

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 黄斯佳
杨妍 李美婷

美元周期的回顾及展望

——一个基于供需的分析框架

阅读摘要

梳理发现，过去三轮美元周期的三个显著特点：第一，周期峰值水平逐轮下降；第二，“熊短牛长”的非对称性结构；第三，周期拐点均由重要事件开启/驱动。从供需角度看，供给面，贸易逆差是美国输出美元主要渠道、与美元指数走势负相关，多数情况下美联储宽松拖累美元指数走势。需求面，交易计价需求，美元指数走势与全球贸易总额及美元支付市场份额均高度正相关；投资配置需求，地缘、政策、市场不确定性与美元指数走势正相关，2008年以来相关性增强，长周期内美元指数与美国经济相对优势高度正相关；价值储备需求，美元指数与美元占全球外汇储备的比重呈正相关。

2025年上半年美元指数持续走弱，累计下跌 10.8%，创下了 1973 年以来的最差同期表现；三季度以来美元指数阶段性企稳回升，7 月底、11 月初两度时点性冲高至 100 关口，截至 11 月中旬，年内跌幅收窄至 8% 左右。往后看，短期内美元指数预计呈“上有顶、下有底”的区间波动走势，中枢位于 98 的较高水平附近，关注政府停摆结束后公布的关键经济数据；根据 7-10 年下行期、2-3 年急跌期的历史规律，此轮美元指数下行周期的“急跌期”或已过去、但走势波动仍大，周期低点大概率较前上移、周期长度仍有较大不确定性，关注全球 AI 创新竞争、地缘博弈动态。

美元指数与大类资产走势关系的一般规律：(1)美债利率，美元指数下行周期内与美债利率走势相关性较为明确；但避险或利差需求驱动下，美元指数上行周期内与长端美债利率走势常常背离。(2)美股：美元指数与美股整体呈现“上行期正相关、下行期负相关”态势，弱美元对科技股更友好。(3)非美元货币：与美元周期呈耦合的对称关系，欧元、英镑、瑞郎负相关性更突出。(4)大宗商品：总体负相关，但油价同时受宏观经济周期影响，美元指数上行期油价可能走高。

正文

一、美元周期历史回顾及一般规律

（一）四轮美元周期的历史回顾：周期进程、事件引擎、波动区间

美元指数¹自 1973 年推出，用于衡量美元对一篮子主要货币的汇率变化程度。从历史走势来看，在基本面、政策面和资金面等多因素驱动下，美元指数呈现明显的长周期波动特征，通常每个完整周期持续 15-20 年（平均为 17.2 年）。目前美元指数经历了三轮大的涨跌周期：第一轮（1971-1985 年）、第二轮（1985-2001 年）、第三轮（2001-2022 年）。当前或正处于第四轮周期的下行阶段（见图表 1）。

1. 第一轮周期（1971-1978-1985，82.1-164.7）：“布雷顿森林体系崩溃+两次石油危机”重挫美元跌超 30%，“沃尔克紧缩+里根供给侧改革”提振美元涨超 80%、美元指数创下历史峰值 164.72。

下行期（1971-1978.10，-31.9%）：美元信用受损、经济滞胀重挫美元。1971 年 8 月美国宣布美元贬值和美元停兑黄金，布雷顿森林货币体系崩溃，引发了美元信用危机，叠加两次石油危机冲击，美国经济陷入超过十年的长期滞胀，重挫美元，美元指数于 1978 年 10 月触及周期低点 82.1，期间最大跌幅为 31.9%。

¹ 美元指数是通过计算美元与 6 种主要国际货币的汇率加权平均值来衡量美元强弱的指标，各货币的权重根据国际贸易和金融市场的历史地位确定，分别是欧元（57.6%）、日元（13.6%）、英镑（11.9%）、加元（9.1%）、瑞士克朗（4.2%）、瑞士法郎（3.6%）。

上行期（1978.11—1985.2, +80.6%）：宽财政、紧货币政策推高实际利率，国际资本大量回流美国，美元指数快速攀升并创下历史最高峰值。为应对高达14.6%的恶性通胀，1979年美联储主席沃克尔采取强硬的货币紧缩政策，将联邦基金利率一度推高至20%的历史峰值，随后1981年里根政府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，随着减税效应显现，通胀受控，就业市场明显改善、消费和投资信心恢复，美国经济于1983年走出衰退并开启持续强劲增长，相较其他发达经济体优势明显扩大²。“宽财政+紧货币”的政策组合快速推高了美国的实际利率，吸引了大量资本回流美国，期间美元快速走强、涨幅超80.6%、创下历史最高峰值164.7。

2. 第二轮周期（1985—1995—2001, 78.3—120.9）：“双赤字+广场协议”推动美元指数走低，“互联网新经济+亚洲金融危机后降息”提振美元指数走高、创下历史次高点。

下行期（1985.3—1992.9, -48.9%），“双赤字”问题凸显，《广场协议》签订加速美元指数下跌。1984年美联储开启降息周期、利差优势开始缩小，且美国经济增速相对其它经济体放缓，叠加巨额“双赤字”削弱了美元信用基础，美元触顶回落，1985年9月，为应对巨额贸易逆差，美国与日、德等国签订《广场协议》，主动推动美元对主要货币贬值，加速了美元下跌，1992年9月触及周期低点78.3。

² 其中，1984年美国经济增速一度达到7.20%，同年全球、日本、英国GDP增速分别为4.87%、4.46%、2.30%。

上行期（1992.10-2001.6；+45.5%），高利率、高增长带动美元指数走升至历史次高点120.9。在克林顿政府新经济政策的推动下，以互联网为核心的高科技产业迅速崛起，为美国经济注入了新动力，90年代美国经济经历了“黄金十年”的繁荣期，亚洲金融危机后美联储降息进一步刺激了投资和创新，推动经济延续扩张，1997-2000年GDP同比增速连续超过4%，财政状况也不断改善、1998-2001年连续四年实现财政盈余，美国GDP占全球的比重持续提升（2001年相较1995年升约7个百分点），1999年年中美联储再度开启加息进程，多重利好因素提振下美元指数走升至历史次高点120.9。

3. **第三轮周期**（2001-2008-2022，71.3-114.8）：“互联网泡沫破裂+9.11恐怖袭击+欧元冲击”等拖累美元指数走低，“次贷危机后美国经济率先复苏+新冠疫情冲击凸显美元避险属性”带动美元指数走升。

下行期（2001.8-2008.3，-38.7%），多重内外部冲击加大美国经济下行压力，以及由此衍生的货币宽松叠加欧元对美元形成的结构性挑战，拖累美元指数跌至历史低位71.3。互联网泡沫破裂、9·11恐怖袭击等加快了经济下行速度，2001年美国经济陷入衰退，为提振经济，2001-2003年美联储连续13次降息、共550BP，削弱了美元资产吸引力；同期小布什总统推行减税政策，并大幅增加军费开支，2002年开始美国财政由盈转亏，叠加贸易逆差持续扩大，“双赤字”

问题再度恶化削弱了美元信用基础，危机开始时美元指数仍高位徘徊，随后便快速下行，直至 2004-2006 年美联储为抑制通胀开启加息周期，美元跌势阶段性缓和。2007 年，次贷危机爆发，美联储紧急降息直至零利率，并启动首轮量化宽松，与英欧央行初期仍维持高利率形成分化，资本加速流出，叠加欧元的诞生和发展对美元构成结构性挑战³，多重冲击下美元于 2008 年 4 月跌至历史低位 71.31。

上行期（2008.4-2022.9，+52.8%），次贷危机后美国经济率先复苏，新冠疫情期间美元避险属性凸显，美元指数波折上行、先后走出两个阶段高点。2012 年后美国经济率先复苏，欧日延续低迷，2012-2019 年间美国 GDP 增速整体保持在 2% 以上，同期美联储率先开启货币政策正常化，于 2014 年 10 月退出量化宽松进程、2015 年末启动加息，欧日仍维持宽松，美元指数波动走高并于 2017 年初触及本轮周期次高点 103.82，之后在 90-100 区间震荡；2020 年 3 月新冠疫情爆发，美联储再降息至零利率并开启无限量化宽松，避险情绪推动下，美元指数短暂升破 100 关口后回落；2021 年货币政策转向预期升温，下半年美联储开启 Taper，并于 2022 年 3 月开始加息，与非美经济体利差持续扩大，叠加疫后美国消费韧性带动经济偏强复苏，美元指数快速走升、于 2022 年 9 月走升至周期高点 114.79。

³ 欧元在全球外汇储备中占比从 2001 年 19.2% 升至 2008 年的 26.2%，同期美元在全球外汇储备中的占比从 71.5% 降至 63.8%。

4. 第四轮周期（2022年11月至今）：“对等关税+《大而美法案》政策”冲击美元信心，美元指数中枢走低、节奏偏缓。

下行期，2022年下半年后美国通胀见顶回落，2022年11月美联储释放加息放缓的信号，美元指数趋势性回落，但由于美国经济韧性较强，实际降息节奏偏缓，美元在100-110区间高位波动。2025年初美国新政府开始推进“特朗普2.0政策”落地，“对等关税”举措引发增长放缓担忧、《大而美法案》增加债务可持续性压力、美联储“独立性”隐忧，叠加拖累市场对美元的信心，数据显示美国经济景气边际回落、美联储重启降息，美元指数开始明显转弱，2025年5月后美元指数跌破100、在96-100区间内呈“W型”波动。

图表1：美元指数走势（1971年至今）



（二）历史上三轮美元周期具有三大特点

通过历史回顾，我们发现美元周期具有：①峰值水平逐

轮下降；②结构具有非对称性；以及③拐点均由重要事件驱动等三大重要特征。具体而言：

第一，周期峰值水平逐轮下降。随着欧洲、新兴经济体等崛起，美国经济总量全球占比趋弱；以及财政赤字和贸易逆差长期扩大化趋势逐渐削弱了美元信用基础，美元周期峰值水平逐轮下降，第一轮周期峰值高达 164.7 (1985 年)，第二轮峰值降至 120.9(2001 年)，第三轮峰值为 114.2(2022 年)。

第二，“熊短牛长”的非对称性结构。美元作为“国际货币”，同时存在双重正反馈机制⁴的放大效应，以及美元作为国际货币所具备的“特权机制”⁵和自我强化的“网格效应”⁶，使得美元周期具有“熊短牛长”的非对称性。这种非对称性表现为：(1) 美元周期持续时间逐轮增加，第一轮、第二轮、第三轮的持续时长分别为 14.1 年、16.9 年、20.7 年；(2) 上行期持续时间逐轮拉长，“急涨缓跌”特征较为明显。前三轮周期上升期逐渐延长(从 6.3 年拉长至 11.5 年)，而下行期相对稳定在 7-10 年左右(平均为 9 年)。此外，美元上升过程往往较为“剧烈”，而贬值过程则相对“温和”，第一轮、第三轮周期上升期涨幅高于下行期跌幅。

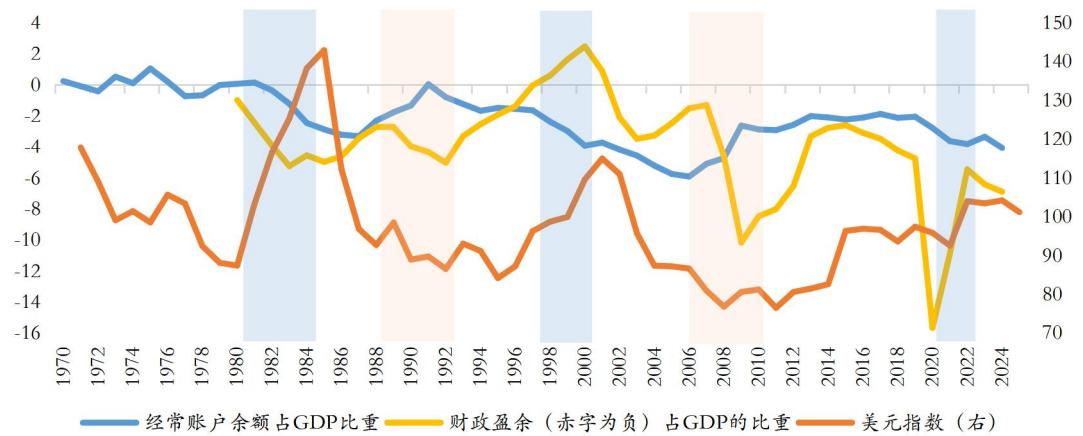
⁴ 从实体经济的正反馈循环来看，美元走强会推高企业的美元融资成本，抑制其它经济体的制造业和贸易活动；而美国经济活动中服务业占比较高，因此美元升值对美国经济增长的影响相对较小，从而可能延长升值阶段；从金融市场的正反馈循环来看，美元作为最主要的国际货币，存在“美元升值→美联储大多处于加息周期、美元与非美货币利差加大→资金回流美国→美元进一步升值”的自我强化循环

⁵ 美元特权表现为美国可以用本币负债，投资海外风险资产。如果美元贬值，负债不会上升，但海外资产会扩张。

⁶ 网格效应是指使用的人越多、流动性越大，则个人使用该货币承担的风险就越小，从而吸引更多人使用。这种网格效应产生了路径依赖和锁定效应，即使美元资产吸引力暂时下降，各国央行和机构在短期内也难以找到同等体量和深度的替代品。

第三，周期拐点均由重要事件开启/驱动。其中，(1)政策转向是“直接推手”，货币政策（1979年沃克尔开始大幅加息、2022年鲍威尔激进紧缩），财政政策（1981年里根政府供给侧改革、1993年克林顿政府新经济政策），汇率政策（1985年《广场协议》），贸易政策（2025年特朗普对等关税）的显著变化，是驱动周期最直接的力量。(2)风险/危机事件是“波动放大器”，全球性危机或非预期风险事件往往会影响周期的走势，并可能在一定程度上影响美元周期轨迹。1970年代两次石油危机、2008年金融危机均放大了周期波动，危机爆发初期拖累美元指数下挫至周期低点，并延长了美元低位徘徊的时间，2001年互联网危机和911恐怖袭击事件的冲击则加快美元指数转向趋势下行。(3)财政问题或产业升级等趋势变化是加快周期转向的“基础性因素”，一方面，“双赤字”问题边际恶化是推动美元指数进入下行周期拐点的重要因素之一，在美元第二轮、第三轮上行阶段末期，财政赤字率趋势转升，同时伴随着经常账户逆差占GDP的比重进一步扩大（见图表2）。另一方面，结构性变化奠定了美元周期转向的基础，比如，新产业趋势的出现（1995年美国互联网产业开始兴起）或全球经济政治格局的重大演变（21世纪初新兴经济体崛起、2002年欧元开始流通、2022年全球央行加大购金力度）从基本面上影响美元相对吸引力，亦是推动美元进入周期拐点的因素之一。

图表 2：美国“双赤字”占 GDP 的比重与美元指数走势



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 3：各轮美元周期特征总结

	影响因素	阶段	时长 (年)	周期低 /高点	期间涨 跌幅	突出影响
第一轮	布雷顿森林体系解体，两次石油危机冲击，美国经济陷入超十年的长期滞胀	下行期 (1971-1978.10)	7.8	82.07	-31.9%	美元信用受损，各国开始寻求资产多元化配置
	美联储大幅加息应对通胀；里根政府供给侧改革激发经济活力；两伊战争	上行期 (1978.1-1985.2)	6.3	164.72	+80.6%	新兴市场资本外逃，拉美债务危机爆发
第二轮	1985年9月《广场协议》签订，美国主动引导美元贬值	下行期 (1985.3-1992.9)	7.5	78.33	-48.9%	日本泡沫经济破裂
	克林顿政府推行新经济政策，互联网革命为美国经济注入新活力	上行期 (1992.10-2001.6)	8.6	120.9	+45.5%	国际资本回流美国，助推科技股泡沫；间接引发亚洲金融危机
第三轮	互联网泡沫破裂、“911事件”；2008年全球金融危机，美联储降息至零利率并启动量化宽松	下行期 (2001.8-2008.3)	6.6	71.31	-38.7%	全球大宗商品市场牛市；新兴市场快速发展
	2014年后美联储率先开启货币政策正常化；2020年新冠疫情避险需求推升美元；2022年激进加息，叠加疫后美国消费动能充足，复苏预期强劲	上行期 (2008.4-2022.9)	14.4	114.16	+52.8%	非美货币承压；部分新兴市场资本外流压力增大
第四轮	“特朗普 2.0 政策”引发美元资产信用重估；美联储货币政策转向宽松	下行期 (2022.11 至今)	3.0	96.22	-10.6%	非美资产配置意愿提升；黄金、加密货币成为多元化避险选择

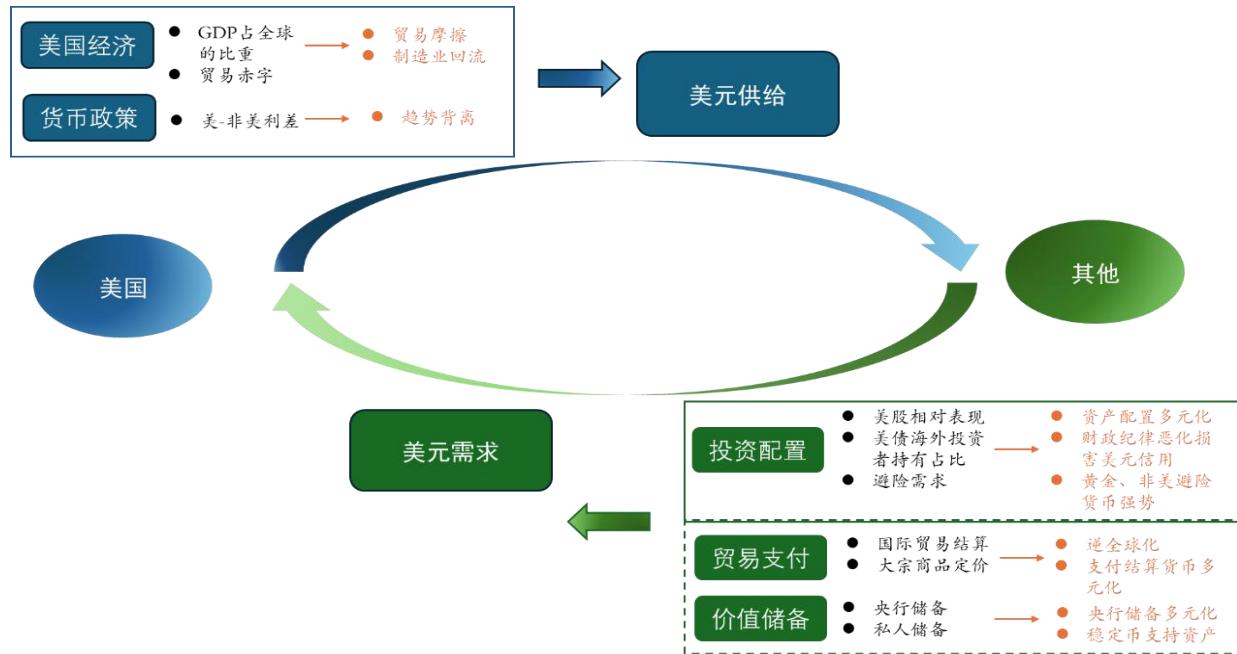
数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

二、美元指数影响因素分解及其新动向——一个基于美元供需循环的框架

我们从国际收支理论出发，以外汇供需角度构建美元指数分析框架，探索搭建美元汇率分析体系。国际收支理论认为，汇率主要取决于一国的国际收支状况。美元作为国际货

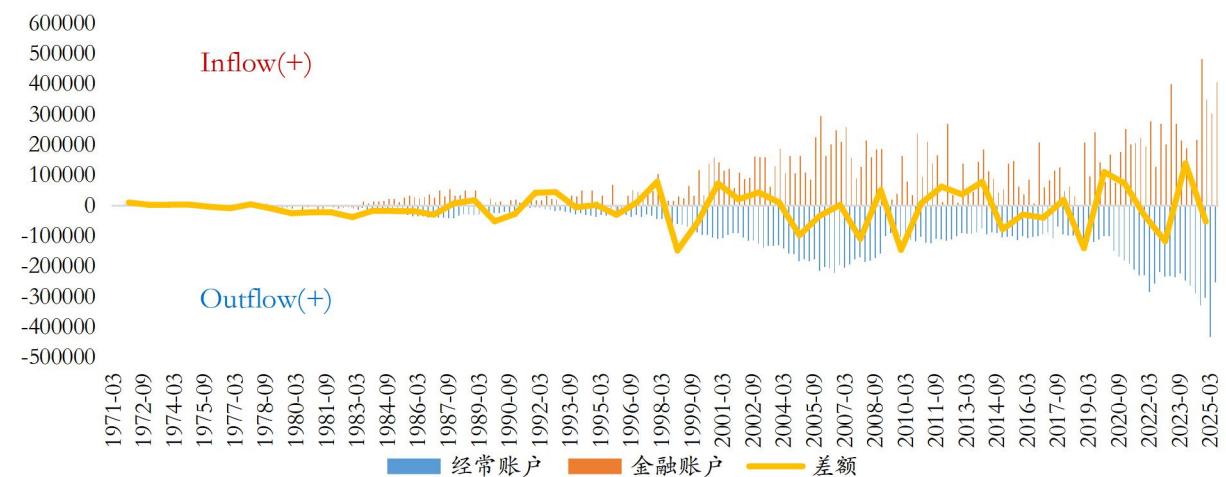
币, 当美国居民对外支付时(进口商品和服务、对外投资等), 即向外供给美元, 反之反是(见图表 4-5)。

图表 4: 美元供需分析框架



数据来源: 中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 5: 美元资金通过经常账户净流出(-)、金融账户净流入(+)形成循环



数据来源: 美国经济分析局(BEA), WIND, 中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

1. 美元供给：美联储是美元供给的源头，其货币政策取向从根本决定美元走势；贸易逆差是美元输出的主要渠道，收入及相对物价经由贸易活动进而影响美元汇率。

(1) 从政策面看，美联储作为全球美元供给的源头，其货币政策取向决定美元流动性松紧，进而影响美元汇率走势。从利率来看，美元指数与联邦基金目标利率呈高度正相关（1982年至今数据相关系数+0.55, 2008年至今数据相关系数+0.59），多数情况下，基准利率上行周期对应美元走强，且基准利率先于美元指数触顶，但也有逆势情况，如1994.1-1995.3、2004.6-2004.12、2016.12-2018.3、2022.10-2023.8（见图表6）。

图表6：美元指数走势与美国基准利率呈高度正相关



数据来源：WIND, 中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：阴影部分为美元指数和基准利率走势背离的情况

(2) 从基本面看，美国对外贸易逆差是净输出美元的主要渠道，经常账户与美元指数呈显著负相关关系（2008年-2025年Q2，相关系数为-0.54）。进一步分析，美国作为

消费主导型经济体，收入水平增加，进口增长加快，贸易收支恶化拖累美元走弱，贸易逆差与美元指数变动呈负相关，且后者领先约半年时间（见图表 7）。单从价格方面看，根据绝对购买力平价理论，价格水平相对更高则降低本国出口竞争力，由此导致贸易收支恶化和本币贬值，美国 CPI 同比 / 欧元区 HCPI 同比与欧元兑美元汇率呈正相关关系，即美国相对通胀水平更高，则美元兑欧元趋于贬值（见图表 8）。

图表 7：美国贸易逆差与美元指数涨跌呈负相关



数据来源：WIND，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 8：美欧通胀之比与欧元兑美元汇率呈正相关



数据来源: WIND, 中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

2. 美元需求: 基于货币的基本功能理论, 我们将美元需求分解为交易计价需求、投资配置需求及价值储备需求等。

(1) 交易计价需求。应用范围看, 体现为美元是国际贸易和大宗商品的主要记账和交易货币, 根据 SWIFT 发布的数据, 截至 2025 年 8 月, 美元国际支付的市场份额为 46.94%, 较 2025 年 1 月 (50.17%) 的历史最高水平有所回落。从特定领域看, 在贸易融资中, 美元市场份额达到 81.4%; 在大宗商品计价方面, 罗杰斯国际商品指数 (RICI) 覆盖的 38 种商品期货合约中, 仅有 4 种商品不是由美元计价、权重占比仅 5%。时间序列看, 美元指数走势与全球商品和服务贸易总额 (相关系数 +0.65) 及美元支付市场份额变动 (相关系数 +0.68) 呈现高度正相关关系 (见图表 9-10)。

图表 9: 美元指数走势与全球贸易总额呈正相关



数据来源: WIND, 中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 10: 美元指数走势与美元支付市场份额呈正相关



数据来源: WIND, 中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

(2) 投资配置需求。根据美元微笑理论, 一方面, 美国经济表现优于其他经济体, 美元资产具有更高预期收益率吸引资金回流美国, 从而对美元指数形成支撑; 另一方面, 美元有避险货币属性, 在地缘、政策、金融市场不确定性增加时, 资金从其他风险资产撤出并转向美元, 支撑美元走强。

从套利角度看, 根本上, 美国经济的相对强弱是影响资产预期收益率的核心, 因而美元指数与美国经济总量的全球占比呈高度正相关关系 (相关系数达到+0.72), 1972年以来, 美国GDP在世界的占比逐渐下降, 也部分解释了美元指数中枢的回落 (见图表15)。体现为, 美元指数走势与美国资产表现的相对优越性明显正相关。美元指数与美-非美利差呈高度相关, 美元指数与2Y、10Y美-非美利差相关系数分别为+0.79、+0.73; 美元指数与MSCI美国指数/MSCI新兴市场指数、MSCI美国指数/MSCI欧洲指数的相关系数分别为

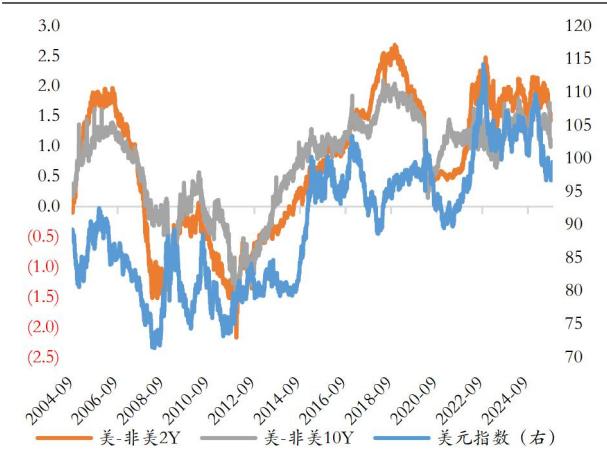
+0.80、+0.31, 2008年后, 相关性进一步提升, 相关系数升至+0.85、+0.79(见图表11-13)。

图表11: 美元指数与美国经济重要性



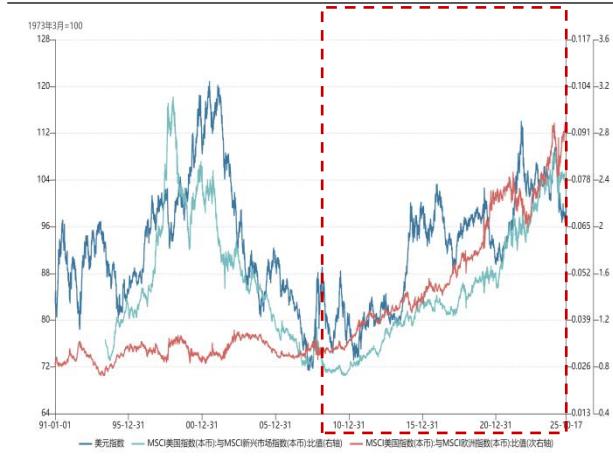
数据来源: WIND, 中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表12: 美元指数走势与美-非美利差呈高度正相关



数据来源: WIND, 中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表13: 美元指数走势与MSCI美国/MSCI新兴市场、MSCI美国/MSCI欧洲正相关



数据来源: WIND, 中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

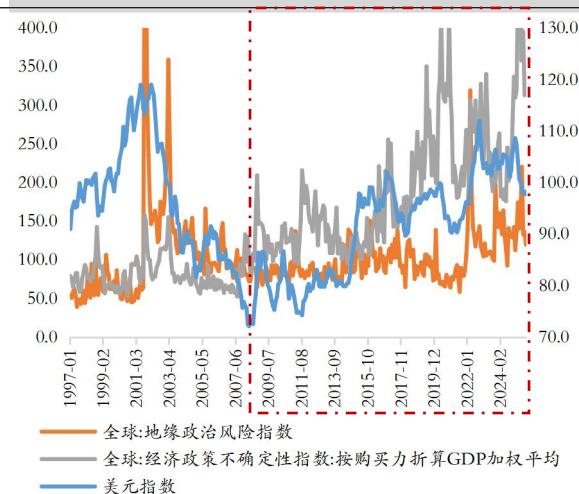
从避险角度看, 美元指数与全球地缘政治风险指数、全球经济政策不确定性指数均显示正相关性, 与金融市场风险指数也有强相关性。

专栏 美元和黄金谁更有避险属性？

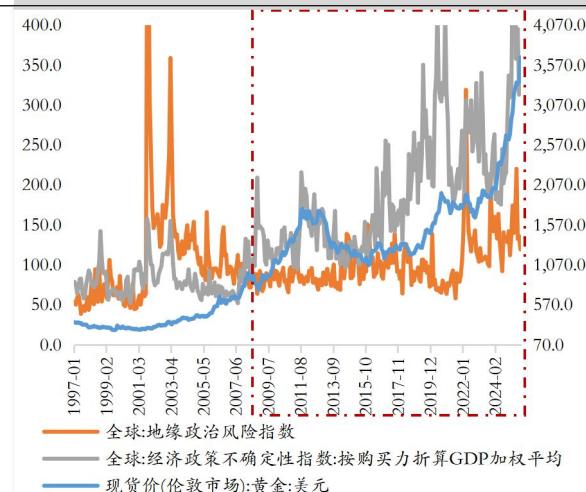
美元指数与全球地缘政治风险指数、全球经济政策不确定性指数均显示正相关性(时间区间为1997年至今,相关系数:+0.17、+0.20),体现美元的避险属性;同期,黄金与全球地缘政治风险指数的相关性略弱(+0.07),但与全球经济政策不确定性指数的相关性明显更高(+0.81)。2008年以来,美元指数与全球地缘政治风险指数、全球经济政策不确定性指数的相关性有所增强(+0.48、+0.61),黄金相对地缘政治风险的避险属性明显增强(相关系数增至+0.45)、但相对经济政策不确定性的相关性降至+0.70(见图表14-15)。

然而,对于金融市场风险指数,美元的避险属性较黄金更明显。美元指数与股市波动率VIX指数呈正相关(时间区间为1990年至今,相关系数:+0.12),但与债市波动率MOVE指数相关性不明显,黄金与这两个波动率指数相关性均不明显;但2020年以来,美元与债市波动率MOVE指数的相关性陡然升至+0.80,可能原因是疫情后美国财政政策重要性增强,对美国经济和金融市场的影响同步反映于债市和汇市(见图表16-17)。

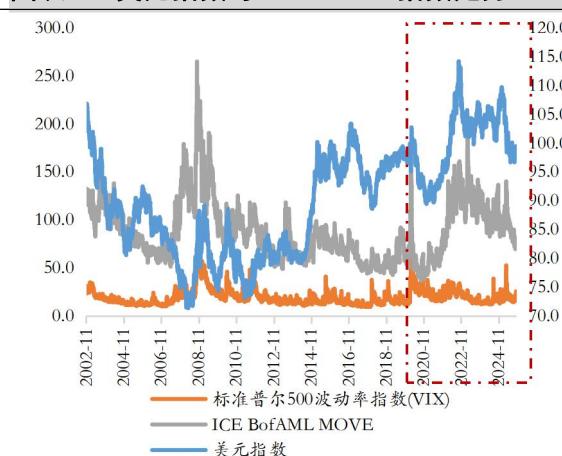
图表 14: 美元指数与地缘政治风险指数、经济政策不确定性指数



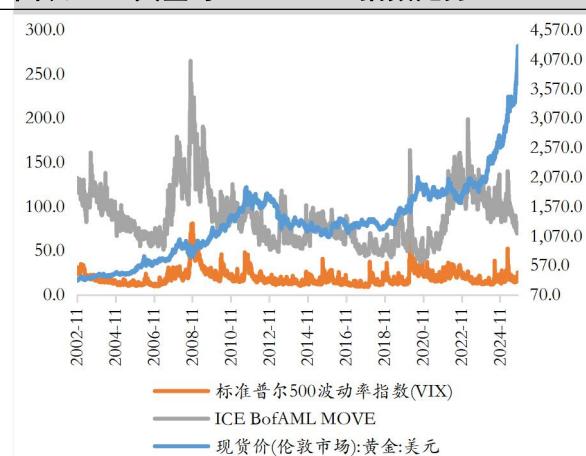
图表 15: 黄金与地缘政治风险指数、经济政策不确定性指数



图表 16: 美元指数与 VIX、MOVE 指数走势



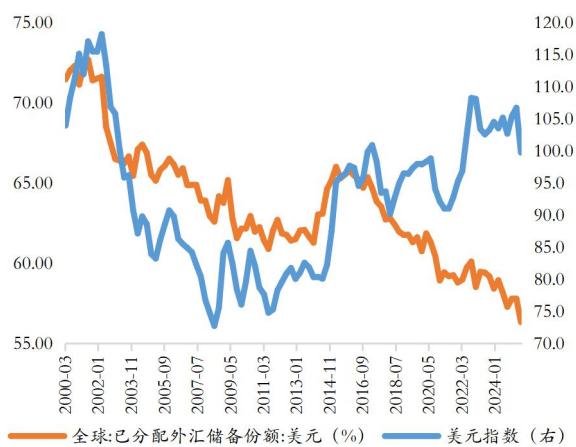
图表 17: 黄金与 VIX、MOVE 指数走势



(3) 价值储备需求。美元指数与美元占全球外汇储备的比重关系减弱，与黄金占央行储备的比重负相关。截至2025年第二季度，美元作为全球外汇储备的占比降至56.33%，是1999年有数据以来的最低水平，美元指数与美元占全球外汇储备的比重正相关(相关系数: +0.28)；但2015年后，

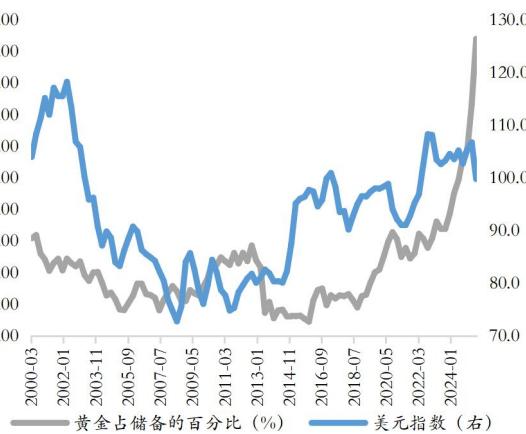
美元占全球外汇储备的比重逐渐回落，但美元指数仍震荡上行，相关系数转负（-0.41），同期黄金占央行储备的比重逐渐提升，尤其2022年后加速上扬，截至2025年第二季度达到26.8%的水平（见图表18-19）。

图表18：美元指数与美元占外汇储备的份额呈正相关，但2015年后分化



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表19：2015年后黄金占储备的比重持续提升



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

综上所述，我们以美元供需的角度解析影响美元指数走势的因素。**供给面**，贸易逆差是美国向外输出美元的主要渠道，美国贸易逆差越大，美元供给越多，拖累美元指数走势；同时，美联储作为全球美元供给的源头，多数情况下，降息等货币宽松政策将释放更多美元流动性，也将拖累美元。**需求面**，美元作为国际货币，具有多重基本货币功能，一是交易计价需求，美元走势与全球贸易总额及美元支付市场份额均呈现高度正相关关系。二是投资配置需求，美元拥有避险属性，地缘、经济政策、金融市场不确定性走升时美元有上行动能，尤其2008年以来，正向相关性进一步增强；此外，

美国经济相较其他经济体更强，美元资产的预期收益率或更高，因而在长周期上，美元指数与美国经济总量全球占比呈高度正相关，美国资产表现更为优越将吸引更多资金配置美元资产，支撑美元指数走升。三是价值储备需求，美元指数与美元占外汇储备的比重呈正相关，但 2015 年后美元占外汇储备占比回落，与美元指数仍震荡上行的走势相背离。

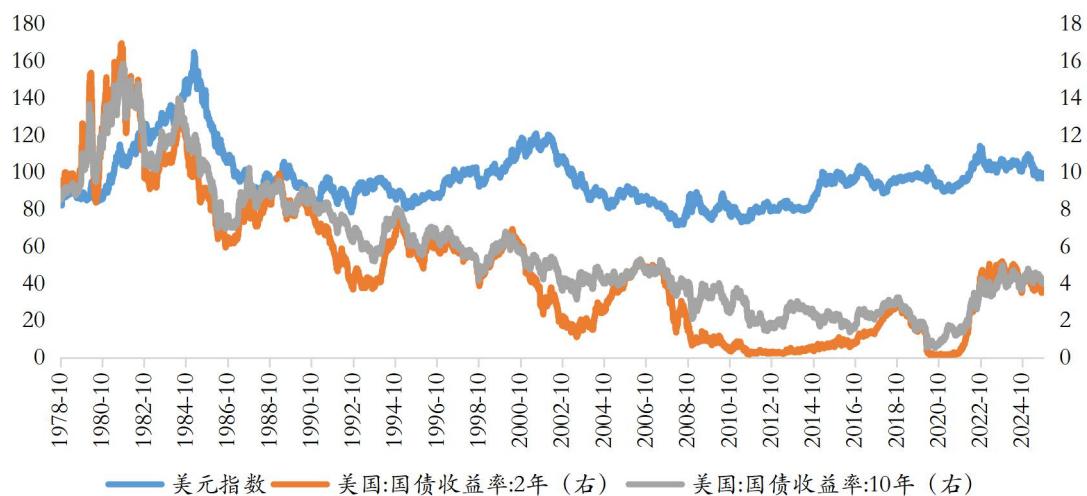
三、美元指数及大类资产走势的相关性规律

（一）美债利率：美元指数下行周期内与美债利率走势相关性较为明确；但避险或利差需求驱动下，美元指数上行周期内与长端美债利率走势常常背离

回顾历史上几个典型的美元指数上行周期，避险需求提升是美元指数和长端美债走势相背的主因，利差驱动下的配置需求也可以推动美元指数走升、美债利率下行。（1）1995-2002 年亚洲金融危机期间，避险需求驱动下美元指数与美债利率长端走势负相关，短端美债利率跟随基准利率下行。具体看，亚洲金融危机后国际资金大规模流入美国，叠加美国科技行业兴起，美国资产吸引力提高，美债成为全球央行外储资产配置的重要对象。买盘压低美债收益率，而美元因避险/储备需求被动升值，导致美元指数与美债利率的背离。（2）2011-2014 年间欧债危机期间，避险需求推动下美元指数与美债长端利率走势负相关，短端美债利率锚定零利率区间保持稳定。欧债危机引发避险资金流向美国推升美元指数，美联储 QE 压低长端期限溢价，短端则锚定零利

率区间保持稳定。（3）2015-2018年美联储加息期间⁷，利差驱动下美元指数与长端美债利率负相关，短端美债利率与美元指数相关性走升。美国经济复苏与美联储加息，利差驱动下美元指数走高，短端美债利率与美元指数相关性上升、但长端利率仍受全球配置与避险需求压制、与美元指数仍负相关。（4）2020年疫情初期，避险需求推动下美元指数走强与美债长端利率下行，短端美债利率跟随美联储降息走低。超大规模量化宽松压低了长端收益率，但美元资产的避险属性与稀缺性凸显。国际资金寻求美元避险，同时激增的美元融资需求共同推高了美元指数，最终导致美元指数走强与利率下行之间的阶段性背离。

图表 20：美元指数和美债利率走势（1978年至今）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

在美元指数下行周期内，美元指数与美债利率的正相关性相对明确，反映了美联储通过降息等宽松货币政策工具主动引导降低融资成本、提振经济，期内美元贬值的主线逻辑

⁷ 2015年12月-2018年12月，累计加息9次，共加息225BP。

是经济基本面偏弱。

(二) 美股：美元指数与美股整体呈现“上行期正相关、下行期负相关”态势，弱美元对科技股更友好

从阶段性相关系数来看，美元指数与美股总体呈现出“上行期相关度偏正、下行期相关度显著转负”的周期特征，但三大指数之间的敏感度存在明显结构差异。**历史上三次美元指数上行期**，道指与标普均保持较高正相关性，反映其代表的传统工业、能源、金融等行业在资金回流美国、企业盈利改善背景下直接受益；而纳指相关系数相对较低，显示科技股在强美元阶段更受科技成长属性及更高估值弹性的影响，汇率直接影响相对较弱。

但在美元指数下行期，这一关系发生结构性反转：纳指相关系数转为显著更负（2002-2011年为-0.70），明显低于道指（-0.53）和标普（-0.49），反映弱美元对具备高海外收入占比的科技板块盈利形成更强支撑。

(三) 非美元货币：与美元周期呈耦合的对称关系，欧元、英镑、瑞郎负相关性更突出

从历史数据来看，美元指数与主要非美货币的相关性呈现出高度稳定的对称式关系：当美元走强时，绝大多数非美货币走弱；而在美元转入下行时期，非美货币普遍随之升值。这种特征在欧元、英镑、瑞郎等发达经济体货币上最为一致。整体来看，货币市场的周期性与美元周期呈现强耦合特征。

（四）大宗商品：总体负相关，但油价同时受宏观经济周期影响、美元指数上行期油价亦可能走高

从阶段性相关系数来看，美元指数与大宗商品价格之间总体呈现典型的“美元走弱—商品走强”格局，但内部结构存在差异。其中，**黄金与美元指数长期保持稳定的负相关，反映避险属性**：当美元实际利率下行、信用走弱时，黄金作为储值资产的吸引力上升。**原油与美元指数的关系更具周期性特征**，多数时期两者呈现负相关，但当全球需求和贸易量扩张时（如 1995–2002），其与美元指数相关性甚至出现正相关（0.53），反映出油价在经济上行期更受基本面驱动。整体而言，**黄金表现出更稳定的反向对冲特征，而原油则同时受宏观经济周期与美元双重驱动**。

图表 21：美元指数对各类资产的相关系数

	阶段	2Y 美债利率	10Y 美债利率	COMEX 黄金	布伦特原油	道指	纳指	标普 500
上行期	1978. 10–1985. 2	0.01	0.33	-0.29	--	0.80	0.80	0.84
	1995. 4–2002. 2	-0.49	-0.55	-0.86	0.53	0.85	0.60	0.79
	2011. 5–2022. 9	0.59	-0.08	-0.13	-0.70	0.64	0.56	0.63
下行期	1985. 3–1995. 3	0.46	0.57	-0.38	-0.49	-0.69	-0.50	-0.67
	2002. 3–2011. 4	0.12	0.37	-0.70	-0.80	-0.53	-0.70	-0.49

	阶段	欧元/美元	英镑/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/港元	美元/人民币	澳元/美元
上行期	1978. 10–1985. 2	-0.98	-0.96	0.62	0.96	0.95	0.94	-0.92
	1995. 4–2002. 2	-0.99	-0.60	0.47	0.97	0.92	-0.67	-0.90
	2011. 5–2022. 9	-0.98	-0.85	0.84	0.70	0.41	0.67	-0.92
下行期	1985. 3–1995. 3	-0.97	-0.75	0.91	0.98	0.35	-0.53	-0.42
	2002. 3–2011. 4	-0.98	-0.47	0.63	0.93	0.25	0.67	-0.89

数据来源：WIND，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

图表 22：美元周期内各类资产表现

	阶段	2Y 美债利率	10Y 美债利率	COMEX 黄金	布伦特原油	道指	纳指	标普 500
上行期	1978. 10-1985. 2	+21bp	+170bp	43. 66%		50. 96%	118. 15%	84. 10%
	1995. 4-2002. 2	-369bp	-226bp	-24. 45%	22. 66%	142. 45%	111. 66%	120. 53%
	2011. 5-2022. 9	+361bp	+52bp	7. 72%	-29. 70%	124. 29%	269. 25%	163. 41%
下行期	1985. 3-1995. 3	-393bp	-466bp	34. 50%	11. 82% (1988 年 6 月)	219. 98%	184. 58%	173. 27%
	2002. 3-2011. 4	-257bp	-166bp	424. 50%	475. 10%	23. 55%	59. 40%	20. 48%

	阶段	欧元/美元	英镑/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/港元	美元/人民币	澳元/美元
上行期	1978. 10-1985. 2	-47. 27%	-34. 77%	33. 02%	61. 75%	64. 08%		-42. 63%
	1995. 4-2002. 2	-34. 75%	-12. 57%	55. 32%	51. 44%	0. 88%	-1. 77%	-29. 48%
	2011. 5-2022. 9	-34. 21%	-33. 29%	78. 15%	13. 95%	1. 08%	9. 18%	-41. 32%
下行期	1985. 3-1995. 3	100. 54%	51. 03%	-66. 64%	-60. 40%	-0. 88%	195. 05%	3. 39%
	2002. 3-2011. 4	71. 30%	17. 63%	-39. 03%	-49. 20%	-0. 43%	-21. 57%	111. 26%

数据来源：WIND，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

四、美元指数及大类资产走势后续展望

（一）短期看：美元指数短期内预计呈“上有顶、下有底”的区间波动走势，中枢位于 98 的较高水平附近

2025 年上半年美元指数持续走弱，累计下跌 10. 8%，创下了 1973 年以来的最差同期表现。相较而言，其他避险货币表现更好，瑞士法郎兑美元升 12. 46%、欧元升 12. 86%；三季度以来，美元指数阶段性企稳回升，7 月底、11 月初两度时点性冲高至 100 关口，截至 11 月 18 日，美元指数年内跌幅收窄至 8. 19%，报 99. 59。

供给侧，关键经济数据显示美国经济仍有阶段韧性，但部分前瞻性指标已呈现疲软迹象。11月3日亚特兰大联储GDPNOW模型最新预测显示，三季度美国实际GDP环比年化增速达3.99%（二季度：+3.80%），7月中旬以来花旗美国经济意外指数重回正值区间，且预期表现较欧元区更强⁸。但10月官方制造业PMI弱于预期和前值，并且已是连续第八个月处于荣枯线下方，11月密歇根大学消费者信心指数创逾三年新低，也是1978年有纪录以来的第二低。**美联储12月大概率延续降息**，截至11月18日，Fed Watch显示，12月美联储降息25BP的概率为51%，但美联储官员内部分歧较大，鹰鸽言论交织扰动市场预期。

需求侧，一方面，中美关税磋商再次释放积极信号，缓释市场避险需求；但另一方面，美政府停摆时长刷新历史记录，关键数据缺失以及进一步引发的美元流动性趋紧⁹等短暂推升市场避险情绪，11月第一周美国日韩等经济体股市出现回调，美元指数一度升至100关口上方；11月10日美国参议院以60:40通过结束停摆的临时拨款法案¹⁰，但此次表决未延长奥巴马医改（ACA）的增强补贴，参议院预计在12月中旬就延长补贴进行投票，若补贴问题未获得解决，政府可

⁸ IMF10月发布的最新世界经济展望报告显示，预计2026年美国和全球GDP增速差将从-1.55%小幅收窄至-0.99%，美国和欧元区GDP增速差将从0.82%小幅扩大至0.96%。

⁹ 美元流动性量、价趋紧，截至11月3日，价的角度，隔夜SOFR为4.13%，已突破了利率走廊上限（IORB）3.9%，SOFR-EFFR、SOFR-IORB纷纷突破正常区间，报0.26%、0.23%；量的角度，准备金占总资产的比重为11.96%（最新至10月22日），突破了12%-13%的阈值下限。

¹⁰ 11月10日，参议院两党已达成协议，为政府提供资金至明年1月30日，并计划在12月对《平价医疗法案》进行投票，这标志着政府停摆即将结束。该协议包括撤销特朗普解雇联邦雇员的决定，并制定条款防止未来再次发生此类事件。此外，协议还将确保食品券项目在2026财年之前获得资金支持。

能在 2026 年 1 月底前再次面临“停摆”风险。

综合来看，短期内美国经济增长表现相对较优、降息预期反复等对美元指数仍有一定支撑，但考虑到风险情绪相对缓和、美联储仍处降息周期内，短期内美元指数呈“上有顶、下有底”的区间波动走势，中枢位于 98 的较高水平附近，关注政府停摆结束后连续发布的就业和通胀数据，或对市场造成一定扰动。

（二）中长期看：美元指数中枢仍处于下行周期，“急跌期”或已经过去，但此轮周期低点和下行周期的长度仍存较大不确定性

如第一部分回顾，美元指数下行周期约为 7-10 年、平均跌幅 38.0%，“急跌期”（即该期间内持续回落基本无反弹趋势）约 2-3 年，平均跌幅 33.4%，约占总跌幅的 9 成；本轮美元周期自 2022 年 9 月（波峰）至今已有 3 年，总跌幅为 11.2%（2022.10-2025.10），按历史经验，未来 3-4 年美元指数中枢料延续趋势性回落，但“急跌期”或已过去。中长期影响美元指数走势的因素包括：

供给侧压力增大：贸易逆差难以收窄，叠加货币财政双宽松政策下美元流动性趋向扩张，“双赤字”背景下政府债务可持续性担忧累积，长期拖累美元信用基础。

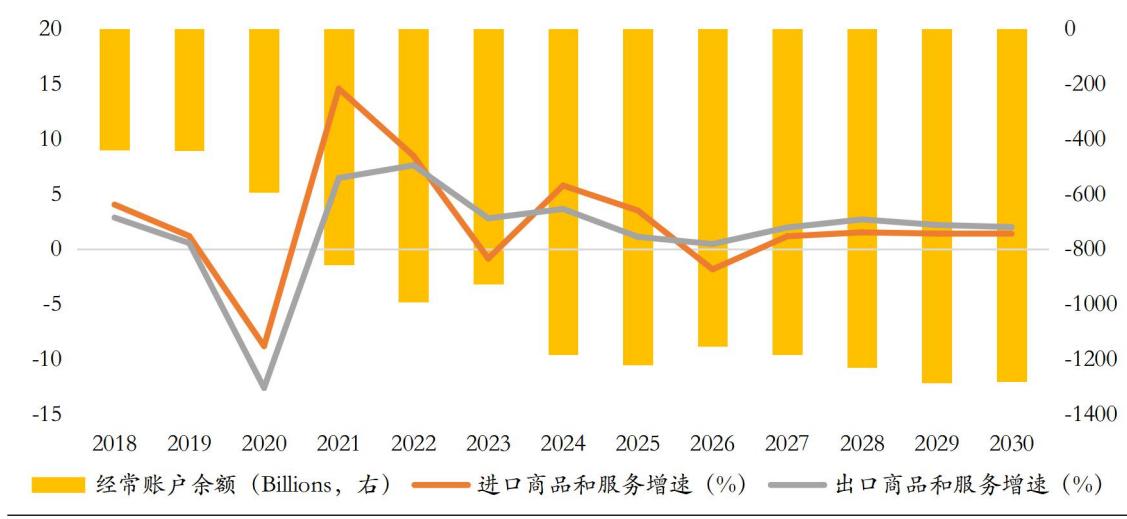
从供给源头看，美联储仍处于降息周期，Fed Watch 显示 2026 年（4 月、7 月）仍有两次、2027 年 4 月仍有一次降息可能，最终联邦基金目标利率或降至 2.75-3.0%；除此之

外，2026 年新一届美联储主席或偏向更为宽松的货币政策¹¹，加上若市场局部出现流动性风险，美联储有采取流动性支持工具甚至开启量化宽松的可能性存在，中长期美元流动性供给料趋势性扩张。

从供给渠道看，关税及非关税措施对美国贸易赤字的改善效果或较为有限。2025 年，“抢进口”效应下美国贸易逆差并未实质性减少，反而进一步扩大，1-7 月商品和服务贸易逆差同比扩大 30.9%；往后看，预计关税对进口成本的推升效应加快显现，阶段性抑制进口进而改善贸易赤字，根据 IMF 10 月发布的预测，2026 年美国进口将减少 1.85%、出口增加 0.46%，经常账户逆差将较 2025 年收窄 5.54%，但 2027 年后，经常账户逆差将重新扩大。缓解贸易赤字的关键在于通过结构性改革（控制财政赤字、促进制造业回流、放开高科技出口管制等）提升美国经济的长期竞争力，同时推动建立更加公平且可持续的全球贸易体系。预计长期美国贸易逆差将在政策带动下呈现结构性调整趋势，但可能因国内消费韧性和进口依赖度高而将维持相对高位（见图表 23）。

¹¹ 2025 年 10 月 30 日，美国财政部长贝森特表示，下一任美联储主席的第二轮面试即将开始，相关人选可能会在圣诞节前确定，候选人名单已缩减至 5 名最终人选，其中包括前美联储理事凯文·沃什、美国白宫国家经济委员会主任凯文·哈塞特，以及现任美联储理事克里斯·沃勒、现任美联储理事米歇尔·鲍曼，以及贝莱德高管里克·里德，特朗普将拥有最终决定权。

图表 23：2025 年 10 月 IMF 发布美国进出口及经常账户余额预测



数据来源：IMF、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

需求侧结构性调整逐渐深化：经济和利差优势趋势性收敛或进一步削弱美元投资配置需求，“特朗普 2.0 政策”对美元交易计价和储备需求形成结构性冲击。

第一，增长和利差相对优势趋势性收敛或进一步削弱美元投资配置需求。根据第二部分分析，美国经济相对优势是影响美元走势的根本因素，IMF 预测，2026 年美国与全球 GDP 增速差将从 -1.55% 收窄至 -0.99%¹²，此外，在 AI 等先进生产力竞争中，美国绝对领先优势呈现分化和收窄趋势；同时美国与欧洲、日本等经济体利差或将趋势性收窄，欧央行降息周期已接近尾声，日央行仍有加息预期，利差收窄降低美元资产吸引力、引发套息交易平仓等，对美元指数形成拖累。

第二，“特朗普 2.0 政策”对美元交易计价和储备需求形成结构性冲击，稳定币市场发展增加对美元资产储备需求。一方面，全球贸易活跃度降温，10 月 IMF 将 2026 年全球货

¹² 数据来自 IMF。

物贸易增长预期下调至 2.3% (2025E: 3.6%)、远低于 1995-2024 年全球货物贸易年均增速 4.9%的历史水平；同时，美国“双赤字”问题将持续存在，叠加美联储“独立性”隐忧，或削弱美元信用基础¹³。稳定币市场快速发展提升对美元资产作的储备需求，截至 11 月 10 日，稳定币市场规模达到 3052.4 亿美元，较 2023 年末增加 133.8%，其中盯住美元的占 99.6%¹⁴。

综合来看，中长期，在美国增长和利差优势趋势性收敛以及美元供给扩张和需求结构性调整等多因素共同作用下，美元指数中枢下行趋势不改、且波动性加大，但“急跌期”或已过去，下行周期的长度仍有较大不确定性，关注全球 AI 创新竞争和地缘博弈动态。

（三）重点关注大类资产短期走势展望

短期内美元指数呈“上有顶、下有底”的区间波动走势，中枢位于 98 的较高水平附近，对非美货币走势仍形成一定压力，但各经济体分化态势料延续。

外汇：日元短期料维持偏弱波动，高市早苗提出更具扩张性的财政政策，包括减税、增加国防支出、加大对半导体、人工智能等 17 个重要领域的战略投资等，为配合财政融资，日央行加息控通胀的节奏或更为审慎，进一步增加日元压力；欧元料延续波动，欧央行 12 月降息预期较低，美联储降息

¹³ 例如，金砖国家正在探索本币贸易和建设金砖国家共同支付平台；巴西探索与阿根廷的货币合作；东盟国家正在试行区域本币跨境支付系统；埃及、加纳、埃塞俄比亚、南非和海湾国家正在增加非美元贸易和储备；人民币稳慎国际化持续推进。

¹⁴ 数据来自 DefiLlama.

落地后或短暂推升欧元汇率，但英国就业市场疲软增加英央行降息的预期，对英镑走势形成拖累；12月中央经济工作会议有望提前部署2026年支持政策，年末结汇力量料延续偏强，科技股带动中国资产价值重估，持续吸引资金流入，预计人民币汇率短期走强节奏料延续稳中偏缓态势。（详见前期报告《香港离岸人民币存款规模重回万亿元上方（2025年10月刊）》）

债市：10月下旬以来美债利率波动回升，但尚未突破9月高点，往后看，美联储12月大概率延续降息，但委员内部分歧明显，政府“停摆”结束后，重要数据发布将对市场及降息预期造成阶段性扰动，财政支出重启TGA账户释放流动性，缓和市场资金压力；10月底以来人行开始重启国债买卖，市场关注2026年重点经济领域部署及新发地方债额度安排，国债利率料延续区间波动走势。

股市：顺着经济K型复苏的主线，主要经济体股市料延续板块分化轮动的走势。美联储降息周期内，市场流动性料较为充裕，利好美股整体走势，科技板块自4月后大幅走升，11月初有多家机构提示风险，后续投资者对行业龙头业绩兑现要求更高，资金在战略竞争重点行业布局或更为集中，估值偏高背景下，股价对科技巨头的财务数据、美联储降息预期反应较为敏感。日韩股市在半导体周期的带动下仍有一定走升空间，持续关注地缘博弈动态，日本新政府的政策及科技创新动态。欧洲市场关注财政政策发力的情况，债务可持

续性的扰动料将持续。“十五五规划”承上启下传递积极信号，货币政策料延续宽松的基调，技术创新动态进一步提振国内外资金配置意愿，料提振 AH 股走势。

大宗商品：金价自 10 月中旬以来高位回调，伦敦现货黄金跌幅接近 10%，往后看，美国政府重启后数据密集发布、美联储降息预期反复、2026 年财政预算、局部关税摩擦及地缘博弈不确定性等多因素影响，短期内有小幅波动回升的空间。油价或维持弱势波动，供给方面，OPEC+为抢占市场份额，增产或延续，美国与委内瑞拉的局势前景仍不明朗，若后续委内瑞拉石油开始流入市场，则供给压力可能进一步增大，国际能源署（IEA）10 月发布的报告称 2026 年或将出现创纪录石油过剩；需求方面，全球经济景气整体仍承压背景下，印度原油进口趋势或成为新的影响变量，美印贸易谈判后印度承诺减少俄油购买量，市场关注后续进展。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**