



华泰期货
HUATAI FUTURES

期货研究报告 | 宏观市场 2025-09-08

美元周期的统计探讨

——宏观资产杂谈系列三

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

2025 年年初以来，随着特朗普 2.0 任期以来美元指数持续回落。从 8 月美联储修改货币政策框架到 9 月就业市场疲软后可能再次降息，美元指数的运行对于全球市场流动性起到重要影响。本文从统计意义上分析当前美元指数所处的状态。

核心观点

■ 华泰美元指数历史走势

华泰美元指数呈现“趋势回落、降幅收窄”的特征。首先以 1999 年之前美元指数构成成分中十大货币对通过几何加权平均求得 1950 年以来美元指数拟合指数；其次以 1971 年以来美元指数波动特征同步放大 1950-1970 年期间美元指数波动；最后通过中心移动平均平滑美元指数，求得华泰美元指数。

■ 华泰美元指数运行周期

华泰美元指数经历了五轮上行和四轮下行，且当前暂未可判断进入到下行周期。以 $\pm 20\%$ 作为美元指数历史运行方向（上行或下行）的判定标准，当前华泰美元指数仍处于 2011 年以来的上行周期，无论是以历史上行周期中华泰美元指数呈现出“强度放缓、梯次收敛”的特征，还是下行周期中表现出来的“快速回落-企稳反弹-震荡整理-二次回落”特征，当前华泰美元指数可能仍处在一轮强度继续放缓的上行周期中。

■ 风险

经济数据短期波动风险，金融市场波动风险

目录

宏观事件	1
核心观点	1
美元指数的历史	3
1950 年以来的美元	3
华泰美元指数构建	4
美元指数的周期	5
周期划分	5
上行周期	6
下行周期	8

图表

图 1: 华泰期货美元指数 1950 年以来走势 单位: 指数点(对数坐标)	3
图 2: 美元指数的拟合 单位: %YOY, 指数点	4
图 3: 华泰美元指数构建 单位: %YOY, 指数点	4
图 4: 华泰期货美元指数上下行周期划分 单位: 指数点	5
图 5: 美元指数上行期的运行 单位: $T_0=100$	6
图 6: 华泰美元指数同比波动的对比 单位: %YOY	6
图 7: 美元指数上行期的运行_修正 单位: $T_0=100$	6
图 8: 美元指数上行期的运行 单位: 月数, %PCT	7
图 9: 真实美元指数的上行期 单位: 指数点	7
图 10: 华泰期货美元指数快速下行期 单位: $T_0=100$	8
图 11: 华泰期货美元指数下行期的反弹 单位: $T_0=100$	8

美元指数的历史

美元、美债的庞氏游戏能够存在，根源在于对美元的迷信和依赖。

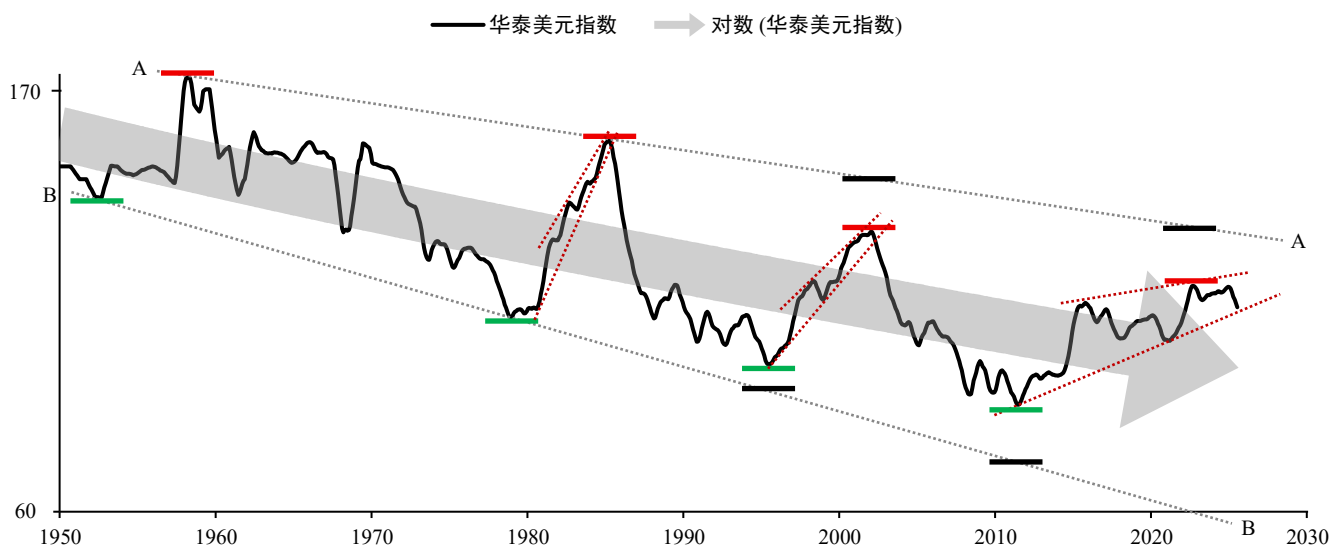
——一尘《走出美元陷阱》

1950 年以来的美元

美元趋势下行。我们按照美元指数的货币对成分构成¹，拟合了二战后 1950 年以来美元指数的走势。在对数坐标系下，以指数运行的高低点建立运行区间，可以发现 1950 年以来华泰美元指数持续处在回落的过程之中（见图 1）。

美元下行放缓。在对数坐标系下，华泰美元指数最近两个低点离下边界 BB 的距离正在扩大，但是高点离上边界 AA 的距离并没有显著收窄，显示出指数下行节奏在 2000 年以后呈现出逐渐放缓的态势。

图 1：华泰期货美元指数 1950 年以来走势 | 单位：指数点(对数坐标)



数据来源：FRED 华泰期货研究院

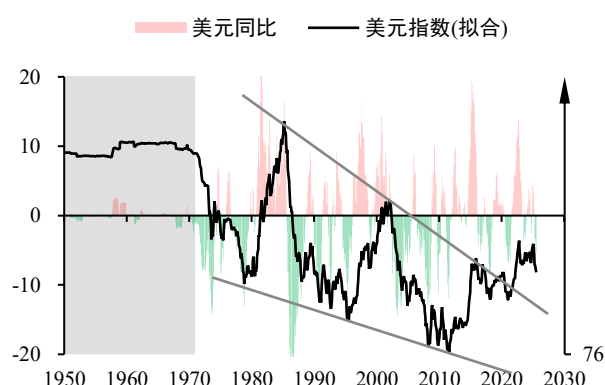
¹ 美元指数在欧元流通之前构成为：德国马克 (DM/US\$)、法国法郎 (FRANCS/US\$)、意大利里拉 (LIRA/US\$)、荷兰盾 (GUILDERS/US\$)、比利时法郎 (FRANCS/US\$)、日元 (YEN/US\$)、英镑 (\$US/POUND STERLING)、加拿大元 (CANADIAN \$/US\$)、瑞典克朗 (KRONOR/US\$) 和瑞士法郎 (FRANCS/US\$)。在欧元流通之后美元指数的构成为：欧元 (EUR)、日元、英镑、加元、瑞典克朗和瑞士法郎，其中欧元构成比重最大。

华泰美元指数构建

1950-1970 指数拟合。我们选择欧元流通前的欧洲国家货币（德国马克、法国法郎、意大利里拉、荷兰盾和比利时法郎）和美元之间的汇率比价，叠加当前美元指数中的其他五大汇率对（日元、英镑、加拿大元、瑞典克朗和瑞士法郎）作为美元指数拟合的基础汇率，以 1971-2025 年作为指数拟合的参照值求得几何加权平均指数（见图 2，灰色阴影部分为布雷顿森林体系时期）。

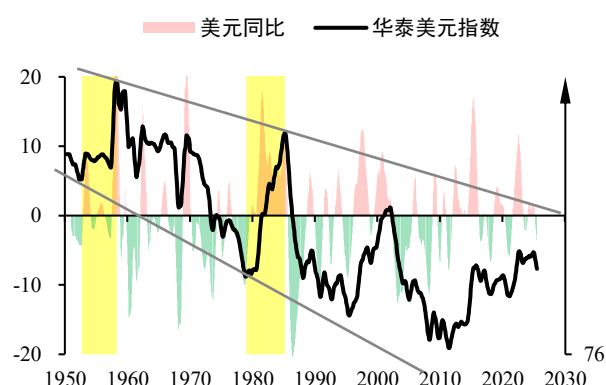
华泰美元指数的构建。(1) 放大波动率。对于 1950-1970 年固定汇率制时期的拟合美元指数，我们参照 1971-2025 年期间指数最大波动幅度同比例放大该时期的美元指数波动²，试图引入浮动汇率时期的美元指数运行特点。(2) 中心移动平均。因为样本选取的是月度美元指数均值，我们在放大波动率的基础上，通过 7 个月中心移动平均的方式求得“华泰美元指数”，以降低指数单个月异常波动对于指数驱动的影响（见图 3，黄色阴影部分为前两次美元指数波动的高低点，我们以此为基础建立“华泰美元指数”运行的趋势空间 AA-BB）。

图 2：美元指数的拟合 | 单位：%YoY，指数点



数据来源：FRED 华泰期货研究院

图 3：华泰美元指数构建 | 单位：%YoY，指数点



数据来源：FRED 华泰期货研究院

² 经过计算，1971-2025 年期间，美元指数月度均值的年同比波动范围在 $\pm 23\%$ 之间，而 1950-1970 年期间，尽管处在布雷顿森林体系的美元联系汇率环境，按照《国际货币基金协定》规定，各国货币对美元的汇率只能在法定汇率上下各 1% 的幅度内波动，但是至 1971 年 12 月，这种即期汇率变动的幅度扩大为上下 2.25%。因而拟合的美元指数同比波动范围在 $\pm 2.6\%$ 之间，取两者倍数 8.85 ($=23/2.6$) 作为 1950-1970 年拟合指数波动的放大因子。

美元指数的周期

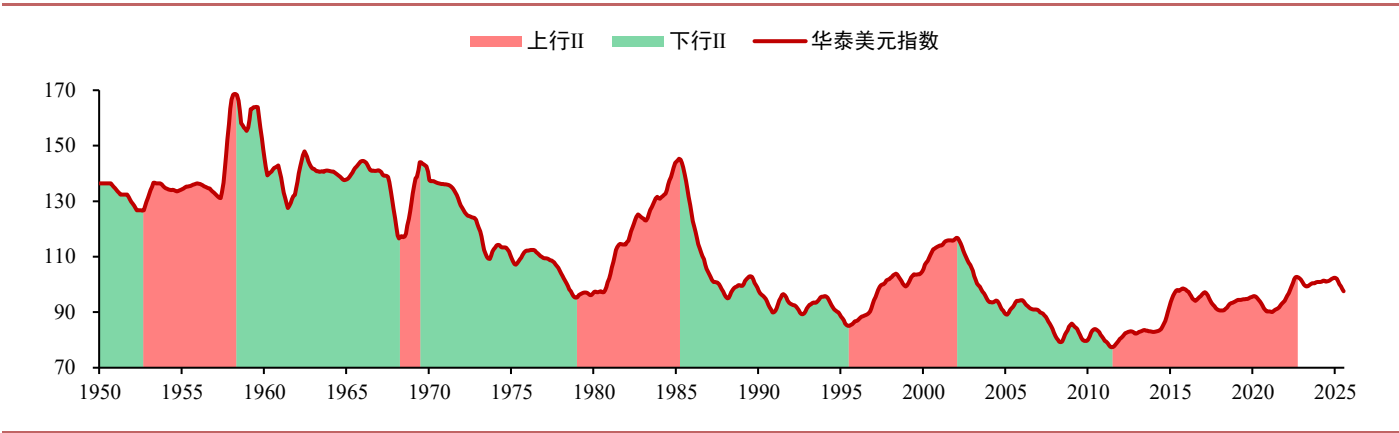
10%的货币贬值相当于 10%的关税壁垒和 10%的出口补贴。

——杰弗里·A·弗里登《货币政治》

周期划分

我们按照相邻高低点变动超出[-20%，+20%]作为指数上行期和下行期的判定标准，1950 年以来华泰美元指数经历了五轮上行期和四轮下行期（见图 4）。因为 1950 年之前数据暂不可得，1950 年 1 月至 1952 年 8 月之间指数的回落暂不纳入考量区间。对于最近一轮美元指数上行期，暂时的高点在 2022 年 10 月，但是 2022 年 10 月至今下跌幅度未达-20%，暂未将其列入下行周期。

图 4：华泰期货美元指数上下行周期划分 | 单位：指数点



数据来源：FRED 华泰期货研究院

表 1：华泰美元指数上下行周期变动 | 单位：%pct，月

上行期	累计变动 (%)	持续时间	月均变动 (%)	下行期	累计变动 (%)	持续时间	月均变动 (%)
				1950.1-1952.8	-7.2	32	-0.22
1952.9-1958.4	33.1	68	0.49	1958.5-1968.3	-30.7	119	-0.26
1968.4-1969.6	22.9	15	1.52	1969.7-1978.12	-33.8	114	-0.30
1979.1-1985.3	52.2	75	0.70	1985.4-1995.6	-41.3	123	-0.34
1995.7-2002.1	37.2	79	0.47	2002.2-2011.6	-33.7	113	-0.30
2011.7-2022.10	32.6	135	0.24				
均值(不含 1950-1952)	35.6	74.4	0.7		-34.9	117.3	-0.3
均值(不含 2011-2022)	36.3	59.3	0.8		-29.3	100.2	-0.3

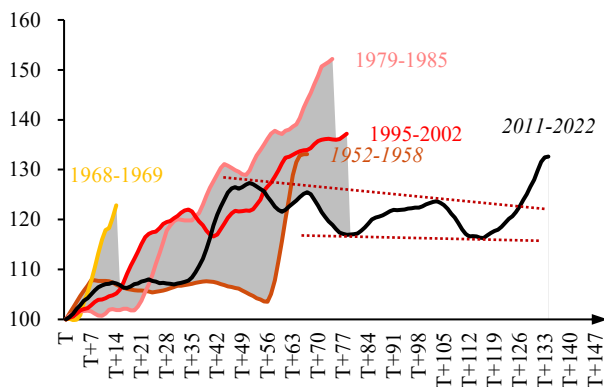
资料来源：华泰期货研究院

上行周期

上行周期的美元规律性不强。考察 1950 年以来的华泰美元指数上行期（见图 5）：

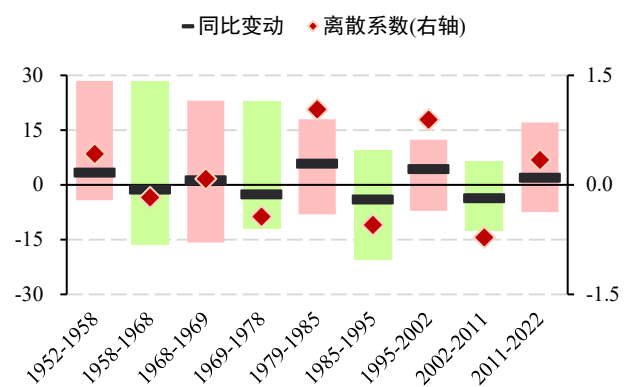
- (1) 上涨幅度。从 1968-1969 年最低的+22.9%到 1979-1985 年最高的+52.2%，涨幅范围变动较大。
- (2) 上涨时间。从 1968-1969 年最低的 15 个月（约 1 年）到 2011-2022 年最高的 135 个月（约 10 年），上涨周期延续时间不稳定。
- (3) 月均涨幅。从 2011-2022 年最低的 0.24%/月到 1968-1969 年最高的 1.52%/月，上行周期中月均涨幅也呈现出不稳定性。

图 5：美元指数上行期的运行 | 单位：T₀=100



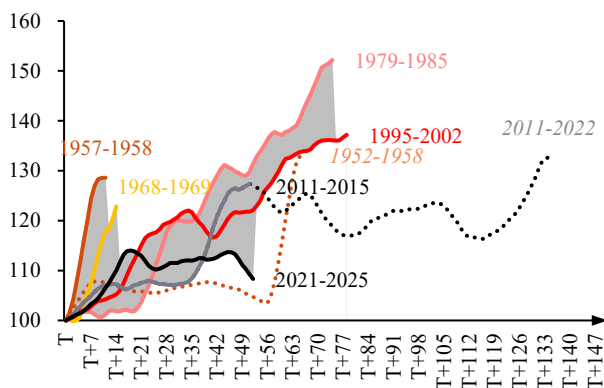
数据来源：华泰期货研究院

图 6：华泰美元指数同比波动的对比 | 单位：%YoY



数据来源：华泰期货研究院

图 7：美元指数上行期的运行_修正 | 单位：T₀=100



数据来源：华泰期货研究院

表 2：华泰美元指数上行期_修正 | 单位：%pct，月

	累计变动 (%)	持续时间	月均变动 (%)
1957.5-1958.4	28.57	12	2.38
1968.4-1969.4	22.86	13	1.76
1979.1-1985.3	52.18	75	0.70
1995.7-2002.1	37.20	79	0.47
2011.7-2015.10	27.36	52	0.53
2021.3-2022.10	13.84	20	0.69

数据来源：华泰期货研究院

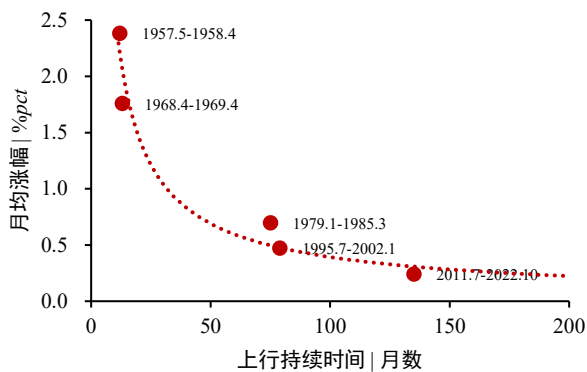
美元指数以史并不能知兴替。单纯观察美元指数在历次上行期（大于 20%涨幅）的统计表现，我们并不能找到美元指数上行的规律（见图 5 和图 6）。

美元指数上行期的改进。进一步地，我们对上行期的样本做两个修改，得到图 7 和表 2：

- (1) 将 1952-1958 年汇率相对稳定时期的美元指数变动起始点从 1952 年 9 月修改至 1957 年 5 月，以剔除汇率稳定时期的小幅波动影响。
- (2) 将 2011-2022 年最近一轮美元指数将近 10 年的上行周期拆分成两部分——2011 年 7 月至 2015 年 10 月美元指数较快上行期和 2021 年 3 月至 2022 年 10 月的缓慢“上行”期，以剔除 2016-2021 年近 5 年的震荡调整时期。

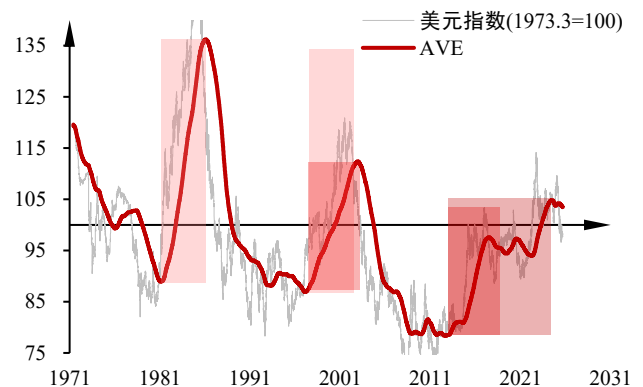
改进的美元上行期体现出三个较为显著特征。其一，1950 年以来，美元指数上行期的强度逐渐缩小，从 1957-1958 年的陡而强（1 年时间完成，月均上涨 2.38%）转为 2011-2022 年的缓而弱（将近 10 年，月均上涨 0.24%）。其二，1950 年以来美元指数月均上行的幅度梯次收敛，从 1957-1958 年的 2.38%、1968-1969 年的 1.76%，到 1979-1985 年的 0.70%、1995-2002 年的 0.47%，以及 2011-2022 年的 0.24%（见图 8）。其三，尽管 2011 年以来美元指数的上涨强度较弱，但是累计变动幅度显示截止到 2025 年美元指数并没有进入到下行期。

图 8：美元指数上行期的运行 | 单位：月数，%pct



数据来源：华泰期货研究院

图 9：真实美元指数的上行期 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

下行周期

华泰美元指数下行期的规律性强。考察 1950 年以来美元指数的下行期，表现出较为一致的特征（见图 10 和图 11）：

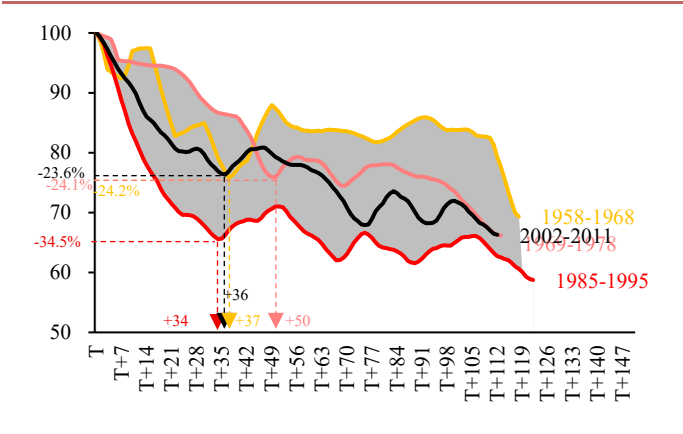
- (1)

平均下行时间为 117 个月，四个下行样本表现较为一致。
- (2)

平均下跌幅度在 0.3%/月，和上行期不同的是，下行期的月度跌幅随着时间推移并没有收敛。
- (3)

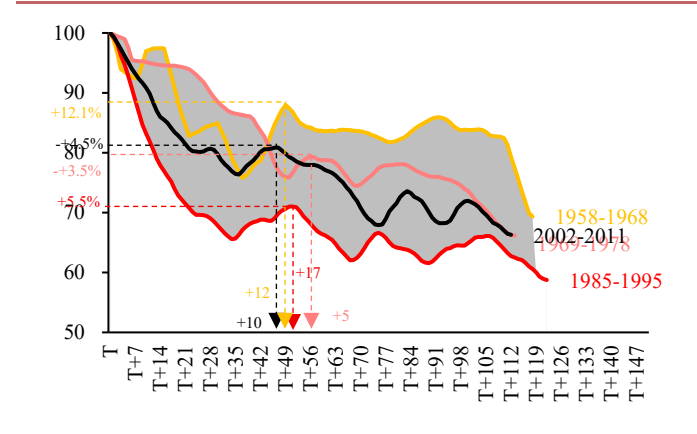
下行期指数呈现出“快速回落-企稳反弹-震荡整理-二次回落”的特征，除 2002-2011 年期间美元指数在反弹后就进入到二次回落阶段（见表 3）。

图 10：华泰期货美元指数快速下行期 | 单位：T₀=100



数据来源：华泰期货研究院

图 11：华泰期货美元指数下行期的反弹 | 单位：T₀=100



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

表 3：华泰美元指数下行周期变动及节奏 | 单位：%pct，月

	下行期			第一波快速下行		第一波反弹		第一波震荡		第二波快速下行	
	累计变动(%)	持续时间	月均变动(%)	累计变动(%)	持续时间	累计变动(%)	持续时间	累计变动(%)	持续时间	累计变动(%)	持续时间
1958.5-1968.3	-30.7	119	-0.26	-24.20	38	12.15	12	-5.46	61	-13.16	8
1969.7-1978.12	-33.8	114	-0.30	-24.14	51	3.46	6	-3.89	39	-9.26	18
1985.4-1995.6	-41.3	123	-0.34	-34.46	35	5.48	17	-5.09	53	-7.19	18
2002.2-2011.6	-33.7	113	-0.30	-23.62	37	4.48	10	-	-	-12.95	29

资料来源：华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com