

强势美元是否已近尾声？

2022年，在美联储激进加息的背景下，美元指数创下近二十年的新高，这延续了2011年启动的第三轮美元升值周期。目前来看，美元走强符合美联储抗通胀和金融条件收紧的诉求。美国通胀下行速度和终点仍存在不确定性，市场、美联储与经济数据之间的预期差可能放大美元的短期波动。更高更长的限制性利率，也可能加大金融动荡发生的风险，避险情绪可能成为后市美元走势新的催化剂。

- 自1970年代初布雷顿森林体系解体以来，洲际交易所（ICE）美元指数共经历了两轮完整的升贬值周期。两轮周期的特点主要是周期长、幅度大，且大周期中包含若干小周期，但调整幅度较浅并未改变整体运行趋势。每轮升贬值周期转换的主要驱动因素有美国的汇率政策，美国与非美经济体之间的增长差异及美元国际地位的变化。
- 如果将2021年以来的美元走强视作2011年开启的美元升值大周期的延续，第三轮美元升值周期明显长于上两轮周期，迄今已持续了142个月。究其原因，一是金融危机以来美国经济的韧性和弹性明显好于欧元区和日本；二是虽然主要国家都采取了超宽松的货币政策，但美国的政策节奏持续领先于欧元区和日本；三是从货币国际化的多个维度来看，近些年美元的国际份额都稳中趋升或是保持稳定；四是在美元主导的国际货币体系之下，全球安全资产的供需缺口为美元的币值提供了支撑。
- 目前来看，美元走强符合美联储抗通胀和金融条件收紧的诉求。本轮强势美元周期期间美国双赤字状况虽有所恶化，但就业状况良好，增强了美国国内对强美元的容忍度。从海外来看，2023年欧央行货币政策追赶美联储，但欧央行在抗通胀、稳经济和防风险之间面临更难权衡的境况。从美元国际地位来看，由于路径依赖和网络效应，国际货币体系改革进展缓慢，美元的地位依然稳固。
- 美国通胀下行的速度和终点存在不确定性，近期公布的经济数据表明美国经济和劳动力市场仍具韧性，“不着陆”的可能性上升，市场需要对美联储紧缩重新定价。未来市场、美联储与经济数据之间的预期差可能放大美元的短期波动。此外，历史上美联储加息和美元升值周期多次伴随着经济和金融危机出清。如果加息终点利率更高、维持时间更长，紧缩政策的滞后和累积效应逐步显现，金融动荡可能再度发生，无论动荡是源自美国国内还是国外，避险情绪也可能成为美元走势新的催化剂。
- **风险提示：美联储货币紧缩超预期，地缘政治局势发展超预期。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

联系人：魏俊杰

junjie.wei@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030029

目录

一、美元周期的界定与回顾.....	5
(一) 1980-1995 年的第一轮美元周期.....	6
(二) 1995-2011 年的第二轮美元周期.....	9
二、第三轮超级美元周期的演进及其原因分析.....	12
(一) 始于 2011 年的第三轮美元周期.....	12
(二) 第三轮超级强美元周期的成因分析.....	13
三、第三轮美元升值周期的前景展望.....	17
(一) 美元走强符合美联储抗通胀和金融条件收紧的诉求.....	17
(二) 美国双赤字恶化但就业良好，强美元尚未招致内部反弹.....	17
(三) 2023 年欧央行货币政策追赶，但面临三难选择.....	18
(四) 国际货币体系演进缓慢，美元地位尚未受到根本挑战.....	19
(五) 利差与避险因素有可能成为美元走势新的催化剂.....	20
四、主要结论.....	22

图表目录

图表 1. ICE 美元指数和美联储美元有效汇率指数走势对比.....	5
图表 2. ICE 美元指数权重构成.....	5
图表 3. 美联储名义美元指数（对发达经济体）权重构成.....	5
图表 4. 1971 年以来 ICE 美元指数的升贬值周期.....	6
图表 5. 美国、英国和日本 CPI 同比.....	7
图表 6. 美国、英国和日本实际利率.....	7
图表 7. 美国的财政和贸易双赤字.....	7
图表 8. 美国季度国际资本流动净额.....	7
图表 9. 1980-1994 年美元指数、日元、马克、法郎和英镑兑美元汇率走势.....	8
图表 10. 美国非农单位劳动产出同比增速及产出缺口.....	9
图表 11. 美国、世界、发达及新兴经济体 GDP 增速.....	9
图表 12. 全球已分配的美元和欧元外汇储备份额.....	10
图表 13. 美国联邦基金利率、国债收益率及美元指数.....	11
图表 14. 美国、英国、欧元区及日本实际 GDP 增速.....	12
图表 15. 美国、英国、欧元区及日本货币政策目标利率.....	12
图表 16. 历次美元周期的对比.....	13
图表 17. 2008-2021 年美日欧 GDP 不变价总值.....	14
图表 18. 2007 年以来美日欧央行资产负债表规模.....	14
图表 19. 美元在货币国际化多维度的份额占比.....	15
图表 20. 1946-2019 年全球多数货币锚定的货币占比.....	15
图表 21. 美国、日本和德国 10 年期国债收益率.....	16
图表 22. 美元指数与外资净买入美国国债.....	16
图表 23. 美元指数与美国进口价格指数和 CPI 同比增速.....	17
图表 24. 美元走势和发达国家与新兴市场金融条件指数.....	17
图表 25. 美国经济痛苦指数.....	18
图表 26. 美国非石油产品和石油产品贸易逆差.....	18
图表 27. 美国和欧元区 PPI 与 CPI 及核心 CPI 同比增速.....	19
图表 28. 国际货币基金组织对美欧英日 GDP 不变价预测值.....	19
图表 29. 欧元在货币国际化多维度的份额占比.....	20
图表 30. 美元指数与美国联邦基金利率.....	21

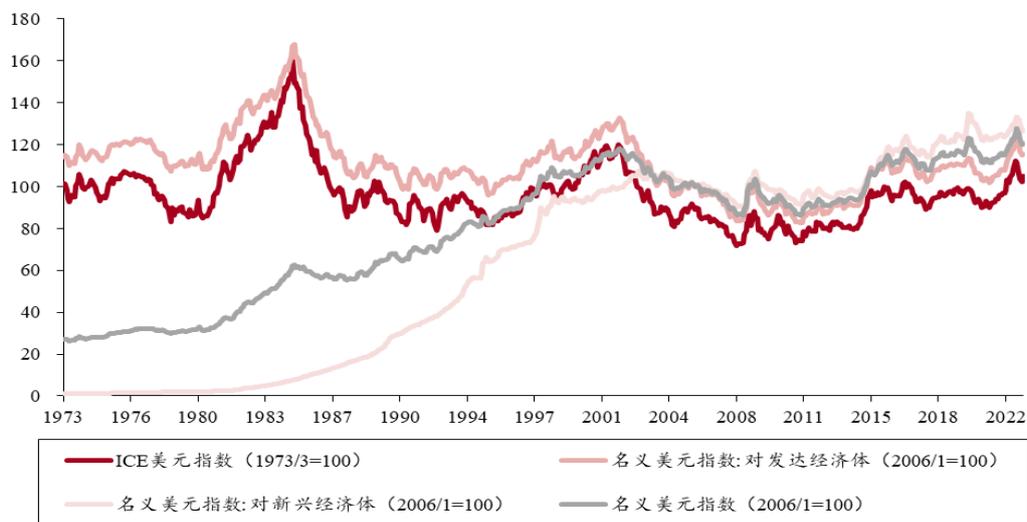
2022年，在美联储激进加息的背景下，美元走势一枝独秀，创下近二十年的新高。这也是2011年4月以来启动的美元大升值周期的延续，至2022年9月的高点，历时136个月，是1971年布雷顿森林体系解体以来最长的美元升值周期。近期，随着美国通胀连续回落，美联储放缓加息步伐，美元冲高回落，市场预期本轮美元或已见顶。本轮周期为何持续时间如此之长？短期内的美元回调是否意味着强势美元已接近尾声？本文拟对此进行探讨。

一、美元周期的界定与回顾

衡量美元汇率的强弱使用多边汇率指数，常用的有洲际交易所（ICE）美元指数（DXY）和美联储编制的美元有效汇率指数，后者又细分为名义和实际、对发达和新兴经济体美元指数，且权重每年会根据与美国贸易的情况进行调整。从走势对比来看，ICE 美元指数与美联储的对发达经济体美元指数走势较为一致，美联储的对新兴经济体美元指数自 1973 年以来整体呈现上涨趋势，无明显的周期特征（见图表 1）。

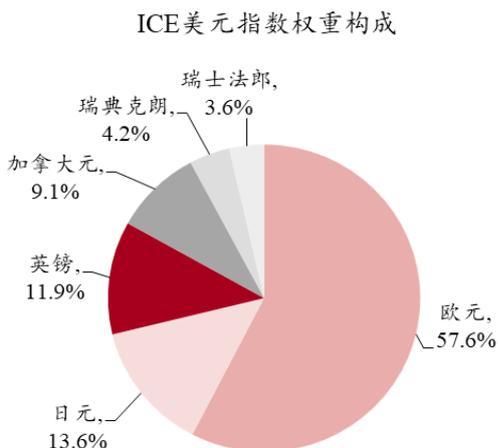
从货币权重构成来看，ICE 美元指数由 6 种货币构成，前三位依次为欧元、日元和英镑，三者合计权重占比为 83.1%（见图表 2）。因此，前述三种货币的走势对于 ICE 美元指数起到决定性作用。美联储编制的对发达经济体美元指数在包括 6 种货币之外，还加入了澳元，但权重较小，前三种货币分别为欧元、加拿大元和日元，三者合计占比接近 80%（见图表 3）。综合对比来看，本文选取 ICE 美元指数来衡量美元周期。

图表 1. ICE 美元指数和美联储美元有效汇率指数走势对比



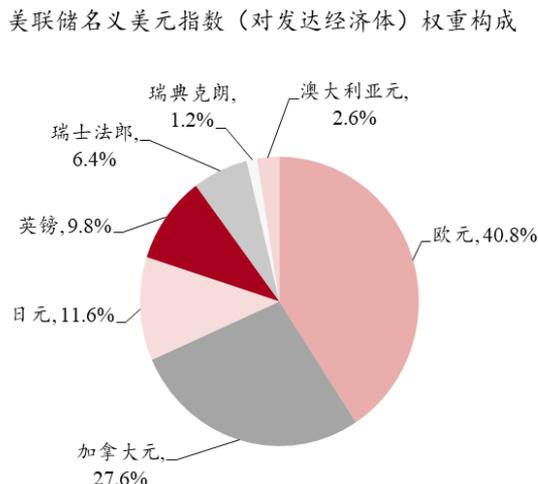
资料来源: Wind, 美联储, 中银证券

图表 2. ICE 美元指数权重构成



资料来源: ICE, 中银证券

图表 3. 美联储名义美元指数（对发达经济体）权重构成



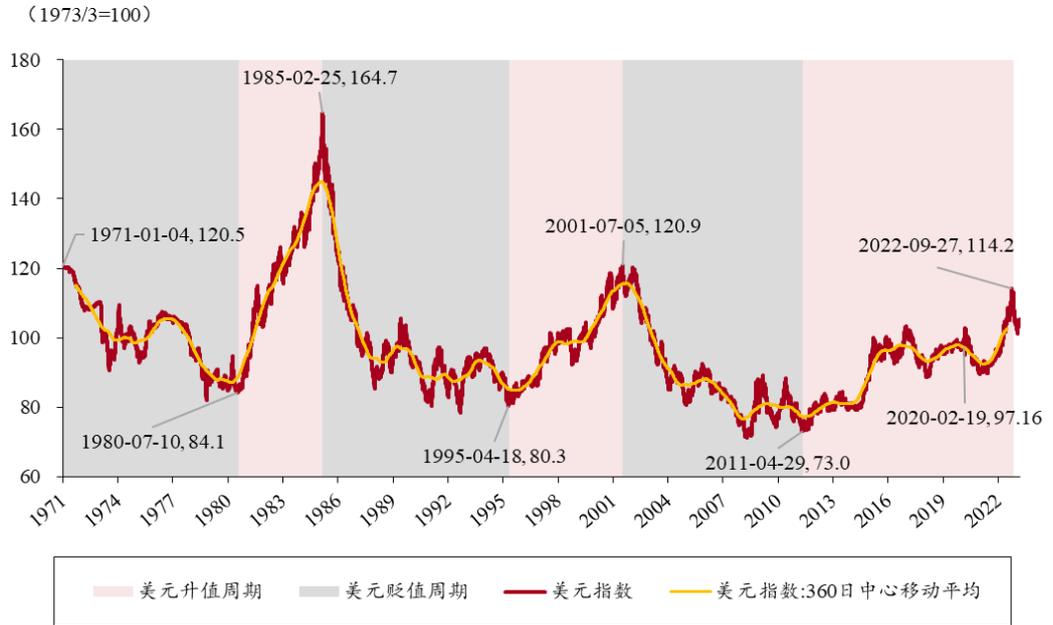
资料来源: 美联储, 中银证券

注: 最新权重为 2023 年 2 月数据。

¹ 详见 <https://www.federalreserve.gov/releases/h10/weights/default.htm>

自 1970 年代初布雷顿森林体系解体以来，ICE 美元指数共经历了两轮完整的升贬值周期²。以下对两轮周期的演进及原因做简要回顾和分析。

图表 4. 1971 年以来 ICE 美元指数的升贬值周期



资料来源：Wind，中银证券

（一）1980-1995 年的第一轮美元周期

升值周期：1980.7-1985.2，持续时间 55 个月，美元指数累计上涨 96%

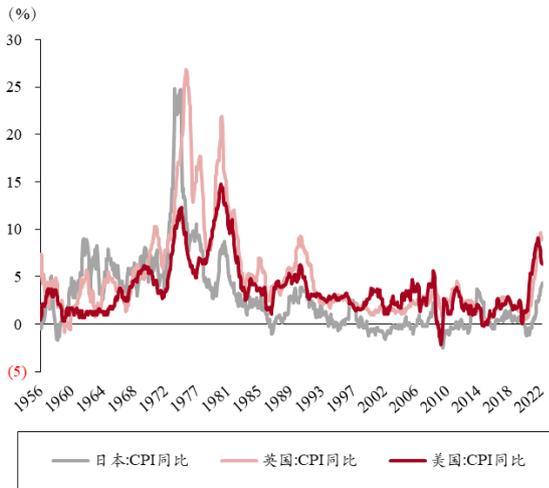
主要原因：紧货币和宽财政推高实际利率，国际资本大量回流美国

1971 年美元和黄金脱钩，自此其他非美货币也与美元脱钩，越来越多国家开始采用浮动汇率制度，全球汇率波动明显加大。此外，1973 年和 1979 年的两次石油危机推高了能源价格，美国、英国及日本等发达国家的通胀水平纷纷突破双位数（见图表 5）。1979 年 8 月，美联储主席沃尔克上台，采取强硬的货币紧缩手段来对抗通胀，通过严格控制货币供应量、大幅提高贴现率的“量价双紧”措施，美国联邦基金利率一度升至 22% 的历史高点。高利率之下，美国经济在 1980-1982 年出现“双衰退”。

1981 年，美国总统里根上台后便开始推行供给侧改革，通过大幅减税、放松政府管制来提振美国经济，美国财政赤字逐年扩大（见图表 7）。紧货币和宽财政的政策组合，快速推高了美国的实际利率，其明显高于其他发达国家（见图表 6）。这导致国际资本大量流入美国，1981-1985 年均美国国际资本净流入 240 亿美元，远高于 1978-1980 年均净流入 2 亿美元的规模（见图表 8），美元汇率出现快速升值。

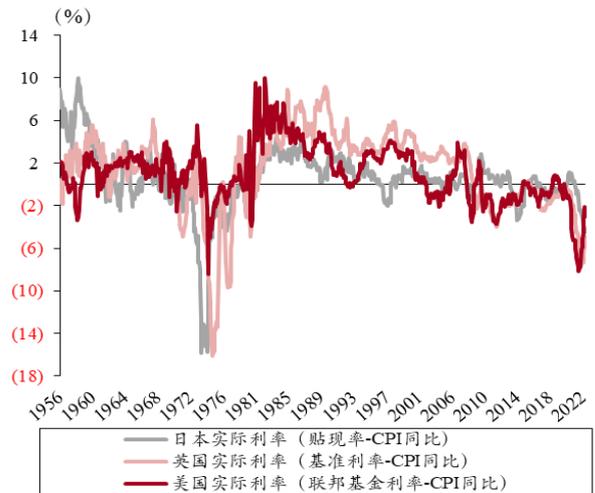
² 始于 2011 年 4 月的第三轮美元周期至今尚在升值周期，未经历过真正的贬值周期。

图表 5. 美国、英国和日本 CPI 同比



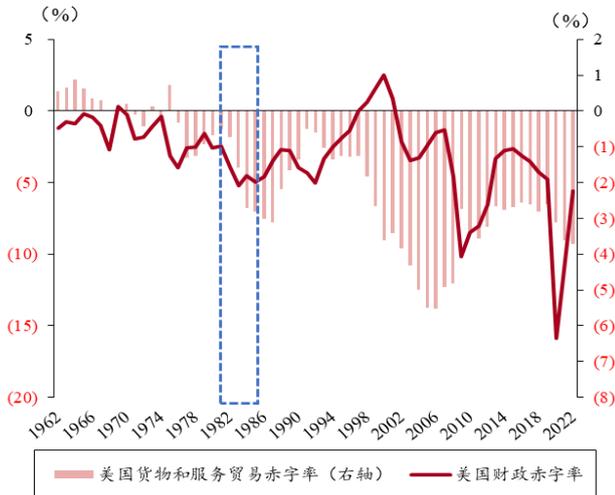
资料来源: Wind, 中银证券

图表 6. 美国、英国和日本实际利率



资料来源: Wind, 中银证券

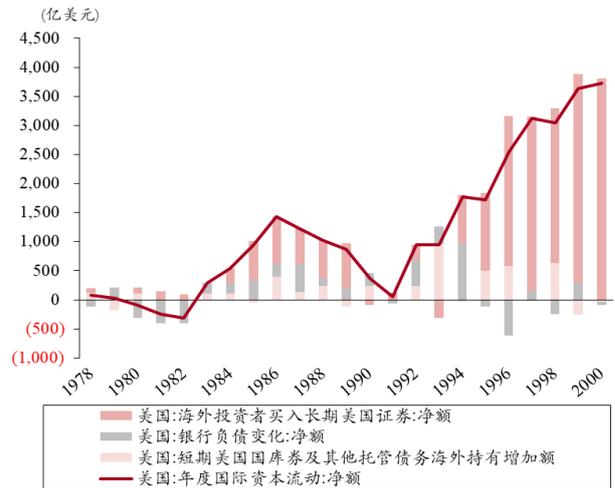
图表 7. 美国的财政和贸易双赤字



资料来源: Wind, 中银证券

注: (1) 1962~1980 年美国联邦赤字率为财政年度数据; (2) 为统计口径可比, 1981 年以后的美国联邦赤字率, 分子将联邦政府盈余调整为公历年份 1~12 月合计, 而非按财政年度当年 10 月~次年 9 月合计; (3) 两个赤字率均为与年度名义 GDP 之比。

图表 8. 美国季度国际资本流动净额



资料来源: Wind, 中银证券

贬值周期：1985.3-1995.4，持续时间121个月，美元指数累计下跌51%

主要原因：国内贸易保护主义抬头，国际贸易摩擦升温，促使美国调整汇率政策

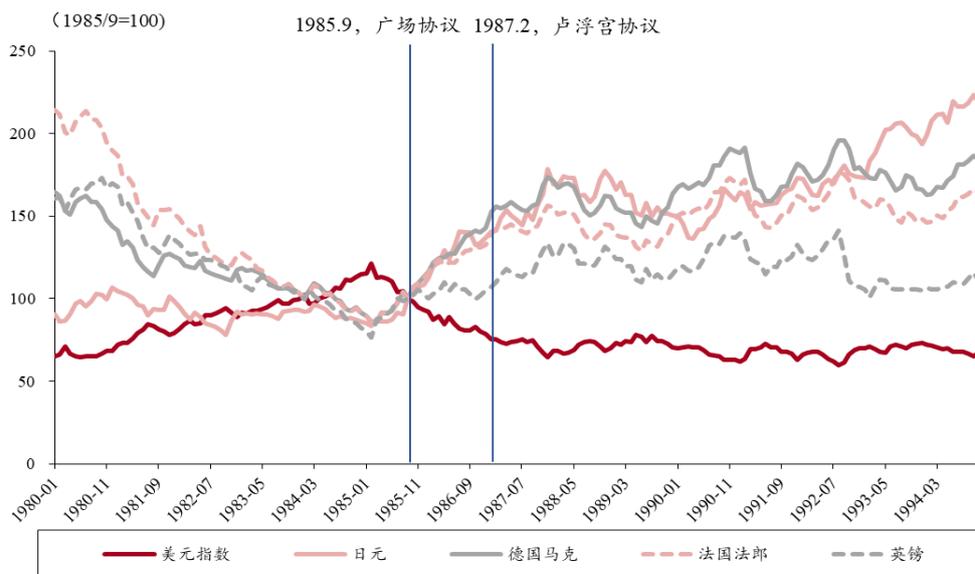
1981年至1984年，里根政府对美元汇率政策的态度是“善意的忽视”（benign neglect）。尽管强美元招致了美国贸易商的诸多抱怨，不少人主张干预外汇市场以抑制美元走强，但时任美国财长的唐纳德·里根（Donald Regan）则表示，强美元体现了大家对美国经济的信心。从央行的角度来说，强势美元也有助于降低美国的通胀。因此，当时美国财政和货币当局都一致拥护强势美元。

1984年至1985年期间，美国与其他国家的利差已经开始缩窄，美国的通胀也显著下降，而美元汇率却依旧延续升势。当时，美国CPI同比增速已由1980年的双位数降至1984年末的3.9%，而美元指数却屡创新高，至1985年2月已突破160。有学者提出美元汇率出现非理性投机泡沫，呼吁重新审视美国的汇率政策³。同期，美国贸易逆差持续扩大，国内的贸易保护主义抬头，与日本和德国之间的贸易摩擦也逐渐升温。此外，在财政和贸易双赤字的问题之下，美国从对外净债权国变成了对外净债务国，许多人认为一旦美国外资流入形势逆转或者世界对美元的信心丧失，将给美国经济带来巨大冲击。国内的贸易保护主义、国际的贸易摩擦，以及对于美元国际地位的担忧，都促使美国调整其汇率政策⁴。

《广场协议》签署后美元进入快速贬值通道。1985年9月，在美国的主导下，美日德英法五国签署了《广场协议》，承诺联合干预汇率，促进各国经济和全球贸易平衡发展。实际上，美元在《广场协议》之前便已经触顶回落，美元从1985年2月25日高点到9月21日广场协议签署，累计下跌了15%。《广场协议》的签署只是顺应了市场形势，市场和政策形成同向作用，促成了美元的加速下跌，从1985年9月至1987年2月，美元指数累计下跌了26%，跌至100以下（见图表9）。

然而，汇率变化没有对国际收支失衡产生预期的改善效果。美国的贸易赤字继续扩大，同时日本和德国的贸易顺差也继续增加。各国意识到贸易失衡是经济结构问题所致，需要对国内宏观政策进行协调。1987年2月，为了防止美元过度贬值给经济带来更多负面作用，美国召集G7国家签署了《卢浮宫协议》，加强各国的宏观政策和汇率政策协调，包括日本和德国通过扩大内需减小贸易顺差，美国削减财政赤字等。《卢浮宫协议》可以视作《广场协议》的续章，但与之不同的是，《卢浮宫协议》并没有达到预期的政策效果。此后，美元延续下跌态势，只是贬值速度趋缓，日元和德国马克继续升值（见图表9）。至1995年4月，美元指数降至80左右，较1985年2月的高点累计贬值51%。

图表 9. 1980-1994 年美元指数、日元、马克、法郎和英镑兑美元汇率走势



资料来源：Fred, Wind, 中银证券

注：美元汇率指数及其他货币兑美元汇率均使用间接标价法，数值上升代表升值，下降代表贬值。

³ 参考 Krugman, Paul R. *Is the strong dollar sustainable?* No. w1644. National Bureau of Economic Research, 1985.

⁴ 参考 Marris, Stephen N. *"The decline and fall of the dollar: Some Policy Issues."* Brookings Papers on Economic Activity 1985.1 (1985): 237-244.

(二) 1995-2011 年的第二轮美元周期

升值周期: 1995.5-2001.7, 持续时间 74 个月, 美元指数累计上涨 51%

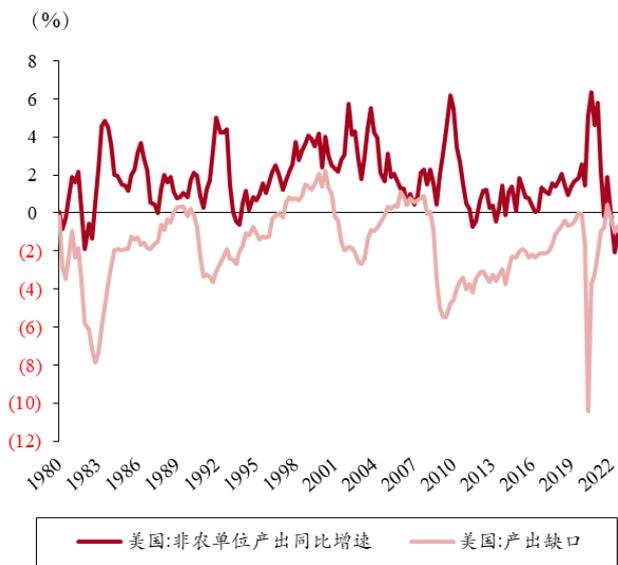
主要原因: 美国经济高速增长, 加之强势美元政策, 共同驱动美元走强

1990 年代日本经济在泡沫破裂后趋于停滞, 深陷通缩困扰, 美国经济则表现出相对优势。一方面, 互联网科技的兴起提高了美国的生产率, 1998-2000 年美国非农劳动单位生产率同比增加 3.4%, 较过去五年均值提高了 2.2 个百分点, 产出缺口连续为正 (见图表 10)。同期, 美国 GDP 年均增速 4.5%, 较世界和发达国家 GDP 增速分别高出 0.8、1 个百分点 (见图表 11)。另一方面, 美国克林顿政府时期实施紧缩的财政政策, 通过增收减支, 美国在 1998-2001 年实现了罕见的财政盈余, 四年间平均财政盈余占 GDP 比重达到 1.4% (见图表 7)。

鲁宾财长的强势美元政策扭转了美元的颓势。1985 年广场协议之后, 美元指数一路下跌, 美元的持续贬值压缩了国内货币政策宽松的空间, 也影响了美元的国际地位。1995 年初, 克林顿政府时期的第二任财长鲁宾提出“强势美元符合美国的利益⁵”, 汇率政策的转变一改美元的弱势, 从此开启了长达 6 年半左右的升值周期。

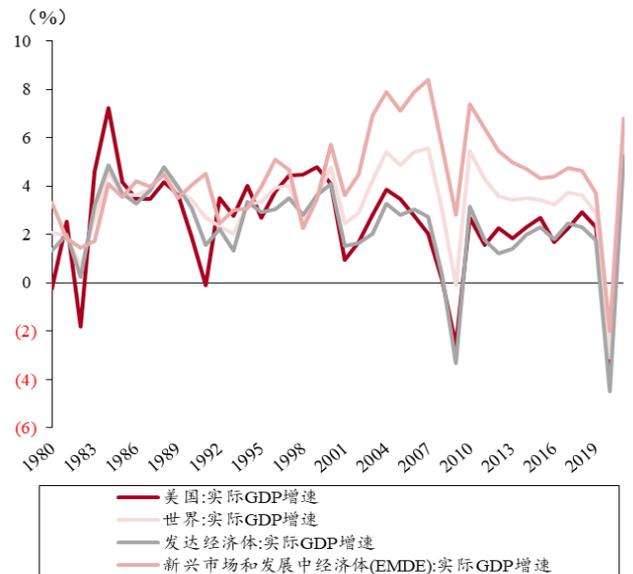
此外, 国际上的两轮新兴市场金融危机也使得美元获得避险情绪的支撑。1994 年末墨西哥债务危机暴发、1997 年至 1998 年暴发的亚洲金融危机和俄罗斯金融危机相继暴发, 国际资本也在避险情绪的驱动下逃向美元资产。1994-1995 年和 1997-1998 年美国年均资本净流入为 1739 亿和 3081 亿美元, 分别较过去 5 年均值扩大了 1.74 和 0.95 倍 (见图表 8)。

图表 10. 美国非农单位劳动产出同比增速及产出缺口



资料来源: Fred, 中银证券

图表 11. 美国、世界、发达及新兴经济体 GDP 增速



资料来源: IMF, Wind, 中银证券

贬值周期: 2001.8-2011.4, 持续时间 116 个月, 美元指数累计下跌 40%

主要原因: 欧元兴起和新兴经济体高速增长, 美国经济相对优势减弱, 压制美元走势

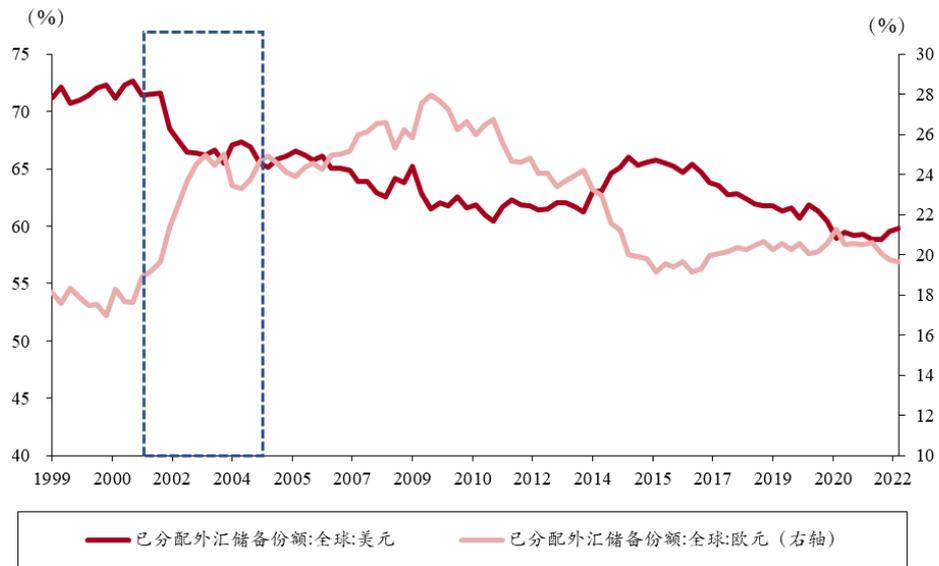
2000 年下半年, 纳斯达克综合指数暴跌, 美国互联网泡沫破裂, 加之 2001 年 9 月 11 日美国遭遇恐怖袭击, 打击了公众对于美国经济的信心。同年, 美国经济陷入衰退, 美联储也开启了降息周期, 利率一路从 2000 年 12 月的 6% 降至 2003 年 6 月的 1%, 在低利率的刺激下美国经济步入复苏。与此同时, 1999 年欧元正式创立, 起初被寄希望于能够部分取代美元国际货币的地位。在 2000~2004 年间, 欧元地位的确有所提升, 美元在全球外汇储备中的份额累计下降 5.5 个百分点至 70% 以下, 欧元份额相应上升 6.8 个百分点至 24.7%⁶ (见图表 12), 欧元走强一定程度上压制了美元走势。

⁵ 参考 <https://www.upi.com/Archives/1995/03/03/Rubin-Strong-dollar-in-national-interest/2559794206800/>

⁶ 鉴于中国 2015 年底开始向 IMF 报送官方外汇储备货币构成 (COFER) 数据, 且中国外汇储备规模较大, 在此前后的美元储备份额数据不可比。

此外，2001 年以来，在中国加入 WTO、全球化程度提高等多重因素推动下，新兴经济体成为全球经济增长的新引擎。2001~2006 年新兴市场和发展中经济体(EMDEs)实际 GDP 平均增速达到 6.3%，高出同期美国 GDP 增速 3.7 个百分点（见图表 11）。全球经济高速增长使美国经济黯然失色，美元进入相对弱势阶段，直至 2008 年全球金融危机暴发，全球避险情绪下再度驱动美元趋于震荡。

图表 12. 全球已分配的美元和欧元外汇储备份额



资料来源: IMF, Wind, 中银证券

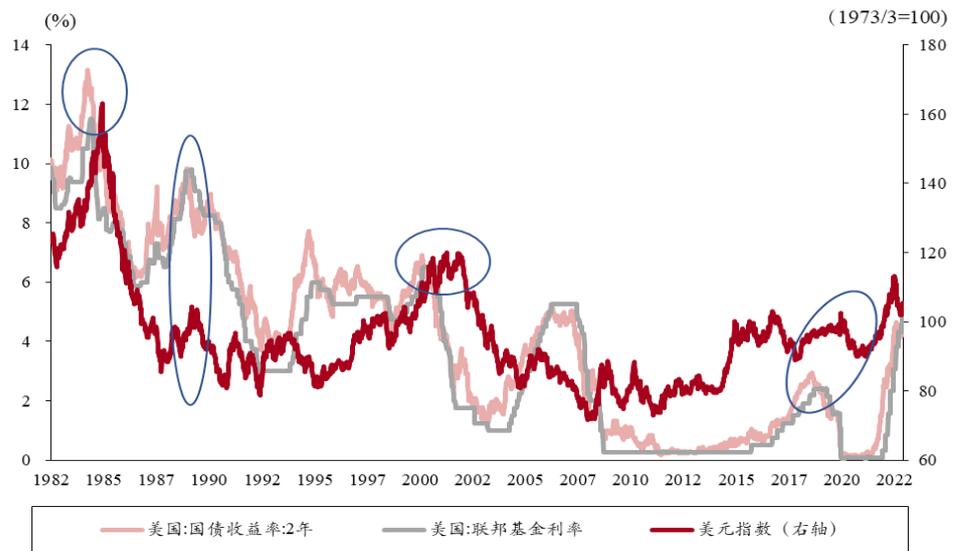
两轮周期的特点总结

整体来看，两轮美元周期主要有两大特点：一是持续的时间长，升值周期平均为 5 年左右，贬值周期平均为 9 年左右，整个周期长达 14-15 年；二是调整的幅度大，两轮周期的平均累计升值幅度为 73%，平均贬值幅度为 40%；三是每个大周期中都包含若干个小周期，不排除其间美元指数出现回落或反弹的反向调整，但一般持续的时间较短，并且每次调整都不会超过本轮升贬值周期的低点或高点，不改变汇率升贬值的总体运行趋势（见图表 4）。

回顾历次美元强弱周期转换，主要驱动因素有以下三点：一是美国的汇率政策转变。如果美元汇率出现持续的升值或贬值，对美国经济的副作用逐渐显现，这可能驱使美国改变汇率政策，如 1985 年的《广场协议》及 1995 年鲁宾财长的“强势美元”政策。二是美国与非美国国家间的增长差异。比如 1990 年代美国经济表现绝对优势，美元处于第二轮升值周期；2001-2006 年新兴经济体成为新的增长引擎，美国经济相对优势减弱，美元进入贬值周期。三是美元的国际地位变化。2001 年美元转向贬值周期的一个重要背景便是欧元的兴起，部分取代了美元的国际份额。

此外，在美联储加息伴随美元走强的时期，美元的顶部往往晚于美债和利率的顶部出现。第一轮是 1983 年 2 月至 1984 年 8 月加息结束，美元至 1985 年 2 月触顶，加息结束至顶部累计上涨了 15%；第二轮是 1988 年 3 月至 1989 年 4 月，美元至 1989 年 9 月触顶，累计上涨 5%；第三轮是 1999 年 1 月至 2000 年 5 月，美元至 2001 年 7 月触顶，累计上涨 10%（见图表 13）。

图表 13. 美国联邦基金利率、国债收益率及美元指数



资料来源: Wind, 中银证券

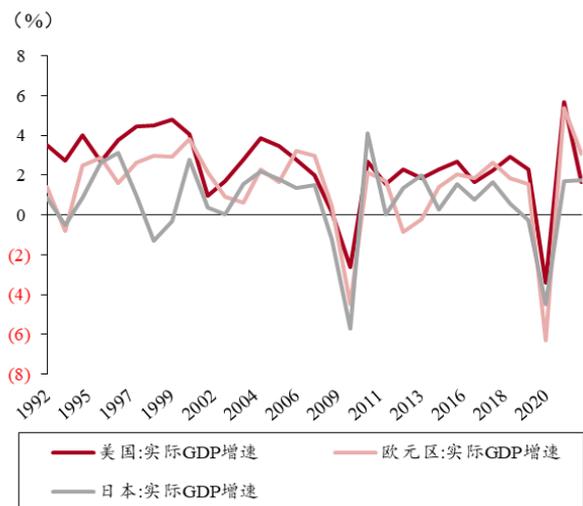
二、第三轮超级美元周期的演进及其原因分析

(一) 始于 2011 年的第三轮美元周期

始于 2001 年 8 月份的上轮美元贬值周期一直延续到 2011 年初。尽管在 2007 年美国次贷危机演变成 2008 年全球金融海啸期间，美元于 2008 年 4 月至 2009 年 3 月期间经历了一波从 72 到 89，涨幅超过 20% 的凌厉反弹，但持续时间较短。2009 年 4 月份以后又震荡走低，低至 75 以下。直到 2011 年 4 月起，美元指数止跌企稳。不过，在 2014 年美联储正式启动 QE 退出之前，美元涨势并不明显。2013 年 5 月美联储主席伯南克在国会听证会上释放缩减 QE 的信号，美元指数开始在 80 左右徘徊震荡。到 2013 年底，美元指数较 2011 年 4 月初累计升值 5.8%。2014 年美联储给出明确的货币政策正常化路径和前瞻指引，并正式启动缩减购债，美元开始快速走高。至 2015 年 12 月美联储首次加息，美元较 2014 年 4 月末升值了 24.1%（见图表 4）。

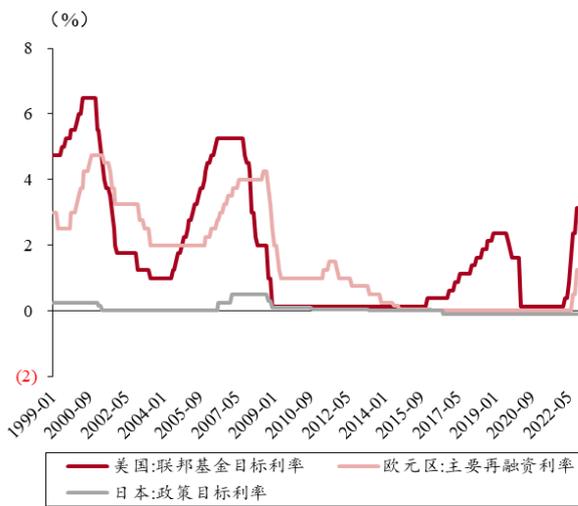
2016~2017 年，欧元区经济复苏和货币政策开始追赶美国，带动美元走弱。2015 年开启的货币政策正常化周期，美联储整体采取了小步慢走的渐进式加息策略。2015 年 12 月首次加息 25BP，2016 年内维持利率不变，年末加息 25BP，并给出了相对清晰、可预测的加息路径。2017 年，美联储全年加息 75BP，市场已充分消化加息预期。与此同时，欧元区经济复苏开始迎头赶上，2017 年 GDP 增速达到 2.6%（见图表 14），欧央行多次释放货币政策正常化信号，美欧经济复苏差异和货币政策分化趋于收敛，推动美元在 2017 年走弱 9.9%。

图表 14. 美国、英国、欧元区及日本实际 GDP 增速



资料来源: Wind, 中银证券

图表 15. 美国、英国、欧元区及日本货币政策目标利率



资料来源: Wind, 中银证券

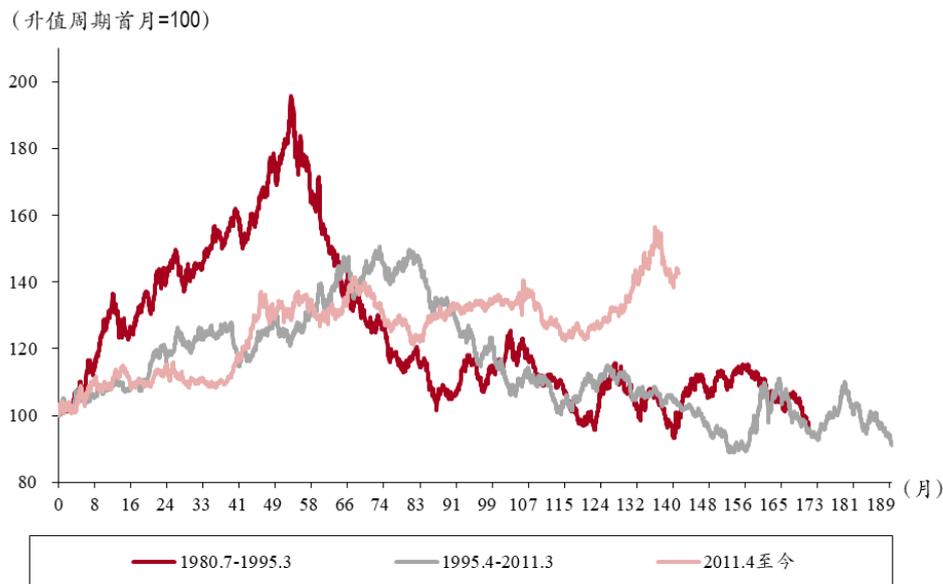
2018 年 2 月，鲍威尔接任耶伦成为美联储主席，并在年内多次议息会议上释放了鹰派信号，连续加息至中性水平，美元开始触底回升，全年升值 4.1%。2019 年 8 月，美联储出于增长担忧开始转为降息，美元涨势放缓，但全年仍升值 0.4%。直至 2020 年疫情暴发，美股经历十日四次熔断，美联储紧急降息，全球避险情绪急剧升温，美元指数重新站上 100 以上。2020 年下半年，在各国财政货币双刺激之下，全球经济同步走向复苏，美元由强转弱，2020 年累计贬值 6.7%。

不同于第一轮美元升值周期“五连涨”的一气呵成，第三轮美元升值周期则是走两步、退一步，在 2017 和 2020 年均有过回撤，但持续时间短、回撤幅度小，故第三轮美元周期尚未进入过真正的贬值周期，只能算是半个美元周期。反倒是浮筹清洗充分，美元强势走得更加稳健，也减轻了美元过快升值带来的冲击。

（二）第三轮超级强美元周期的成因分析

如果将 2021 年以来的美元走强视作 2011 年开启的美元升值大周期的延续，到 2023 年 3 月，已持续了 142 个月（即便截止到 2022 年 9 月份的高点也持续了 137 个月）。从持续时间来看，明显长于前两轮升值周期。2022 年，美元升值加速，美元指数年内最多上涨 20.3%。如果从 2011 年 4 月的低点开始算起，至 2022 年 9 月美元指数的高点，已累计上涨 56%，升值幅度已超过第二轮周期（见图表 16）。以下拟从美国经济基本面、货币政策周期差异、美元国际地位和美元安全资产角色的四个维度，试图理解为何本轮美元升值周期持续时间如此之长。

图表 16. 历次美元周期的对比



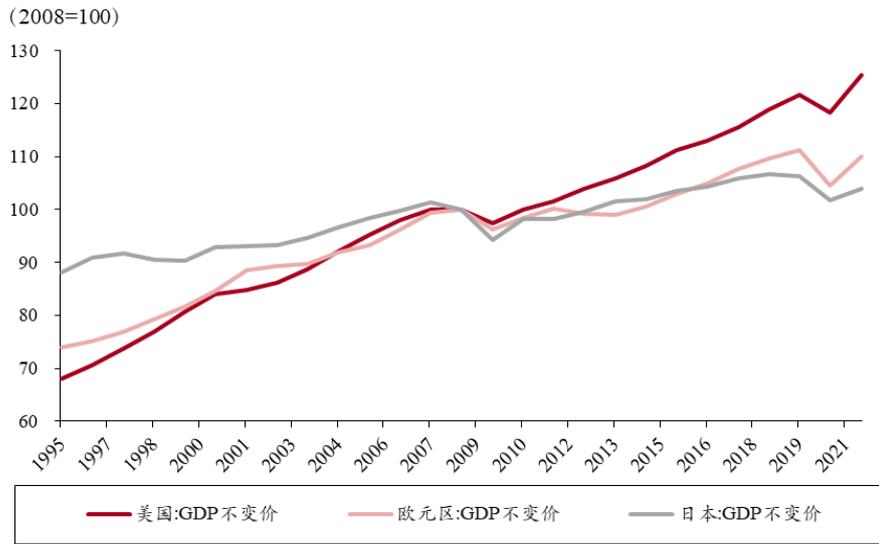
资料来源: Wind, 中银证券

美国经济复苏优势

2008 年全球金融危机之后，美国经济率先步入复苏，直至 2020 年 2 月份新冠疫情大流行，才中断了这次美国战后最长的经济景气（持续了 128 个月⁷）。而同期欧央行深陷欧债危机困境，日本虽然在 2013 年推出了安倍的“三支箭”试图提振经济，但作用有限。从本币计值的实际 GDP 总量来看，2008-2021 年间美国 GDP 累计增长了 25.4%，年均复合增速 1.6%，而同期欧洲和日本仅增长了 10.1% 和 3.8%，年均复合增速分别为 0.7% 和 0.3%（见图表 17）。2020 年疫情暴发以来，尽管美日欧都采取了财政货币双刺激，但美国经济在 2021 年一季度便恢复至 2019 年末的水平，而欧元区直至 2022 年初才恢复至疫情前水平，日本至今尚未恢复至疫情前的水平。如前所述，欧元和日元在 ICE 美元指数中的合计权重高达 71%，二者走势疲弱自然凸显出美元的相对强势。

⁷ 根据美国国家经济研究局 (NBER) 定义，美国经济于 2009 年 6 月结束衰退，于 2020 年 2 月陷入衰退，两轮衰退间隔 128 个月。详见 <https://www.nber.org/research/data/us-business-cycle-expansions-and-contractions>

图表 17. 2008-2021 年美日欧 GDP 不变价总值

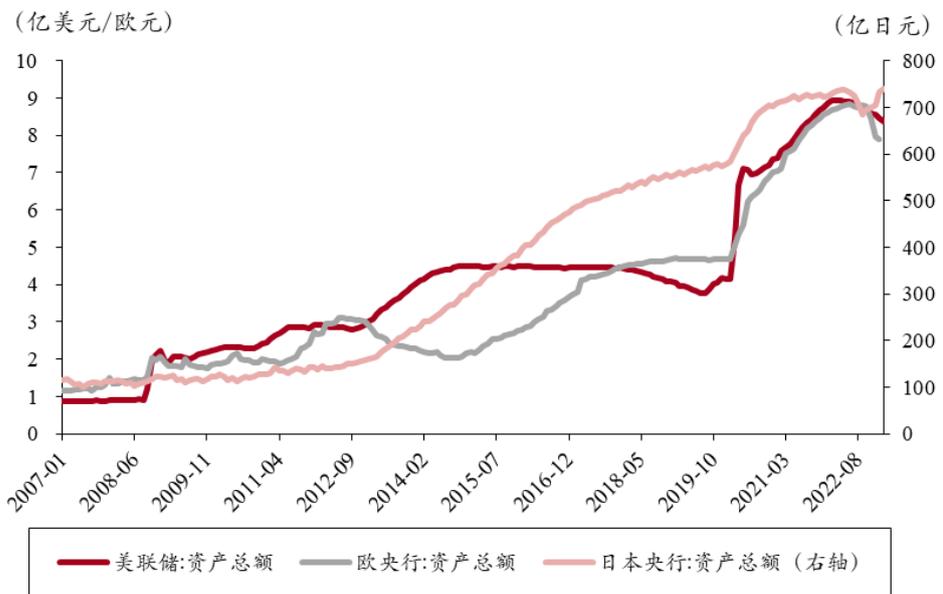


资料来源: Wind, 中银证券
注: 各国均为以本币计值的 GDP 不变价水平。

货币政策周期差异

全球金融危机以来, 主要发达国家都采用了大规模货币宽松, 美联储虽然降至零利率, 但欧日央行先后于 2014 和 2016 年采用了负利率(见图表 15), 利差角度利好美元。此外, 美日欧三国都推出了大规模资产购买计划, 资产负债表迅速扩张。不过, 美联储的政策步伐显著走在前面, 2014 年 10 月美联储结束第三轮 QE, 宣布开启货币政策正常化, 2017 年 10 月开始缩表, 至 2019 年 8 月结束缩表累计减少 7012 亿美元(见图表 18)。而欧央行却在 2014 年因欧洲经济下行, 再度开启扩表, 直至 2020 年疫情暴发之前, 非常规货币政策也并未退出。日本央行则是一直维持超宽松的政策, 且频频加码, 2013 年推出量化质化宽松(QQE)政策, 2016 年推出收益率曲线控制(YCC)政策。2022 年日美货币政策分化扩大, 日美债负利差急剧走阔, 正是日元兑美元汇率跌破 151, 创亚洲金融危机以来新低的重要推手。

图表 18. 2007 年以来美日欧央行资产负债表规模



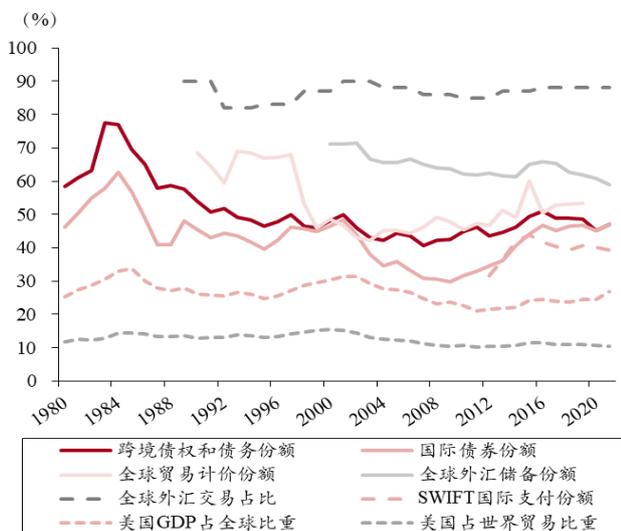
资料来源: Wind, 中银证券

美元国际地位上升

从货币国际化的多个维度来看，美元的国际份额都稳中趋升或是保持稳定。支付结算方面，2022年，美元的SWIFT国际支付份额月均为41.3%，较2012年以来上升了9.8个百分点。贸易计价方面，2019年末美元的全球贸易计价份额为53.5%，较2007年末提升了7.2个百分点。投融资方面，国际清算银行（BIS）数据显示，截至2022年三季度末，美元在跨境债权和债务占比分别为47.2%和47.7%，国际债券的发行比例为50.1%，分别较2007年底上升6.4、1和19.2个百分点；截至2022年4月末，美元在外汇市场交易为88.4%，在过去二十年间基本保持稳定。国际储备方面，截至2022年三季度末，已分配全球外汇储备的美元份额为59.8%，稳居全球第一大储备货币，且远高于第二位欧元19.7%的占比（见图表19）。

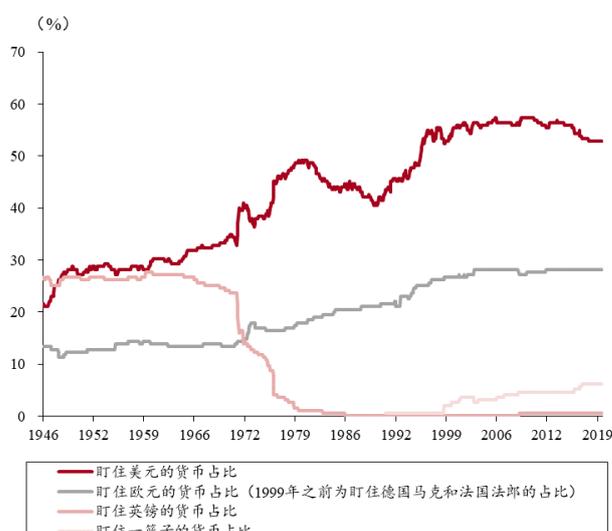
此外，在过去的三十年间，美元作为锚定货币的比重有所增加。根据Ilzetzi等人（2019）的研究，截至2019年末，全球有接近53%的货币直接或间接与美元挂钩⁸，与美元挂钩的国家合计占到全球除美国外GDP的50%（见图表20）。

图表 19. 美元在货币国际化多维度的份额占比



资料来源：BIS, IMF, SWIFT, Wind, 中银证券

图表 20. 1946-2019 年全球多数货币锚定的货币占比



资料来源：Ilzetzi et al. (2019)⁹，中银证券

美元安全资产角色

自1970年代布雷顿森林体系解体至今，美国在全球经济和贸易的份额呈现逐渐下降趋势，相应新兴市场国家份额不断上升。但是，美元在各个维度的国际份额却不降反升，或是基本保持稳定（见图表19）。Gourinchas和Rey等（2017）称此为“新特里芬难题”¹⁰，即随着美国经济在全球的占比不断减小，其财政扩张的规模无法满足其他国家对于安全资产日益增长的需求，导致了全球安全资产的供给和需求之间出现缺口，这也为现有主导货币美元的币值提供了支撑。

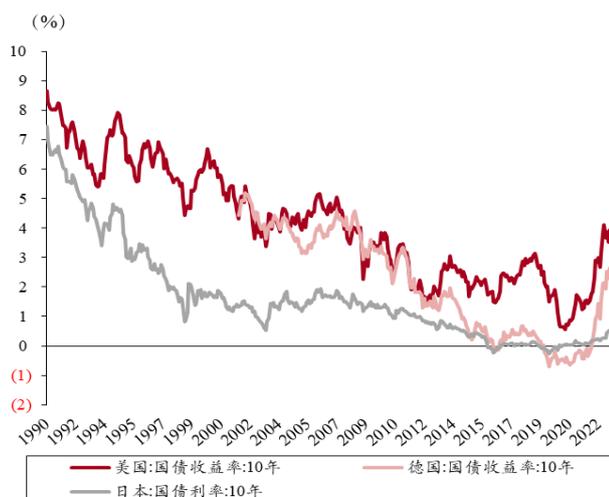
虽然欧元、日元也属于国际化程度较高的货币，但一方面其在全球经济活动中的使用程度远不及美元。另一方面，从利差角度来看，2013年以来美债收益率远高于日债和德债（见图表21）。2022年美联储激进加息，美债利率快速上行，全球金融资产价格普遍下跌。利差和避险因素共同驱动下，2022年全年美国国际资本净流入1.61万亿美元，同比增长45%，创1978年有数据以来的新高，其中外资净买入美债7166亿美元，同比增长15.9倍，全年美元指数同比上升7.8%（见图表22）。

⁸ 如果一国货币与某外币的双边汇率在滚动的5年时间窗口中，80%的时间汇率波动幅度小于2%，或是100%的时间波动幅度小于5%，就将该外币视为该国货币的锚定货币。

⁹ 参考 Ethan Ilzetzi, Carmen Reinhart and Ken Rogoff, Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?, Quarterly Journal of Economics, 134:2, 599-646, 2019.

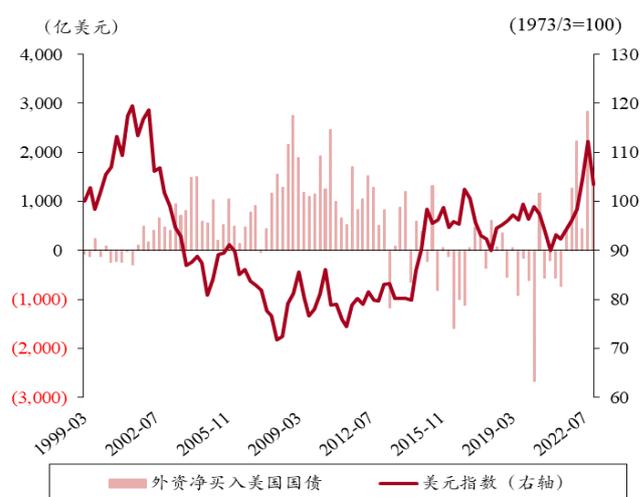
¹⁰ 参考 Gourinchas, P. O., Rey, H., & Govillot, N. (2017). Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty.

图表 21. 美国、日本和德国 10 年期国债收益率



资料来源: Wind, 中银证券

图表 22. 美元指数与外资净买入美国国债



资料来源: Wind, 中银证券

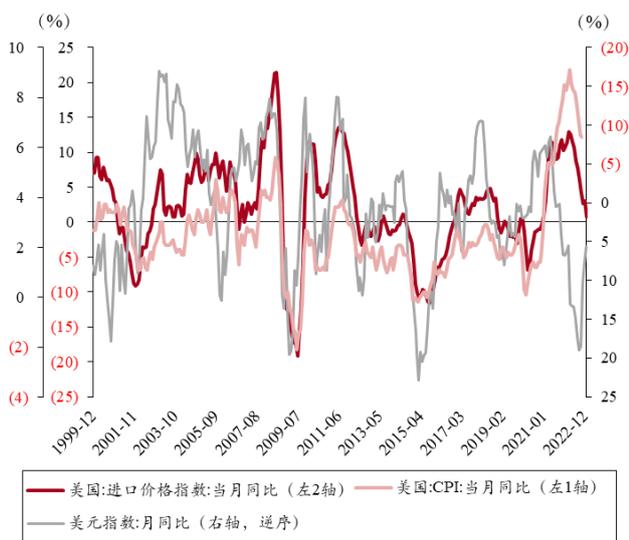
三、第三轮美元升值周期的前景展望

(一) 美元走强符合美联储抗通胀和金融条件收紧的诉求

美元升值有助于降低美国的进口商品价格，缓解部分价格上涨的压力。美国财政部部长耶伦日前曾表示，市场决定的强美元符合美国的利益¹¹。历史数据来看，美元指数变动、美国进口价格指数与美国CPI同比增速相关性较高，2000-2022年前二者月同比增速的相关性为-0.40，后二者相关性为0.75（见图表23）。当前美国商品通胀已显著降温，房租通胀也出现放缓迹象，与薪资相关的服务项是通胀回落的关键。此时，如果美元出现大幅贬值，可能会重新推高美国的商品通胀，不利于美联储的抗通胀任务。

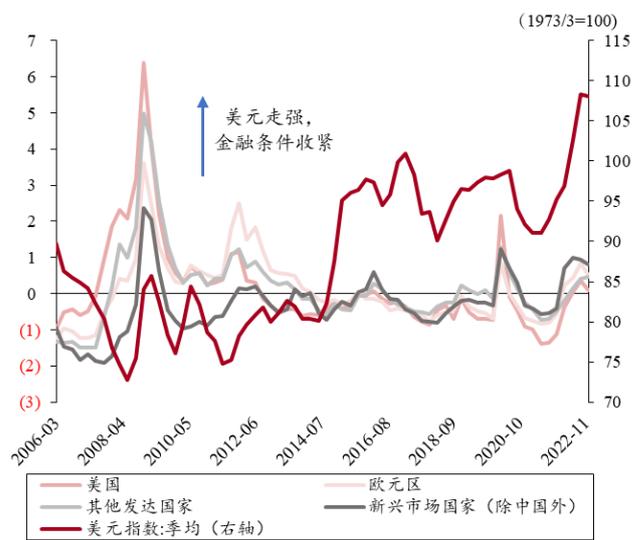
美元强弱还与全球金融条件的松紧密切相关。此前美联储主席鲍威尔多次提到，紧缩货币政策传导途径之一便是金融条件的收紧，国内经济对应的是资产价格和信用利差，国外经济则是美元汇率的变化¹²。这一过程在2022年得到了淋漓尽致的体现。2022年美联储密集加息控通胀，美元最高上涨20.3%，全球金融条件快速走高；2022年11月以来，随着美元触顶回落，市场风险偏好显著改善，金融条件边际转松（见图表24）。美联储在去年12月的会议纪要中也强调如果金融条件出现不必要的宽松，特别是市场不能充分理解政策制定者的反应函数，可能使央行恢复物价稳定的过程更加复杂¹³。

图表 23. 美元指数与美国进口价格指数和 CPI 同比增速



资料来源：Wind，中银证券

图表 24. 美元走势和发达国家与新兴市场金融条件指数



资料来源：IMF，Wind，中银证券

(二) 美国双赤字恶化但就业良好，强美元尚未招致内部反弹

1980年代的美元快速走强，导致了美国贸易赤字持续扩大，国内出口和制造业竞争力受到严重影响，加之1980-1982年美国在高利率之下陷入衰退，失业率一度升至10%，招致了国内对强美元的不满。本轮强美元之下，虽然美国双赤字有所恶化，美国就业状况良好，增强了各界对于美元升值的容忍度。从CPI同比通胀与失业率构建的美国经济痛苦指数看，2022年月均为11.66%，处于历史较高水平。其中，CPI通胀均值为8.02%，贡献了68.8%；失业率均值为3.64%，仅贡献了31.2%。相应的，第一轮美元升值期间，1981年1月至1984年12月美国经济痛苦指数平均为14.62%。其中，CPI通胀均值为6.01%，贡献了41.1%；失业率均值为8.61%，贡献了58.9%（见图表25）。

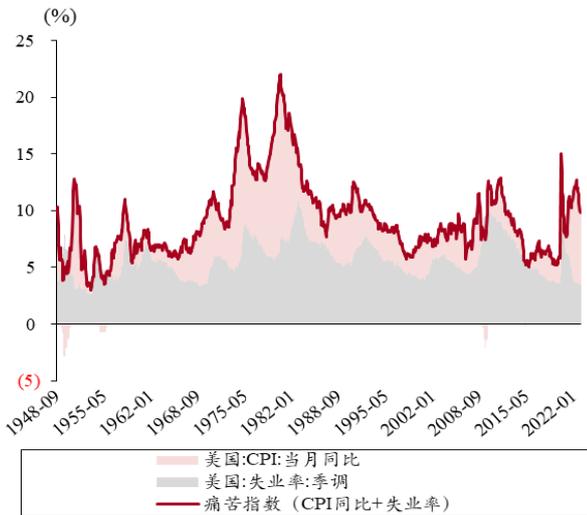
此外，由于俄乌冲突和能源价格大幅上升的影响，美国加大了对欧洲的能源出口，由能源净进口国变为了能源净出口国。2022年，按普查口径，美国非石油产品贸易逆差增加了1072亿美元，石油产品贸易则由2021年的逆差92亿美元转为顺差142亿美元（见图表26）。

¹¹ 参考<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-10-11/yellen-says-dollar-strength-logical-outcome-of-policies>

¹² 参考<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/monetary-policy-what-are-its-goals-how-does-it-work.htm>

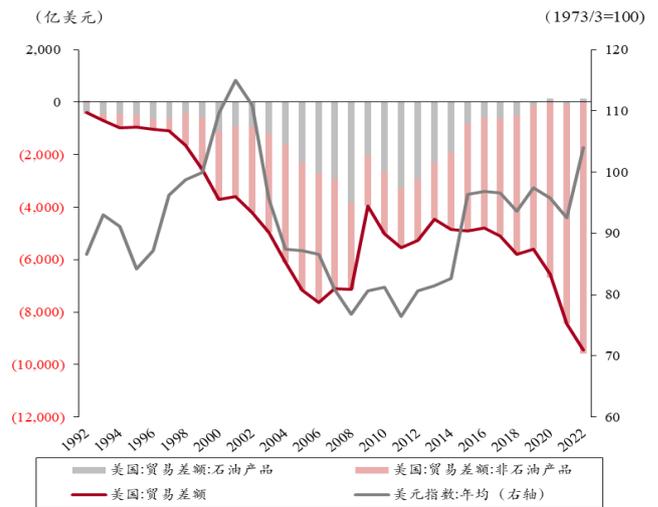
¹³ 参考<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20221214.pdf>

图表 25. 美国经济痛苦指数



资料来源: Wind, 中银证券

图表 26. 美国非石油产品和石油产品贸易逆差



资料来源: Wind, 中银证券

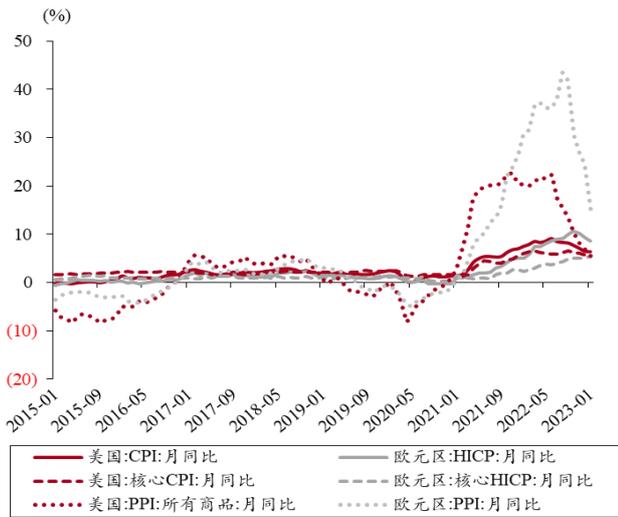
(三) 2023 年欧央行货币政策追赶，但面临三难选择

虽然美国和欧洲都面临通胀压力，但通胀主要成因和回落速度不同，这导致美联储和欧央行的紧缩政策节奏分化。美国的通胀是需求和供给冲击共同导致的混合型通胀，而欧元区的通胀则是供给冲击为主，能源价格大幅上涨为主要通胀源头。从 CPI 和 PPI 走势来看，截至 2023 年 1 月，美国的 PPI 同比已经降至 CPI 同比以下，二者之差已转为-0.9%，CPI 和核心 CPI 同比均连续多月下降；而欧元区的 PPI 同比增速仍高于 HICP，虽然 HICP 同比增速已连续下降，核心 HICP 同比尚未拐头向下（见图表 27）。但欧元区制造业 PMI 自 2022 年 7 月以来持续位于荣枯线以下，2023 年 2 月 PMI 较 1 月环比回落 0.3 个百分点，经济基本面仍面临下行压力。此外，欧央行持续的大幅加息还可能导致欧元区国家间的利差快速上升，欧债危机卷土重来的风险仍存。相较于美联储，欧央行在抗通胀、稳经济和防风险之间面临更难权衡的境况，更有可能出现边衰退、边加息的棘手局面。

如前所述，第三轮美元升值周期持续时间如此之长的一个重要原因便是美国经济基本面韧性和弹性明显好于欧洲和日本。2020 年底，我们针对美元步入中长期贬值通道的市场主流看法提出，虽然避险情绪对美元的支持作用减弱，但美元强弱取决于后疫情时代的美国经济基本面。至少在疫情暴发之前，美国正在经历战后最长的经济景气，而欧元区和日本深陷经济停滞。当时，我们就明确指出，如果未来美元指数升破 2016 年底高点的话，则始于 2011 年初的本轮强美元周期还可能延续¹⁴。目前来看，美国经济基本面的优势依然存在。根据 2023 年 1 月底国际货币基金组织的最新预测，预计 2023 年全球经济增长 2.9%，较 2022 年 10 月的预测上调了 0.2 个百分点，但仍低于 2000-2019 年 3.8% 的历史平均水平。其中，2023 年美国的经济增速上调了 0.4 个百分点至 1.4%，高出发达国家整体增速 0.2 个百分点，尤其是分别高出欧元区 and 英国 0.7、2 个百分点。如果将 2022 年各国本币实际 GDP 作为基数，使用国际货币基金组织对各国 2023-2027 年的经济增速预测计算，至 2027 年美国 GDP 较 2022 年累计增长 8.3%，而欧元区、英国和日本则分别增长 7.6%、6.5% 和 4.6%（见图表 28）。

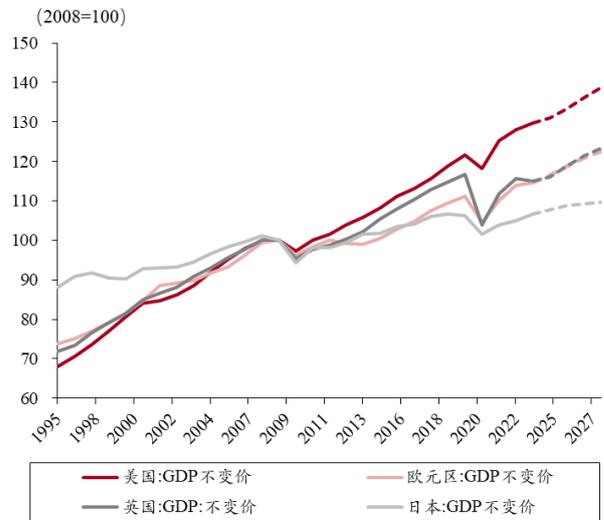
¹⁴ 管涛，2020 年 10 月 19 日，《人民币进入升值新周期？还是波动新常态？》，腾讯新闻 X 原子智库，<https://mp.weixin.qq.com/s/YIr9aV6pu3RuaHTilAYioQ>

图表 27. 美国和欧元区 PPI 与 CPI 及核心 CPI 同比增速



资料来源：Wind，中银证券

图表 28. 国际货币基金组织对美欧英日 GDP 不变价预测值



资料来源：IMF，Wind，中银证券

注：(1) 虚线部分为各国 GDP 预测值，以公布的 2022 年本币计值的 GDP 不变价为基数，使用 2023 年 1 月国际货币基金组织最新增速预测计算得出；(2) 英国 2022 年 GDP 数据尚未公布，使用 2021 年数据作为基数。

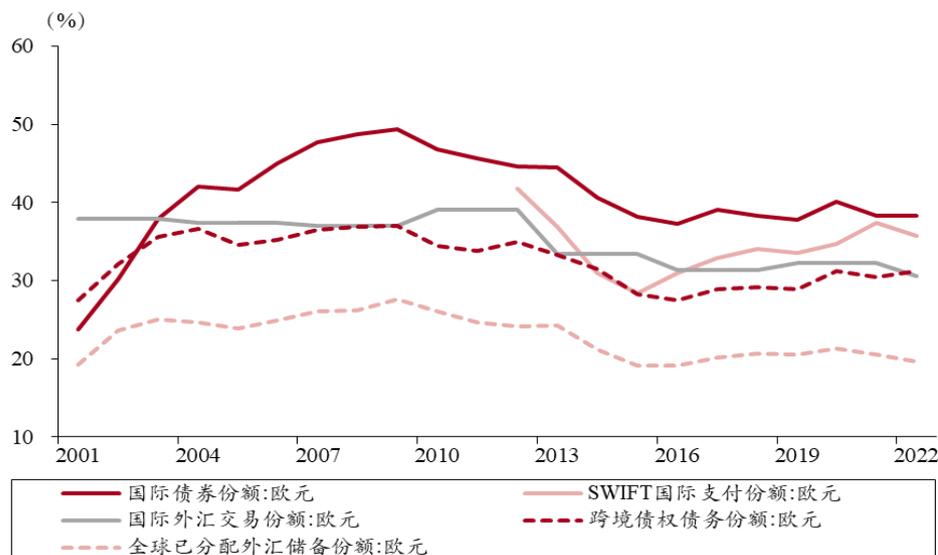
(四) 国际货币体系演进缓慢，美元地位尚未受到根本挑战

尽管在 2008 年金融危机之后，全球对现行的国际货币体系进行了一系列反思，但鉴于没有更好的替代品，国际货币体系改革进程缓慢，美元的主导地位依然稳固（见图表 19）。本次美元强势周期又充分暴露了国际货币体系的内在缺陷，即美联储的货币政策难以兼顾内外部均衡。此外，近年来特别是 2022 年俄乌冲突以来，主要储备货币发行国将货币武器化，滥用经济金融制裁，动摇了现行国际货币体系的信用根基。不过，主导货币的转变并非一蹴而就，往往需要经历数十年的时间和多方面条件的共同催化¹⁵，国际货币体系多极化是潜在的演进方向。

欧元作为最有希望取代部分美元份额的第二大国际货币，在 2008 和 2020 年两次危机之后却是最大的受损者。相较于 2007 年末，欧元的外汇储备份额（截至 2022 年三季度末）和全球外汇交易份额（截至 2022 年 4 月末）均下降了 6.5 个百分点，国际债券（截至 2022 年末）和跨境债权债务平均份额（截至 2022 年三季度末）分别下降 9.4 和 5.2 个百分点（见图表 29）。2015 和 2022 年国际货币基金组织特别提款权篮子货币两次定值重估，欧元权重分别下调了 6.47 和 1.62 个百分点。在欧元之外，即便出现新兴国际化货币，但因为网络效应、路径依赖，市场短期内可选择的余地不大。

¹⁵ 参考 Ilzetzki, E., Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2021). Rethinking exchange rate regimes (No. w29347). National Bureau of Economic Research.

图表 29. 欧元在货币国际化多维度的份额占比



资料来源: BIS, IMF, SWIFT, Wind, 中银证券

(五) 利差与避险因素有可能成为美元走势新的催化剂

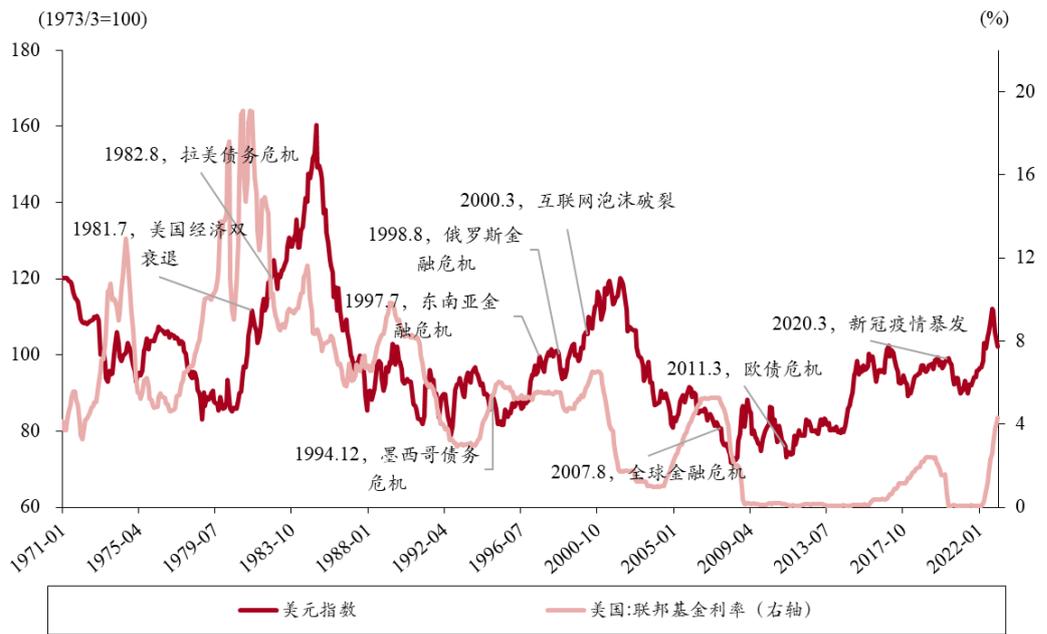
近期公布的系列数据显示, 美国经济和通胀韧性十足, 劳动力市场依然紧俏, 失业率降至 1969 年以来的低位, CPI 和零售数据均超预期, PCE 通胀再度反弹, 美国经济“不着陆”的可能性上升。如果后续通胀下行速度慢于预期, 甚至通胀出现反复, 市场对美联储紧缩进行重新定价, 终点利率可能更高, 限制性政策的时间可能更长, 预期差可能使美元重获上行动能。

2023 年 3 月 7 日, 美联储主席鲍威尔在美国国会听证会上表示, 尽管近几个月来通货膨胀有所缓和, 但要使通货膨胀率降至 2% 的过程任重道远, 而且可能会很坎坷。最新的经济数据强于预期, 这表明最终利率水平可能高于先前预期。如果所有数据表明有必要加快紧缩, 我们将准备加快加息步伐¹⁶。如果美联储 3 月加息 50BP, 同时欧央行延续加息 50BP, 美欧利差收敛可能放缓甚至再度扩大, 利差角度可能重新支撑美元。

此外, 历史上美联储加息和美元升值周期多次伴随着经济和金融危机出清, 无论危机是源自美国国内还是国外, 避险情绪之下美元可能还有最后一涨。1990 年以来美联储两次较为激进的加息周期, 美国经济都没有立即陷入衰退, 但在随后的几年间产生了金融动荡。一次是 1994-1995 年, 美联储在不到一年半的时间内加息 300BP, 从力度和速度来讲较为激进, 美国经济实现了标志性的“软着陆”, 美元在加息期间也并未走强。但随着高利率环境持续, 1994 年墨西哥债务危机、1997 年亚洲金融危机和 1998 年俄罗斯金融危机相继暴发, 全球避险情绪再度推高美元。另一次是 2004-2006 年, 美联储在两年时间内加息 400BP, 美国经济并没有立即陷入衰退, 直至 2007 年全球金融危机暴发, 即便危机来源于美国自身, 美元却是不跌反涨 (见图表 30)。

¹⁶ 参考 <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/powell20230307a.htm>

图表 30. 美元指数与美国联邦基金利率



资料来源: Wind, 中银证券

四、主要结论

自 1970 年代初布雷顿森林体系解体以来，美元指数共经历了两轮完整的升贬值周期，两轮周期的特点主要是周期长、幅度大以及大周期中包含若干小周期，但调整幅度较浅并未改变整体运行趋势。每轮升贬值周期转换的主要驱动因素包括美国的汇率政策，美国与非美经济体之间的增长差异及美元的国际地位变化。此外，在美联储加息伴随着美元走强的时期，美元的顶部往往晚于美债和利率的顶部出现。

如果将 2021 年以来的美元走强视作 2011 年开启的美元升值大周期的延续，受益于美国经济复苏优势、货币政策周期差异、美元国际地位上升、美元安全资产角色等因素，第三轮强美元周期明显长于上两轮周期，迄今已持续了 142 个月。目前，第三轮美元周期虽遭遇过回调，却因持续时间短、回撤幅度小，尚未出现过真正的贬值周期。

短期来看，美元走强符合美联储抗通胀和金融条件收紧的诉求，就业状况良好也增强了美国国内对强美元的容忍度。从海外来看，面对欧元区供给冲击为主的通胀、更弱的经济基本面以及快速加息之下欧债利差可能再度上升的风险，欧央行在抗通胀、稳经济和防风险之间面临更难权衡。同时，美国通胀下行的速度和终点仍存在不确定性，市场、美联储与经济数据之间的预期差可能放大美元短期波动。此外，历史上美联储加息和美元升值周期多次伴随着经济和金融危机出清。如果加息终点利率更高、维持时间更长，紧缩政策的滞后和累积效应逐步显现，金融动荡可能再度发生，无论动荡是源自美国国内还是国外，避险情绪可能成为美元走势新的催化剂。

目前市场普遍预期美元强周期已近尾声。但是，如果未来美元指数再度走强，将进一步收紧全球金融条件，重新压制大宗商品和风险资产价格表现，并有可能引发新兴市场和发展中国家新一轮资本外流，加大重债务国债务违约风险。对此，各方要有心理和措施上的准备，有备无患。

风险提示：美联储货币紧缩超预期，地缘政治局势发展超预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371