

分析师： 李冒余 (8621)68751691 limy@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209080252
联系人： 吴邦栋、沈楠 (8621) 68751256 wubd@cjsc.com.cn

美元上行风险犹存

报告要点

■ 昨日外围金融市场出现大幅波动

昨日，外围金融市场出现了较大幅度的波动：1.在外汇市场方面，美元指数出现近期少见的大幅上涨，一度升至82.48，较前一交易日的涨幅达到近2%，涨幅创08年9月份的新高，而从主要的非美数据上来说，均出现了一定程度的下跌。2.在美股方面，美股也出现了大幅的下跌，盘末收于1089.47，较前一交易日跌幅达到2.81%左右。

■ 产避险情绪异动是昨日美元上涨的主要动因

在以欧元为代表的非美货币与美股两类资产之间一直以来存在较强的相关性，这背后主要是受到风险偏好的共同影响，但是我们在迪拜首先爆发债务危机滞后，2010年初开始了新一波欧元的下跌行情，但是直至4月之前，其和美股的同向趋势性出现了短暂的偏离，直至希腊债务危机大面积爆发带来避险情绪的显著上升，两者之间才再次恢复到了相关性的相关性。而对于昨日的大跌，美股也同欧元保持了较为一致性的下行趋势，可见风险偏好交易风格是导致这次外围市场变动的主要原因。

■ 基本面仍不支撑美元反转行情

我们在《美元短期回调的背后——长江美元趋势指数跟踪》一文中，编制了“长江美元趋势指数”作为我们短期跟踪和分析美元的框架。我们发现趋势指数已经开始显露出一定的筑底上行趋势，但是考虑到对本身的美元指数具有一定的领先性，我们认为美元进一步下跌的空间已经不大，但是仍需经历一个筑底确认的过程。而在趋势指数的各分项数据上来看，这主要得益于人民币汇改后的升值幅度开始出现持续的低于预期，这也代表了由美元向新兴市场的资金流向仍并不猛烈。但是，对于美元反转行情的启动，我们认为昨日的美元大涨完全构不成能够向反转转变的条件。回顾我们中期看强美元的逻辑，核心基础仍旧在于当债务危机显露对欧洲经济打击，而美国经济增速下滑得以确认之后，欧美复苏的差异会进一步得以扩大，而这时才是趋势性看涨美元的机会。从我们跟踪的“长江美元趋势指数”的分项上来看，反应基本面差异的欧美PMI差值这项，在各自公布了7月的PMI之后，差值仍旧处在下滑的通道中，这表明基本面目前难以支撑美元向上的趋势行情爆发。

■ 议息结果确认复苏放缓，货币政策进一步放松预期仍未消散

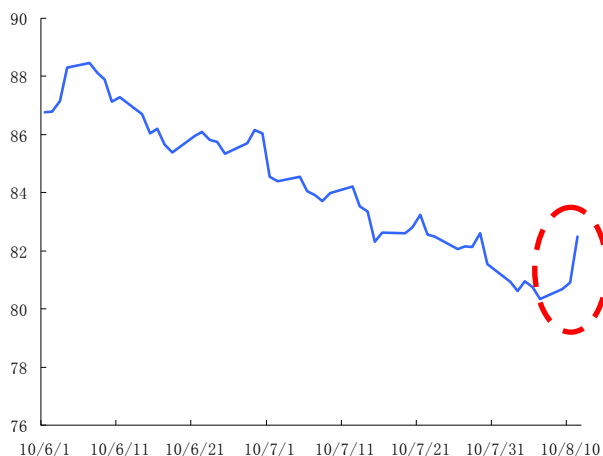
关于前日美联储最近一次的议息结果，我们认为也表明了目前市场对于经济将面临增速下滑的认可，而对美联储在必要时刻继续放宽资产收购规模的预期也将得到进一步的持续，我们认为在这种心理持续存在的时刻，美元也难以较快的走向反转的势头，中期美元的再度强势仍不会出现。但需要提醒的是，欧美总体复苏增速的下滑风险在下半年的随时都由可能挑战投资者的避险神经。

昨日，外围金融市场出现了较大幅度的波动：

1. 在外汇市场方面，美元指数出现近期少见的大幅上涨，一度升至 82.48，较前一交易日的涨幅达到近 2%，涨幅创 08 年 9 月份的新高，而从主要的非美数据上来说，均出现了一定程度的下跌，如图 1。

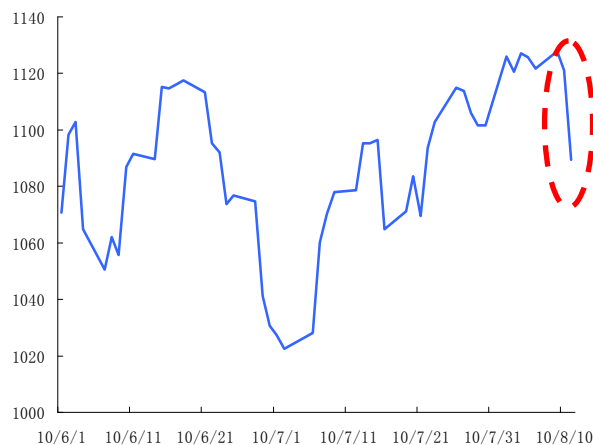
2. 在美股方面，美股也出现了大幅的下跌，盘末收于 1089.47，较前一交易日跌幅达到 2.81% 左右，如图 2。

图 1：近期美元指数



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 2：美股标普指数



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部；

总的来说，从美股与外汇市场目前同步的走势来看，本次外围金融市场的大幅波动完全是一个风险偏好情绪回落所带来的结果，而近期美股和以欧元为代表的非美货币近期以来的高度相关也表明避险情绪仍旧是近期主导国际主要金融市场走势的主要投资逻辑，而昨夜表现出来的风险偏好大幅下降尽管并不足以构成持续性的行情，但是从另一个侧面表明即使在美国经济近期相对复苏表现较好的欧洲经济增速出现大幅下滑的情况下，风险偏好的回升也是相当弱势的，脉冲性的避险情绪反复将为中期欧美复苏差异扩大后美元的回升提供坚实的基础。不过值得一提的是，我们枪挑中期美元强势的基础依旧应来自基本面的欧美差异扩大，而昨日的大幅波动显然仍不具备这一条件，预计真正的美元反转行情仍需时日。

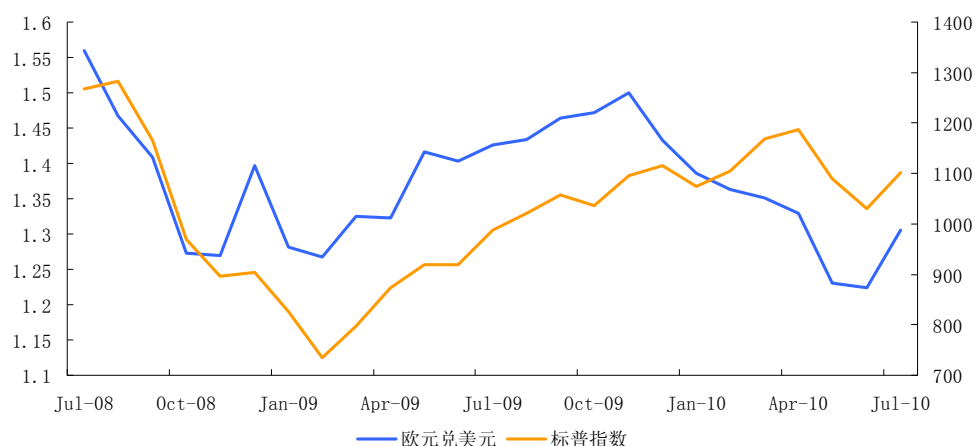
首先，从昨日下跌的主因上来看，避险情绪异动是表现出来最直接的影响因素。在以欧元为代表的非美货币与美股两类资产之间一直以来存在较强的相关性，如下图，这背后主要是受到风险偏好的共同影响，但是我们发现在迪拜首先爆发债务危机滞后，2010 年初开始了新一波欧元的下跌行情，但是直至 4 月之前，其和美股的同向趋势性出现了短暂的偏离，直至希腊债务危机大面积爆发带来避险情绪的显著上升，两者之间才再次恢复到了一致的相关性。而对于昨日的大跌，美股也同欧元保持了较为一致性的下行趋势，可见风险偏好交易风格是导致这次外围市场变动的主要原因。

另一方面，从美元中期趋势的角度来解读风险偏好的变化，我们认为这次发生的剧烈波动更加验证了市场仍不具备美元从短期回调演化为其趋势性的下降的主要条件。我们在之前的多篇报告中也曾提到过，在三大短周期因素逐渐消退之后，美国经济从就业和消费方面都开始出现了巨大的波动下滑，而欧债危机给市场带来的关于违约风险的担忧情绪也进入了过度之后的修正阶段，同时危机对欧洲经济的影响尚未显现，这些因素导致了短期避险情绪的降温，而这也是美元面临短期回调的最主要一方面因素。

但从昨日的大跌来看，市场的风险偏好仍旧面临经常性的反复，并且幅度明显，而这种反复的表现，正是风险偏好弱势的表现，在美元下行的过程当中，这种避险情绪依旧脉冲性的上升，表明此次的美元疲软仅能维持在回调的局面，

难以向趋势性下跌发展。

图 3: 近期美元指数

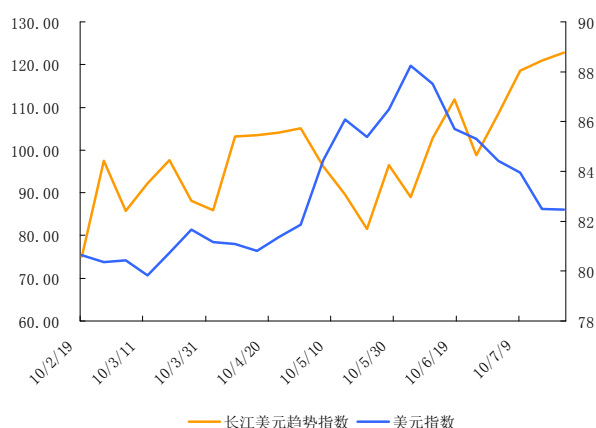


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

其次，我们在《美元短期回调的背后——长江美元趋势指数跟踪》一文中，编制了“长江美元趋势指数”作为我们短期跟踪和分析美元的框架。

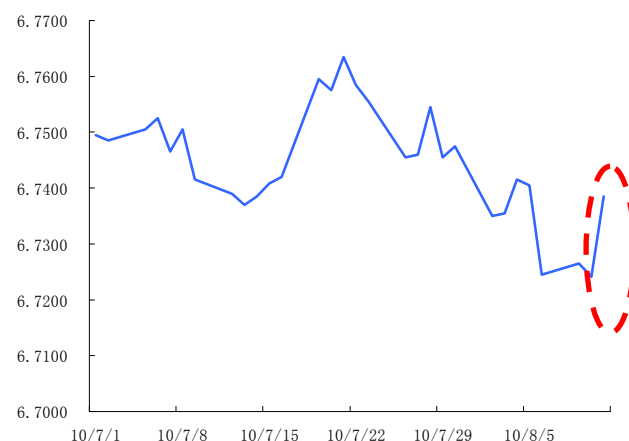
一方面，总体来看，如下图 4，我们发现趋势指数已经开始显露出一定的筑底上行趋势，但是考虑到对本身的美元指数具有一定的领先性，我们认为美元进一步下跌的空间已经不大，但是仍需经历一个筑底确认的过程。而在趋势指数的各分项数据上来看，这主要得益于人民币汇改后的升值幅度开始出现持续的低于预期，这也代表了由美元向新兴市场的资金流向仍并不猛烈。

图 4: 美元指数与长江美元趋势指数



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 5: 人民币与延后 6 个月的 6 月人民币 NDF 差值

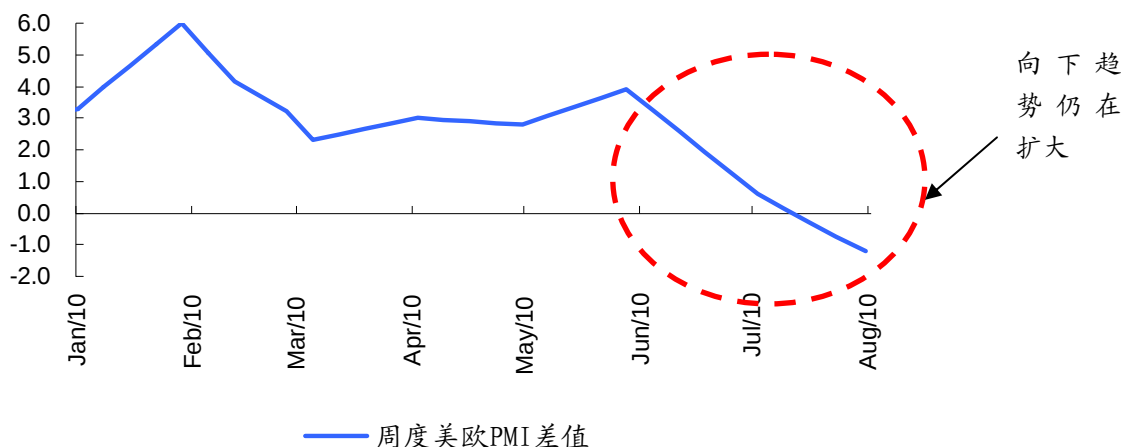


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部;

但是，对于美元反转行情的启动，我们认为昨日的美元大涨完全构不成能够向反转转变的条件。回顾我们中期看强美元的逻辑，核心基础仍旧在于当债务危机显露对欧洲经济打击，而美国经济增速下滑得以确认之后，欧美复苏的差异会进一步得以扩大，而这时才是趋势性看涨美元的机会。从我们跟踪的“长江美元趋势指数”的分项上来看，反应基本面差异的欧美 PMI 差值这项，在各自公布了 7 月的 PMI 之后，差值仍旧处在下滑的通道中，这表明基本面前难

以支撑美元向上的趋势行情爆发。

图 6: 欧美 PMI 差值



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

最后, 关于前日美联储最近一次的议息结果, 我们认为也表明了目前市场对于经济将面临增速下滑的认可, 而对美联储在必要时刻继续放宽资产收购规模的预期也将得到进一步的持续, 我们认为在这种心理持续存在的时刻, 美元也难以较快的走向反转的势头, 中期美元的再度强势仍不会出现。

一方面, 在本次的议息会议当中, 美联储在对经济状况描述的措施当中, 如市场预期, 也如近几个月来美国主要经济数据所表现出来的一样, 对未来经济的复苏前景明显比之前更加谨慎和悲观。这种联储对基本面的描述实际上为市场对经济未来走势的预期做了一次明显的验证。而同时欧洲方面英国中央银行也对未来三年内英国的经济增速做出了下调, 由年均增长率 3%-4% 下调到了 3%, 而对此给出的理由主要是处于对国内近期一直以来实施的财政紧缩政策的担忧。英国本次的经济下调实质上是对我们一直以来所提醒的“紧财政, 松货币”在中期对经济复苏的打击, 一是英国对经济增速的下滑调整是对整个三年的平均年增长率进行调整, 如此时间跨度之大的调整恰恰符合我们对于中长期内经济受到影响的判断, 二是下调的理由也是基于对紧财政的担忧。

总体来说, 欧美总体复苏增速的下滑风险在下半年的随时都由可能挑战投资者的避险神经。

另一方面, 关于市场之前所预期的美联储可能重启量化宽松的猜测, 美联储虽然没有明确的重启这一计划, 但是从市场当天的反映来看, 市场对美联储在国债方面的变化更多的解读为向二次量化宽松的逐渐靠拢。在维持超低利率的同时, 联储决定将利用持有的国债和机构债到期后的资金继续投放至市场购买较长期的国债, 这本质上是放缓了央行资产负债表的收缩力度。

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。