

董先安 王连庆
卢燕津 贾潇君

宏观研究小组

010-66290223, 021-38565956

dongxa@xyzq.com.cn
证书号 S0190210030001

美元走强的配置效应

2010年05月25日

相关报告

100521
欧洲量化宽松货币紧缩财政
评估

100516
地产投资情景推理: 月环比与
同比

100513
不必大幅下调年度投资预测

100513
推理整固路径 无须下调预测

100511
物价环比平稳 工业扩张放缓

100509
PIIGS 危机进一步扩散概率不
高

100506
三种情景下经济整固路径

100503
准备金或再调 1-2 次 加息推
后

100502
对系统性风险的一个系统思
考

100502
G20 退出动态(中): 欧元区、
英国

100427
G20 退出动态(上): 澳大利亚、
印度、巴西

100423
逆向思考上半年宏观经济与
地产量价环比数据

100416
过热风险累积 远大于二次探
底风险

100412
按季控制信贷特征明显

100412
今年地产的多赢出路

100412
通胀专题

北京刚闭幕的第二轮中美战略与经济对话, 议题含能源安全、气候变化、经济复苏及增长、贸易和投资等问题, 人民币脱钩问题则低调处理。尽管市场对人民币兑美元走势预期转弱, 美财长 Geithner 会后仍对人民币汇改充满信心。

自去年 11 月 18 日《市场驱动中国经济再平衡系列: 2010 进出口预测与内外需再平衡》我们看美元走强以来, 人民币与美元有效汇率已显著升值。当时在报告中提示, 美元指数已处在长周期的下限位置, 结合财政赤字、经常项目、融资套利空间以及经济基本面, 综合判断美元贬值空间有限。因看好全球需求增长, 供需边际上差异将支撑大宗商品价格震荡上行。近期欧洲主权债务危机引发市场避险美元, 全球权益类资产价格也显著波动。

上述判断也是 3 月 19 日《人民币汇率路径推演》中, 我们推理人民币汇率内生性路径时, 认为人民币高概率在 7 月, 而非 2 季度实现与美元脱钩的考虑之一。我们认为脱钩的影响将超出市场预计, 作为全球定价货币的美元与人民币脱钩, 将会影响到全球对冲基金和共同基金的资产配置, 甚至影响到美元本身走势; 相对而言, 人民币对欧元和日元汇率变动影响局限在贸易层面, 对美元则不同。若人民币与美元脱钩, 转钩一揽子货币, 去年 11 月以来的美元走强趋势可能有所软化, 影响资产与商品价格。

5 月 21 日《欧元区量化宽松货币紧缩财政评估》进一步推理: (1) 宽松货币紧缩财政针对通缩风险; (2) PIIGS 债务压力迫使欧元区将长期维持低利率; (3) 欧元区量化宽松将强化货币相对资产长期贬值趋势; (4) 欧元区宽松货币紧缩财政组合令资金外流美元区域, 美元作为全球主导性定价货币, 币值相对变化影响商品/资产价格, 并触发短期震荡。

我们不妨对美元与商品/资产价格的时间序列进行检验。在月度数据的 Granger 检验中, 参照美国工业产出的周期进行分段: 1991 年 3 月至 2001 年 11 月、2001 年 12 月至 2009 年 3 月、2009 年 4 月至今。从 2009 年 4 月来数据看, 名义美元指数 Granger 导致法国 CAC40 变化(滞后 2 天); 2009 年 4 月至今名义美元指数和道琼斯工业指数相互 Granger 导致(滞后 2 天), 下表其他时间段也都相互 Granger 导致; 1986 年至今、2001 年 12 月至 2009 年 3 月 WTI 原油价格与名义美元指数变化相互 Granger 导致; 1988 年至今、1991 年 3 月至 2001 年 11 月、2009 年 4 月至今名义美元指数与 CRB 指数相互 Granger 导致; 1975 年以来的数据显示名义美元指数与 COMEX 黄金价格相互 Granger 导致(滞后 2 天)。从 2001 年 12 月来月度数据看, 实际美元指数和名义美元指数都 Granger 导致 CRB 指数变化(滞后 1 月); 实际美元指数和名义美元指数都 Granger 导致房价(标准普尔/CS 房价指数: 10 个大中城市)变化(滞后 1 月)。

上述数据印证了美元走强的配置效应, 预示人民币脱钩一旦发生美元走势可能变化值得密切关注。

表 1：日度美元指数与资产价格检验

被解释变量	解释变量	滞后	Granger Causality	相关系数（对数）	显著	时间段
名义美元指数	CAC40	2 天	差	-0.237	高	2009.4-当前
CAC40	名义美元指数	2 天	高	-2.095	高	2009.4-当前
名义美元指数	道琼斯工业	2 天	低	-0.187	高	2009.4-当前
道琼斯工业	名义美元指数	2 天	高	-2.109	高	2009.4-当前
名义美元指数	WTI 原油	2 天	中	-0.154	高	2009.4-当前
名义美元指数	CRB	2 天	高	-0.337	高	2009.4-当前
CRB	名义美元指数	2 天	中	-1.660	高	2009.4-当前
名义美元指数	COMEX 黄金	2 天	高	-0.183	高	2009.4-当前
名义美元指数	CAC40	2 天	差	0.007	高	1988.1-当前
名义美元指数	道琼斯工业	2 天	高	-0.076	高	1973.1-当前
道琼斯工业	名义美元指数	5 天	中	-4.222	高	1973.1-当前
名义美元指数	WTI 原油	4 天	高	-0.123	高	1986.1-当前
WTI 原油	名义美元指数	3 天	高	-3.514	高	1986.1-当前
名义美元指数	CRB	2 天	高	-0.216	高	1994.1-当前
CRB	名义美元指数	3 天	中	-1.871	高	1994.1-当前
名义美元指数	COMEX 黄金	2 天	高	-0.170	高	1975.1-当前
COMEX 黄金	名义美元指数	2 天	中	-1.703	高	1975.1-当前
名义美元指数	CAC40	2 天	高	-0.251	高	2001.12-2009.3
名义美元指数	道琼斯工业	2 天	高	-0.490	高	2001.12-2009.3
道琼斯工业	名义美元指数	2 天	中	-0.839	高	2001.12-2009.3
名义美元指数	WTI 原油	2 天	高	-0.222	高	2001.12-2009.3
WTI 原油	名义美元指数	1 天	中	-3.648	高	2001.12-2009.3
名义美元指数	CRB	2 天	高	-0.389	高	2001.12-2009.3
名义美元指数	COMEX 黄金	3 天	中	-0.276	高	2001.12-2009.3
名义美元指数	CAC40	1 天	高	0.151	高	1991.3-2001.11
名义美元指数	道琼斯工业	1 天	高	0.124	高	1991.3-2001.11
道琼斯工业	名义美元指数	1 天	差	4.887	高	1991.3-2001.11
名义美元指数	CRB	2 天	高	0.207	高	1994.1-2001.11
CRB	名义美元指数	3 天	中	0.788	高	1994.1-2001.11
名义美元指数	COMEX 黄金	1 天	低	-0.481	高	1991.3-2001.11
COMEX 黄金	名义美元指数	1 天	高	-1.607	高	1991.3-2001.11

表 2：月度美元指数与资产价格检验

被解释变量	解释变量	滞后	Granger Causality	相关系数（对数）	显著	时间段
实际美元指数	CAC40	3 个月	低	0.682	高	2001.12-2010.4
CRB 指数	实际美元指数	1 个月	高	-3.505	高	2001.12-2010.4
CRB 指数	名义美元指数	1 个月	中	-4.131	高	2001.12-2010.4
S&P/SC 10 城市房价指数	名义美元指数	1 个月	高	-0.883	高	2001.12-2010.4
S&P/SC 10 城市房价指数	实际美元指数	1 个月	高	-1.082	高	2001.12-2010.4
名义美元指数	WTI 原油	2 个月	低	-0.076	高	1973.1-2010.4
名义美元指数	S&P/SC 10 城市房价指数	1 个月	低	-0.105	高	1987.1-2010.2
CRB 指数	名义美元指数	1 个月	差	-3.454	高	1986.1-2010.4
S&P/SC 10 城市房价指数	名义美元指数	1 个月	高	-1.601	高	1987.1-2010.2
S&P/SC 10 城市房价指数	实际美元指数	1 个月	高	0.818	高	1987.1-2010.2

在去年 7 月 9 日《海外市场专题：美国缓慢复苏 由通缩向温和通胀过渡》中我们提示，美国经济中短期出现持续通缩和恶性通胀的概率都较小，市场隐含的情形是经济缓慢复苏和温和通胀。此种情况下，美联储能够容忍一定的通胀，升息可能性低。在全球通胀预期的背景下，通胀将依然是一个逐步的、缓慢的过程。主要原因是货币贬值强烈依赖于各国货币政策，政府依然警惕恶性通胀的出现，市场与政府的博弈过程是一个渐进、摸石头过河的过程，货币对资产的贬值也将是个缓慢的过程。1 月 11 日《上调 2010 进出口预测》中提示美日两国在危机中都发生了前几次周期中罕有的非常明显削减产能过程，在回升阶段相对强劲，欧

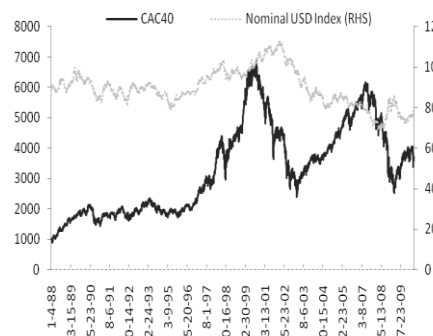
洲相对滞后。

5月9日《PIIGS危机进一步扩散概率不高》推理：1) 欧洲经济受危机冲击比美国严重；2) 欧洲工会势力过于强大，导致经济自身调整很不灵敏，其代价就是复苏缓慢；3) 欧洲累积的财政问题相对严重，当经济下行时，一面是刺激政策和社保支出的内生扩张，另一面是财政收入大幅下降，欧洲财政风险必然暴露；4) 欧元区经济内部差异很大，协作渠道还不是很顺畅，但在目前的政治气候下，欧元区作为利益共同体的本质不变，我们认为具备各成员国之间通过协作，化解系统性风险的能力；5) 欧元区对全球复苏趋势的影响力有限，只要风险不出现大规模扩散到G2，全球经济复苏趋势不会改变。伴随全球经济好转，欧洲债务问题将得到根本缓解；6) 主权债务问题导致长期利率抬升的压力，不利于欧洲经济的复苏进程。

5月20日美联储公布4月27-28会议纪要，上调2010GDP预测至3.2-3.7%（1月会议预测2.8-3.5%），下调失业率至9.1-9.5%（1月会议预测9.5-9.7%），下调核心个人消费支出通胀至0.9-1.2%（1月会议预测1.1-1.7%）。美联储2011-2012GDP预测分别为3.4-4.5%、3.5-4.5%，2011-2012失业率8.1-8.5%、6.6-7.5%，2011-2012核心个人消费支出通胀1.0-1.5%、1.2-1.6%。

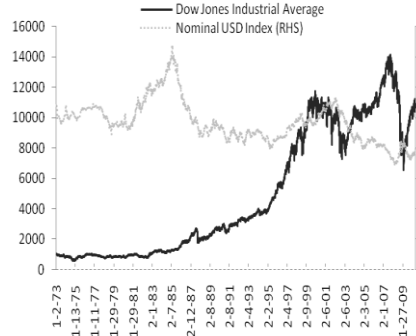
近期我们维持看多美元，认为下一个主导性因素来自人民币脱钩的顺利实现，脱钩的意义比单纯相对美元升值重大。由于11月以来欧元大幅贬值，人民币实际有效汇率已明显升值，政策层面更多关注人民币汇率形成机制的市场化。沿着我们采用G2分析框架的逻辑（参阅2009年9月23日《G2时代》、11月18日《市场驱动中国经济再平衡系列：2010进出口预测与内外需再平衡》），我们认为人民币与美元脱钩对全球经济和商品/资产的正面影响值得高度重视。

图 1：法国 CAC40 与美元指数



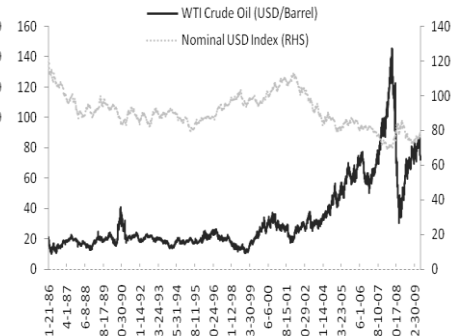
数据来源：CEIC，兴业证券

图 2：道琼斯工业与美元指数



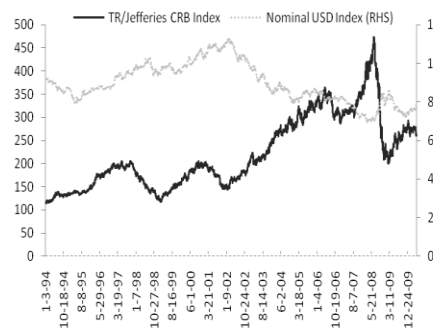
数据来源：CEIC，兴业证券

图 3：WTI 原油与美元指数



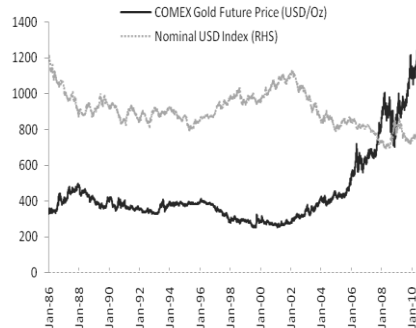
数据来源：CEIC，兴业证券

图 4：CRB 指数与美元指数



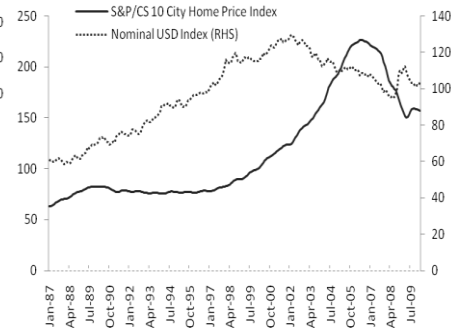
数据来源：CEIC，Datastream，兴业证券

图 5：黄金价格与美元指数



数据来源：CEIC，Wind 资讯，兴业证券

图 6：房价与美元指数



数据来源：CEIC，Wind 资讯，兴业证券

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话: 021-38565916	Email: dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话: 021-38565938	Email: shengyj@xyzq.com.cn
姜 洋	电话: 021-38565910	Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话: 021-38565933	Email: hanyh@xyzq.com.cn
朱圣诞	电话: 010-66290197	Email: zhusd@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

朱元戣	电话: 021-38565941	Email: zhuyy@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。