

美元汇率开始回归基本面？

相关研究

《美元指数见底》

2009/11/03

重申对美元的看法

美元汇率处于底部区域，在现在的时点上，向上的概率和空间已经大于向下的概率和空间，未来一段时间，美元汇率以盘整的方式寻找方向，带领美元走出盘整、趋势性上行的因素应该是加息。

影响美元汇率的中期因素在弱化，短期力量到了一个均衡位置。而且，在美元需求减少的同时，美元对内供给和对外供给将减少。这是我们此前认为美元筑底的主要理由。

本报告创新之处¹

第一、影响短期美元汇率走势的因素，开始从市场避险情绪转移到了经济基本面，而基本面因素也不支持美元继续下跌。

第二，我们对短期因素的跟踪也支持此前关于美元接近短期均衡的看法：短期资金面的宽松程度美元进一步上升；市场避险情绪也一直在临界值水平盘整。鉴于基本面因素的重要性在上升，我们此后将跟踪短期均衡是否向另一状态转化。

陈勇

(021) 5010 6011

chenyongsz@lhq.com

¹ 感谢实习生卢羽佳的帮助。

目 录

重申对美元的看法.....	3
美元走势开始回归基本面?	3
最新数据表明美元汇率仍处于短期均衡状态	5

（本报告包括 5 张图表）

自我们 11 月 3 日推出报告《美元指数见底》(以下个前报告)以后,美元指数经历了一段时间的弱势调整,最低下探至 74.18,12 月 4 日,美元大幅反弹。本报告旨在从宏观经济视角跟踪美元走势的最新动态,我们集中于两个问题:第一,美元走势是否出现新的动向?第二,我们此前跟踪的影响美元短期走势的指标走势是否继续支持我们的结论?

重申对美元的看法

前报告的核心结论是:美元汇率处于底部区域,在现在的时点上,向上的概率和空间已经大于向下的概率和空间,未来一段时间,美元汇率以盘整的方式寻找方向,带领美元走出盘整、趋势性上行的因素应该是加息。

我们分长期、中期和短期分析影响美元走势的因素。从长期来看,影响美元走势的主要是美国的相对国力和美元的国际储备货币地位。因为美国 GDP 占全球 GDP 份额在长期将下降,因此,美元汇率长期走软将是一个确定性趋势。但是,从 1970 年代以来的经验看,美元储备货币地位的下降是一个缓慢而渐进的过程,中间有反复。

中期看,美元汇率走势形如“微笑曲线”。即在美国经济很好和经济很差的时候,美元走势强劲。那么美元当前处于微笑曲线的何种位置?我们从很多实际经济因素中筛选出了赤字和利率因素,从这两个因素看,美元处于微笑曲线的底部区域。赤字包括财政赤字和贸易赤字,我们发现,如果全球经济再平衡是一个必然过程,则在中期,美国的财政赤字和贸易赤字将趋势性下降。而美国利率已经处于历史地位,未来利率的走向只有一个:向上。也就是说,影响美元汇率的中期因素也在弱化。

我们对短期因素的关注主要集中于资金面和市场避险情绪。从这两方面看,短期美元汇率到了一个均衡位置。短期资金面的宽松到了一个无以复加的程度,而且将当前的资金面状况放在一个更长的历史坐标,我们发现资金面状况的方向将是收紧。金融危机爆发以后,市场避险情绪与美元短期走势有明显的相关性,而衡量避险情绪的 VIX 指数也到了一个临界水平。因此美元将以盘整的方式寻找方向。

前报告还开创性指出了美元的资金供给将减少的问题。此前市场集中关注美元需求渐减少。然而美元的对外供给和对内供给都在减少。从对内供给看,联储的基础货币供应将从历史性规模下降,, M1、M2 也将下降到一个历史正常水平。从美元的对外供给看,美国在 1980 年代中后期以来一直以贸易逆差的形式输出美元,如果美国贸易逆差减少,意味着美元的对外供给也将减少。

现在的问题是:最新的情况发生了什么?考虑到中长期因素一个月之内不会发生变化,我们更关注短期因素是否有变化。

美元走势开始回归基本面?

美元指数大幅反弹主要基于美国超预期的经济数据。美国非农就业数据 12 月 4 日公布,当日美元指数从 74.63 大幅反弹至于 75.91,当日的反弹幅度明显大于 11 月 27 日的迪拜债务危机。

图 1 美元指数强劲反弹（2009.08.01-2009.12.07）



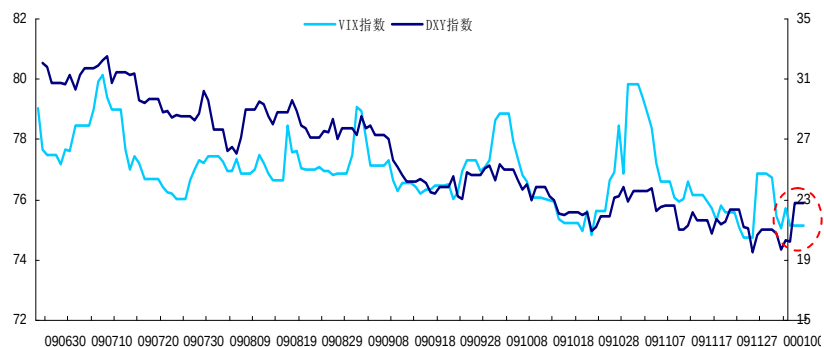
资料来源：CEIC,BLOOMBERG，联合证券研究所。

我们注意到，2008 年 9 月以来，经济数据越差，市场越动荡，美元指数反弹越明显，背后的逻辑是，金融市场动荡导致市场避险情绪上升，使得美元作为相对安全的资产更受青睐，从而导致美元汇率上升。如今，这一状况开始开始变化，即，金融动荡在市场交易者的记忆中逐渐淡化，影响美元汇率的因素开始向基本面因素回归。

做出这个判断的第一个论据如图 1，迪拜世界债务危机导致的金融市场动荡对美元汇率的影响开始小于美国非农就业数据。

第二个论据是我们确实发现了反映市场避险情绪的 VIX 指数与美元汇率走势有所背离。如图 2，金融危机以来，VIX 指数和美元指数在波动方向上基本一致，然而这种一致性在最近出现了变化。

图 2 风险偏好因素开始让位于基本面因素（2009.06.30-2009.12.07）



资料来源：CEIC,BLOOMBERG，联合证券研究所。

这是否意味着这样一个值得注意的新现象？即影响美元汇率的因素开始向基本面因素回归。虽然我们现在还不能下确定性结论。但这至少可以引申出以下含义：

第一，风险因素在决定美元汇率的重要性下降，支持我们此前认为美元汇率波动短期接近均衡点的看法。我们后面将更新我们对短期因素的跟踪。

第二，如果决定美元汇率的因素中基本面因素逐渐重要，美元汇率更有可能反弹。因为美国经济已经经历深度调整，而且，常规看来，美国经济调

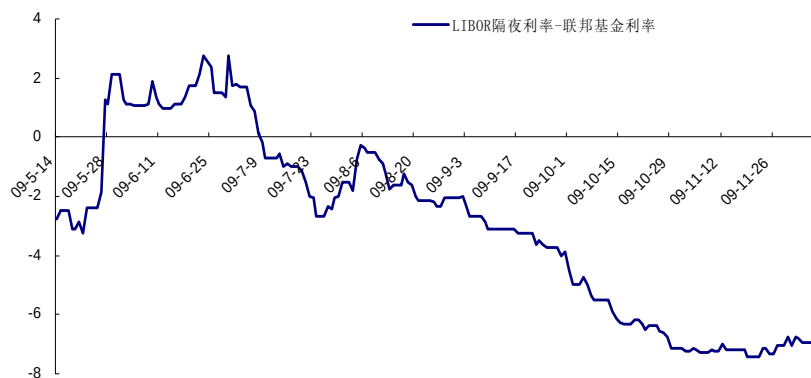
整比欧洲和日本快。

最新数据表明美元汇率仍处于短期均衡状态

我们从两个方面观察影响美元汇率的短期因素：一是国际金融市场上美元短期供求，我们用 LIBOR 和联邦基金利率的利差（以下简称利差）来表示；二是市场避险情绪，我们用 VIX 指数表示。

就利差来讲，短期内已经不能再低，也就是说金融市场上美元资金面的宽松已经到无以复加的程度。图 3 是日数据，我们发现从 10 月底以来一个多月里，利差未能进一步扩大。

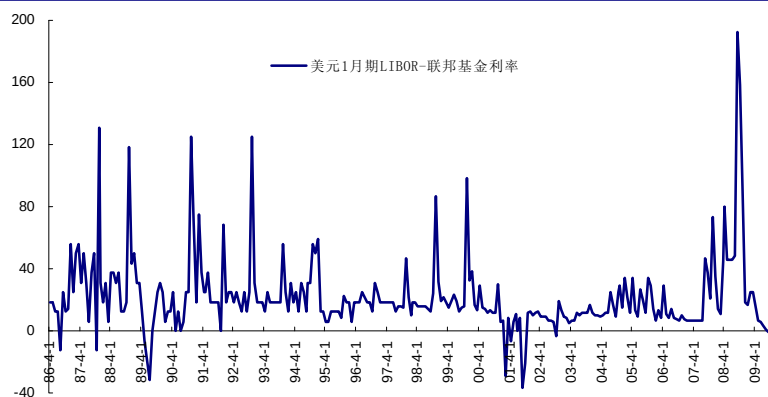
图 3 美元短期资金面的宽松无以复加（2009.05.01-2009.12.07）



资料来源：CEIC,BLOOMBERG，联合证券研究所。

长期来看也是这样，以月数据表示的利差，除了危机时期有异动，正常时期都在 18 个 BP 的水平，而 11 月底的数据为-1.5BP, 如果我们认为金融市场动荡逐渐平息，则长期资金面也不能再宽松。

图 4 美元长期资金面也难以再宽松（1986.04-2009.11）



资料来源：CEIC,BLOOMBERG，联合证券研究所。

反映市场避险情绪的 VIX 指数也到了临界水平。从历史上看来，20 是 VIX 指数的临界值，如果 VIX 指数长期低于 20，则意味着市场有风险偏好明显上升。我们发现，自我们发报告以后，VIX 指数一直在临界值水平附近盘整。需要指出的是，正如图 2 所示，如果金融市场风平浪静，市场避险情绪对美元走势的重要性将逐渐下降。

图 5 市场避险情绪也在一个临界水平上（2007.04.18-2009.12.07）



资料来源：CEIC,BLOOMBERG，联合证券研究所。

总而言之，影响美元短期走势的资金面和市场避险情绪因素都处于临界水平，因此我们认为美元汇率处于短期均衡状态。但是短期均衡还不至于引导美元走势中期反弹，虽然我们预期美元反弹随时会发生，但指望美元走出一轮趋势性反弹，可预期的因素应该是美联储加息。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lrzd@lhq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。