

# 美元指数与黄金价格

中国黄金投资分析师资格评审专家委员会 杨凤梅

美元指数是综合反映美元在国际外汇市场的汇率情况的指标,用来衡量美元对一揽子货币的汇率变化程度。它通过计算美元和对选定的一揽子货币的综合的变化率,来衡量美元的强弱程度,从而间接反映美国的出口竞争能力和进口成本的变动情况。如果美元指数下跌,说明美元对其他的主要货币贬值;反之,美元指数上涨,说明美元兑其它主要货币升值。自 2001 年以来,美元指数形成明显的下跌趋势。美元指数从 2001 年 7 月初的 121.02 下跌至 2007 年 11 月的最低点 74.49,累计下跌幅度达到 38.45%。

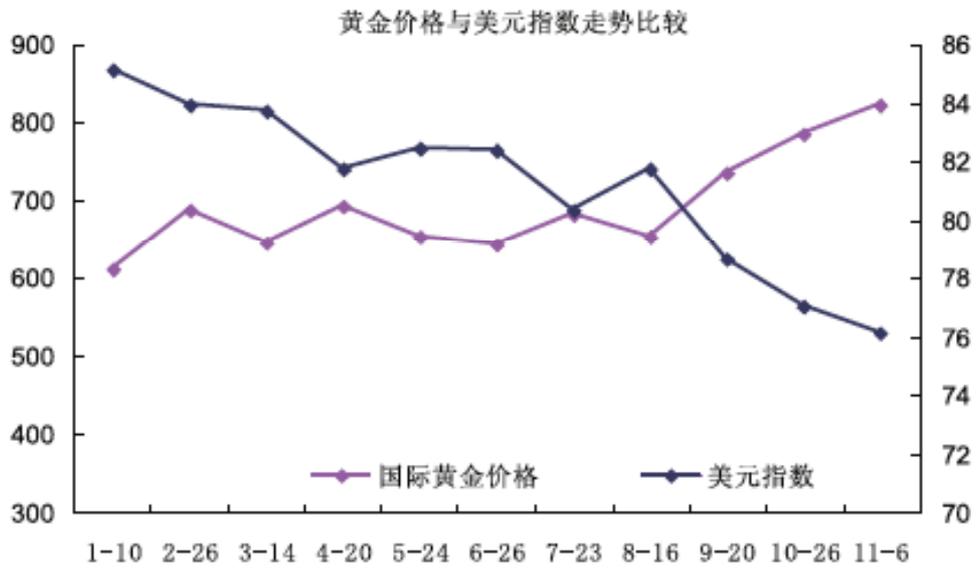
## 一、美元指数大幅波动的主导因素

30 年来,美元已经历了两次危机,第一次危机爆发于 1973 - 1976 年间,危机爆发标志是美元和黄金的彻底脱钩以及布雷顿森林体系的崩溃。第二次危机爆发于 1985 - 1987 年间,危机爆发标志是《广场协议》的签署和美国股市的股灾。

始于 2001 年的这一轮美元调整,表面上看是布什政府对 90 年代中后期民主党政府所奉行的“强势美元政策”调整的结果。时任美国财政部长的斯诺于 2006 年 5 月 17 日在西方 7 国财政部长会议上发表的关于“强势美元政策”的讲话,被普遍视作美国推行弱势美元政策的信号。政策改变的背后,仍然是经济因素在起作用。按照高盛公司的预测,美国未来 10 年预算赤字将达到 5.5 万亿美元,经常项目下贸易赤字将超过 GDP 的 5%,双赤字局面的持续是美元政策由强转弱的基础。更为不利的是美元利率处于 45 年来的最低点,低利率与美国反恐战争导致国际资本流入逆转,难以弥补国际收支逆差。综合起来,双赤字、低利率、恐怖袭击这三大因素导致国际资本外流是此轮美元中期贬值趋势形成的基本原因。

研究美元指数和国际黄金价格之间的关系,实质是研究美元汇率波动和国际黄金价格之间的关系。

图1：2007年美元指数与黄金价格走势比较



欧元兑美元汇率K线图（1999-2007）



## 二、美元指数对国际金价的影响

从某种程度上来看美元的变化对国际金价的短期走势起着决定性的作用，美

元涨金价跌、美元跌金价涨。反映在美元指数上，就是美元指数涨黄金价格涨、美元指数跌黄金价格跌。美国经济受双赤字问题的困扰和贸易逆差的长期存在是近年来美元指数下跌、黄金上涨的主要原因。虽然黄金价格受国际地缘政治、国际经济、国际金融以及各个市场之间联动多个层级因素的影响，但由于黄金是以美元报价，美元的走势是国际黄金价格的最基本影响因素。因而研究黄金价格的变动趋势必须更多地关注美国经济和美元汇率，当美元利率对美元汇率起到提升作用时，就会对金价暂时起抑制作用。美元指数是美元汇率最直接的观察窗口，因而通过关注美元指数来判断黄金价格的走势是一种简单直接的办法。根据传统的国际收支理论，高额的贸易赤字将使市场投资者预期美元货币汇率持续贬值，直至贸易逆差消失。所以美元汇率可能进一步贬值。美国政府纵容默许美元货币贬值，因为这客观上有助于增强美国制造业竞争能力，增加就业机会，符合美国经济利益。美元贬值导致包括黄金在内的全球以美元计价的贵金属和大宗商品价格上涨。

美元贬值对黄金的影响主要表现在三个方面：(1)降低美国之外的消费者购买黄金的成本，增强黄金的购买力；(2)黄金作为最理想的避险工具，是国际游资的首选投资品种；(3)美元贬值会使产金大国的扩产受到限制，甚至关闭矿山。

国际现货黄金是以美元计价结算，美元汇率的强弱将影响主要工业国家黄金的进口和消费成本，美元兑主要货币的走强将压制相关地区的消费。所以，一般来说国际市场黄金与美元汇率之间保持着密切的负相关关系，历史上每次美元汇率的大的、趋势性的变动都会引起黄金的反向运动，因此美元贬值在黄金价格的上涨中起关键作用。

从以往历史数据观察，美元指数与国际金价负相关系数超过了-0.85，通常情况下呈高度负相关关系。2007年以来，美元指数与黄金价格总体来说呈负相关关系，9月初以来这种反向趋势益发明显（图1）。基本上美元指数是单边下滑的趋势，黄金则是单边上扬的趋势，而且从某种程度上说，美元指数下滑的趋势比黄金更明显。

出现此种现象主要由以下三个方面的因素引起：

一是国际货币体系受到欧元冲击。2002年初欧元正式投入流通的意义在于：布雷顿森林体系解体后建立的国际信用货币体系出现强有力的竞争者，美元的独

霸地位遇到严重挑战。欧元作为后来者和竞争者的出现，开启了国际货币体系由美元单一本位制向双重本位制甚至多重本位制过渡的新时代。国际货币体系从此将面临更加不稳定的前景。货币领域的竞争反映并终将影响世界格局和国际体系的深刻变迁。

2007 年以来，欧元兑美元连创新高，目前更是在 1.45 的高位运行，不能不说明国际资本对美元看淡导致更多的资本四处找寻避风的港湾，而在同期面对高油价冲击，使得投资者的避险需求意愿加强，纷纷买入黄金推动黄金价格的走高。

二是主要经济体利率水平进行调整。2000 年以来，主要经济体利率水平都经历了大幅调整，利率调整的持续时间和频度历史罕见，利率手段的作用得到极大彰显。

2000 年，美国新经济泡沫破裂。为了挽救美国股市和经济，从 2001 年初开始至 2003 年 6 月底，美联储先后 13 次降息，将联邦基金利率从 2000 年 5 月的 6.5% 降至 2003 年 6 月的 1%，其中有 9 次降幅都是 0.5%。从 2003 年开始，美国经济开始复苏，国际油价的上升使美国经济面临越来越大的通胀压力。2004 年 6 月起，美联储顺应形势变化连续 17 次以 0.25% 的幅度加息，将联邦基金利率升至 5.25%，为 5 年来的最高水平。随后，由于国内经济金融的压力太大，美联储不得不在 2007 年 9 月 19 日降息 50 个基点，从而开始了新一轮的降息周期。

美国连续多次加息的做法不仅未能消除通货膨胀隐忧，反而在今年次级债问题暴露出来后迫于危急形势不得不进入新一轮降息周期，实际上更增加了投资者恐慌和对美国经济的猜疑心理，从而使得美元进一步走软。

三是全球股市先抑后扬，当前面临巨大调整压力。2000 年 4 月，美国新经济泡沫破裂，世界主要经济体股市大幅回调。截止 2002 年末，美国、欧洲和日本的债券、股票和银行资产占 GDP 的比重比 2001 年末分别下降 167.4%、246.5% 和 65.1%。从 2003 年初开始，世界主要股市筑底反弹。目前，标普 500 指数、道琼斯指数和英国金融时报指数仍未能突破 2000 年前后的高点，纳斯达克指数则相去甚远，从当前的国际地缘政治、国际经济金融局势发展来看，未来世界主要股市面临着泡沫再次破裂的巨大风险。受美国房地产市场的拖累，目前美国股市面临着巨大的压力，这种压力可能会导致美国国家安全战略的相应调整，从而深刻影响世界地缘政治和经济金融格局。这也成为美元走弱、资金选择黄金避险

的理由。

鉴于人们对美国经济的结构性问题的担忧以及次级债问题暴露出的只是冰山一角，美元的弱势将会持续，这无疑将对 2007 年底 2008 年初国际金价的持续走高提供良好的支撑。

一般情况下，美元指数与黄金价格存在着负相关关系，但也有不少例外的情况。只不过这种例外的情况只是短期的，不可能长期存在。如 2005 年便出现了美元与黄金同步上涨的局面，之所以会出现这种情况，最主要的原因是欧州出现的政治和经济动荡：一体化进程由于法国公投的失败而面临崩溃的危机，欧洲经济一直徘徊不前，英国经济发展出现停滞和倒退，原本应该通过降息来刺激经济的欧央行受到美元升息拉大美元与欧元的利率差的羁绊而左右为难，只能勉强维持现行利息水平，英国央行为了刺激经济而调低利率，欧元和英镑因此而受到市场抛售，投资者短期内只能重新回到美元和黄金市场寻求避险推动了美元和黄金的同步走高。

这是因为黄金市场与外汇市场是两个相互影响但又彼此独立的金融市场，除了受外部因素的影响外，还有各自内在的运行规律，美元指数的走势只是提供一个参照系。因此密切关注美元指数的走势是必要的，但不能完全用美元指数的走势分析来代替国际黄金价格的走势分析。

（责任编辑：刘星）