

全球经济

美元周期与地位

美元升贬周期反映美国经济相对强弱变化和全球投资者资产组合调整效应。当美国经济相对走强时，美元资产相对收益上升，美国资本流入增加，美元进入升值周期，反之美元进入贬值周期。2025 年美元进入短期回调，因特朗普 2.0 冲击对美国经济负面影响更大且损及投资者对美元信心，非美国国家可能加大财政扩张力度并加快构建自主贸易体系。中期内，美元仍将是主导性国际货币，但随着全球经济多极化、美国回归孤立和各国储备资产追求多元化，美元在国际货币体系的份额可能下降。

- **美元指数周期：**美元指数是美元对其他六种国际货币的加权几何平均汇率，欧元/美元汇率权重近 60%，对美元指数具有决定性影响。美元指数有史以来经历了三轮长周期，每轮长周期又包含多个短期波动周期。2008 年 7 月以来美元指数进入第三轮长周期的上升期，经历多个短期回调周期，但中枢不断上升。
- **美元指数影响因素：**国际收支活动影响外汇供求和汇率，资本流动影响远超贸易活动，美元指数与美国资本净流入规模显著正相关。经济相对强弱变化影响利差和国际收支活动进而对汇率产生作用，美国经济相对欧日经济走强将推升美元指数。欧元/美元汇率主导美元指数走势，欧元/美元汇率与欧美利差高度相关，反映欧美经济前景与货币政策预期分化。
- **美元指数未来走势：**2025 年美元指数进入短期回调，年末可能降至 97 左右。一对多贸易战对美国经济负面影响超过对欧日经济影响，关税冲击可能分别降低美国、欧元区和日本 GDP 增速 0.8、0.4 和 0.5 个百分点，美国与欧日经济增速差缩小。美国财政赤字率高位稳定，欧洲财政赤字率上升，美欧国债利差可能收窄。投资者相信特朗普偏好弱美元，对美元贬值担忧导致美元资产超配幅度下降，带来预期自我实现。但美元指数短期回调是否演化为第三轮长周期的下行期仍不确定，取决于美欧政策是否能扭转过去十年美强欧弱的经济格局。
- **美元主导地位：**汇率波动周期对美元在国际支付和外汇交易中份额有一定影响，但不改美元主导地位。支撑美元地位的因素包括：美国经济规模、科技实力、军事霸权、金融竞争力和软实力仍居第一，政治制衡、司法独立、产权保护和政策公信力仍好于大部分国家，国际货币具有网络效应和历史惯性，全球市场仍缺乏比美元更好的替代品。美国金融制裁和政府债务问题均可能降低投资者对美元信心，但短期尚不会危及美元主导地位。预计未来十年美元仍将是主导性国际货币，但随着全球经济多极化、美国回归孤立与保护主义和各国储备资产追求多元化，美元在国际货币体系的份额预计将会下降。

								彭博一致预期		CMBI预测	
								2025F	2026F	2025F	2026F
美国	GDP增速(%)	2.6	-2.2	6.1	2.5	2.9	2.8	1.4	1.5	1.5	1.8
	PCE通胀(%)	1.4	1.1	4.1	6.6	3.8	2.5	2.8	2.6	2.7	2.4
	联邦基金目标利率(%)	1.55	0.09	0.07	4.33	5.33	4.33	4.00	3.45	3.83	3.33
	10年国债收益(%)	1.92	0.93	1.52	3.88	3.88	4.58	4.13	4.07	4.00	3.75
	美元指数	96.4	90.0	96.0	103.5	101.4	108.5	98.2	96.3	97.0	96.0
欧元区	GDP增速(%)	1.6	-6.0	6.3	3.5	0.4	0.9	0.8	1.1	0.8	1.2
	CPI增速(%)	1.2	0.3	2.6	8.4	5.5	2.4	2.1	1.9	2.1	1.9
	政策利率(%)	0.00	0.00	0.00	2.50	4.50	3.15	2.15	2.15	2.15	1.90
	10年AAA国债收益(%)	-0.14	-0.57	-0.19	2.56	2.08	2.45	2.70	2.87	2.68	2.75
	欧元/美元	1.12	1.23	1.13	1.07	1.11	1.04	1.15	1.17	1.16	1.17

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

叶丙南, Ph.D
(852) 3761 8967
yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖
(852) 3761 8957
frankliu@cmbi.com.hk

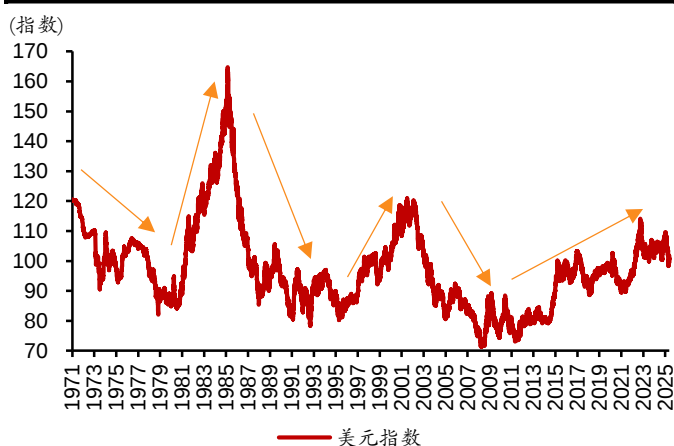
美元指数周期

美元指数反映美元对六种国际货币加权平均汇率。美元指数公式： $50.14348112 \times (\text{欧元/美元汇率})^{-0.576} \times (\text{美元/日元汇率})^{0.136} \times (\text{英镑/美元汇率})^{-0.119} \times (\text{美元/加元汇率})^{0.091} \times (\text{美元/瑞典克朗汇率})^{0.042} \times (\text{美元/瑞士法郎汇率})^{0.036}$ 。美元对六种货币双边汇率在美元指数中权重分别为 57.6%（欧元）、13.6%（日元）、11.9%（英镑）、9.1%（加元）、4.2%（瑞典克朗）和 3.6%（瑞士法郎）。欧元/美元汇率权重遥遥领先，对美元指数具有决定性影响。美元/日元汇率在每轮周期中升贬值幅度较大，对美元指数具有显著影响。

美元指数经历了三轮长周期。第一轮长周期自 1971 年 1 月 7 日至 1985 年 2 月 25 日共 14.2 年，美元指数先从 1971 年 1 月 7 日的 120.6 下跌 30.3% 至 1980 年 7 月 11 日的 84.1，后又上涨 95.8% 至 1985 年 2 月 25 日的 164.7。第二轮长周期自 1985 年 2 月 25 日至 2002 年 1 月末共 16.9 年，美元指数先从 1985 年 2 月 25 日的 164.7 累计下跌 52.5% 至 1992 年 9 月 1 日的 78.3，后又累计上涨 53.6% 至 2002 年 1 月末的 120.2。第三轮长周期自 2002 年 1 月末至今超过 20 年，美元指数先从 2002 年 1 月末的 120.2 累计下跌 40.1% 至 2008 年 7 月 2 日的 72，后又累计上涨 58.6% 至 2022 年 9 月 27 日的 114.2。

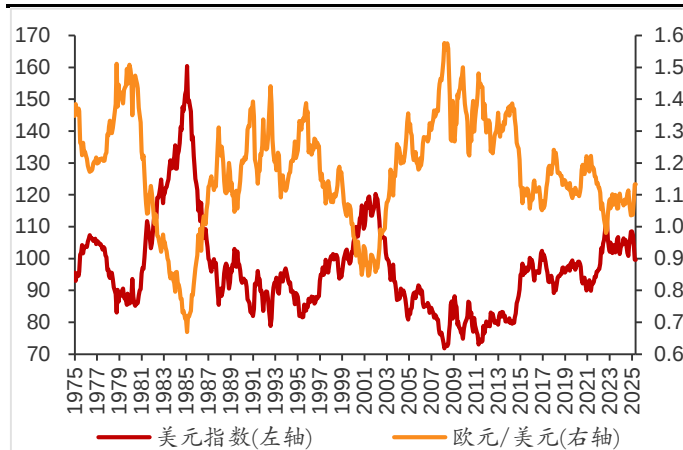
美元指数的长周期又包含许多短期波动周期。例如 2008 年 7 月以来第三轮长周期的上升期包含多个回调周期，2009 年 3 月至 11 月、2010 年 6 月至 2011 年 5 月、2017 年 1 月至 2018 年 2 月、2020 年 3 月至 2021 年 1 月、2022 年 9 月至 2023 年 7 月和 2025 年 1 月至 5 月美元指数从最高点到最低点分别回撤 17.2%、18%、7.3%、5.8%、4.9% 和 11.1%，但美元指数中枢不断上升，构成长周期的上升期。

图 1: 美元指数周期



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 2: 美元指数与欧元/美元



资料来源：Wind，招银国际环球市场

美元指数影响因素

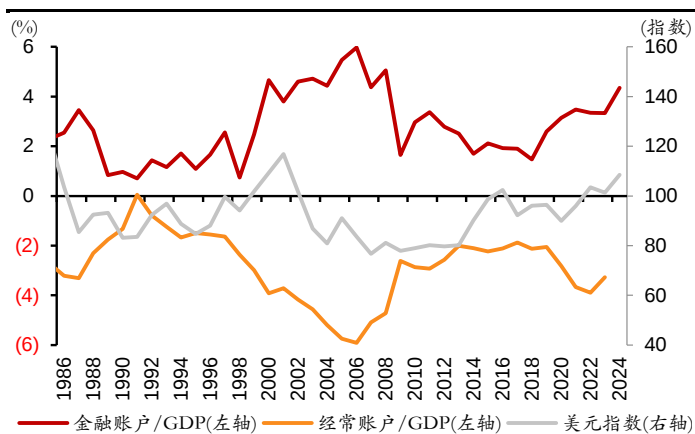
国际收支

国际收支活动影响外汇供求和汇率。国际收支活动包括以贸易活动为主的经常账户交易和以资本流动为主的金融账户交易。资本流动对汇率的影响远大于贸易活动，BIS 在 2019 年调查报告中指出全球外汇交易中投机性交易（包括高频交易和对冲基金活动等）占比可能达到 60%-70%¹，中国央行统计 2023 年人民币跨境收付中资本与金融项目交易占比为 73.2%。美元指数与美国金融账户顺差（资本净流入）显著正相关，美元指数走强伴随资本净流入上升，美元指数走弱伴随资本净流入下降。

美国经常账户与金融账户近似互为相反数，令美元指数与经常账户差额呈现负相关关系。国际收支平衡表采用复式记账而存在以下恒等式：经常账户差额+金融账户差额+储备资产变动+误差遗漏=0。在统计完备和汇率自由浮动条件下，误差遗漏和储备资产变动近似为零，金融账户差额与经常账户差额互为相反数。经常账户逆差对应商品、服务或生产要素净进口，意味着对外净付款，以外币付款导致本国居民持有外国资产减少，以本币付款导致外国居民持有本国资产增加，这两种情况都被统计为资本流入。经常账户顺差则对应商品、服务或生产要素净出口，意味着对外净收款，以外币收款导致本国居民持有外国资产增加，以本币收款导致外国居民持有本国资产减少，这两种情况都被统计为资本流出。

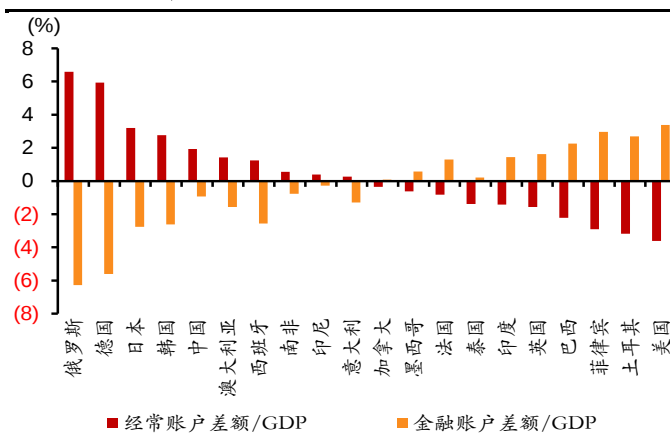
大国开放经济一般采用浮动汇率体制以保持货币政策自主，经常账户差额与金融账户差额将近似互为相反数。经常账户顺差（净出口）对应近似等额的金融账户逆差（资本净流出），经常账户逆差（净进口）则对应近似等额的金融账户顺差（资本净流入）。2021-2023 年，德国、日本、韩国、中国、俄罗斯和澳大利亚等制造业与大宗商品出口大国呈现经常账户顺差（净出口）和金融账户逆差（资本净流出），美国、土耳其、菲律宾、巴西、英国和印度等经济体则录得经常账户逆差（净进口）和金融账户顺差（资本净流入）。

图 3: 美国国际收支差额与美元指数



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 4: 主要经济体经常账户与金融账户差额



资料来源：Wind，招银国际环球市场

¹ https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1912.htm

经济相对强弱与市场风险偏好

经济相对强弱决定利差和国际收支活动进而影响汇率。当美国经济相对欧日走强时，美国内需强于外需，经常账户逆差增加，货币政策相对欧日收紧，美国与欧日利差扩大，美国资本净流入增加，美元指数上涨；反之，美元指数下跌。我们发现美元指数与美国-世界 GDP 增速差显著正相关，以 1980-2023 年样本数据计算简单相关系数达到 0.6。当年美元指数与下一年美国在世界名义 GDP 中占比非常显著正相关，以 1971-2023 年样本数据计算简单相关系数达到 0.82，美元指数上涨预示未来美国 GDP 在世界 GDP 中份额上升，其中既包括美国经济相对走强因素，也包括美元对其他货币升值因素。

市场风险偏好变化通过影响资金流动对短期汇率波动产生作用。美元是主导性国际货币，美国资金在国际市场中占比较高。多数情况下，当市场风险偏好下降或避险情绪上升时，资金回流美元资产和美国市场，美股跑赢欧股和新兴市场，美元指数走强，反之美元走弱。但当风险因素来自美国且可能损及美元地位时，美元指数可能走弱。

欧元/美元汇率的决定性作用

欧元/美元汇率对美元指数走势具有决定性作用。欧元/美元汇率与利差高度相关，反映欧美经济前景和货币政策的预期分化。利用 2005 年至 2024 年 12 月周度数据测算，美元指数与 3M Libor-Euribor 利差、美国与欧元区 2 年期国债利差、10 年期国债利差的简单相关系数分别达到 0.7、0.8 和 0.7 左右。当美国经济相对欧元区经济预期走强时，美国货币政策比欧元区货币政策预期更紧，美欧利差将扩大，美元指数倾向于上涨；反之，美欧利差将下降，美元指数倾向于下跌。

欧元/美元汇率也受地缘风险和欧元区政治不确定性的影响。相比美国，欧元区经济对跨境贸易投资的依存度更高，对地缘风险等外部冲击更加敏感，当全球地缘风险尤其是与欧洲有关的地缘风险上升时，欧元对美元更易走弱，从而提振美元指数。2022 年俄乌战争引发欧洲经济前景和安全形势恶化，严重打击欧元，推动美元指数上涨。

历史经验

1980 年 7 月至 1985 年 3 月美元升值周期：沃尔克领导美联储大幅加息以抗通胀，美元与其他货币利差显著扩大，PCE 通胀从 1980 年 10.8% 降至 1985 年 3.5%，恢复市场对美联储信心；里根政府实施减税、去监管等供给主义改革，增强经济增长预期；欧洲和日本经济相对美国走弱；冷战紧张局势推升全球对美元资产作为安全资产的需求。

1985 年 3 月至 1987 年 12 月美元贬值周期：美元升值和贸易赤字扩大引发保护主义升温，美、日、德、英、法签署《广场协议》联合干预推动美元贬值；美国大幅降息并降低财政赤字率，日德保持利率稳定并加大财政扩张，美元与其他货币利差缩小。

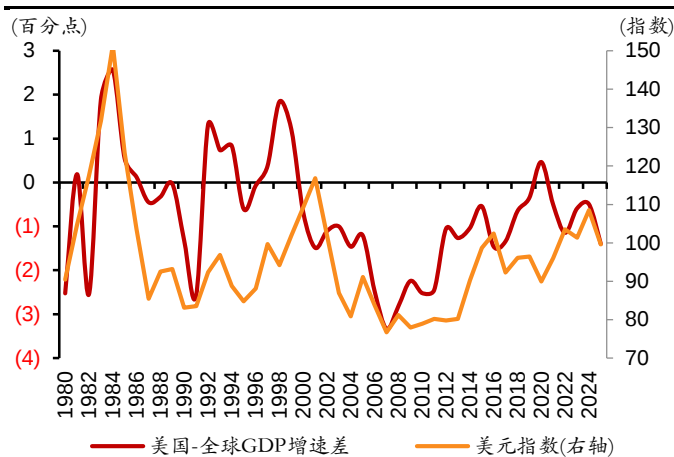
1995 年 4 月至 2001 年 7 月美元升值周期：美国处于“新经济”繁荣周期，GDP 增速大幅超越欧日，美国科技股经历超级牛市，美联储大幅加息，美元与其他货币利差扩大；亚洲金融危机打击亚洲经济，推动资金流入美元资产；欧元推出后面临整合挑战和市场怀疑，对美元走弱；日本处于“失去的十年”，日元利率不断走低。

2002 年 2 月至 2008 年 3 月美元贬值周期：科技股泡沫破裂和 9.11 事件引发美国经济衰退，美联储大幅降息，2003 年政策利率降至 1% 创 40 年来最低，美元与其他货币利差缩小；欧元区经济改善，全球央行增加欧元储备，欧元在全球外汇储备中占比从 2002 年 19.8% 升至 2008 年 26.5%；新兴市场经济崛起，吸引大量资金流入。

2011 年 5 月至 2022 年 9 月美元升值周期：2011 年欧债危机打击欧元；2013 年以后美国经济加速复苏，相对欧日优势持续扩大，美国先于欧日收紧货币政策，2013 年伯南克发表削减 QE 谈话，2014 年正式削减 QE，2015 年开始加息，2016-2018 年延续加息，2022 年为控通胀剧烈加息；2022 年俄乌冲突恶化欧洲安全形势与经济前景，重挫欧元。

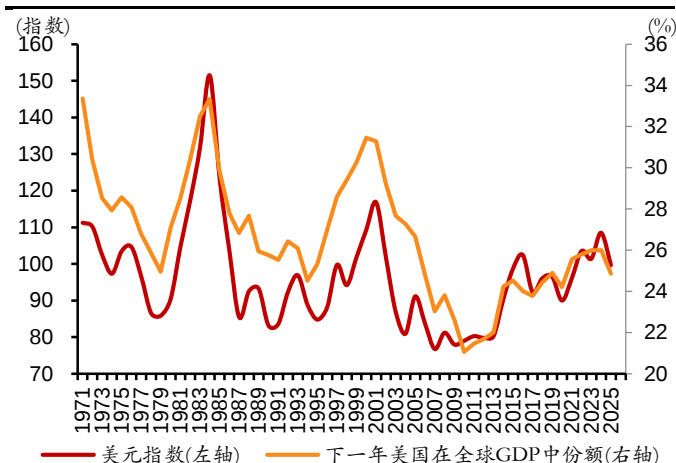
特朗普 1.0 贸易战与 2.0 贸易战的不同：2018-2019 年特朗普 1.0 贸易战聚焦中国，对美国经济的负面影响小于对欧日经济的影响，投资者对非美资产担忧超过对美国资产担忧，美元指数上涨。2025 年特朗普 2.0 贸易战针对所有贸易伙伴，对美国经济的负面影响超过对欧日经济的影响，投资者相对更加担忧白宫政策极端化和美元大贬风险，美元指数下跌。

图 5: 美国经济相对强弱与美元指数



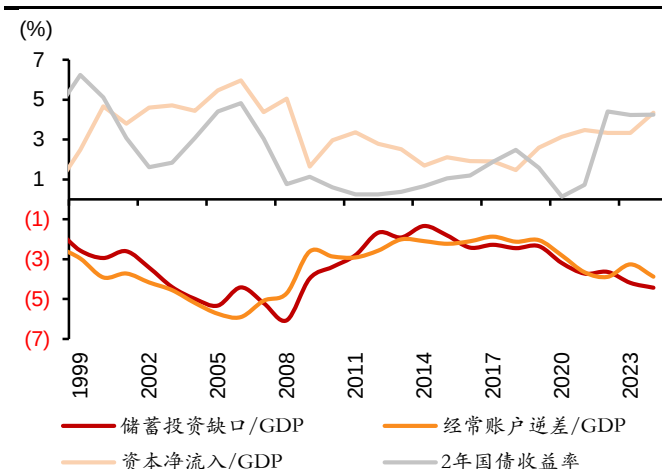
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 6: 美元指数与下一年美国在全球 GDP 中份额



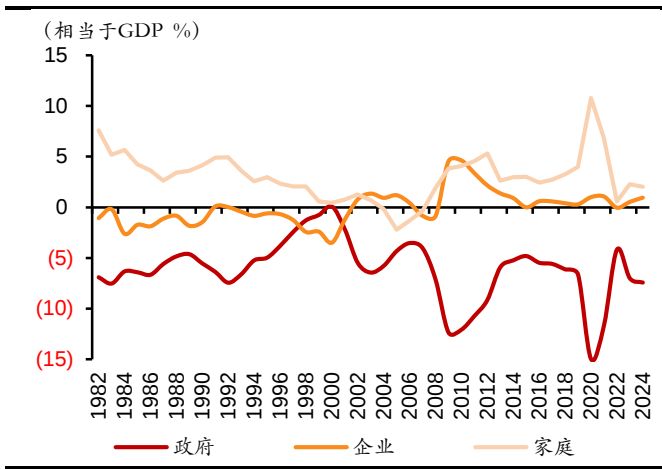
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 7: 美国投资储蓄缺口与国际收支差额



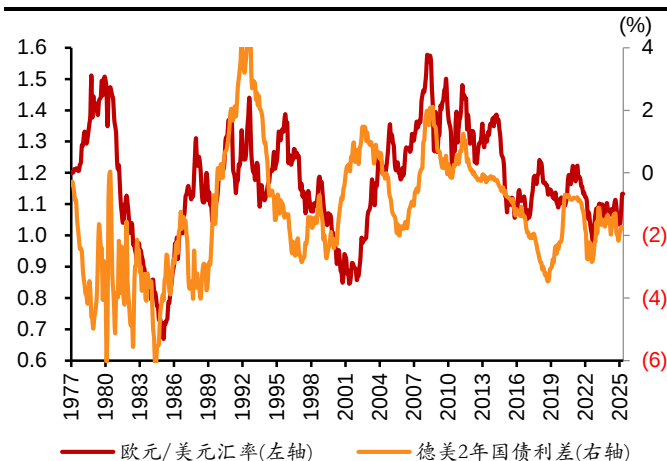
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 8: 美国政府、企业和家庭储蓄投资差额



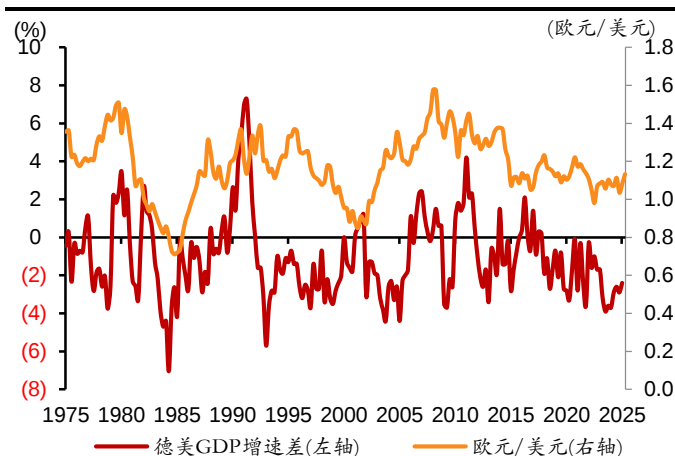
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 9: 欧元/美元汇率与利差



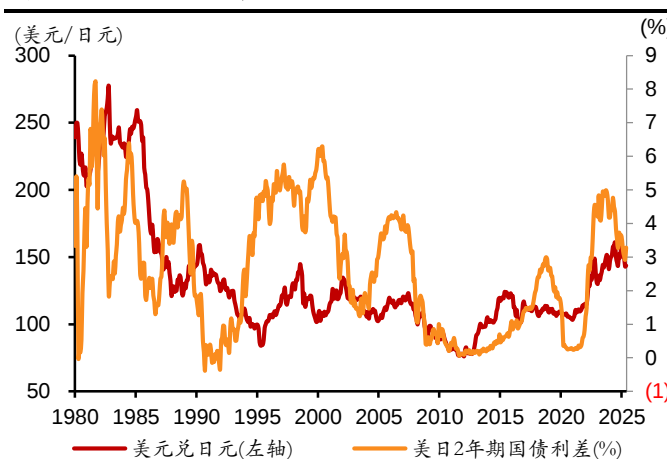
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 德美 GDP 增速差与欧元/美元汇率



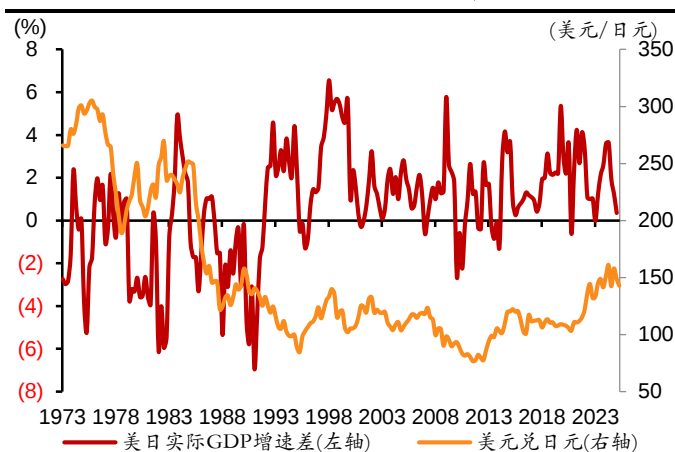
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 美元/日元汇率与利差



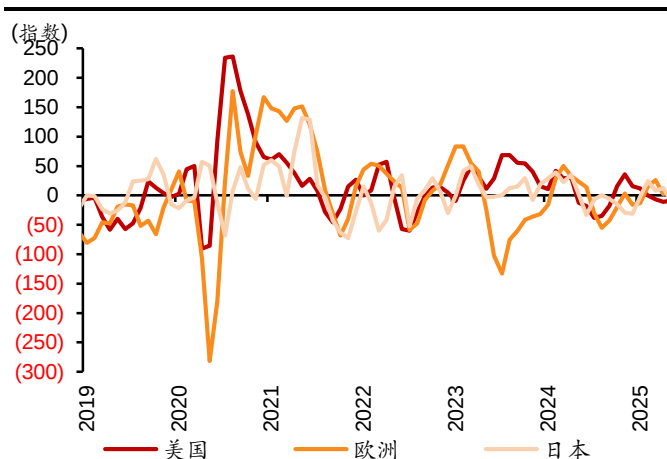
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 美日 GDP 增速差与美元/日元汇率



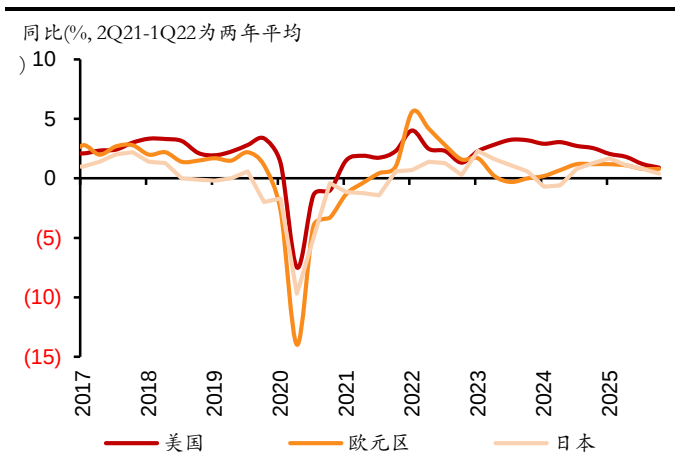
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 花旗经济意外指数



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 美国与欧日 GDP 增速趋势



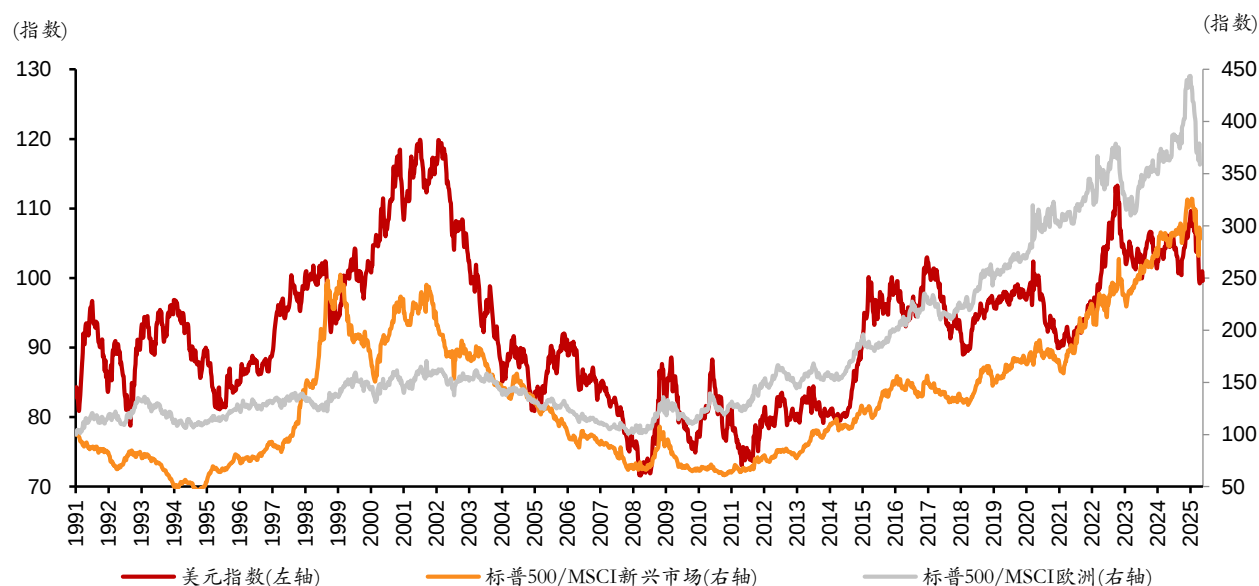
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

美元指数前景

美元指数已进入短期回调，预计今年末降至 97 左右。首先，特朗普 2.0 贸易战对美国经济的负面影响超过对欧日的经济影响。2025 年贸易战将分别降低美国、欧元区和日本 GDP 增速约 0.8、0.4 和 0.5 个百分点，美国与欧日 GDP 增速差将明显收窄，美国与欧日利差也将下降。其次，美国与贸易伙伴财政政策前景可能分化。美国为稳定政府债务率、降低国债收益率和减少经常项目逆差，可能控制财政扩张速度，预计 2025 年联邦财政赤字率 6.4% 与 2024 年持平。欧洲为建设自主军事防卫体系，可能加大财政扩张力度，欧元区财政赤字率可能从 2024 年 3.1% 升至 2025 年 3.4%。美国可能施压亚太贸易伙伴加大财政刺激，以促进经贸再平衡。财政政策前景分化将进一步降低美元与其他国际货币利差。最后，市场预期特朗普偏好弱美元以提振制造业，“海湖庄园协议”构想令投资者担心美元贬值风险，可能带来预期自我实现效应。过去十年，国际投资者大幅超配美元资产，美股收益大幅超越长期历史均值和其他市场收益，随着特朗普 2.0 冲击带来美元贬值和美股收益均值回归风险，国际投资者开始降低组合中美元资产占比，加剧美元跌势。

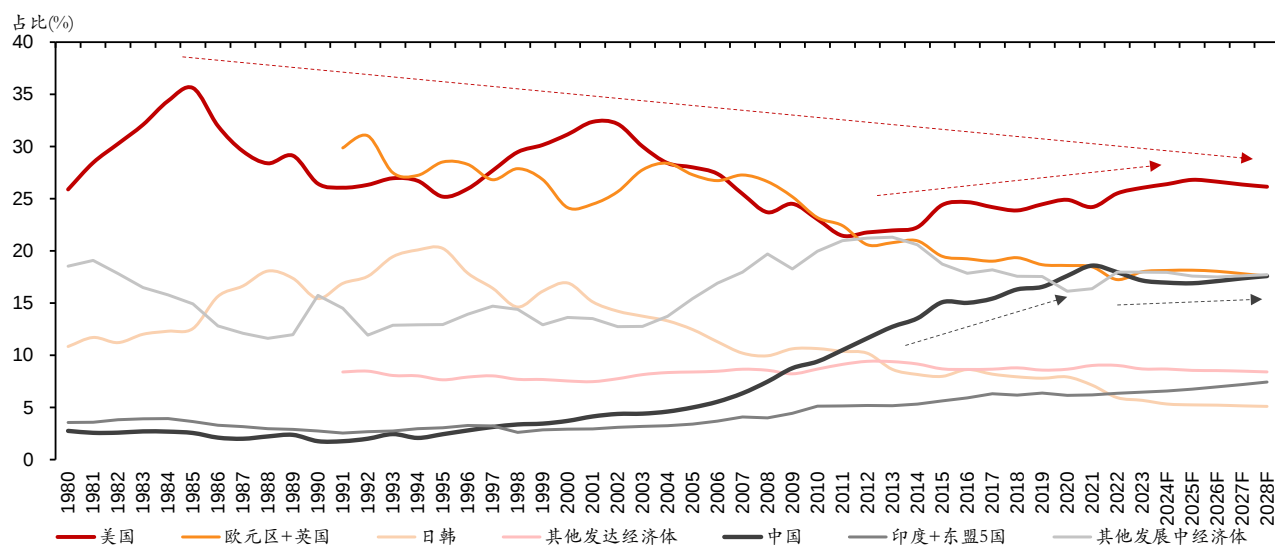
美元指数的短期回调是否演化为长周期下跌仍不确定。美元指数进入长周期下跌需要美欧经济格局发生逆转，从过去十年美强欧弱转为未来几年欧强美弱。首先需要观察评估特朗普政策。如果特朗普坚持以推动贸易平衡为目标，坚持高关税、弱美元、削弱美联储独立性和施压他国财政刺激等政策，那么将持续削弱美国经济前景和对美元资产信心，国际资金可能持续流出美国市场，美元指数短期回调可能演化为长周期下降。如果特朗普回归以提振短期经济增长为目标，加快减税和去监管等正面政策出台，那么可能修复投资者对美国经济和美元资产信心，美元指数短期回调可能不会演变为长周期下降。其次需要观察评估欧洲政策。如果欧洲实施比美国更有力的财政扩张、构建非美地区自由贸易体系、加快结构化改革和激活创新活力，那么可能持续缩小欧美经济差距，延长美元指数回调时间。目前欧洲计划增加财政扩张力度和加快自主防卫体系建设，但财政赤字率仍显著低于美国，其他方面政策更加滞后。

图 15: 美元指数与美国股市相对强弱



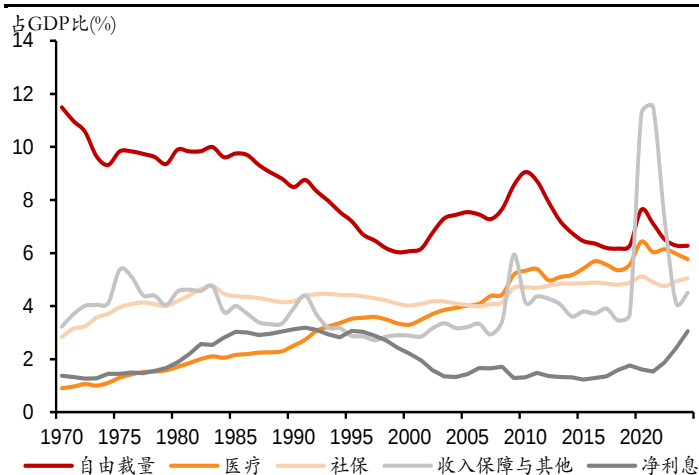
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: 各经济体在全球 GDP 份额



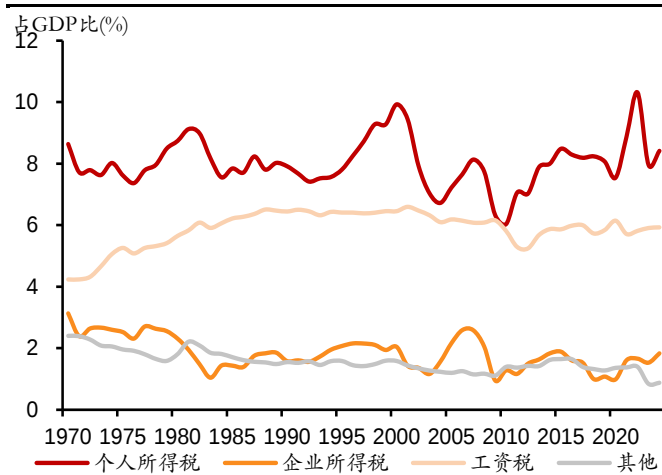
资料来源: IMF, 招银国际环球市场

图 17: 美国主要财政支出占 GDP%



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 18: 美国主要财政收入占 GDP%



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

美元地位

汇率波动对美元在国际货币体系中的份额具有一定影响，但并未改变美元的主导地位。在美元升值周期中，美元在国际支付和外汇交易中占比倾向于上升，因为美国经济金融活动比非美地区更加活跃、国际投资者对美元资产需求上升和美元计价降低非美货币交易规模等；在美元贬值周期中，美元在国际支付和外汇交易中占比倾向于下降，但仍稳居主导地位。美元主导地位在 1944 年布雷顿森林体系建立时正式确立，但并未因 1971 年布雷顿森林体系解体而结束。无论在美苏争霸的两极化时代，还是苏联解体后世界更加多极化的时期，美元主导地位都非常稳固。

从 BIS 调查来看，1989 年以来美元在场外外汇交易中占比随美元指数涨跌而波动，但稳定在 85%-90%。从 SWIFT 统计来看，伴随美元第三轮长周期上升，美元在国际支付中的份额从 2013 年 39.5% 升至 2025 年第 1 季度 49.1%，同期欧元份额从 33.2% 降至 21.9%，与美国差距进一步扩大。从国际储备资产币种结构来看，由于全球经济格局多极化和各国储备资产多元化策略，美元资产占比由 1975 年的 80% 左右降至 2000 年的 70% 左右和 2024 年的 57.8%，但仍居于主导地位，远超欧元 19.8%、日元 5.7%、英镑 4.8% 和人民币 2.2% 的占比，也远超美国在全球 GDP 中 25% 左右份额。各国外汇储备中美元资产大部分是美国国债，2025 年 3 月末外国投资者持有美国国债 9 万亿美元，占美国国债存量 25% 和公众持有国债存量的 31%。

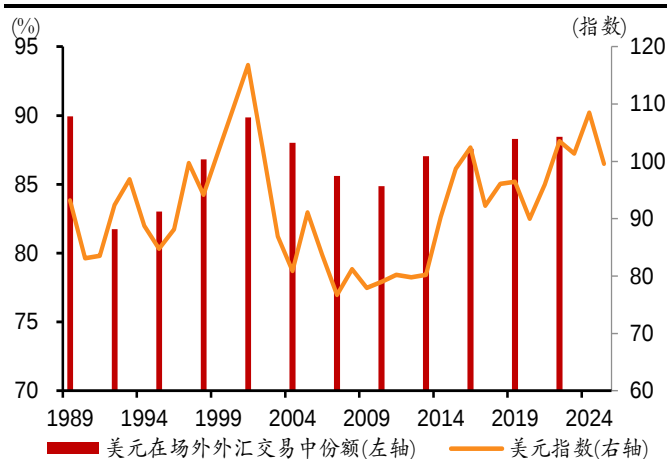
美元主导地位依靠多个因素支撑。第一，美国经济规模、科技创新、军事力量与软实力。2024 年美国在全球名义 GDP 中占比 26.4%，超过中国的 17% 和欧元区的 14.8%；美国在全球贸易总额、ODI 存量和对外证券投资存量中分别占比 21%、16.3% 和 16.8%；美国在全球研发支出中占比 26% 左右，在全球科技股市值中占比超过 50%，在全球军费支出中占比 37%。第二，美国金融市场的广度与深度和金融机构国际化水平。美国国债存量超过 33 万亿美元，占全球国债存量 41% 左右，美股市值超过 60 万亿美元，占全球股票市值近 50%。美国大型金融机构国际收入规模和占比均显著超过欧元区金融机构。第三，美国政治制衡、司法独立、产权保护与政策公信力。第四，美国盟友体系。美国盟友体系在全球名义 GDP、贸易和跨境投资中占比达到 50%-60%。第五，网络效应与历史惯性。尽管国际经济趋向多极化，但国际货币体系仍呈现单极化特点，因为网络效应带来赢家通吃。第六，缺乏更好的替代品。欧元作为第二大国际货币面临比美元更加严重的问题，包括缺乏强大联邦主权背书、统一财政政策支持 and 自主军事霸权保护。人民币作为区域性货币的影响力日益提升，但仍受制于资本项目管制、金融国际化落后和政策框架不稳定。

美元主导地位赋予美国实施金融制裁的威力，但过度使用金融制裁可能损及美元地位。被制裁对象规模、制裁同盟规模和不参与制裁的中立者规模决定金融制裁对美元地位负面影响程度。被制裁对象和中立者规模相对越大，制裁效果越差，对美元地位影响越大；制裁同盟规模相对越大，制裁效果越好，对美元地位影响越小。俄乌战争以来美国对俄制裁并未显著削弱美元主导地位，美元在各国储备货币中份额从 2021 年 58.8% 仅小幅降至 2024 年的 57.8%，在 SWIFT 国际支付中份额从 2021 年 39.4% 升至 2022 年 41.3% 和 2024 年 49.1%。首先，被制裁对象在全球经贸投资活动中占比较低，制裁前俄罗斯在全球 GDP、商品贸易、FDI、外国证券投资余额、国际银行业债权和全球外汇成交额中占比分别为 1.8%、1.8%、2.6%、0.2%、0.2% 和 0.7%。其次，制裁同盟包括几乎所有发达国家，欧元、日元、英镑等主要国际货币发行国均加入对俄制裁，美国金融制裁不会导致其他国际货币替代美元。外国持有的美元资产中大约 75% 由美国盟友持有，对俄制裁不会引发美元资产被大规模抛售。最后，大型新兴市场国家未公开参与对俄制裁，但这些国家本币国际化程度较低，与美欧经贸投资联系紧密，经贸投资活动仍依赖美元结算体系，这些国家金融机构并未大规模出售美元资产，且出于风险考虑不同程度地收紧与俄相关业务。

政府债务问题可能降低投资者对美债需求，推升美债利率，但尚不会引发主权债务危机和美元国际地位陨落。美国政府债务率在 G7 国家中排第三（2024 年 IMF 口径 121%），低于日本（237%）和意大利（135%），但高于德国（64%）、法国（113%）、英国（101%）和加拿大（111%）。但美国财政赤字率持续大幅超过其他国家，政府债务率上升速度较快，IMF 统计 2024 年美国政府净融资/GDP 达到 7.3%，远高于日本（2.5%）、意大利（3.4%）、德国（2.8%）、法国（5.8%）、英国（5.7%）和加拿大（2.1%）。美国政府债务率上升将推升国债融资成本，2024 年利息支出占联邦政府支出比例已达到 3.6%，创过去几十年最高。政府债务率和利率上升将降低投资者对美债需求，挤占政府其他支出，对私人投资产生挤出效应，降低创新效率与经济活力。宾夕法尼亚大学沃顿预算模型（Penn Wharton Budget Model）估计，当政府债务率达到 175%-200% 时，美国经济体系和金融市场可能无法承受。美国政府债务目前增长模式无法持续，但尚不会引发主权债务危机和美元国际地位陨落，因为投资者对美国经济基础、科技实力、金融竞争力和政策框架仍有信心。

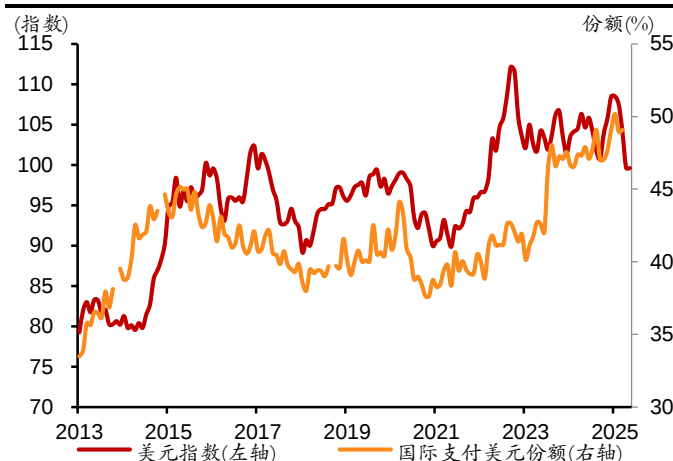
未来十年美元仍将是主导性国际货币，但美元在国际货币体系份额可能下降。支撑美元地位因素包括：美国的经济规模、科技水平、军事实力和综合国力可能仍居世界第一。美国金融市场的规模、深广度和流动性仍无与伦比；美国保持独立司法和对私有产权、投资者的强力保护；主导性国际货币的网络效应和使用惯性，转换成本较高。降低美元份额因素包括：全球经济格局多极化，美国在全球经济、贸易和投资中占比下降，新兴市场占比上升；美国回归孤立主义与保护主义，非美地区加快自由贸易协定谈判与签署，形成美国主导力下降的自由贸易体系，美元在相关经贸投资活动中占比将相应下降；欧洲加大财政扩张力度，加快自主防卫体系建设，美欧经济差距可能缩小。

图 19: 美元指数与美元在全球场外外汇交易中占比



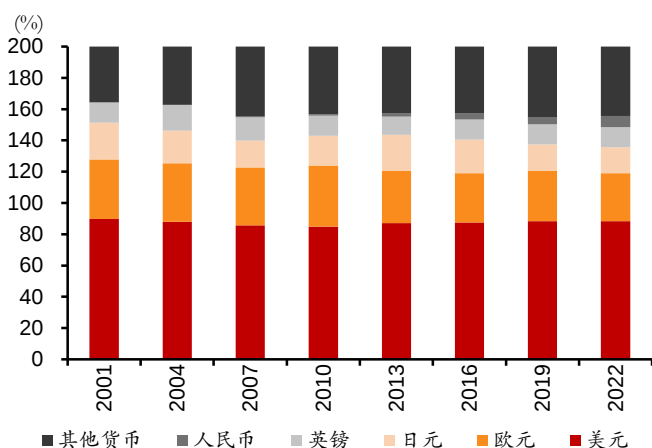
资料来源：Wind，招银国际环球市场预测

图 20: 美元指数与美元占国际支付份额



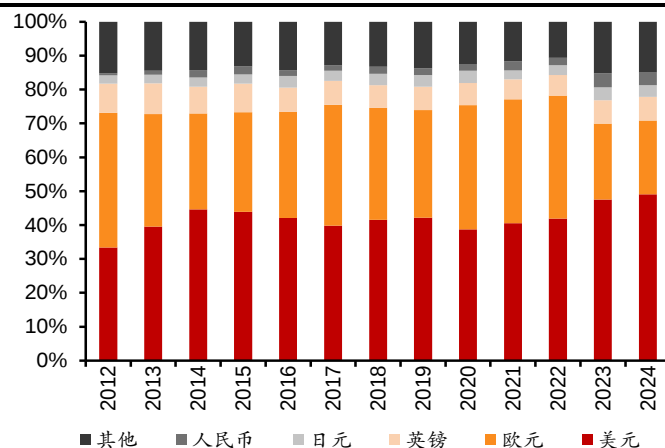
资料来源：Wind，招银国际环球市场预测

图 21: 主要货币在全球场外外汇交易中份额



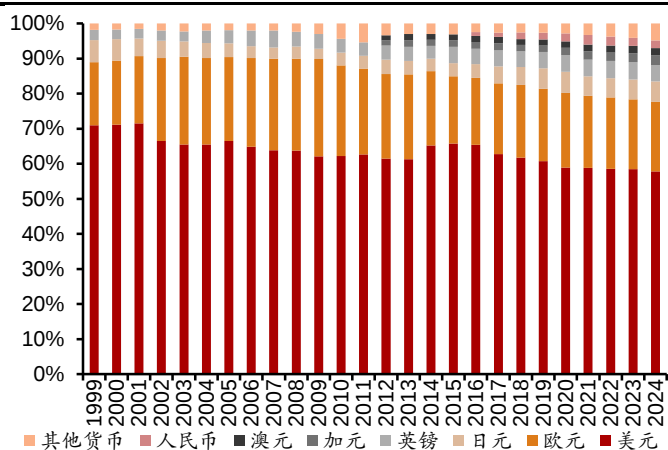
资料来源: BIS, 招银国际环球市场预测

图 22: 主要货币在 SWIFT 国际支付中份额



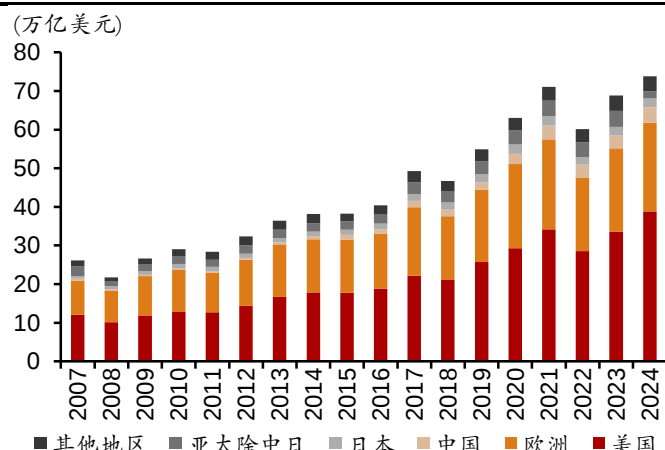
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 23: 主要货币资产在全球官方储备中份额



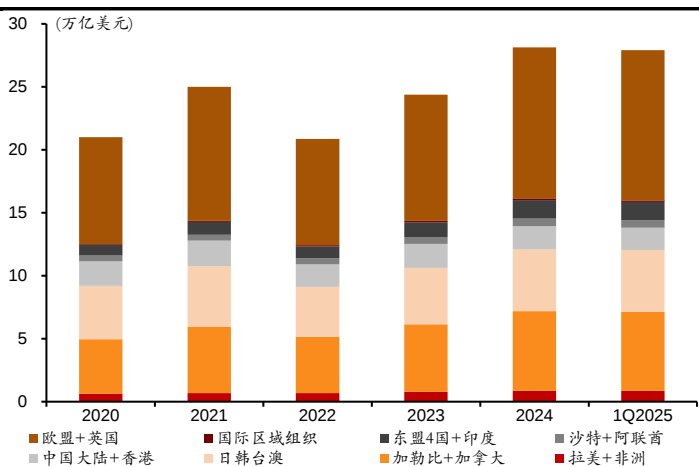
资料来源: IMF, 招银国际环球市场

图 24: 全球各地区共同基金净资产规模



资料来源: BIS, 招银国际环球市场

图 25: 国际投资者持有美国长期证券



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 26: 主要地区股票市值

(万亿美元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
美国	32.1	30.4	33.9	41.6	48.5	40.3	49.0	61.8
欧盟16+英国	16.2	13.4	16.1	17.1	19.8	15.8	17.7	16.3
中国A股+港股	13.1	10.1	13.4	18.3	19.8	16.0	14.9	16.3
日韩台	9.1	7.7	8.9	10.5	10.8	8.5	10.0	10.3
东盟5+南亚2	7.3	6.5	6.8	7.1	6.1	5.9	6.9	7.9
加拿大与澳大利亚	3.9	3.2	3.9	4.3	5.2	4.4	4.9	5.2
拉美6+非洲3	3.3	2.7	3.2	2.9	2.8	2.8	3.1	2.8

资料来源: Wind, 招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。