

## 美元弱周期 看好新兴市场

板块  宏观

美元周期划分：



前海期货有限公司

投资咨询业务资格

投资研究中心

期货分析师：张若溪

电话：021-68770091

邮箱：zhangruoxi@qhfc.net

从业资格号：F3056946

期货分析师：黄笑凡

电话：021-68770092

邮箱：huangxiaofan@qhfc.net

从业资格号：F3037570

投资咨询号：Z0013258

期货分析师：许向东

电话：021-68770057-8071

邮箱：xuxiangdong@qhfc.net

从业资格号：F3063109

### 报告摘要

- 在布雷顿森林体系后，美元经历了 2 轮完整的升值贬值周期。
- 在不同的美元周期内，权益表现有明显分化。一般在美元升值周期，发达经济体权益跑赢新兴市场。反之则新兴市场跑赢发达经济体。看好越南和中国 A 股在本轮美元弱势周期下的中长期表现。
- 伴随美元周期更替，在美元转为强势周期时，新兴市场容易出现金融危机。

- 美元周期划分
- 美元周期内权益表现
- 新兴市场在三轮美元周期中的经历的危机

## 一、美元周期划分

美元指数和权益表现显著相关，我们可以通过分析美元周期预测权益表现。整体规律为，美国权益市场在美元上升周期有超额收益，而新兴市场在美元下降周期有超额收益。在布雷顿森林体系解体后，美元出现过几轮明显的升值和贬值周期。从 1978 年以来，美元经历了三个完整的上升周期和两个完整的下降周期，我们目前正在经历第三轮美元下降周期。

### 1 美元周期划分

1971 年 12 月，尼克森颁布法令，宣布美国美联储拒绝向国外中央银行出售黄金，至此美元与黄金挂钩的体制名存实亡；1973 年 2 月美元进一步贬值，世界各主要货币受投机客打击被迫实行浮动汇率制，至此布雷顿森林体系完全崩溃。全球主要货币进入全面自由浮动的时代，亦称为“后布雷顿森林时代”。

图 1 布雷顿森林体系解体后美元经历了两轮完整周期



数据来源：Wind，前海期货

在布雷顿森林体系解体后，美元出现过几轮明显的升值和贬值周期。我们将美元指数按照高低点，划分成上升和下降周期。从 1978 年以来，美元经历了三个完整的上升周期和两个完整的下降周期。我们目前正在经历第三波美元下降周期。

**表 1 美元周期划分**

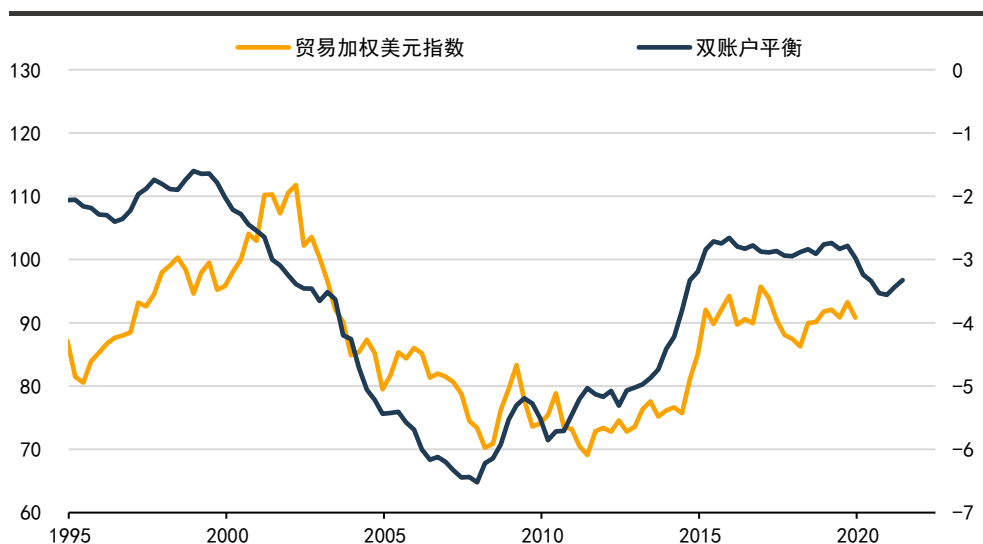
	上升周期			下降周期		
	开始时间	结束时间	幅度	开始时间	结束时间	幅度
<b>第一轮</b>	1978/10/31	1985/2/28	2,312.00	1985/2/28	1992/8/31	2,741.00
美元指数	83.07	160.41	93%	160.41	78.88	-51%
经常和财政账户平衡	-3.27	-7.85	-140%	-7.85	-5.32	32%
<b>第二轮</b>	1992/8/31	2002/1/31	3,440.00	2002/1/31	2009/11/30	2,860.00
美元指数	78.88	120.24	52%	120.24	74.81	-38%
经常和财政账户平衡	-5.32	-5.58	-5%	-5.58	-12.37	-122%
<b>第三轮</b>	2009/11/30	2016/12/31	2,588.00	2016/12/31		
美元指数	74.81	102.38	37%	102.38		
经常和财政账户平衡	-12.37	-5.44	56%	-5.44		

数据来源：Wind，前海期货

## 2 美元指数强弱与美国双赤字率相关

双赤字指的是美国经常账户赤字和财政账户赤字，具体来说，就是这两个账户上支出大于收入。

经常账户主要由进出口货物和贸易以及跨国公司及个人国际转移支付构成，其中进出口货物和贸易占绝大多数。美国经常账户赤字，反映了商品和服务贸易平衡和美国居民之间的国际收入流变动。财政赤字是政府支出和政府收入之间的差额。

**图 2 贸易加权的美元指数在 2003 年后，滞后双账户平衡 2 年左右**


数据来源：Wind，前海期货

经过统计分析，我们发现美元指数的强弱是由美国的经常账户平衡和财政账户平衡共同决定的。尤其是广场协议后，双账户平衡占 GDP 的比例对美元指数的解释力度较强，显著超过单账户的解释力度。需要注意的是，在第一个上升周期和下降周期中，经常账户和财政账户和美元指数的关系表现为负相关。这种关系在 1992 年以后越来越变成正相关。

采用贸易加权的美元指数在 2005 年后，滞后双账户平衡 2 年左右。这意味着，我们可以从当期的双账户平衡推算下期的美元指数。

在三个完整美元上升周期和两个完整美元下降周期中，我们对周期时长，美元指数的平均变化和经常账户以及财政账户的平均变化情况做了统计。通常在美元上升周期，双账户赤字略增加或者减少，在美元下降周期，双账户赤字一般大幅增加。每个上升周期平均持续 2780 天，其中美元指数平均上升 48.76，双账户平衡平均增加 0.7%；每个下降周期平均持续 2800 天，其中美元指数平均下降 63.48，双账户平衡平均减少 2.13%。

据统计从美国经济分析局统计，在 2019 年经常账户赤字相当于同年美国 GDP 的 2.33%，低于 2018 年的 2.39%。预计经常账户赤字率在 2020 年变化不会太大。

美国 2019 年财政赤字为 GDP 的 4.64%，高于 2018 年的 3.83%。2020 年，由于 Covid-19 袭来，美国政府封锁了大部分经济活动，美国会以大量支出作为回应，以缓解经济压力。这些措施大幅增加了赤字。美国国会预算办公室在 4 月预计，2020 财年的赤字至少将达到 3.7 万亿美元，占预计 GDP 的 17.9%。IMF 甚至更加悲观，认为财政赤字率将达到 23.8%，这几乎是史无前例的。

表 2 美元周期基本信息统计

	上升周期	下降周期
平均时长 (天)	2,780.00	2,800.50
美元指数平均变化	48.76	-63.48
经常和财政账户平衡平均变化 (%)	0.70	-2.13

数据来源：Wind，前海期货

如果以经常账户赤字率 2.33%和财政赤字率 23.8%推算，2020 年双账户赤字率将达到 26.13%，这将对美元产生巨大压力。

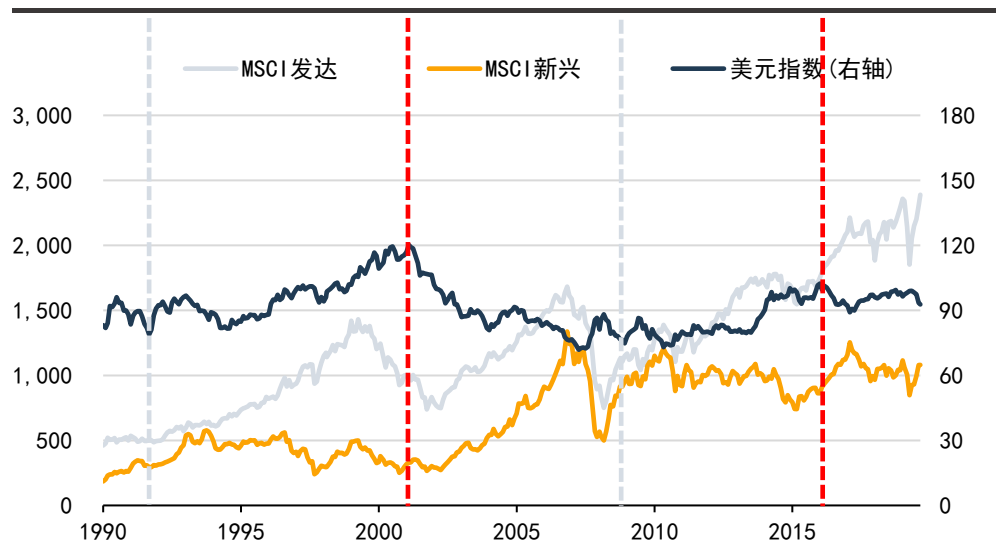
## 二、权益表现

### 1 美元周期和权益表现强相关

每一次美元下行周期都伴随着巨额美元流出，这推高了商品价格，使得新兴市场可以大幅增加固定投资，进而促进工业产能在国际间转移。由于同时催生了新型市场的设备周期和库存周期，在美元下行周期内，新兴市场一般相对于发达市场有显著的超额收益。

在美元上升周期，美元回流美国，流动性降低，商品价格下跌。新兴市场进入漫长的产能出清，在美元上行周期内，发达经济一般相对于新兴市场有超额收益。

图3 第二轮美元周期和发达、新兴市场表现强相关



数据来源：Wind，前海期货

从上图中，很明显的，在美元上升期内，MSCI 发达指数跑赢了 MSCI 新兴指数。在美元下降期内，两者基本是同涨同跌。

### 2 美元下降周期新兴市场内部也有强弱关系

每一次美元的下降周期都伴随工业产能在国际间的代际转移。1970年-1980年，产能从美国和欧洲转向日本。1985年-1995年，亚洲四小龙接棒日本。2000年后，随着中国加入WTO，我国承接了巨量的制造业产能。2016年后，以越南为首的东南亚诸国开始承接我国溢出的劳动力密集型产能，比较典型的是纺织产业。

**图 4 第二波美元下降周期新兴市场内部显著分化**

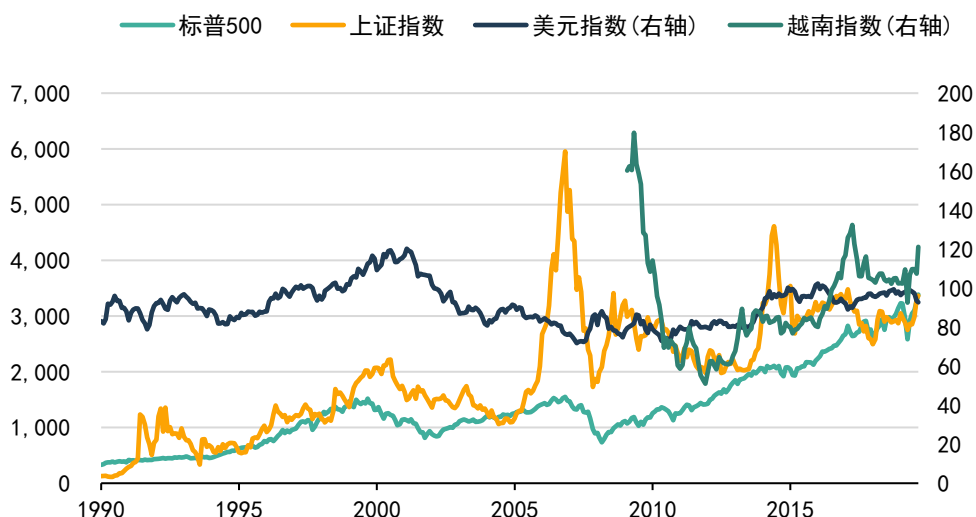

数据来源：Wind，前海期货

在 1992-2002 年的美元上升周期中，日本明显跑输其他新兴市场。接下来的 2002-2009 年，中国 A 股显著跑赢。我们认为，当期转移地的国家权益一般都会有超额收益。在随后的一个或者多个美元下降周期内，之前的产能接收国权益表现明显较差。我们认为原因是，该国在承接产能的同时，面临产能过剩，金融杠杆过高等问题，需要时间消化。

### 3 目前正在经历布雷顿森林体系解体后美元第三轮下降周期

虽然疫情以来中国权益市场回报已经在全球范围内名列前茅，我们认为在未来的 3 到 5 年内，新兴市场将显著跑赢发达市场，越南股市可能受益最明显，A 股可能开启慢牛。

作为本次最主要的产能承接国，越南权益可能更高。事实上，**越南可能重演 2002-2009 年由于 FDI 大量增加，热钱在中国资本市场上泛滥的历史。**由于中国的溢出效应相对于越南的体量较大，本轮美元弱势周期内，越南权益市场的收益可能远超预期。

**图5 第三轮美元下降周期，新兴市场将跑赢发达市场**


数据来源：Wind，前海期货

#### 4 总结

**表3 主要权益指数在不同美元周期的表现**

	上升周期			下降周期		
	开始时间	结束时间	幅度	开始时间	结束时间	幅度
<b>第二轮</b>	1992/8/31	2002/1/31	3,440.00	2002/1/31	2009/11/30	2,860.00
美元指数	78.88	120.24	0.52	120.24	74.81	-0.38
MSCI 发达	495.65	1,003.52	102%	1,003.52	1,106.17	10%
MSCI 新兴	305.52	294.43	-4%	294.43	914.05	210%
标普500	415.35	1,059.78	155%	1,059.78	1,020.62	-4%
日经指数	17,390.71	9,774.68	-44%	9,774.68	10,356.83	6%
恒生指数	4,938.30	11,090.48	125%	11,090.48	18,378.73	66%
上证指数	364.66	1,920.32	427%	1,920.32	2,632.93	37%
<b>第三轮</b>	2009/11/30	2016/12/30	2,587.00	2016/12/30	2020/8/20	1,329.00
美元指数	74.81	102.38	37%	102.38	93.03	-9%
MSCI 发达	1,106.17	1,712.09	55%	1,712.09	2,304.98	35%
MSCI 新兴	914.05	905.09	-1%	905.09	995.10	10%
标普500	1,020.62	2,168.27	112%	2,168.27	3,044.31	40%
日经指数	10,356.83	16,887.40	63%	16,887.40	20,193.69	20%
恒生指数	18,378.73	21,891.37	19%	21,891.37	23,603.48	8%
上证指数	2,632.93	2,929.61	11%	2,929.61	2,880.30	-2%

数据来源：Wind，前海期货

从过往的经验来看，MSCI 和美元指数的周期性表现吻合度极高。从双赤字情况来看，美元即将步入快速下行周期。买入新兴市场权益将是最好的交易之一。

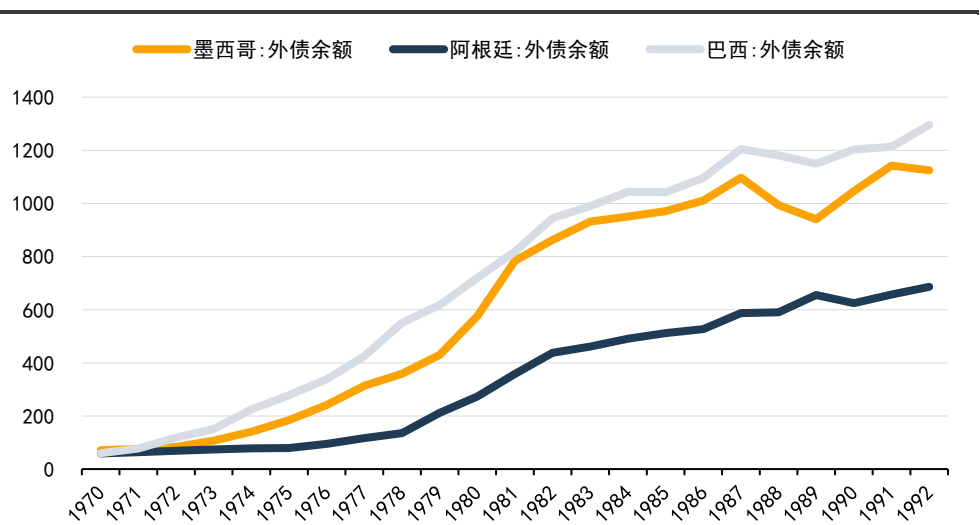
### 三、具体事件

#### 1 拉美债务危机（第一轮美元周期）

20 世纪 60 年代，随着日本、西欧等国经济的快速复兴，外贸出口蓬勃发展，贸易顺差越来越大，持有美元数量也快速飙升。反观美国，深陷于越战导致的赤字节节高升，贸易逆差持续扩大，美元外流严重，同时国内通胀开始抬头。中东战争的爆发带来严重的滞胀和高企的失业率，为了优先保证经济与就业，美国国内加大了宽松货币的力度，联邦基金目标利率维持在历史低位，大量的美元被创造出来并流向全球发展中国家，资本的大量流入为以墨西哥为代表的拉丁美洲各发展中国家债务扩张提供了充足的流动性。

国际资本大量流入以及国内较低的储蓄率使得拉美经济体大幅举借外债，以满足实现过高经济增长目标所需的资金需求。据统计，拉美主要经济体的外债总额占国民总收入的比重在十年间抬升 20-40 个百分点，墨西哥、阿根廷等国外债余额占 GDP 比重超过 50%。

图 6 危机前拉美国家外债规模持续扩大（亿美元）



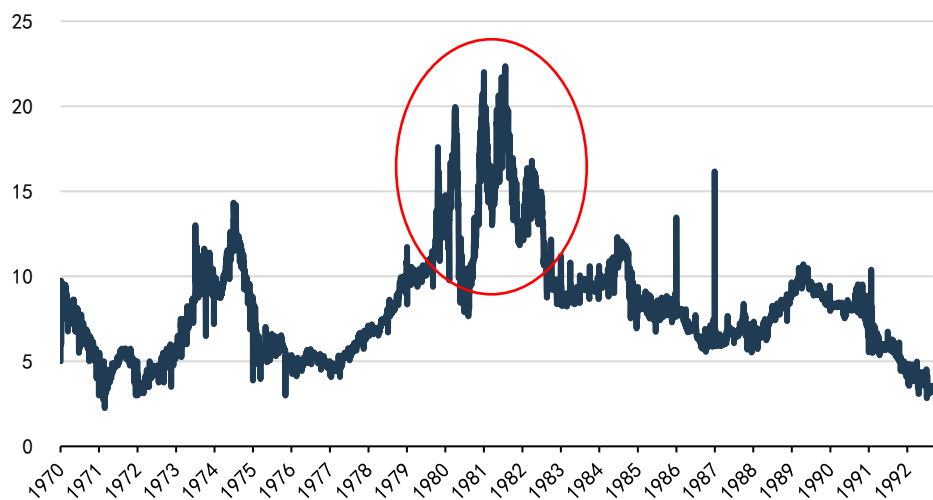
数据来源：Wind，前海期货

20 世纪 80 年代初，美联储为应对滞胀困境、吸引国际资本回流，自 1980 年 9 月起连续加息，联邦基金利率从 1980 年初的 15% 提高到 1980 年末的 22%。



由于拉美国家举借的外债多为浮动利率，国际借贷成本骤升，债务负担加剧。同时，美国利率水平提高，导致美元指数攀升，大宗商品价格大跌，主要依靠初级产品出口的拉美国家贸易条件恶化，还债能力被严重削弱。此外，70年代末欧美各国加强贸易保护主义，采取提高关税、设置进口限额等各种非关税壁垒的手段，向发展中国家转嫁危机，造成拉美国家巨大的贸易逆差，沉重打击了以出口贸易为主要外汇收入来源的拉美国家。

**图 7 80 年代初联邦基金利率快速提升 (%)**



数据来源：Wind，前海期货

多重压力下，拉美国家偿债能力大幅下滑，国际资金加速流出，加剧拉美地区资金短缺局面。国际收支状况日益恶化，资本外流加剧，拉美国家货币被迫贬值。从 1982 年开始，资本大量流出拉美地区，墨西哥、阿根廷等国先后用光了外汇储备，无力继续偿还债务。

1982 年 8 月，墨西哥宣布无限期关闭全部汇兑市场，暂停偿付外债，拉开危机序幕。随后，巴西、委内瑞拉、阿根廷等国也相继发生还债困难，债务危机全面爆发，多达 26 个新兴经济体国家出现主权债务违约。受危机影响，拉美国家经济受到重创，失业率和通胀攀升，货币普遍贬值。

## 2 东南亚金融风暴（第二轮美元周期）

20 世纪 80 年代末至 90 年代初，受波斯湾战争、第三次石油危机、日本经济泡沫破裂、苏联解体等影响，美国经济表现低迷，美元指数走弱。与此同时，东南亚国家赶上了发达国家进行大规模产业结构调整、向外转移传统制造业的

机会，从而实现了经济的快速增长。对于东南亚国家而言，出口和投资是经济增长最主要的两大动力。同时，账户逆差也是这些国家面临的一大问题，由于汇率问题，外债远超外汇储备。这些地区债务期限严重错配，大量中短期外债进入房地产投资领域。泰国等国家房地产投机盛行，资产泡沫不断膨胀，在汇率政策方面，泰国等国在扩大金融自由化、取消资本管制的同时，仍然维持固定汇率制，给国际投机资本提供了条件。

进入上世纪 90 年代中期，美国经济开始强劲复苏，格林斯潘领导下的美联储对货币政策进行了一系列新的调整，将调控实际利率作为主要政策手段，有效的抑制了通货膨胀，经济保持稳定的增长，美元步入第二轮强势周期。1994 年初美联储开始加息，资本回流美国，美元指数自 1995 年中开始持续上升。在固定汇率下，东南亚国家货币被迫随美元升值，导致 1995 年起东南亚国家出口显著下滑，经常账户加速恶化。经济放缓引发投资者担忧，1996 年年中已有外资撤离现象。1997 年泰铢、菲律宾比索、印尼盾、马来西亚令吉、韩元等先后成为国际投机资本的攻击对象。由于资本大量流出，这些国家被迫放弃固定汇率制，货币大幅贬值，随后股市受到重创，房地产泡沫破裂，银行呆坏账剧增，金融机构和企业大规模破产。1998 年 8 月俄罗斯中央银行宣布推迟偿还外债及暂停国债券交易，俄罗斯债务危机爆发，随后金融危机逐步升级成经济、政治危机。危机之后，大多数东南亚经济体陷入衰退，复苏后经济增长放缓。

**图 8 1997 年后亚洲股市大跌**



数据来源：Wind，前海期货

### 3 新兴市场金融波动（第三轮美元周期）

2008 年金融危机爆发后，全球经济持续低迷，美联储、欧央行、日央行等发达经济体央行，以及韩国、印度等新兴经济体央行，长期实施货币宽松政策。其中，欧、日央行还一直在实施非常规的量化宽松政策，主动向市场注入了大量的流动性。异常宽松的流动性环境下，全球利率中枢持续回落，美国企业部门、欧元区政府部门杠杆率均已升至历史高位。新兴市场方面，外债规模激增的同时，结构不断恶化，短期外债占比大幅抬升。

图 9 土耳其里拉对美元折算率走势



数据来源: wind 资讯, 前海期货

图 10 阿根廷比索对美元折算率走势



数据来源: wind 资讯, 前海期货

随着美国逐步退出量化宽松 (QE), 美元指数在 2014-2016 年快速上行, 新兴市场承压。伴随欧洲经济复苏以及全球货币正常化预期升温, 2017 年美元指数掉头下行, 国际离岸美元荒得以暂时缓解。然而 2018 年 3 月以来, 贸易保护主义迅速抬头、地缘政治冲突加剧以及欧洲经济意外放缓等一些系列因素促使美元指数再次快速上行。美元走强给新兴市场国家带来巨大的压力, 俄罗斯卢布、阿根廷比索、土耳其里拉、菲律宾比索等货币相继大幅贬值, 引发资本大量流出和金融市场震荡, 产生新兴市场金融危机。

2018 年开始, 受美元走强影响, 阿根廷比索贬值压力陡然加大, 比索对美元的比价累计跌幅达到 15% 以上。2018 年 5 月 15 日, 土耳其里拉对美元汇率出现暴跌, 2018 年 8 月 10 日, 土耳其里拉在特朗普宣布进一步加征关税后暴跌, 创历史新低, 标志着土耳其里拉危机爆发。受土耳其里拉大贬影响, 恐慌情绪迅速传导至新兴经济体甚至欧元区, 阿根廷比索、南非兰特、墨西哥比索、俄

罗斯卢比等货币纷纷下跌。资本加速外流，货币贬值，资产价格下跌，内外部融资成本增加促使新兴市场国家风险进一步暴露。经济体内部金融脆弱性较高、产业结构不合理、货币超发等内部因素是导致新兴国家在强美元周期下出现货币危机的主要原因。

## 免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，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之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。