

湘财证券研究所

宏观研究部

黄国珍

Tel: 021-68634518-8022

E-Mail: hg2879@xcsc.com

主要观点

※ 2006 年后美元指数和中国 A 股市场总体呈现负相关走势…

2006 年后世界主要股指,包括中国 A 股呈现出与美元指数负相关走势,并且趋势较为稳定。

※ 但美元指数与资本市场的负相关走势指示意义将逐步减弱…

美元指数与 A 股及世界主要股指负相关走势的形成或与危机前后投资者风险偏好剧烈转向,国际间的息差套利(Carry Trade)和大宗商品价格变动相关。随着宏观金融环境逐渐趋于正常,其指示意义将逐渐减弱。

※ 近期内美元指数的走强更多反映投资者风险态度的变化…

2009 年底开始希腊、葡萄牙、西班牙等国因巨额财政赤字而导致的债务危机引发投资者风险规避倾向上升,资金流重又流向安全性较高的美元资产,推升美元走强。而美国经济复苏势头要好于欧洲和日本是美元走强的基本面因素。

※ 投资者风险态度的转变起因于对于经济复苏前景不确定性的隐忧…

由于欧洲国家政府巨额债务引发市场对经济增长前景的担忧,导致资金重又流向安全性较高资产,全球股指与债市收益率同时下跌。

※ 短期内尚需关注美元指数走强对市场的负面风向标作用,但更为根本的是影响投资者心态的宏观基本面因素…

近年来美元指数和中国 A 股市场及世界主要股指大体呈现反向走势…

2009 年 11 月 30 日迪拜世界延期偿债事件以及 12 月 8 日和 10 日惠誉与标普分别下调希腊和西班牙的主权评级导致投资者风险规避倾向上升，美元指数从 12 月 2 日的 74 点持续走强，至 12 月 22 日的 78 点，上涨了 5.2%；与此同时中国 A 股上证综指从 3269.7 点震荡下行至 12 月 22 日的 3050.5 点，美元指数和 A 股呈现大体反向走势。

往前追溯，中国 A 股市场与美元指数从 2006 年开始就呈现出反向走势。而同期世界主要股指大体上均呈与美元指数负相关态势。但日本股指较为特殊，呈现出负相关与正相关交叠的态势。而 2006 年之前，从上世纪九十年代开始，美元指数与世界主要股指却呈现大体同向变动的态势。

图 1：上证综指和美元指数 2006 年后负相关

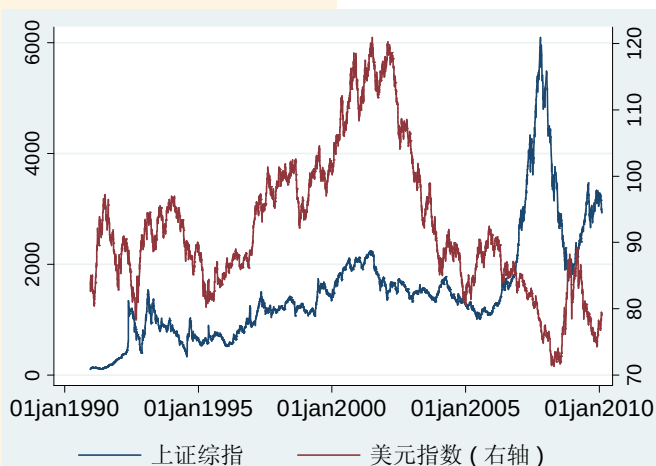


图 2：欧洲股指和美元指数 2006 年后负相关



图 3：印度和港股与美元指数 2006 年后负相关

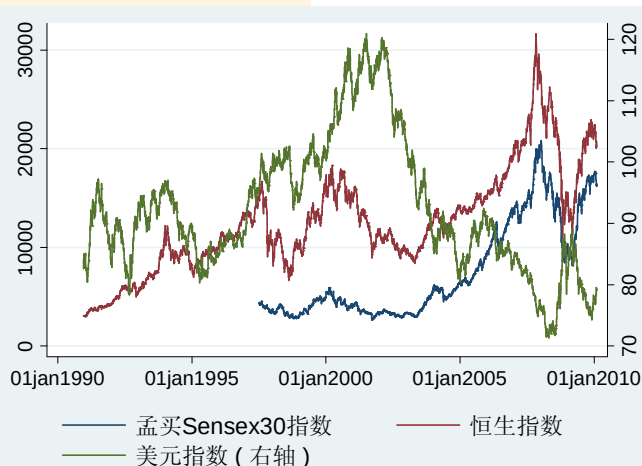
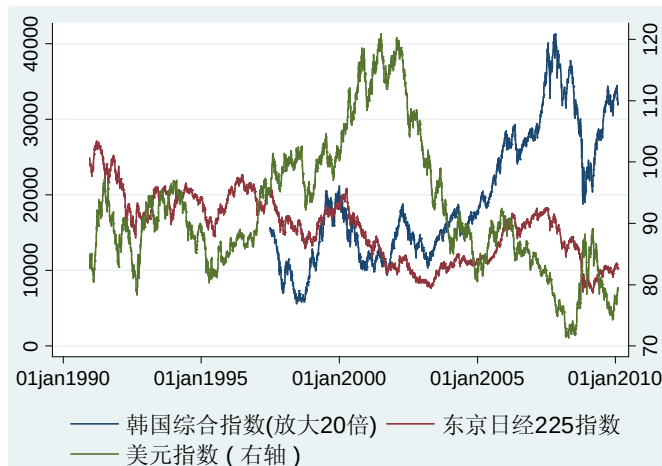


图 4：韩国股指与美元指数负相关（日本特殊）



资料来源：CEIC 数据公司，湘财证券研究所

※ 但美元指数与资本市场的负相关走势指示意义将逐步减弱…

从上世纪九十年代后期开始，美国基准利率和欧元、日元同业拆借利率走势大体相同，直到金融危机发生后，美联储为刺激经济维持零利率政策，同时欧元和日元的同业拆借利率大幅飙升。因而形成初步判断，2006年后国际金融环境的剧烈变化或是两者走势反转的原因。进一步考察，息差套利（Carry Trade），大宗商品价格波动或是可能的机制。

危机发生后，信用危机开始在市场蔓延，股指大幅波动（VIX 指数波动率上升），部分投资者开始平仓套利交易头寸，抛售高风险资产转而追逐安全性较高的美元资产，推升美元走强与海外资产价格下降。随着经济下滑后风险的逐步释放，投资者风险规避倾向下降，同时美联储为刺激经济而维持极低的利率又给投资者创造了极低的借贷成本，从而导致低成本的套利资金大量出逃美国转而追逐高收益资产，进而引发海外资产价格上涨。而此时由于美国国内利率低于海外市场，美元（美元指数）走弱，故呈现出美元指数走弱，海外股指走强的格局。回顾美联储基准利率走势，简单来看，大体分为上世纪九十年代中叶开始至 2000 年互联网科技泡沫发生时的 5%-6% 左右的水平，到科技泡沫发生后，基准利率大幅下调至 1% 附近的水平，再到 2004 年开始为应对经济快速上升而提高基准利率至 2007 年的 5.25% 附近，随后金融危机发生，利率迅速大幅下调至零利率附近。可以推测，危机发生后极低的基准利率使得美元很可能成为套利的主要融资货币来源。

对于中国的 A 股市场来说，用外汇占款与贸易盈余以及外商直接投资（FDI）的差额表示的外汇占款增加后不可解释部分与美元指数的关系来看，两者呈现出明显的反向相关。同时外汇占款不可解释部分又与 A 股走势大体呈现出正相关关系。当美元指数走弱后，通过各种途径进入中国的套利资金增加，并大量购买资产，进而引发资产价格上涨。

另一个有可能放大息差套利对世界股指的冲击作用机制是汇率变动的自我强化作用：对于国际套利资金来说，汇率变动是其主要风险。当美元走强时，由于借贷资金最终要兑换成美元来返还，故其盈利空间将下降。当预期汇率上升幅度超过利息所得时将引发投资者提前抛售资产来还款。而资产的抛售将导致资产价格的下降，而提前还款反过来又将强化美元的走强，进而招致更大的抛售行为，与此同时资产价格的下跌也将导致 Margin Call 的增加，这些因素共同作用，导致对冲基金等投资者不计成本的抛售资产，最终形成美元走强，海外资产价格下跌的局面。

另一方面，由于美元指数和大宗商品之间的反向走势，导致美元指数走强的同时大宗原材料价格下跌，进而引发能源类上市公司股价下跌。而另一方面，大宗商品价格的下跌将引发市场对需求的担忧进而牵连至对经济的信心，从而导致周期类股票的下跌。而对于中国 A 股市场来说，周期性行业的市值又足以影响到股指的走势，从而与息差套利机制共同作用形成美元指数与资产价格负相关关系的形成。

图 5：外汇占款不可解释部分与美元指数

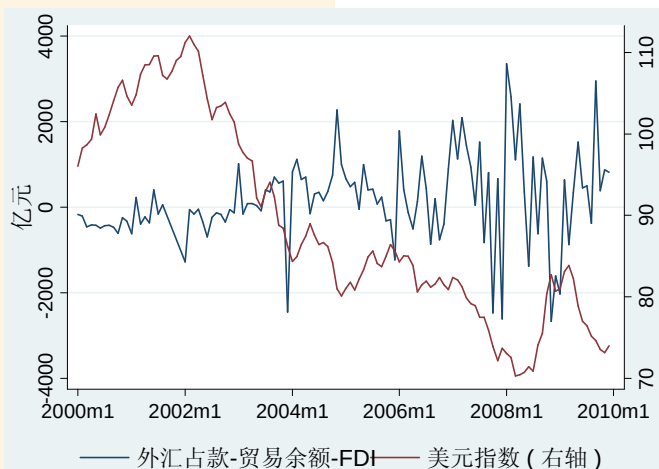


图 6：外汇占款不可解释部分与股指正相关

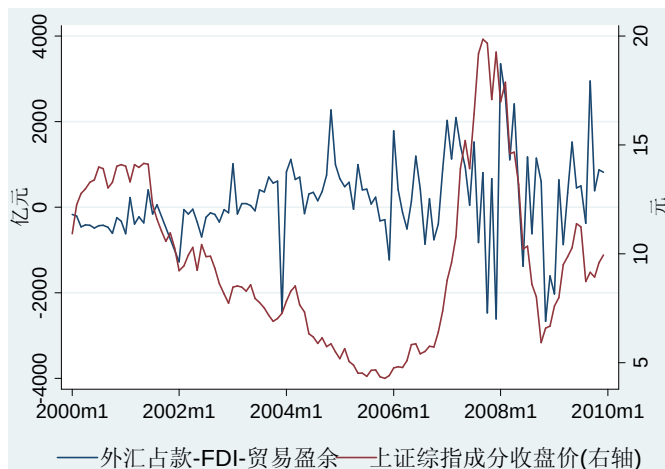


图 7：CRB 现货指数与美元指数负相关

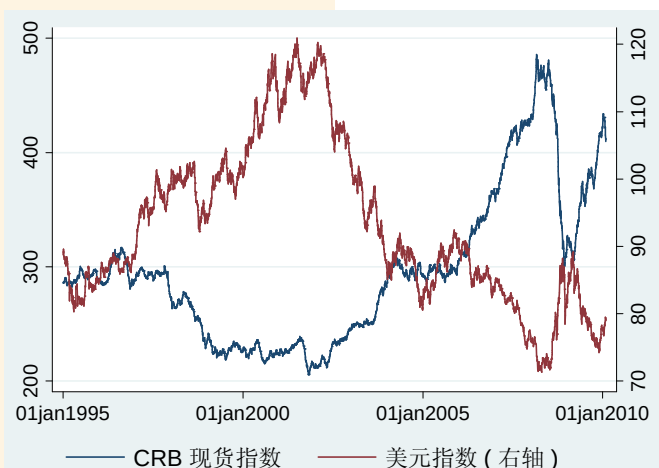


图 8：股指波动率与美元指数正相关

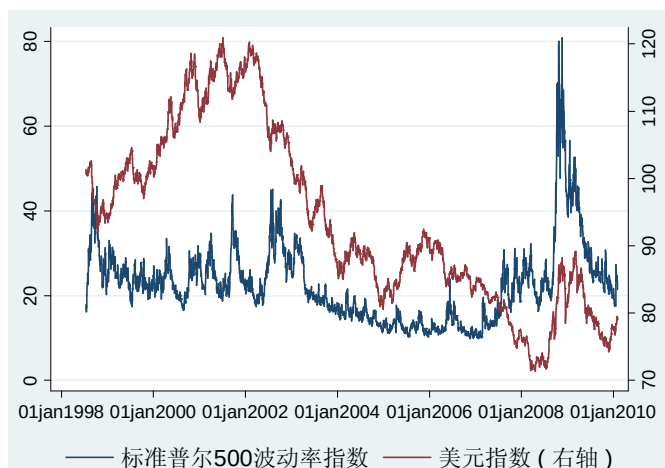
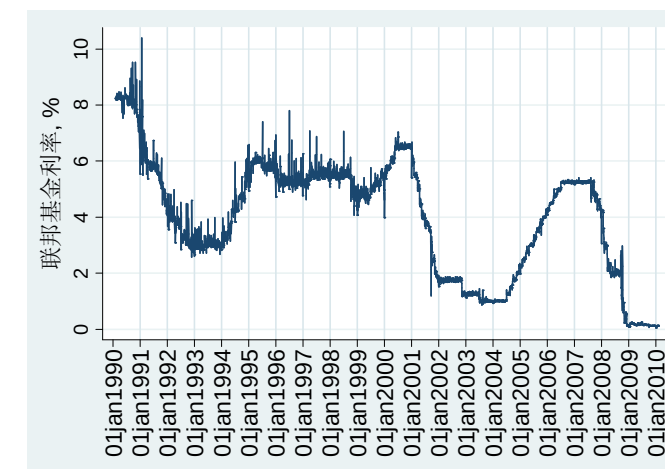


图 9：美欧日利率与美元指数



图 10：美联储基准利率走势



※ 近期内美元指数的走强更多反映投资者风险态度的变化…

美元指数从去年 12 月开始走强，更多的是由于前面提到的迪拜债务危机和欧洲国家主权信用评级下调所导致市场风险规避倾向的上升。

进入 2010 年，希腊、爱尔兰、西班牙等国 2009 年政府赤字占 GDP 比例分别高达 12% 以上、10.75%、10% 的数据披露后再次引发市场避险情绪的上升。以泰德利差 (TED) 为代表的三个月欧洲美元同业拆借利率和美国三月期政府债券利率利差重又扩大。同时以美国高风险债券和低风险债券收益率之差所代表的风险升水也出现上升苗头。

另一方面，随着经济不确定性的增强，近日市场波动幅度开始上升，同时资金向债市分流也导致国债收益率小幅下降。

图 11：风险规避倾向上升债券息差扩大

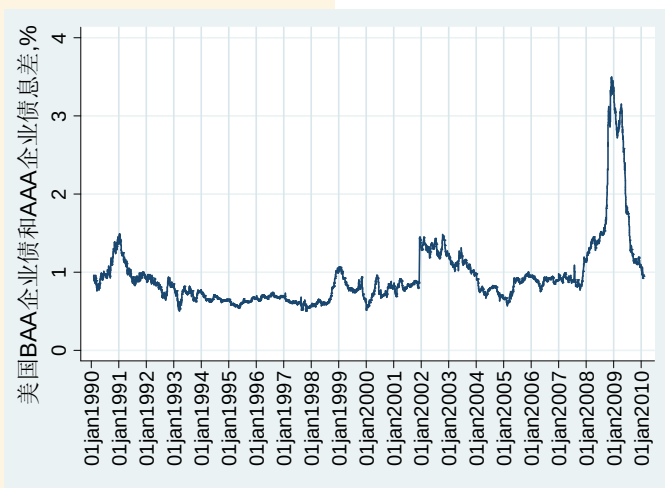


图 12：TED 利差变化反应风险补偿要求的变动

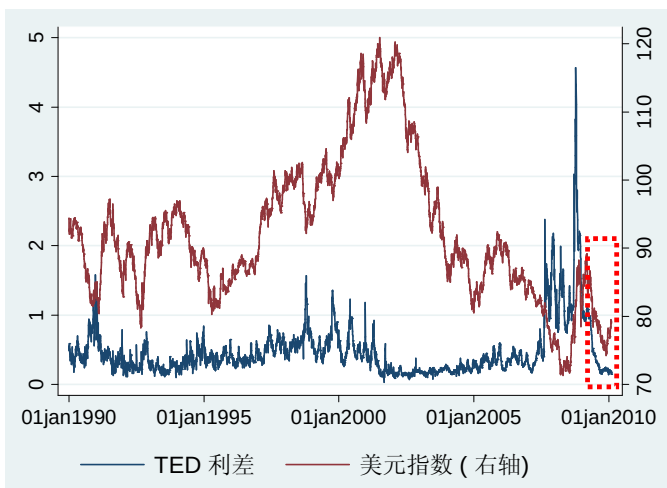


图 13：VIX 指数显示市场波动增加

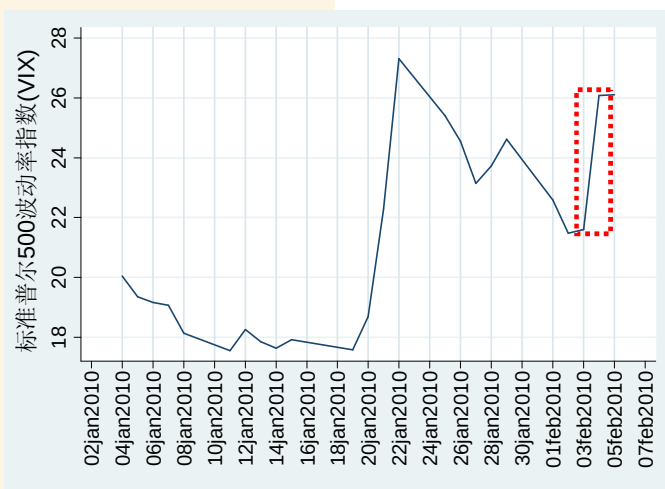
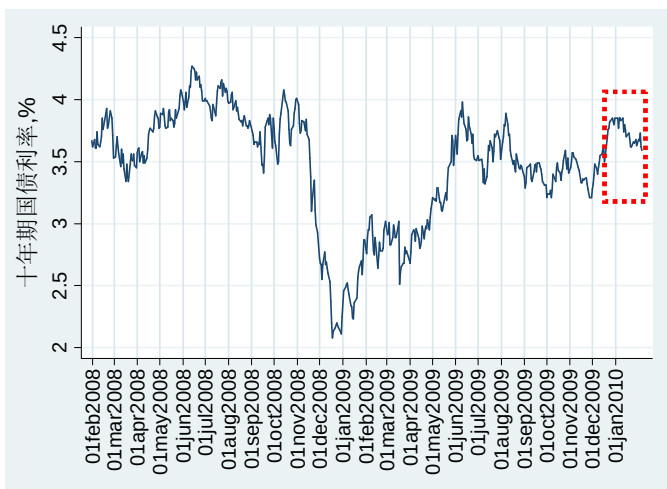


图 14：美国十年期国债收益率近期小幅下跌



资料来源：CEIC 数据公司，湘财证券研究所

投资者风险态度转变起因于经济前景的不确定性…

近期国际宏观重大事件让投资者对经济复苏前景不确定性担忧增加:

- 2009 年 12 月以来, 迪拜、希腊政府债务危机开始进入市场视野以来迅速蔓延, 西班牙、葡萄牙、爱尔兰等国家相继出现政府赤字占 GDP 比例超过 10% 的巨额债务危机。市场担忧政府巨额债务将阻碍经济复苏前景。

- 中国央行于 2010 年 1 月 12 日意外上调存款准备金率 50 个基点, 引发国内市场对政策流动性收紧担忧。鉴于中国经济恢复所带来的强劲需求对世界经济恢复的重要意义, 全球主要股指开始下跌。

- 2010 年 1 月 19 日, 中国各主要商业银行被要求全面停止 1 月剩余时间的新增信贷。该消息进一步加剧市场对流动性以及经济复苏前景的担忧。信贷一旦收紧, 企业得不到扩张所需资金, 人员招聘也将停止, 经济增速将放缓。

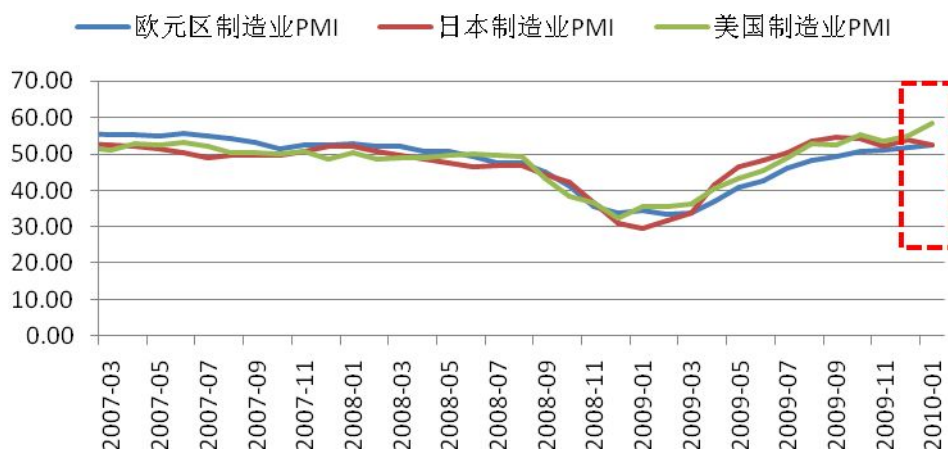
- 2010 年 1 月 21 日奥巴马加强金融机构监管力度的言论让市场对信贷正常化时间预期延长, 导致金融股下挫。信贷正常化是美国经济企稳的关键标志之一。

- 2010 年 1 月 21 日美联储议息会议纪要公布, 虽然仍维持基准利率 0-0.25% 的水平不变, 但堪萨斯联储主席霍恩发出了反对将利率维持在近零水平的意见, 引发市场对政策退出的担忧。

短期内美元继续走强概率大, 须关注其负面风向标作用…

美元指数构成中欧元占 57.6%, 日元占 13.6% 因而美国和欧洲以及日本经济基本面的对比决定了美元指数的走势。从 2010 年 1 月制造业 PMI 指数来看, 美国经济复苏势头好于欧洲和日本, 除了避险需求, 美元指数在基本面的驱动下继续走强概率较大。

图 15: 美国经济复苏前景好于欧洲和日本



资料来源: CEIC 数据公司, 湘财证券研究所

但影响投资者心态更为根本的还是宏观经济基本面的发展趋势…

美元指数和世界主要股指在 2006 年后走势关系的转向与期间国际金融形势发生了剧烈变化有关。随着金融风险的释放以及经济的逐渐企稳，以及美联储加息后，将美元当做套息货币的融资来源将逐步减少，美元指数与股指之间反向走势指示意义将逐步减弱。我们需要从更为根本的宏观经济基本面趋势去预判投资者心态的发展。

表 1：主要国家和地区三大支出、就业和物价最新数据

美国

消费	2009 年 12 月实际个人消费支出月率上升 0.1%
	12 月扣除飞机非国防资本耐用品订单修正值月率上升 2.2%
投资	12 月工厂订单月率上升 1.0%
	商业票据 2010 年 2 月 3 日当周减少 242 亿美元
出口	1 月制造业新出口订单指数 58.5，上月为 54.5
就业	1 月非农就业人数减少 2 万，上月减少 15 万； 截至 1 月 30 日首次申请失业救济人数增至 48 万人，预期降至 45.5 万人
物价	12 月当月 CPI 同比 2.7%，前月为 1.8%；核心 CPI 当月同比 1.8%，前月为 1.7%

主要欧盟国家

	英国 12 月消费信贷增加 1 亿英镑，预期减少 4.0 亿英镑
消费	消费：德国 12 月实际零售销售月率上升 0.8%，预期上升 0.8%
	消费：欧元区 16 国消费者信心指数 1 月降幅较上月收窄 0.3 为 -15.8
	欧元区 12 月零售销售月率持平，年率下降 1.6%；市场预期月率上升 0.4%
投资	欧元区 1 月 Sentix 投资信心指数为 -3.7，前月为 -5.5
就业	欧元区 12 月失业率 10.0%，预期 10.1%
物价	欧元区 CPI12 月当月同比 0.9，前月为 0.5%；核心 CPI12 月当月同比 1.1%，前月为 1.0%

日本

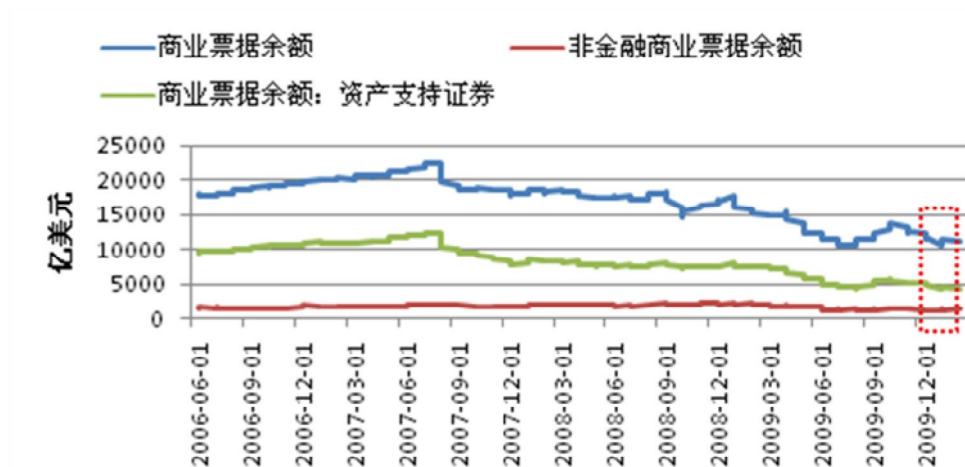
消费	1 月总体汽车销量年率增 21.5%
投资	1 月制造业采购经理人指数 52.5，前值 53.8
就业	日本 12 月失业率 5.1%，预期 5.3%
物价	12 月当月 CPI 同比 -1.7%，前月为 -1.9%；核心 CPI12 月当月同比 -1.3%，前月为 -1.7%

中国

消费	12 月社会消费品零售总额年率增长 17.5%，前一月为 15.8%
投资	09 年城镇固定资产投资年率增长 30.5%
出口	1 月出口同比增长 17.7%，贸易顺差同比下降 52.8%
物价	CPI12 月当月同比 1.9%，前月为 0.6%；PPI12 月当月同比 1.7%，前月为 -2.08%

数据来源：Bloomberg, 湘财证券研究所

图 16: 美国商业票据余额变化趋势



资料来源: CEIC 数据公司, 湘财证券研究所

短评: 美国商业票据截至 2010 年 2 月 3 日当周减少 242 亿美元, 其中非金融票据余额增加 37 亿美元, 资产支持商业票据减少 16 亿美元。对于企业来说, 通过发行商业票据这种短期借款凭据进行库存投资和薪资发放融资是常见手段, 而商业票据的减少预示着企业对于经济前景不确定性的谨慎态度。

图 17: 美国失业数据变化趋势



资料来源: CEIC 数据公司, 湘财证券研究所

短评: 截至 2010 年 1 月 23 日, 美国当周初次申请失业金人数在去年 12 月下旬开始减少后又连续三周呈现上升势头。其中 1 月 23 日当周首次申请失业金人数达到 47.2 万, 较一个月前 (2009 年 12 月 19 日) 上升了 1.8 万人。但美国劳工部 2 月 5 日公布的数据显示, 1 月非农就业人数减少两万人, 失业率为 9.7%。虽然非农就业人数的变化低于市场预期的环比增加一万人, 但是降幅已经远比 12 月的 15 万人改善很多。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。