



研究报告:

美元反转?

宏观策略小组

宏观经济专题研究

分析师

邹璐

执业编号: S0350210090008

电话: 0755-83707473

邮件: zoul01@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

自 2010 年 6 月份以来, 美元已持续贬值了近 22%, 2011 年 5 月 4 日创下 72.70 的近三年来的新低, 与 2008 年美元历史最低点 71.15 仅相差 2% 的空间。美元是否已到底部? 5 月 5 - 5 月 6 日连续两天美元忽然大幅回升, 幅度接近 2.5 个百分点, 更加深了市场疑惑, 美元是否已开始反转?

如果美元反转回升? ——冲击资产价格

让我们来分析一下, 如果美元反转, 全球资产价格将会受到怎样的影响。从美元与大宗商品价格、韩国股市以及中国股市的走势来看, 美元与资产价格呈现出较明显的此消彼长的负相关关系。

从相关系数看, 美元与 WTI 的相关性系数达到 -0.80, 与 CRB 金属的相关系数达到 -0.81, 显示了美元与大宗商品价格之间的强负相关性; 若美元反转, 则大宗商品价格将逐步下跌, 有利于缓解全球通胀形势。

不过, 由于美元走强, 通常会导致热钱大幅撤出新兴市场, 导致新兴市场股市的下跌。从美元与中国外汇占款之间的关系看, 2000 年以来, 两者的相关系数达到 -0.69, 显示了较强的负相关性, 如果美元反转回升, 必然导致资金的快速流出, 从而对中国股指造成下跌风险。

而美元与中国股指的走势亦证实了这点, 2000 年以来, 两者的相关系数达到 -0.48, 负相关性较为明显。而同是新兴市场的韩国, 由于对外资本进出更为开放, 美元指数与其显示了更为强的负相关, 两者的相关系数达到 -0.73。可见, 如果美元反转回升, 那么预计热钱将大规模流出, 对于韩国等新兴市场股指将带来较大下跌压力, 中国股市亦有向下回落风险。

Figure 1 美元指数与 WTI 原油期货价格具有强负相关性



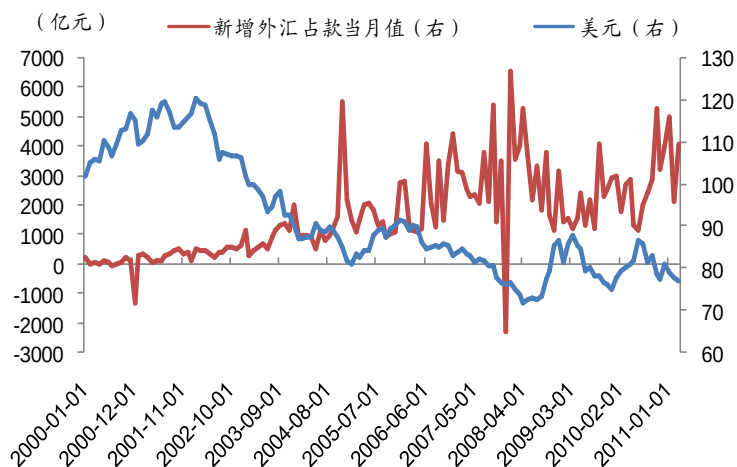
资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 2 美元指数与 WTI 原油期货价格具有强负相关性



资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 3 美元指数与中国的外汇占款有较强的负相关性



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 4 2000 年后美元指数与中国股市出现较强的负相关性



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 5 美元指数与韩国股指具有强负相关性



资料来源：WIND、国海证券研究所

美元是否真的步入反转？——还尚需时日

那么美元是否真的步入反转呢？

从历史看，美元出现反转主要受两个因素影响：1）美国经济步入快速增长期，经济增长强劲；2）避险因素推动美元升值。

前者是美元出现大牛市的基础。如 20 世纪 80 年代，美国在里根总统的带领下走出长达十年的“滞胀期”，重新进入通胀较为温和而经济快速增长的阶段，而美元也由此进入一段大牛市时期，至 1985 年 2 月美元指数创出 160 的新高，从 1978 年的低点算起，累计升值幅度达到 93%。

20 世纪 90 年代美国在信息技术的带动下步入“新经济”时代，低通胀和高增长的组合，使美元再次进入一次较大的牛市，从 80 左右逐步回升到 120 左右，升值幅度达 50%。

而避险因素则往往成为美元阶段性反转的重要原因。如 2008 年中期美国金融危机的爆发，使美元在短短半年内快速升值了近 30%；而 2009 年底欧债危机的爆发，再次使美元快速升值了近 20%。

而目前美元逼近历史低位，这是否在酝酿下一次大幅升值？5 月 5 日 - 6 日美元的快速升值，是否是美元反转的前兆？

首先，分析一下这几日快速升值的原因。5 月 5 日美国公布了较为疲软的就业数据。同时，欧洲央行行长特里谢发表讲话，表示维持利率不变，且对加息的态度趋于温和，市场对欧元加息的预期骤降。虽然美国疲软的经济数据与美元走强时点吻合，但是考察与之更密切相关的标普 500 指数，在美国就业数据公布后标普 500 基本没有什么变化。因此，欧元加息预期快速下降应该是推动美元快速升值的主要原因，这次美元又“被升值”了。

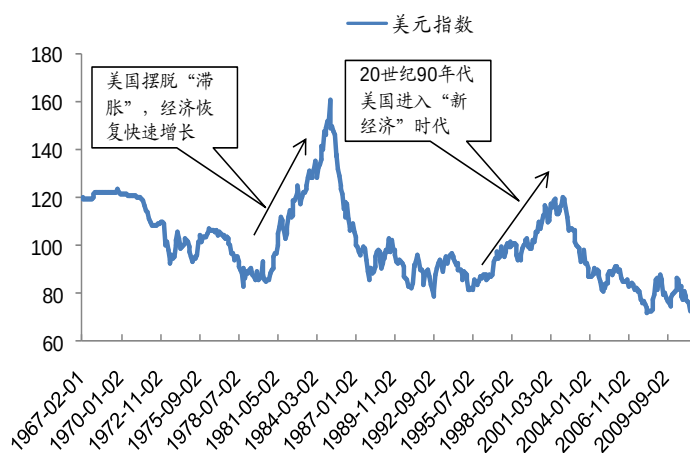
由于欧元加息预期降低很难为美元后续继续升值提供支持，因此，美元这几日的快速回升可能也仅仅是一次小反弹，美元反转还需要更强有力的因素支持。

更强有力的因素包括：美元加息预期增强及加息预期的兑现，或者美国经济的强有力恢复。不过由于美国目前压力重重的财政高赤字，以及高失业率，估计加息预期还比较遥远，可能要到年底甚至明年。而未来减赤预计也将对经济的恢复有所压力。

因此，美元要重新步入反转，可能还尚需时日。除非再出现较大的危机事件，使得避险因素快速上升，但是黑天鹅事件毕竟不好预测。

既然美元贬值仍是趋势，那么未来全球性通胀压力将依然持续，而中国的输入性通胀压力也将难以消减，虽然股市暂时还不用担忧美元反转导致热钱流出对其的风险，但是如果中国高通胀预期难以回落，股市也依然难有大的机会。

Figure 6 美国经济高增长是美元长期走强的基础



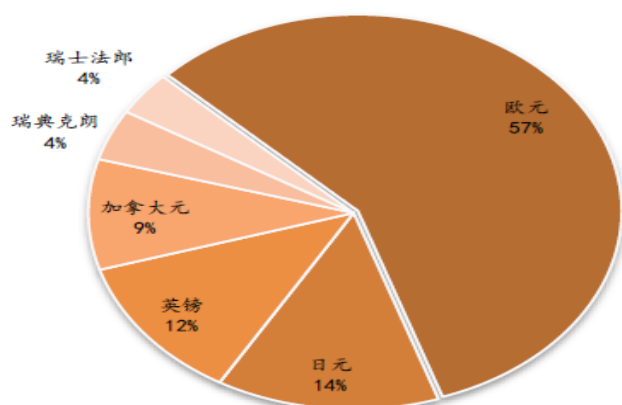
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 7 避险因素带动美元快速回升



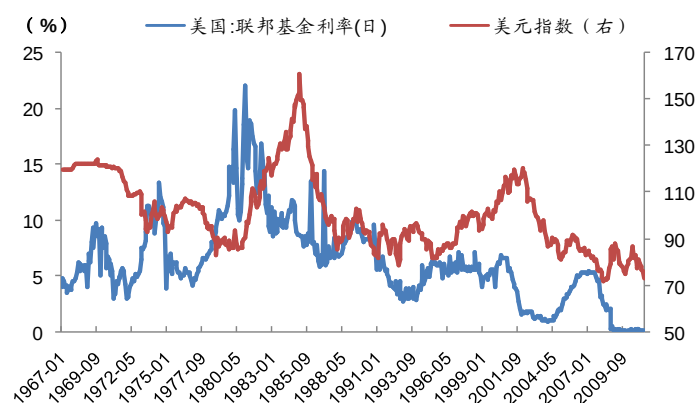
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 8 美元指数构成



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 9 美元与美国基准利率走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国海证券所有。