

【建投深度】美元触顶转弱，人民币走升给予商品估值压力

分析师：田亚雄 电话：023-81157334 期货投资咨询号：Z0012209

发布日期：2023年01月12日 助理分析师：刘昊 期货从业资格号：F03103250

助理分析师：朱冠华 期货从业资格号：F03087809

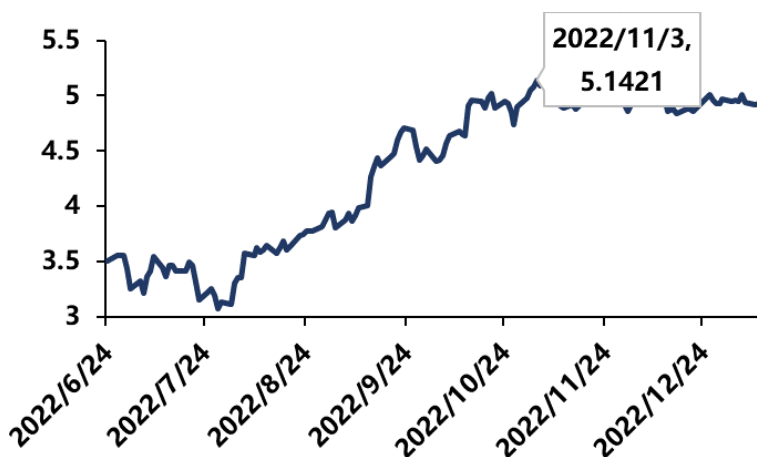
加息触顶与外部市场缓和带动美元转势

美元指数在2022年9月底完成筑顶，11月初开始大幅下跌，11-12月期间整体下跌了4.76%，本质是内在加息力度触顶和外部市场衰退担忧减缓的双重作用。

美元的触顶来源于外部市场的动荡。美元指数构成中，欧元、英镑占比超过70%，这两个市场在22年第三季度的动荡帮助美元完成触顶。一方面，欧洲与英国受俄乌冲突影响严重，能源价格和电力价格自一季度开始飙升，至三季度达到最高，带动经济预期与汇率的下行。另一方面，9月底，时任英国首相特拉斯主导的迷你预算法案引发了英国金融市场剧烈动荡，英镑快速贬值让美元也达到高峰。

美元转势则来自美联储加息放缓与外部市场复苏的双重作用。2022年初，在高通胀与强经济的驱动下，美国开始了快速加息的脚步，加息速度在主要市场中一骑绝尘，较外围市场利差也不断拉大。随着基准利率的不断走高和通胀放缓信号出现，11月初美联储议息会议首次释放了加息放缓的声音，随之而来的便是联储加息终点预期筑顶，市场交易的终点利率在11月3日达到了5.14%的峰值，之后便开始了回落过程。

市场交易的终点利率



资料来源：Bloomberg、中信建投期货

与美联储的放缓相对，欧洲市场可能会将激进加息维持得更久。在 2022 年 12 月召开的欧元区议息会议上，欧洲央行宣布将欧元区三大关键利率均上调 50 个基点，使利率水平达 2008 年 12 月以来最高。会议当中，欧央行承诺将继续维持大幅加息，同时公布将于明年 3 月份开始缩表进程。欧洲央行行长拉加德随后表示，现有数据显示，欧央行可能在明年 2、3 月份继续加息 50 个基点。由于美联储快速加息导致的美国-外围市场利差的拉大是推升美元走强的重要因素，随着加息速度的逆转，美国-外围市场利差预计也将迎来缩减，这对美元带来了利空。

外部市场货币的复苏也推动的美元转弱。随着欧洲能源危机的缓解，欧洲市场电力价格在 2022 年底逐渐回落，经济预期也迎来触底反弹，带动了欧元与英镑的升值和美元指数的转弱。同时，占美元指数第二大的货币日元在日本央行放宽长端收益率的帮助下迎来升值，这也使得美元迎来了逆风。

强美元周期的结束与范式改变

展望后市，美元在上半年可能因衰退迎来第二高峰，但全年来看“强美元”周期仍将结束。

需要警惕衰退时间差导致的美元第二高峰。从全球市场的角度看，相较于美国可能迎来的衰退，欧洲及新兴市场的衰退可能发生的更早，进展更加猛烈。这一方面将推动市场对应货币的走贬，间接带动美元的走升；另一方面资金在衰退背景下避险的需求也将大大增加，经济基本面相对更强劲的美国大概率将继续成为全球资产的“避风港”，美元也将因全球资金流动出现抬升。

但美国的衰退仍将到来。虽然美国当下基本面仍旧强劲，但衰退仍然是难以避免的。不同的领先指标如国债收益率曲线、咨商局领先经济指标、OECD 领先指标等预示的美国经济陷入衰退的时间节点也在二季度到三季度。而从经济周期的角度看，2022 年 4 月美国经济陷入滞涨期，根据过去 20 年的经验看滞涨期平均持续 11 个月以上，这也意味着美国经济衰退在二季度之后终将到来（详情可参考报告《【建投专题】衰退交易退场和滞涨定价》）。

范式的改变可能是长期最大的宏观变数，而这也将会影响货币政策的转向。

衰退进展将引发降息，但其存在一定时代背景。理论上，随着衰退的进展，美国的货币政策也将发生逆转，根据历史规律，当衰退发生伴随失业率跃升时，美联储大多会迎来货币政策的转向，由此市场已经开始计价 2023 年下半年的降息发生。但这一经验可能有一定时代背景要求。自 1991 至 2020 的三十年间，美国持续处于低通胀时代，尽管美联储先后实行过 4 次大规模量化宽松（QE），但 CPI 同比鲜有突破 5% 的情况。低通胀的背后一方是市场全球化和美元全球化的不断推进，美元有了更多的使用场景；另一方面是全球生产力的增长导致这一时期出现了商品供给过剩的情况，也导致了低通胀的发生。

范式的改变可能发生。疫情发生以来，美联储在现代货币理论（MMT）的指导下继续超发货币，通

胀却迎来了爆表，背后可能是两点范式的改变。一是去美元化的发生，美联储在货币政策上的缺乏节制与近几年不断发起的贸易摩擦，都让其他国家对于持有美元储备存在的政治风险与贬值风险有了更深的认识，增加黄金储备与外汇储备多元化成了越来越多国家的选择。二是供给约束的发生，随着全球人口的增长与人均消费的提升，总需求也向总供给不断接近，而在生产力水平长期未能提高的背景下，越来越多的国家为了争夺发展空间开始走向了逆全球化的道路，供应链从高效也向低效滑落，导致了供给端约束的发生。

警惕第二个沃尔克时刻的来临。在去美元化和供给端约束的大背景下，美国通胀的后续回落未必有预期的顺利。沃尔克执政时期恰逢布雷顿森林体系解体、新的石油美元体系并未全球铺开的时刻，即另一个全球去美元化且生产力增长有限的时期。而当时的经验表明，一旦美联储根据失业率放松货币约束，通胀立刻会迎来反弹甚至走的更高。目前的经济背景与沃尔克时期有相似之处，且当下美联储缩表速度不及预期、目标规模也与前期货币超发时并不匹配，这都将加剧通胀后续的演绎，带来市场新的变数。

总的来说，美国经济受国内高利率和海外市场衰退影响也将步入衰退，维持高利率环境的基础将会动摇，美联储最早可能在 2023 年下半年释放降息预期，强美元周期也将随之结束。但需要警惕的是范式改变的影响，货币政策转向约束可能会让联储利率维持高位，但去美元化的发生以及货币供应过剩导致的购买力下降同样对美元形成利空。但仍需保留注意的点在于，美联储转向明确之前，需警惕过度交易美元走弱这一预期。

多因素共促人民币走升，但汇率变数仍存

人民币的走升一方面来源于美元指数走弱，但更大影响因素在于经济增长预期的改善、政策持续加码以及资本流动的逆转。

疫情防控优化将成为经济复苏和汇率增长的基石。新冠疫情对居民和企业的预期和信心产生根本性压制，这一方面体现为企业部门在不确定性面前投资的降低，另一方面则体现为居民部门消费意愿的下降，二者共同拖累了过去几年经济增长的力度。但是，2022 年底，国内连续进行了防疫政策优化，从防疫二十条到新十条，再到将新冠病毒感染调整为“乙类乙管”，优化的大方向十分明确。短期来看，国内多数省市在 2023 年元旦前后实现了感染人数的快速过峰，打消了市场对于 2023 疫情扰动的担忧，也带来了人民币的快速升值，但经济复苏仍然需要时间消除疫情给居民和企业带来的疤痕效应。

财政与货币政策均有望继续加码。展望 2023 年，稳增长依然是经济工作重心，宽信用或将持续，财政与货币政策仍有加码空间。财政方面，中央财政可能进一步加杠杆带动总需求回升。根据目前已下达的专项债额度，2023 专项债规模有望较 2022 年继续增长，同时，市场预计财政赤字率可能会有所提高，保证积极财政政策的实施。货币方面，大方向可能将继续保持相对宽松，在支持房地产复苏的背景下，

国内存在继续降息的可能，而更多的货币宽松可能将更加注重结构性货币政策的实施，支持对重点领域的扶持。年后的政策出台也能验证这一预测，元旦以来，国家出台了降低首套房贷款利率的措施，市场也开始预测三道红线放缓的可能。可以确定的是，政策会随着经济表现动态调整，帮助经济稳步提升。

跨境资金流动将得到改善。2022年，受到经济增速下行与中外货币政策背向的影响，境外资金出现了明显的撤离。展望2023年，海外主要市场国家将接连步入经济下行期中，甚至发生严重衰退，带来经济活动的大幅下滑。与此相对，在防疫政策优化的大背景下，国内财政与货币政策的不断加码，叠加2022年以来多方面多层次政策的效果兑现，中国经济将迎来有力复苏。内外经济增长的分化将带来金融市场表现的差异化提升，国内股市、债市与股权市场预计将重新迎来资金净流入。

我们预测2023年底汇率将落在6.5-6.7之间。虽然年初人民币出现了快速走升的情况，但从一致预期向现实落地时的变数也并不小。“三重压力”中除预期大概率好转外，另外两重压力仍然存在，一方面，海外需求的衰退意味着进出口将面临较大压力，掣肘2023年经济增速；另一方面，在全球缺乏全要素生产力提高的背景下，国家之间对于产业的再争夺仍可能持续，并由此引发技术、贸易摩擦，带来供给冲击，也为汇率带来更多变数。

全球大宗商品有望迎来反转

为了更直观地理解美元走弱对商品价格的影响，我们梳理了历史上四次美元周期与CRB现货指数在美元周期内的表现：

1980-1987年美元周期：彼时美国正处于大通胀末期，沃尔克和里根分别通过强劲的货币紧缩政策以及“供给侧经济学”使美国脱离滞胀困境并实现了经济的强劲复苏，驱动美元进入升值周期，可以说美联储的大幅加息是推动本轮美元上涨的核心支柱。然而，“强美元”限制美国进出口贸易，美国常年面临着巨大的贸易逆差，导致美国经济增速受到影响。80年代中期，美国开始推行“弱美元”政策，1985年广场协议签订后，美元进入本轮下行周期。

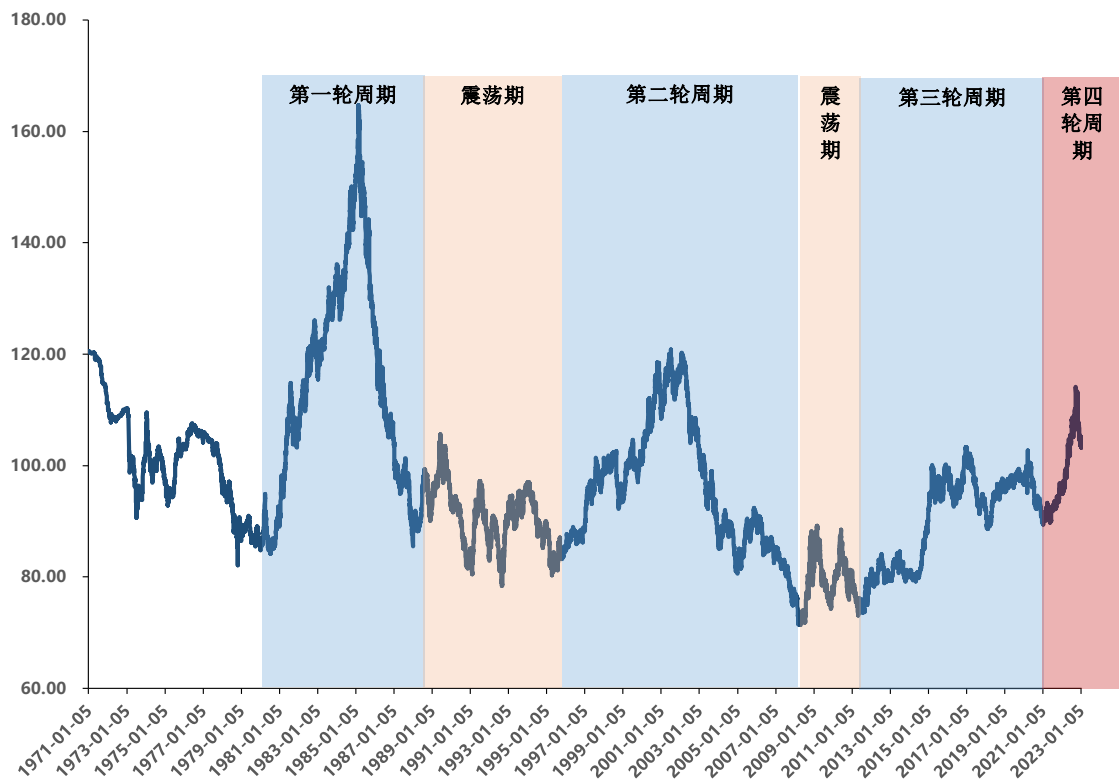
1995-2008年美元周期：这一时期财政部长鲁宾推行“强美元”政策、克林顿政府扭转巨额财政赤字、美国实体经济高增长以及全球资本大幅流入美国共同推动美元走升。但随后“911”事件爆发叠加科网泡沫破灭中断美元升值趋势，伊拉克战争进一步加大了美国国防支出。布什政府增加国防开支和减税政策再次造成财政赤字，同时美国贸易赤字仍在逐年增加，“双赤字”使得市场对美元信心减弱，推动美元进入贬值周期。

2011-2020年美元周期：自欧债危机爆发以来，市场信心直线陡降，欧元出现暴跌，推动美元指数上涨。这一时期美国实体经济增长好于欧洲，货币政策也更早回归常态化，因此驱动美元进入升值周期。

随着欧债危机影响减弱，欧洲经济增速逐步反超美国，叠加欧洲央行接连释放鹰派信号，使得欧元出现了一定程度的升值。此外，这一时期市场对美国政府同样持有悲观预期，主要是因为特朗普政府在推进移民、基建、税改及医疗改革等政策方面均遭遇了不同程度的阻碍，限制美元上行。在多种因素的共同作用下，美元指数开始下跌。

2021年5月-至今：本轮美元走强主要源自美联储强势鹰派的持续加息以及欧洲经济衰退导致欧元暴跌。俄乌冲突爆发后，欧洲面临较大的能源危机，叠加全球供应冲击使得美国通胀压力高企，在劝说OPEC增产无效后，目前美国已逐月加大原油产量，同样支撑着美元指数。当前受欧洲央行大力加息、美联储加息预期减弱、美国经济下行等因素影响，美元指数已经出现一定程度的下降。但在美联储完全转向之前，很难判断未来美元指数是否会大幅走弱。一个可能的情形是美元指数未来会由此前的快速下行转变为震荡盘整。

历史上美元周期梳理



资料来源: Wind、中信建投期货

CRB 指数与美元周期



资料来源: Wind、中信建投期货

从历史趋势来看, 大宗商品价格(以 CRB 现货指数为代表)与美元指数之间主要呈现负相关关系。一方面, 国际大宗商品以美元计价, 二者之间故有联系。另一方面, 当美元处于上升周期时, 往往伴随着全球信用收缩, 进而引起全球需求收缩, 从而利空大宗商品价格, 当美元处于回落周期时则相反。

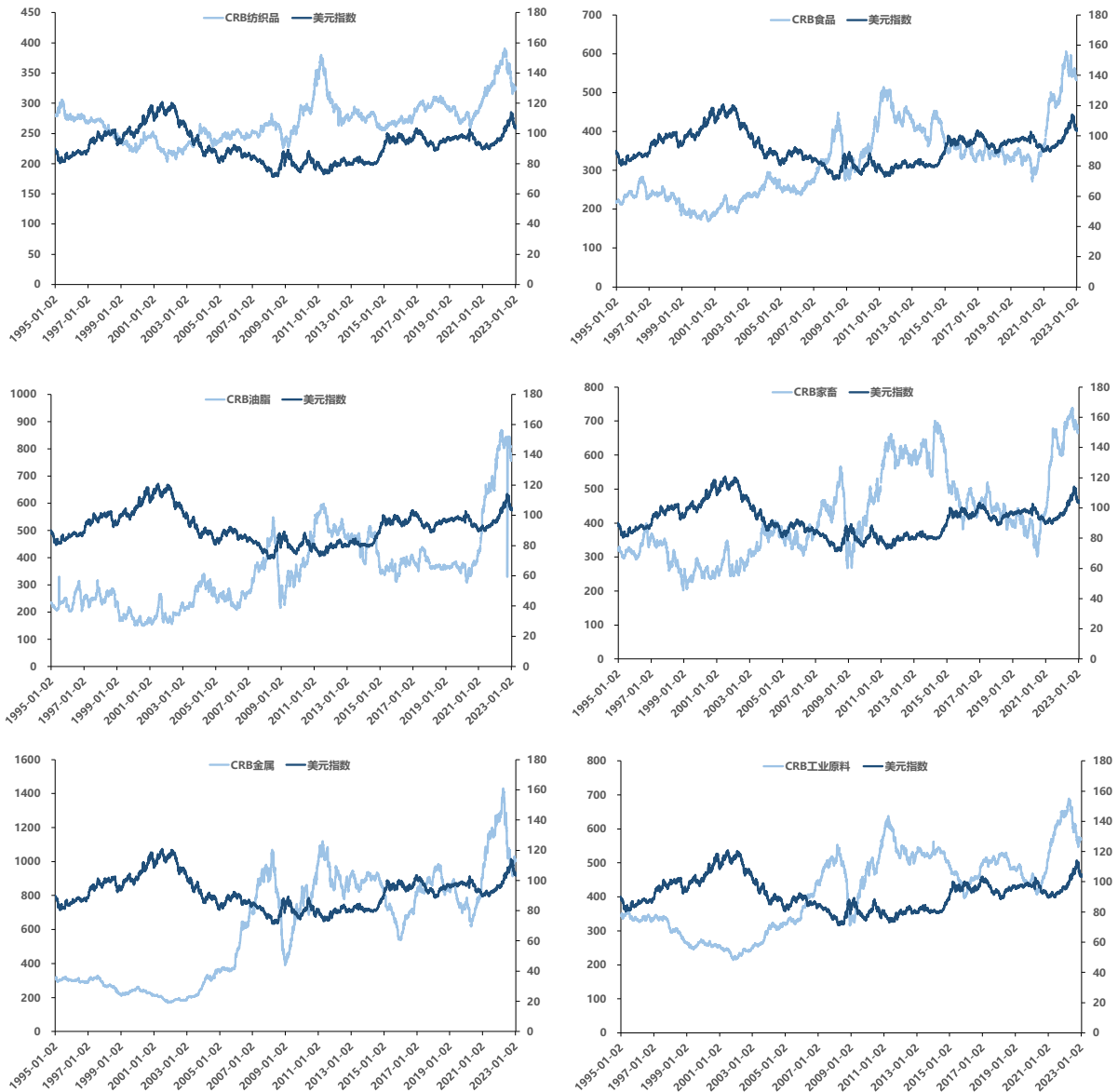
我们选取 2001 年 11 月 19 日至 2008 年 5 月 27 日作为参考区间, 此阶段正好是第二轮美元周期下行期, 这一时期美元指数下降 38.07%, CRB 综合指数上涨了 117.49%, 不同商品板块则表现出不同程度的上涨: 食品 100.10%; 油脂 171.50%; 家畜 103.72%; 金属 414.91%; 工业原料 130.41%; 纺织品 18.91%。从绝对值来看, 金属板块在美元下行期间涨幅最为突出, 油脂与工业原料板块紧随其后, 而纺织品则相对缺乏敏感性。各板块均与美元指数呈现显著的负相关关系, 除金属外均达到 0.8 以上。

不同商品板块 (CRB 指数) 在美元周期内的涨跌幅以及与美元指数的相关性 (2001.11.19-2008.5.27)

板块	美元	综合	食品	油脂	家畜	金属	工业原料	纺织品
涨跌幅	-37.80%	116.98%	99.34%	164.21%	101.85%	415.47%	130.10%	18.22%
相关系数	1.00	(0.86)	(0.82)	(0.81)	(0.87)	(0.77)	(0.84)	(0.87)

资料来源: Wind、中信建投期货

不同商品板块在美元周期中的表现

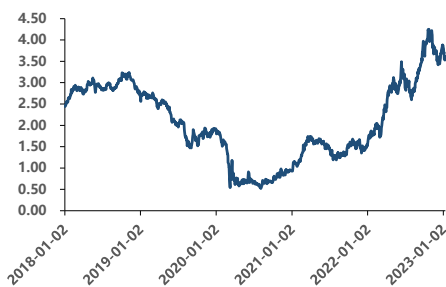


资料来源: Wind、中信建投期货

自 2022 年 11 月以来,美元指数持续下行,受制于欧洲央行加息、美联储加息预期减弱以及美国经济衰退担忧的影响,美元正处于本轮周期下行阶段。若以历史为鉴,则本轮大宗商品有望迎来新一轮反弹,其中金属板块可能最具配置性,尤其是贵金属,其本身具备良好的避险功能,其价格与通胀率、美元指

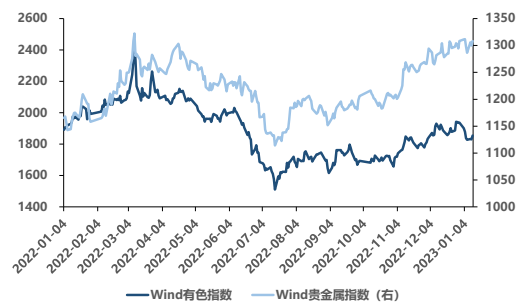
数乃至 GDP 水平的变动都有着紧密的联动。我们曾在报告《【建投专题】衰退交易退场和滞涨定价》中提出过以下的展望，现在来看仍然具备一定的合理性：1、美联储加息斜率的趋缓预期成为市场流动性预期的关键转折，风险资产压力阶段性释放。2、向上弹性较大的品种仍旧以铜，镍等低库存而需求预期边际好转的品种为主，市场也将更加倾向对于利多的消息进行定价。3、通胀下行的拐点确认也预示着长端实际利率的顶部将现，美国国债的拐点或临近，而一旦美国经济急转直下，贵金属和美债都有望再现大级别行情。

美债 10 年期收益率 (%)



资料来源: Wind、中信建投期货

贵金属与有色走势贴近

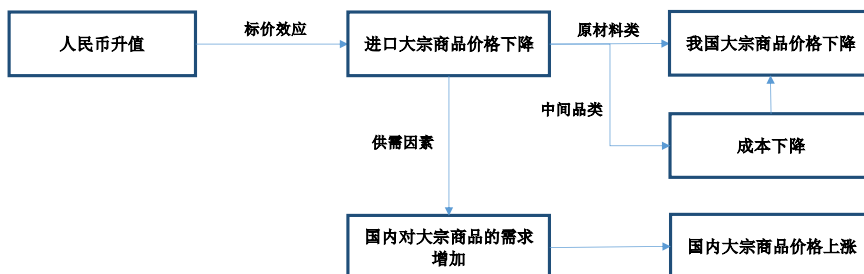


资料来源: Wind、中信建投期货

人民币走升带来内盘商品估值压力

我国主要进口的大宗商品包括石油、焦煤、铁矿石、农产品等，从“标价效应”来看，由于这些商品在国际上以美元计价，因此当人民币升值时对相关商品的价格具有一定的利空影响，而对出口为主的商品如钢铁来讲，人民币升值会使得以美元计价的商品出口价格提升，不利于商品出口，但对这类商品有一定程度的利多影响。

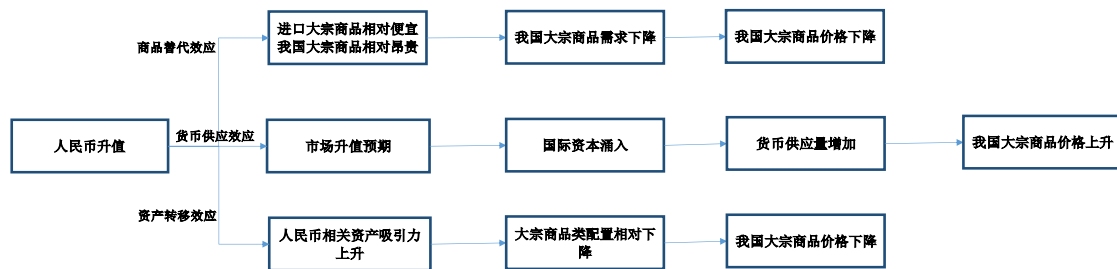
人民币汇率变动对国内大宗商品价格的直接传导



资料来源: 中信建投期货

除直接传导外，下图还列举了几个可能间接传导的路径。**其一是商品的替代效应。**对于我国大宗商品而言，部分大宗商品我国也有生产，并且有些还出口国外，因而也会受到商品替代效应的作用。短期看来，一方面，人民币升值会使作为替代品的外国产品相对便宜，另一方面也使我国出口的这类商品价格相对昂贵，这两个因素都将导致对国内大宗商品需求下降（注意与“国内对大宗商品的需求增加”相区分），从而价格下降。**其二是货币效应。**如本轮人民币的升值可能会引起市场对人民币未来持续升值的预期，吸引全球资本流入国内，间接增加货币供应量，引起我国大宗商品价格上升。**最后是资产转移效应。**我国作为世界第二大经济体，人民币的升值提振市场对我国经济复苏的良好预期，这将使其他同样具备盈利性的资本市场产品配置增加，大宗商品配置可能相对减少，此时对国内大宗商品需求下降，从而价格降低。

人民币汇率变动对国内大宗商品价格的间接传导



资料来源：中信建投期货

我们在前文中提到，即使人民币近期出现快速走升的情况，但最终稳定点的确定仍然存在些许变数，因此不应对人民币走升的事实做太多外延的判断，仅凭本国币值上升这一题材并不能形成对未来大类资产价格走势的良好预测，例如我国部分进口依赖度高的商品，在本轮美元下行周期中，一方面由于“标价效应”对以美元计价的商品价格有利多影响，另一方面这一利多因素又被人民币的升值压制商品估值而对冲，因此从定性角度很难仅凭人民币走升单因素去判断商品价格走势，需谨防出现因果谬误，而更深层的原因则在于币值上升背后的逻辑——国外经济基本面较差，国内经济复苏——才是影响全球资金流动进而驱动大类资产价格走势的底层因子所在。

参考文献

- [1] 陈六博，刘厚俊，2007，《人民币汇率的价格传递效应——基于 VAR 模型的实证分析》，《金融研究》第 4 期。
- [2] 杨海珍等，2021，《美元周期与国际短期资本流动及其极端波动的关系：跨国数据分析及启示》，《国际金融研究》第 5 期。

联系我们

中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心27楼、30楼

电话：023-86769605

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路490号，世纪大道1589号8楼10-11单元

电话：021-58301589

济南分公司

地址：济南市历下区泺源大街150号中信广场A座六层611、613室

电话：0531-85180636

湖南分公司

地址：长沙市岳麓区观沙岭街道茶子山东路112号滨江金融中心C座2127、2128室

电话：0731-82681681

大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2901号房间

电话：0411-84806336

河南分公司

地址：郑州市未来路69号未来大厦2205、2211、1910房，未来公寓1306、1506、1806房

电话：0371-65612397

河北分公司

地址：廊坊市广阳区吉祥小区20-11号门市一至三层、20-1-12号门市第三层

电话：0316-2326908

深圳分公司

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦111

电话：0755-33378759

杭州分公司

地址：浙江省杭州市江干区钱江国际时代广场3幢702室

电话：0571-87380613

宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街180号国际金融中心F座1809室

电话：0574-89071681

西安分公司

地址：陕西省西安市高新区科技路38号林凯国际大厦十九层1905、1906、1907室

电话：029-85725585

重庆渝北分公司

地址：重庆市渝北区龙山街道新南路439号中国华融现代广场3幢19-1/2号

电话：023-67380500

上海浦东分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦东南路528号2202室

电话：021-68597013

四川分公司

地址：成都市武侯区科华北路62号力宝大厦南楼1801、1802、1803室

电话：028-62818710

重庆分公司

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街名义层11-A4-A6

电话：023-61361140

海南分公司

地址：海南省海口市龙华区滨海大道77号中环国际广场10层1002号

电话：0898-68538536

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街6号首创大厦207室

电话：010-85282866

南昌营业部

地址：江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道998号绿地中央广场A1#办公楼-3404室

电话：0791-82082702

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路410号第16层自编1605C、1605B、1606房

电话：020-28325286

漳州营业部

地址：福建省漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场A2地块9幢1203号

电话：0596-6161601

安徽分公司

地址：安徽省合肥市包河区马鞍山路130号万达广场C区6幢1903、1904、1905室

电话：0551-2889767

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路2899甲号1幢1601室

电话：021-64040178

湖北分公司

地址：武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼栋/单元36层3601号02-03室

电话：027-59909521

南京营业部

地址：南京市黄埔路2号黄埔大厦11层D1、D2座

电话：025-86951881

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街6号9层912

电话：010-82129971

太原营业部

地址：山西省太原市小店区长治路103号阳光国际商务中心A座902室

电话：0351-8366898

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西100号富力盈泰大厦B座1406

电话：020-22922102

北京国贸营业部

地址：北京市朝阳区光华路8号17幢一层A113房间

电话：010-85951101

福州营业部

地址：福建省福州市台江区宁化街道振武路70号（原江滨西

大道北侧）福晟·钱隆广场18层01商务办公

电话：0591-83625596

方顿物产（重庆）有限公司

地址：重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心2603室

电话：023-86769662

重要声明

本报告观点和信息仅供符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定可参与期货交易的投资者参考。中信建投不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则投资者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请投资者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的

判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告中资料意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布的内容并非投资决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容投资者的任何投资建议，投资者应充分了解各类投资风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出投资决策并自行承担投资风险。投资者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com