

2013 年美元走势展望

大地期货研发中心

一、美元明年存在走强的可能性

从美元指数的历史来看，美元指数从 1973 年上市以来总共经历了 5 轮周期，其中只有两轮强势周期，分别是 1980-1984 的里根总统（里根属于供应学派，刺激经济强势发展）时期和 1995-1999 年的克林顿总统（克林顿时期是互联网科技发展，经济高速增长，美国财政赤字扭亏为盈）时期，而这两段时期都是美国经济强势增长和美国 GDP 占全球比重上升的时期。因此，我们认为，历史走势表明货币的走势从根本上是跟经济的内在增长动能有关，贸易盈余在一定程度上反应的是汇率偏离均衡汇率的程度，汇率的波动有自动平衡贸易盈余的功能。而影响汇率波动的短期因素则有：国际收支（贸易盈余反映汇率偏离均衡汇率的程度，汇率回归到均衡汇率国际收支才能达到再平衡）、美元和非美货币的息差（其中特别是欧元区）、避险需求、财政与债务状况、货币政策等。

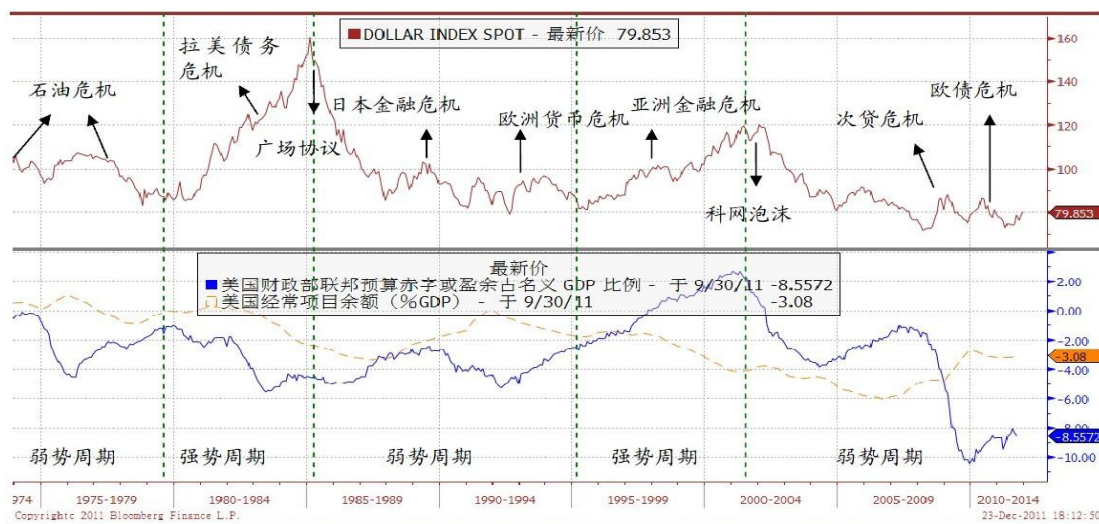


图 1：美元历史走势



图 2：美国 GDP 占全球比重

对于 2013 年美国经济状况，首先我们来看下 OECD 关于成员国产出缺口的最新预测。从下表中可以看出，美国明年的产出缺口会从-3.7 上升至-3.6，而欧元区的主要国家：法国-3.2 下降到-4.3，德国从-1.1 下降至-2.1，意大利从-5.2 下降至-6.4，西班牙从-8.4 下降到-10.7。整个欧元区会从-3.7 下降到-4.9。产出缺口的下降表明实际 GDP 和潜在 GDP 之间的差距仍将扩大，而美国则实际 GDP 在向潜在 GDP 靠拢，这表明美国经济在 2013 年仍处于复苏过程中，而欧元区则不排除明年一季度至上半年仍处于衰退过程中，这一点跟欧洲目前的状况和欧洲央行做出的预测还是吻合的。而由于美元指数中，欧元占的系数最高，因此，单纯从经济数据来看，2013 年会更支持美元指数的温和走强。

表 1：OECD 成员国产出缺口表

Deviations of actual GDP from potential GDP as a percent of potential GDP																				
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Australia	-1.4	-1.3	-1.1	0.3	0.7	0.4	0.1	0.9	1.1	1.6	1.3	0.5	2.1	0.9	-0.7	-1.2	-2.0	-1.6	-1.9	-2.2
Austria	-1.3	-1.6	-1.5	0.0	1.4	2.8	1.6	1.1	-0.1	0.1	0.6	2.1	3.7	2.6	-2.6	-2.2	-1.3	-2.4	-3.4	-3.3
Belgium	-1.1	-1.9	-0.5	-0.9	0.4	1.8	0.4	-0.1	-1.0	0.5	0.6	1.6	2.8	2.2	-1.9	-0.6	-0.1	-1.7	-2.6	-2.7
Canada	-1.4	-2.4	-1.4	-0.6	1.1	2.7	1.3	1.3	0.7	1.3	1.9	2.2	2.1	1.2	-2.9	-1.4	-0.7	-0.5	-0.6	-0.4
Chile	..	-2.0	0.9	0.3	-3.2	-1.6	-1.8	-2.8	-2.1	1.2	2.7	3.4	3.8	1.4	-3.6	-1.3	-0.1	-0.1	-0.7	-0.5
Czech Republic	..	4.8	1.5	-1.5	-2.5	-1.4	-1.6	-3.2	-3.3	-2.4	0.3	3.6	6.0	6.1	-0.9	-0.3	-0.2	-2.7	-3.8	-3.5
Denmark	-0.1	0.7	1.8	1.7	2.3	3.9	2.8	1.6	0.6	1.5	2.4	4.2	4.6	2.4	-4.2	-3.3	-2.9	-3.4	-2.9	-2.2
Estonia	..	..	..	..	..	..	-2.6	-2.0	-0.2	0.6	4.4	9.9	###	5.1	-11.0	-8.8	-2.4	-1.2	0.1	0.8
Finland	-4.7	-4.0	-1.3	0.0	0.3	2.1	0.8	-0.5	-1.3	0.2	0.8	3.2	6.7	5.3	-4.6	-2.1	-0.4	-0.8	-1.0	-0.4
France	-1.2	-1.8	-1.4	0.0	1.1	2.6	2.2	1.3	0.6	1.3	1.6	2.6	3.2	1.4	-2.7	-2.3	-2.0	-3.2	-4.3	-4.6
Germany	0.3	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1	1.5	1.5	0.3	-1.2	-1.6	-1.9	0.5	2.4	1.6	-4.8	-2.1	-0.5	-1.1	-2.1	-1.9
Greece	-2.0	-2.3	-1.7	-1.5	-1.5	-1.0	-0.8	-1.2	1.0	2.2	1.9	5.8	7.4	5.4	1.7	-3.0	-9.0	-14.0	-17.5	-18.4
Hungary	-1.7	-3.7	-3.2	-2.2	-2.6	-1.9	-1.6	-0.5	0.2	2.0	3.4	5.4	3.8	3.5	-3.9	-3.2	-2.1	-4.0	-4.8	-4.7
Iceland	-5.8	-3.4	-1.3	1.3	1.5	1.9	2.2	-0.8	-1.2	3.1	6.1	5.6	7.2	5.0	-3.7	-8.6	-7.4	-6.2	-4.9	-3.8
Ireland	-5.7	-3.9	0.7	2.4	6.2	9.8	6.6	8.3	6.7	5.8	6.7	7.5	8.5	2.0	-5.6	-7.8	-7.6	-8.2	-7.7	-6.6
Israel	..	2.7	0.7	0.4	-0.7	3.9	0.0	-3.5	-5.3	-3.7	-2.3	-0.3	1.7	2.0	-0.4	1.2	2.2	1.4	0.5	0.8
Italy	0.1	-0.2	0.4	0.4	0.4	2.7	3.0	2.0	0.8	1.2	1.3	2.6	3.3	1.5	-4.4	-2.9	-2.8	-5.2	-6.4	-6.3
Japan	0.3	1.2	1.3	-2.0	-3.3	-2.1	-2.6	-3.1	-2.1	-0.4	0.2	1.2	2.8	1.0	-5.0	-1.3	-2.8	-1.9	-2.1	-2.2
Luxembourg	0.2	-2.8	-2.1	-1.0	1.7	4.8	2.3	1.6	-1.1	-0.9	0.5	2.0	5.4	2.9	-2.2	-0.7	-0.6	-1.7	-2.3	-2.4
Mexico	-7.1	-4.3	-0.1	1.8	2.1	4.8	1.0	-1.5	-2.3	-0.6	0.3	3.0	3.9	2.5	-5.6	-2.6	-1.4	-0.6	-0.4	-0.1
Netherlands	-1.4	-1.2	-0.2	0.4	1.8	2.8	2.2	-0.1	-1.6	-1.3	-0.8	1.1	3.3	3.4	-1.6	-1.1	-1.0	-2.9	-3.8	-3.7
New Zealand	0.6	0.6	0.1	-1.6	-0.5	-0.2	-1.1	0.3	1.4	2.5	2.1	1.5	2.8	0.1	-1.2	-1.4	-2.4	-2.4	-1.9	-1.1
Norway ¹	-1.0	0.0	1.8	2.4	1.6	1.4	0.5	-1.0	-2.6	-1.1	0.4	2.2	4.4	2.9	-1.2	-1.7	-1.7	-0.5	-0.1	0.1
Poland	..	-0.7	1.1	0.7	0.9	1.2	-1.1	-2.7	-2.1	-0.7	-1.5	-0.4	1.1	1.3	-0.8	0.0	1.0	0.2	-1.5	-2.4
Portugal	-0.9	0.0	1.3	3.2	4.0	4.8	4.1	2.5	-0.1	0.0	-0.5	0.0	1.4	0.4	-3.1	-2.2	-3.5	-6.8	-8.8	-8.5
Slovak Republic	..	4.6	3.7	2.7	-1.8	-4.4	-4.9	-4.4	-3.9	-3.4	-1.6	1.6	7.1	8.4	-0.5	1.0	1.0	0.0	-1.6	-1.6
Slovenia	..	..	..	..	..	-0.7	-1.5	-1.2	-1.7	-0.7	0.2	3.1	7.5	8.5	-1.3	-0.8	-0.6	-3.3	-5.8	-5.5
Spain	-0.7	-1.1	-0.3	0.7	1.6	2.7	2.5	1.5	1.0	0.8	1.0	2.0	2.7	1.3	-3.9	-5.4	-6.1	-8.4	-10.7	-11.2
Sweden	-2.3	-3.0	-2.7	-1.4	0.1	1.6	0.1	-0.2	-0.3	1.0	1.7	3.7	4.6	1.3	-5.6	-1.7	-0.1	-1.2	-1.9	-1.5
Switzerland	-1.4	-2.2	-1.4	-0.2	-0.5	1.4	0.9	-0.5	-2.1	-1.5	-0.8	0.9	2.5	2.5	-1.4	-0.3	-0.4	-1.5	-2.4	-2.2
United Kingdom	-0.6	-0.6	0.0	0.1	-0.3	0.6	0.2	-0.3	0.7	1.2	1.7	2.5	4.4	2.0	-2.8	-1.7	-1.4	-2.2	-2.3	-2.0
United States	-2.1	-1.3	0.0	1.2	2.8	3.7	1.7	0.8	0.9	2.0	2.7	3.0	2.6	0.1	-4.6	-4.0	-4.0	-3.7	-3.6	-2.9
Euro area	-0.6	-1.0	-0.4	0.2	0.7	2.3	2.1	1.0	0.0	0.2	0.3	2.0	3.3	1.9	-3.6	-2.7	-2.2	-3.7	-4.9	-4.8
Total OECD	-1.2	-0.8	0.1	0.2	0.7	2.1	0.8	0.1	-0.1	0.8	1.4	2.4	3.1	1.2	-4.0	-2.7	-2.5	-2.9	-3.3	-2.9

从政策的角度来看，美国自 08 年开始一直在致力于经济的发展（经济的发展自然而然能在一定程度上带来财政状况的好转，同时，我们认为美国的杠杆实际上确实是在下降，数据显示，在 9 月底结束的 2012 财年，美国联邦财政赤字共计 1.089 万亿美元，虽然为连续低四个财年突破万亿美元，但是财政赤字占国内生产总值的比例为 7%，低于 2011 财年的 8.7%，这意味着美国实际上债务/GDP 这一个数值未来可能是下降的，美国的去杠杆化相对实现的比较出色。另一方面，美国 2012 财年 1.089 万亿美元的赤字也低于 2011 财年 1.3 万亿美元的赤字额，这说明美国的财政状况正在向积极的方向转变），奥巴马的第一任致力于各种经济政策的落实，第二任很有可能是到了收获成果的时候。笔者认为，明年美国可

能会维持一种相对紧缩的财政政策和宽松的货币政策，这样才能最大限度的降低其债务/GDP 的比重，实现经济的去杠杆化。因此，维持经济的平稳增长是明年美国政策的主基调，不管是从去杠杆来考虑，还是从未来奥巴马对医疗改革愿景的考虑。

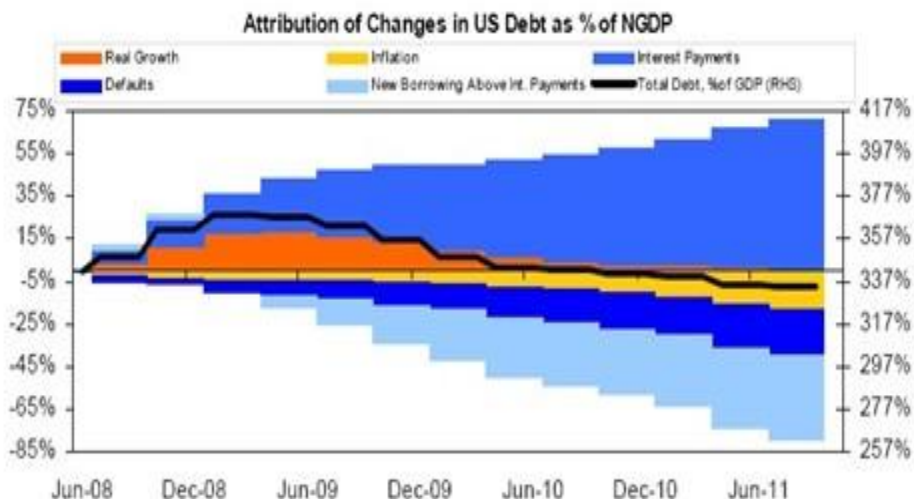


图 3：美国债务占 GDP 比值（取自 Ray Dalio 报告）

另一方面，由于美国经济前景看好，因此，美元区甚至不排除会提前加息。目前有两种情况可能使美国联邦储备委员会较预期提前上调利率。一是通货膨胀上升速度高于 Fed 预期，二是失业率下降速度快于 Fed 预期。FED 只有在失业率降至 6.5% 以下后才可能上调短期利率，不过前提是 Fed 预计未来两年按年通货膨胀率不超过 2.5%。Fed 理事和地区联储行行长们并不认为失业率要到 2015 年才会降至 6.5% 以下，同时，对于通胀而言，也并不认为未来能保持住，因此，美国经济复苏如果明年超市场预期，那么到年底美欧之间的利差是值得关注的（明年欧元区的表现疲软，欧元区加息的可能性将会比美元区来的迟）。



图 4：美欧利率差

贸易方面：数据显示，9月份美国贸易逆差为415亿美元，低于8月份修正后的438亿美元，为2010年12月以来的最低点。由于工业原材料等商品出口增加，9月份美国出口额为1870亿美元，较前月上升56亿美元；受日用消费品等商品进口增加影响，当月进口额为2285亿美元，较前月上升34亿美元。

虽然美国大量的贸易逆差是美元走弱的一个因素，但是从数据中我们可以看到，美国经常项目/GDP的比重并不高，整体美元汇率还是处于一种相对均衡的状态，特别是自从2005年以来，美元的持续走弱，已经在很大程度上改善了美国的外贸状况，因此，我们认为美国并不需要刻意的保持汇率贬值来平衡贸易状况。同时，随着经常项目盈余的改善，美元存在低位反弹的可能性。

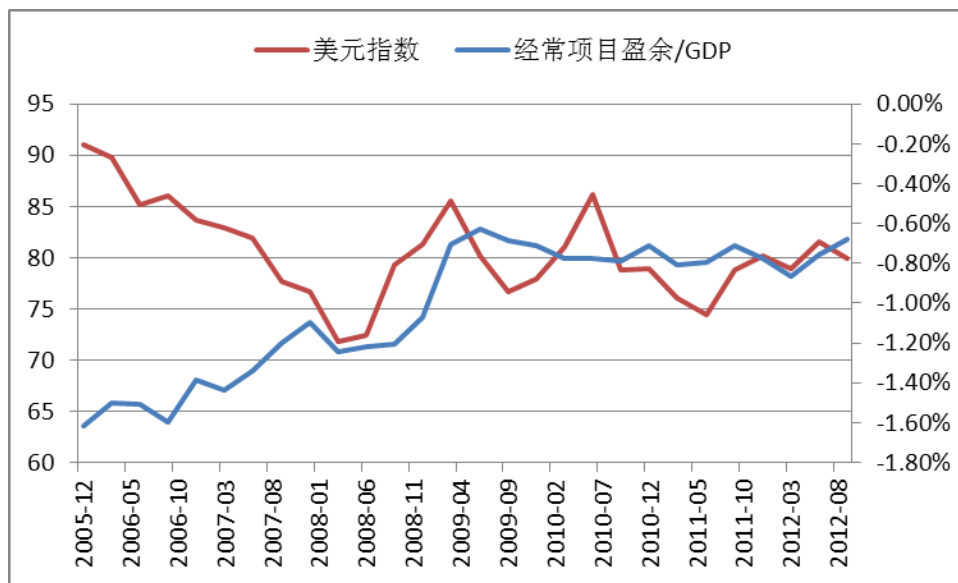


图 5: 经常项目盈余/GDP 比值

综合上面几个因素，我们认为明年美元从低位反弹还是存在较大可能性的，美国的经济将优先于欧元区的走强，同时美元指数本身也处于一种低位，美元反弹的压力并不是非常大，从各个因素来看，美元还可以认为是一种洼地资产。因此，明年美元反弹的概率比较大，这可能也是目前市场普遍认同的一种看法。方向性上投资者的认同度可能相对较高，那么明年美元反弹的力度究竟有多强，下面我们会对其加以分析。

二、明年美元反弹的力度有多强？

从开篇的图 1，关于美元的历史走势，可以看出，美元的行情从根本上是和经济有关，经济的强势增长会从根本上带动美元的走强（如里根和克林顿时代）。但是就明年来看，笔者不认为美国经济会出现强势增长。主要原因在于：

其一，美国明年依然面临比较严峻的财政问题。ACM 基金经理陈凯丰在其 2013 年投资展望中指出：“财政悬崖最终会获得妥协，但是长期来说，财政悬崖肯定要发生。税会增加，政府支出会降低。财政悬崖的谈判只是程度问题，可能

不是跳悬崖的程度，但是可能是走下坡或者蹦极的问题。目前大家都没有去注意这些，大家以为财政悬崖只要解决就雨过天晴，但是其实大家是选择性忘记，当工资减少、政府支出降低的时候，大家就会注意到这种冲击。预计明年一季度，美国股市可能会有下跌走势。主要原因是工资税目前 4%，基本两党同意增加到 6%，这个对美国的消费（GDP 的 70%）会有重大影响。”对于其这个观点，笔者比较认同，之前笔者在“财政悬崖和财政去杠杆”的报告中已经明确阐述了美国财政所面临的问题。随着婴儿潮的退去，美国大量的社会保险盈余将逐步减少，美国财政的实际赤字额将进一步增加，而巨额的财政赤字是不可持续的，因此，明年不管有没有财政悬崖，美国都将面临减支和增税。而财政的紧缩一方面是笔者在第一部分里面提到的去杠杆的一个条件（全球近几年财政和货币政策的失衡需要经历一个调整过程），另一方面，奥巴马在其 2013 年财政预算中已经明确的要提高个税、企业税、社保税，同时大幅削减财政支出，因此总体来看，明年财政方面相对紧缩将对社会总需求产生制约，因此，笔者认为，明年美国经济并不会出现大幅的反弹。

表 2：奥巴马财政预算表

时间	财政收入					财政支出					财政盈余 占GDP比
	总收入	个税	社保税	企业税	其他	总支出	国防支出	社会保障	医疗计划	收入保障	
2011	2,303	1,091	819	181	212	3,603	700	725	856	404	-8.66
2012	2,435	1,123	851	235	225	3,563	670	768	828	357	-7.3
2013	2,913	1,425	958	298	232	3,554	609	809	877	333	-4.0
2014	3,208	1,543	1,020	363	283	3,595	621	853	969	291	-2.4
2015	3,541	1,719	1,074	440	308	3,754	633	900	1,072	288	-1.2
2016	3,817	1,886	1,143	482	307	4,003	646	951	1,192	292	-1.0
2022	5,295	2,870	1,539	489	398	5,509	746	1,350	1,837	314	-0.9
13年较 12增幅%	19.62	26.90	12.57	26.57	2.75	-0.24	-9.06	5.42	5.82	-6.70	44.28

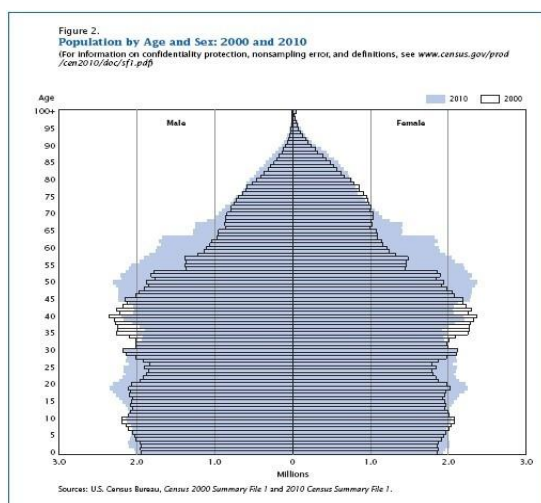


图 6：美国人口统计（退休潮来临）

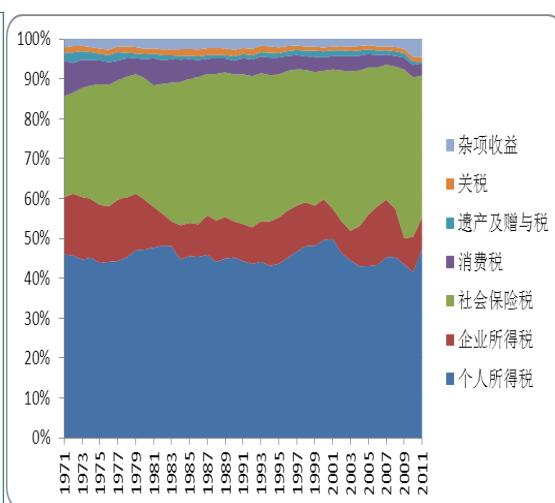


图 7：美国税收占比（社保盈余未来将减少）

其二，美国的政策在明年或仍将处于一种去杠杆的过程中，笔者认为就从经

济的角度看，美国 2013 年或仍将处于一种去杠杆化的末端，首先，经济的去杠杆化是四种手段的结合，既：减债、财富转移、财政紧缩、债务货币化。我们认为，美国经济去杠杆仍处于进行之中，后面 3 项手段依然在实施阶段，首先是财政紧缩，只有减支和增税，才能降低美国的财政赤字和实现奥巴马第二任关于医疗改革的梦想。其次，债务货币化既所谓的印钱，正是因为美国国债占 GDP 比重过高，因此债务货币化是符合目前美国利益的措施，美国不遗余力的实施 QE，我们认为明年这些政策仍有可能继续延续下去。最后，财富转移，本身债务货币化就是财富转移的一种途径，同时，美国在税收政策上也有可能有一定的倾斜。因此，从政策上而言，美国更多的依然在采取去杠杆的政策，其中特别是债务货币化，美联储开动机器印钱，在一定程度上必然会制约美元上行的压力。

综合而言，对于 2013 年美元汇率的展望，笔者认为，从历史走势来看，美元确实是处于偏低的位置，同时由于明年美国经济相对会保持乐观，美国的去杠杆完成的相对完美，因此，美元继续下跌的空间或将有限，75-78 将是较强的支撑位。但是同时考虑到明年美国财政上面依然存在一定的紧缩风险，同时减支和增税将制约美国经济反弹空间，因此，对于明年美国上半年经济复苏的力度并不能报太大的期望，这也将制约美元反弹的空间。因此，总体而言，美元 2013 年可能会走出一种先抑后扬的走势。上半年美元探底后将有望震荡回升，但回升幅度不会太强，预计仍将在 83-85 区间震荡。下半年需要关注美国经济的实际复苏力度和美国财政状况，如果上述数据有明显的改善，那么下半年可以给予更高的估值。