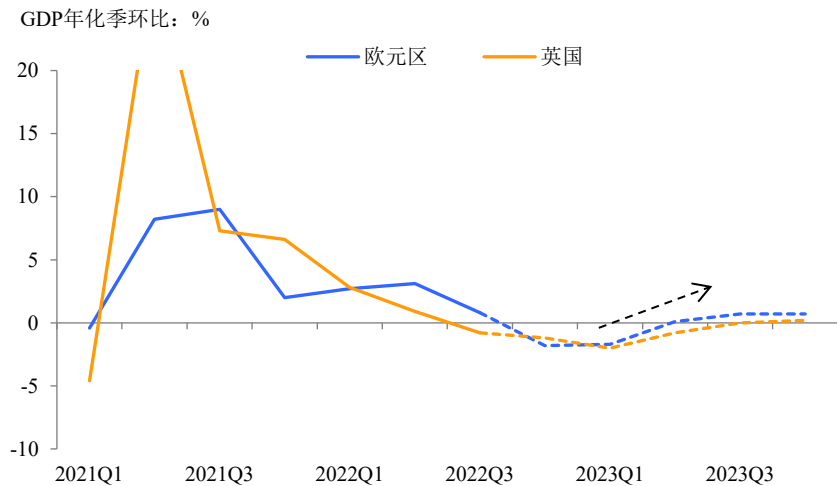


情景	经济方向		美元指数 变化方向	胜率	平均收益率
	中国	欧洲			
1	↑	↓	↑	57.1%	0.21%
2	↑	↑	↓	85.7%	-6.12%
3	↓	↓	↑	85.7%	5.06%
4	↓	↑	↑	57.1%	1.82%

注：上图中阴影部分代表中欧经济同时向下的时期。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5: 欧洲经济增速的变化: 2023年第三季度将出现改善



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所计算

图6: 美元见顶后1年内主要大类资产表现

美元峰值日期	后一年涨跌(%)	美元峰值后一年内大类资产表现(单位: %)												
		原油	黄金	英股	工业金属	高收益债	欧股	美股	日股	投资级债券	政府债券	新兴市场股市	新兴市场主权债	
1	1974-01-23	-12.8						-14.3	-1.4					
2	1974-09-05	-1.5						31.5	16.8					
3	1976-06-04	-2.9		11.7				-5.0	5.3					
4	1985-02-25	-30.1		24.0	21.3			32.9	24.9					
5	1989-06-14	-12.2	0.9	-4.2	12.6			12.5	-10.1			47.5		
6	1997-08-06	-0.3	-34.3	-9.8	11.3	-31.2		15.5	-16.6			-43.4		
7	1998-08-26	-1.3	64.6	-10.5	15.1	5.6		31.9	27.9			67.0		
8	1999-07-12	2.5	57.2	10.5	-1.1	6.9	7.7	20.8	4.7	6.3	2.1	6.2		
9	2001-07-05	-10.9	-0.4	17.4	-16.8	-2.4	-4.7	-21.3	-20.2	-18.3	11.8	12.9	3.1	
10	2005-11-16	-7.4	4.5	29.0	15.2	80.6	13.8	20.4	13.5	10.1	7.1	7.2	31.2	12.1
11	2009-03-05	-9.7	83.1	21.7	58.6	86.6	64.3	58.3	66.6	25.1	13.5	11.0	99.7	33.9
12	2010-06-07	-16.8	61.9	24.5	15.7	38.9	21.5	11.3	23.0	-5.2	14.1	15.2	29.6	13.6
13	2016-12-28	-10.4	18.7	13.4	7.3	27.5	10.7	7.3	19.6	16.3	8.0	8.0	35.5	9.5
14	2020-03-20	-10.6	139.2	16.5	29.2	57.9	32.2	42.9	73.5	57.2	8.5	5.8	66.4	18.2
	平均		39.5	12.0	15.3	30.0	20.8	19.9	20.4	9.9	9.3	10.0	34.3	17.5
	正收益占比		80%	75%	82%	78%	86%	86%	79%	64%	100%	100%	90%	100%

注: 以上资产价格均是以美元计价。

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: 美元见顶后1年内全球股市行业板块的表现

峰值日期	美元峰值后一年内主要行业板块表现												
	能源	生物科技	公共事业	医疗保健	必需消费品	金融	银行	原材料	工业	房地产	信息技术	非必需消费品	电信服务
1997-08-06	-4.3%	12.1%	13.6%	24.1%	16.8%	11.8%	9.8%	-18.1%	-7.2%	-46.1%	14.6%	13.4%	34.0%
1998-08-26	42.0%	-1.6%	5.9%	2.2%	2.8%	13.8%	14.2%	40.5%	25.2%	36.5%	71.5%	26.2%	31.5%
1999-07-12	3.9%	88.1%	-2.8%	6.2%	-14.0%	-2.4%	-12.4%	-14.4%	7.1%	-14.3%	45.6%	2.1%	8.2%
2001-07-05	-2.3%	-34.3%	-18.8%	-11.5%	10.3%	-11.5%	-2.4%	6.5%	-16.2%	-5.5%	-32.7%	-16.5%	-35.8%
2005-11-16	16.1%	1.6%	28.4%	10.3%	16.3%	21.7%	21.6%	30.6%	18.5%	35.6%	8.2%	18.4%	23.3%
2009-03-05	52.0%	24.4%	28.8%	44.2%	49.1%	108.4%	118.9%	91.4%	76.7%	78.2%	71.5%	71.3%	30.1%
2010-06-07	33.5%	29.7%	11.9%	26.2%	26.3%	19.1%	18.2%	35.6%	32.5%	28.8%	19.4%	31.4%	27.5%
2016-12-28	0.1%	18.4%	14.5%	18.9%	15.0%	19.6%	18.9%	22.4%	21.1%	15.6%	39.2%	20.8%	4.4%
2020-03-20	75.0%	30.2%	32.3%	43.9%	29.4%	69.4%	65.6%	92.7%	79.5%	40.7%	88.0%	97.3%	26.2%
均值	24.0%	18.7%	12.6%	18.3%	16.9%	27.8%	28.0%	31.9%	26.4%	18.8%	36.2%	29.4%	16.6%
正收益占比	77.8%	77.8%	77.8%	88.9%	88.9%	77.8%	77.8%	77.8%	77.8%	66.7%	88.9%	88.9%	88.9%

注: 以上使用的是 MSCI 全球指数下的行业分类指数计算收益率。

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

