

美元与 A 股负相关性还能否持续？

报告要点

■ 汇改之后美元与 A 股反向相关性明显

汇改以来美元指数与上证综指的负相关关系的确较为稳定，整体相关系数上来看也达到-0.69。而在汇改以前美元指数与上证综指的相关性却很不规律、时正时负。关于这种相关性的切换，我们认为热钱流动是核心因素，由于汇改之后人民币兑美元开始出现变动，这促使了流动性在币值差异出现下开始双向流动。从本文第一部分关于热钱的粗略估算上也可以看到，热钱的流动方向的确受到美元指数的影响，甚至由于预期的存在有时甚至会领先于美元变动。

■ 12 月以来的变化：高通胀下的正相关特例

我们发现这种负相关自去年 12 月下旬开始出现了变化，上证指数与美元指数开始呈现出正相关的特征。而从历史情况上来看，这种持续较长时间的正向关系也并非不存在，04 年和 07-08 年都出现过。而我们发现无一例外的这几次持续的正向关系均对应着 CPI 的超政策目标，2000 年以来 CPI 超过 3% 的目标也仅出现过三次。我们认为在货币收紧预期大幅增加的時刻，市场对风险的担忧逐渐超过了币值升值所能带来的更多收益，所以美元贬值吸引流动性的作用渠道受到了价格的新挑战，而这种新挑战来自于美元贬值同时也有推升价格的作用：1. 大宗商品 2. 有效汇率 3. 热钱流动。

■ 正相关下的时、空特征

在美元和 A 股正相关的背景下，时间和空间的特征也值得关注。时间上，这种正向关系的结束时点，一般提前 CPI 回落到政策目标线 2-3 个月左右的时间，这点从 04 年和 07-08 年都可以看出。空间上，我们发现这种正向关系均存在于 A 股下行的趋势中，但是这并不妨碍，在整体下行的通道中，A 股也会存在跟随美元反弹而出现回升的过程，换句话说，反弹的正相关性也是存在的。

■ 通胀及美元的上半判断

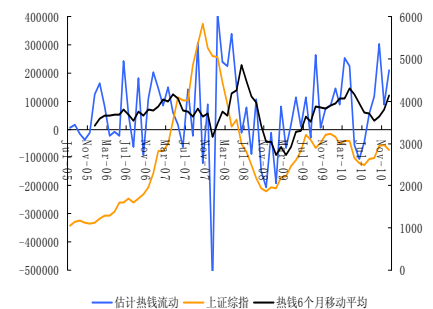
在发现了正相关下的时间和空间特征之后，对于 CPI 和美元的判断就显得更为重要。我们大致的结论是，年内通胀率或将在三季度末四季度初降至 4.1% 左右的目标，这意味着“正相关关系”的终结或将在二季度末三季度初。而在美元方面，我们预计在二季度或稍早的时点开始，美货币政策转紧预期将会提升，美元指数将会有阶段性的反弹。

相关研究

- 2010-12-07 《2011 年度投资策略报告：政治周期与经济周期的再平衡》
- 2010-12-02 《2011 年度投资策略报告：美元视角看待联储政策演绎》
- 2010-12-23 《财政加码下资源品价格的再切换——第二阶段的起点演绎》
- 2010-10-19 《美宽松货币重启下的机遇——资源品投资机会的显现》

相关图表数据

图：上证指数与热钱流动



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究部

分析师：

李冒余

(8621) 68751256

limy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120003

联系人：

吴邦栋、沈楠

(8621) 68751256

wubd@cjsc.com.cn

正文目录

前言	4
美元与 A 股的负相关性	4
高通胀下的正相关特例	7
高通胀下的货币政策从紧预期	8
“正相关”的逻辑揭示	11
“正相关”走势下的时、空特征	13
“正相关关系”结束于何时?	13
波段性机会的存在性	15
通胀与美元的上半年判断	16
通胀率三季度或有明显回落	16
美元指数中期弱势，二季度或有反弹	18
总结：正相关下的弱势反弹机会	19

图表目录

图：上证指数与热钱流动	1
图 1：美元指数与上证综指 180 日滚动相关系数	4
图 2：美国的货币宽松政策制造了热钱的源头	5
图 3：指数化人民币对美元汇率与人民币名义有效汇率指数	5
图 4：热钱流动与美元指数	6
图 5：上证指数与热钱流动	6
图 6：汇改前美元指数与上证综指的 90 日滚动相关系数	7
图 7：本轮通胀情形	7
图 8：07-08 年上证综指与美元指数的关系	8
图 9：04 年前后的上证综指与美元指数	8
图 10：CPI 同比、上证综指和短期贷款基准利率	9
图 11：2010 年上证指数与 CPI 同比	9
图 12：美元指数与 CPI 同比	10
图 13：外汇占款同比与 CPI 同比	10
图 14：本部分主要逻辑	11
图 15：美元指数与 SPGSCI 指数	11
图 16：大宗商品价格与 PPI 同比	12
图 17：PPI 同比与 CPI 同比	12
图 18：美元指数与人民币名义有效汇率	12
图 19：美元指数与人民币标价的进口价格指数	12
图 20：美元指数与人民币名义有效汇率	13
图 21：热钱与食用农产品价格关系	13
图 22：07-08 年上证综指、美元指数和通胀	14
图 23：04 年上证综指、美元指数和通胀	14
图 24：07-08 年上证综指与美元指数的关系	15
图 25：本轮通胀情形	15
图 26：产出缺口与 CPI	16
图 27：通胀的历史与预测	17
图 28：CPI 翘尾因素	17
图 29：美国失业率	18
图 30：密歇根消费者信心指数	18
图 31：美上半年 CPI 同比预测	19
表 1：CPI 持续回升下的市场紧缩预期表现	18

前言

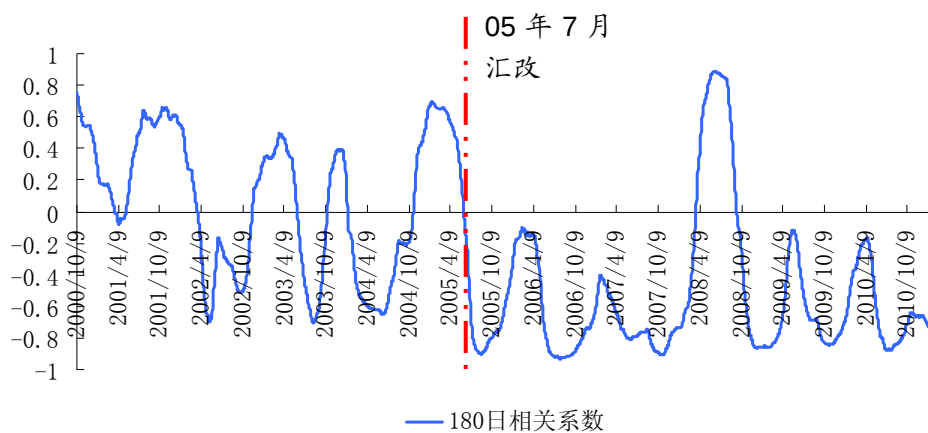
美元指数与上证指数的负相关性似乎已经成为一种判断市场走势的“定律”而被市场分析人士广泛应用。然而从去年 12 月份以来，美元指数却与 A 股呈现了明显的正相关性。本文试图揭示的逻辑是，由美元贬值引发的高通胀必然引起货币政策紧缩预期，正是在这样的条件下，美元上涨意味着通胀预期和货币紧缩预期的缓解；美元下跌意味着通胀预期、货币紧缩预期的加剧。因此，在高通胀时期，美元指数将与上证综指呈现正相关关系，美元的上升也不应引起市场的恐慌。

本文研究的对象不限于此，进一步地我们还将揭示美元指数与上证指数正相关行情结束的时间点、美元指数的阶段性上升是否会带动上证指数的阶段性反弹。这对于今年上半年乃至全年的操作都是富有意义的。

美元与 A 股的负相关性

汇改以来美元指数与上证综指的负相关关系的确较为稳定，除了 07-08 年出现了正相关关系其它时间段里相关系数基本都保持在负值区间，从汇改以来的整体相关系数上来看也达到 -0.69。而在汇改以前美元指数与上证综指的相关性却很不规律，时正时负。关于这种相关性的切换，我们认为热钱流动是核心因素，由于汇改之后人民币兑美元开始出现变动，这促使了流动性在币值差异出现下开始双向流动。

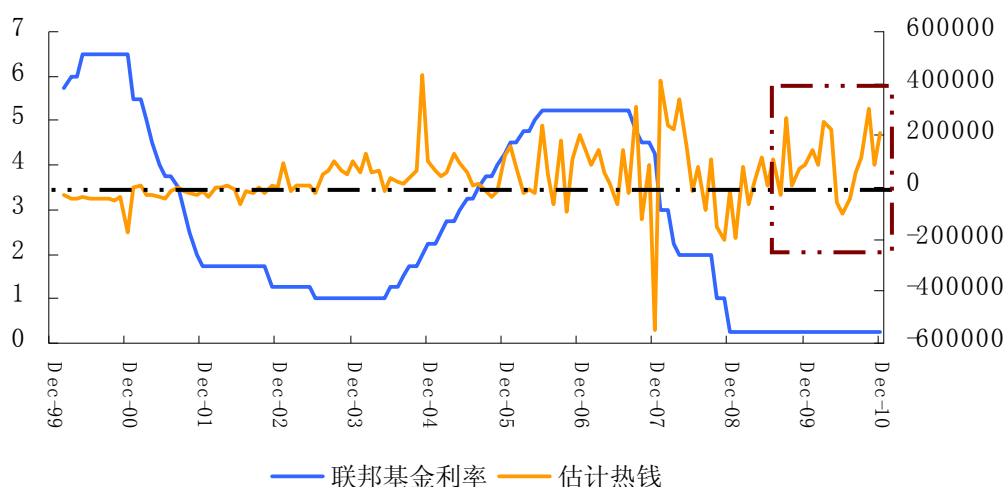
图 1：美元指数与上证综指 180 日滚动相关系数



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

首先来看美国长期宽松的货币政策，这是造就流动性的必要条件。在网络泡沫破灭之后，美国实体经济连同金融市场一起受到了负面冲击，陷入衰退。格林斯潘执掌的美联储为了能够令经济能够更快地复苏，迅速地降低了利率。至 03 年下半年，联邦基金利率降至了 1% 的低点。这不仅奠定了美国热钱发源地的地位，而且也使中国的热钱流入变得更为剧烈。下图所示，05 年之前，热钱流动还非常有限；而进入 05 年特别是汇改之后，热钱的流动开始变得剧烈，这与美货币政策的宽松不无关系。

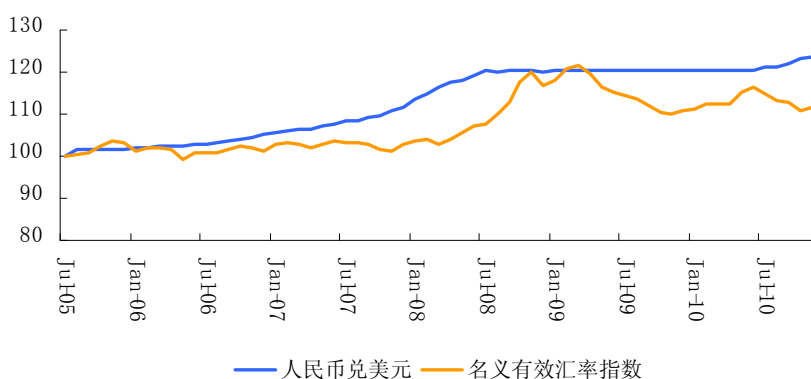
图 2: 美国的货币宽松政策制造了热钱的源头



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

其次，对于人民币升值，从升值空间上来说，虽然人民币不再盯住美元，但是对人民币有效汇率的管理还是广泛存在的。自汇改以来截至去年 11 月，人民币对美元指数升值幅度达 23.56%，而名义有效汇率的升幅仅为 11.54%。变异系数方面，前者为 7.27%，后者为 6.0%。这些都表明，央行虽然对于美元兑人民币汇率的管制有所放松，但仍然盯住一篮子货币，这表现在有效汇率的有限升值上（图 3）。既然人民币由盯住美元转向盯住一篮子货币，那么美元的贬值也就意味着在保证名义有效汇率稳定的条件下，人民币对美元升值空间的扩大。

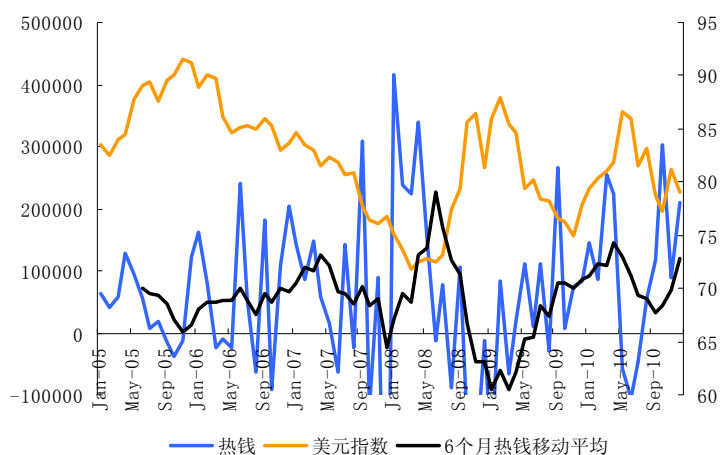
图 3: 指数化人民币对美元汇率与人民币名义有效汇率指数



资料来源: Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

最后，从热钱的估算上来看，我们可以发现人民币、美元之间的币值差异的确对流动性的流动方向起到了明显的作用。从下图中可以明显的看出热钱流动与美元指数变化之间存在明显的关系，甚至热钱还具有一定的领先性。美元指数的上升意味着人民币兑美元升值空间的压缩，热钱套利的空间也受到缩减，因此热钱的流入也会减少，甚至发生流出。反之，热钱的流入则会增加。

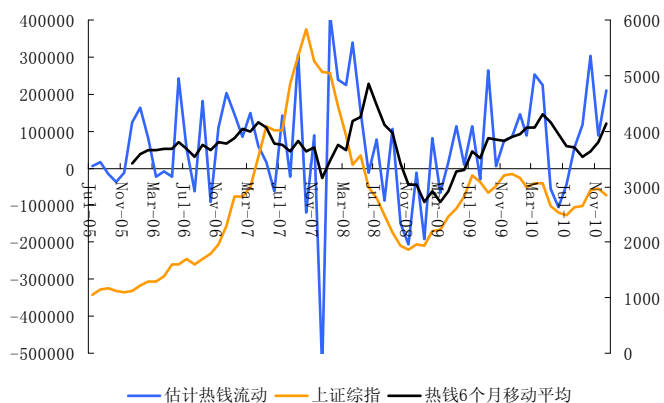
图 4：热钱流动与美元指数



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

落到国内 A 股市场上，热钱的流入显然是资金面支撑的重要因素。从图 8 来看，汇改以后在大部分时间里，热钱净流入都与上证指数呈正相关关系，只有在 07-08 年期间，热钱净流入与上证指数负相关，而这段时间恰是美元指数与上证指数正相关的一个案例，这在后文将会提及。

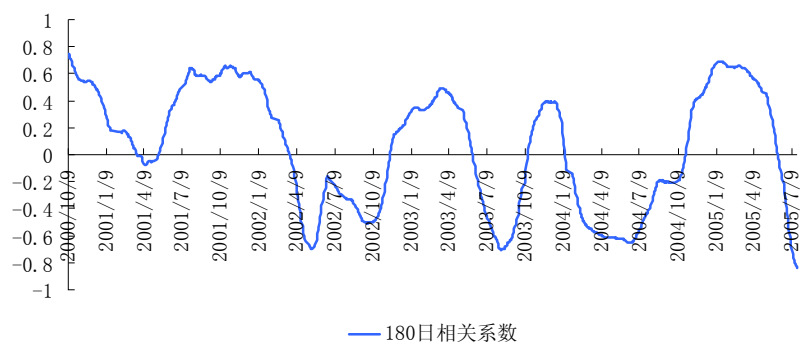
图 5：上证指数与热钱流动



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

而不同的是，汇改之前，美国充裕的流动性、人民币兑美元的升值空间都不存在，不存在热钱被套空间吸引的可能，因此汇改之前美元指数与股市的相关性也就不存在。

图 6: 汇改前美元指数与上证综指的 90 日滚动相关系数

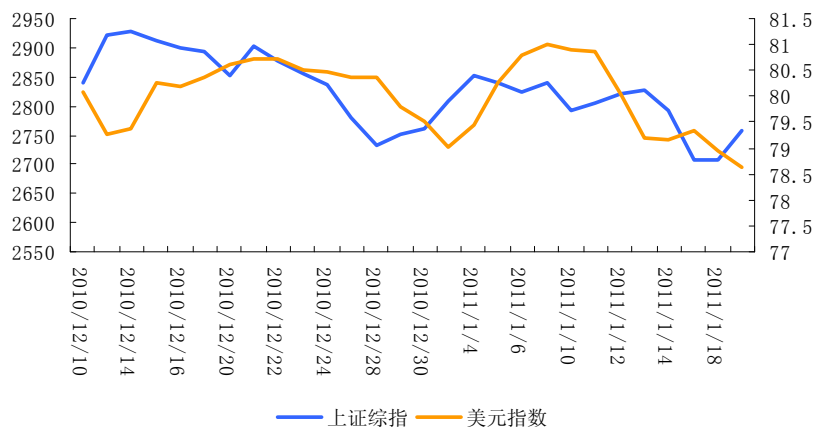


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

高通胀下的正相关特例

尽管汇改以来的大多数时间里美元指数与上证综指负相关,但是从去年 12 月下旬开始上证指数与美元指数开始呈现出正相关的特征。对此,我们通过历史的视角来看,发现此种情况并非仅此一例,07-08 年和 04 年也出现过类似的情况。

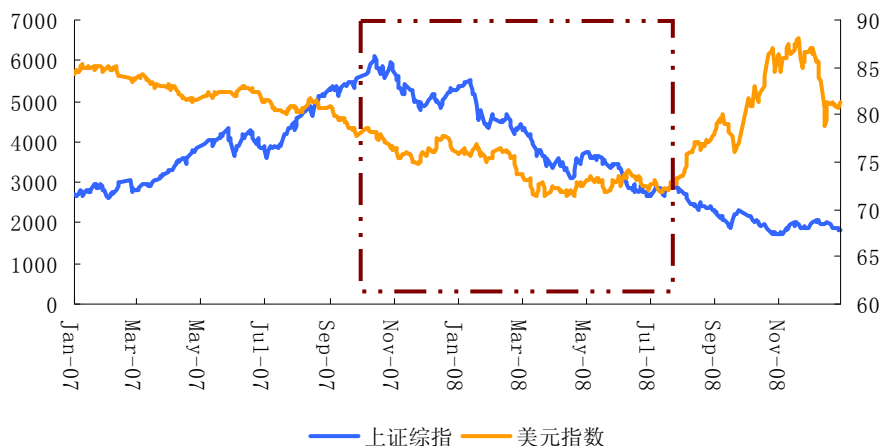
图 7: 本轮通胀情形



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

自 07 年 10 月份开始,上证指数与美元指数就开始呈现正相关,这种正相关的走势一直持续到 08 年 8 月份。

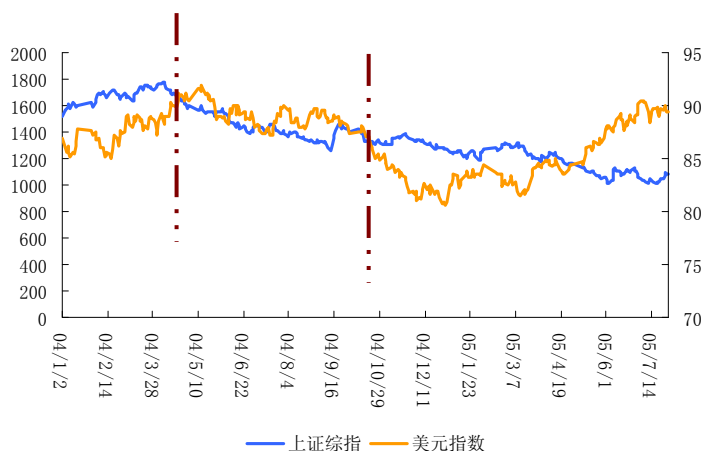
图 8：07-08 年上证综指与美元指数的关系



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

04 年也出现过类似的情况，正相关的走势从 04 年 4 月持续到 04 年 10 月，而无论是之前还是之后美元指数与上证综指则为负相关走势。那么，这种正相关的走势是否事出偶然呢？我们认为逻辑上说这是货币政策从紧预期下发生的转变，这点在后面的部分将详细阐述。

图 9：04 年前后的上证综指与美元指数

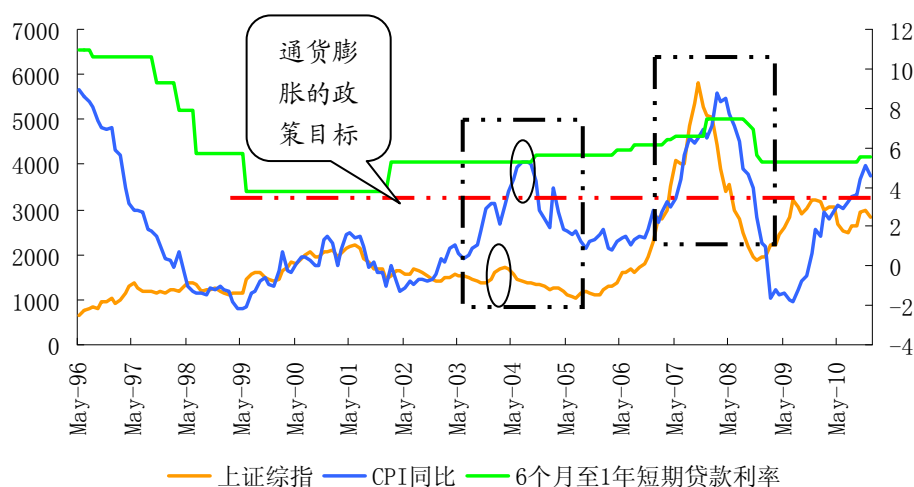


资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

高通胀下的货币政策从紧预期

首先，尽管总体上来说 A 股伴随通胀同向走势，但是在高通胀的情况下，这种形势会发生改变。中国长期将通货膨胀的政策目标定在 3% 的水平上，而持续数月超过这一目标的情况仅出现过三次，分别是 04 年、07 至 08 年和本轮通胀。通胀的上升往往意味着资金的充裕和经济的转暖，因而对市场的运行有其正面的作用。但是，当通胀率连续数月高于政策目标时，上证综指不会随着 CPI 同比一起上升，而是在通胀顶部来临之前就经历拐点开始向下，这在 04 年和 07 至 08 年两轮高通胀时期都有所显现。

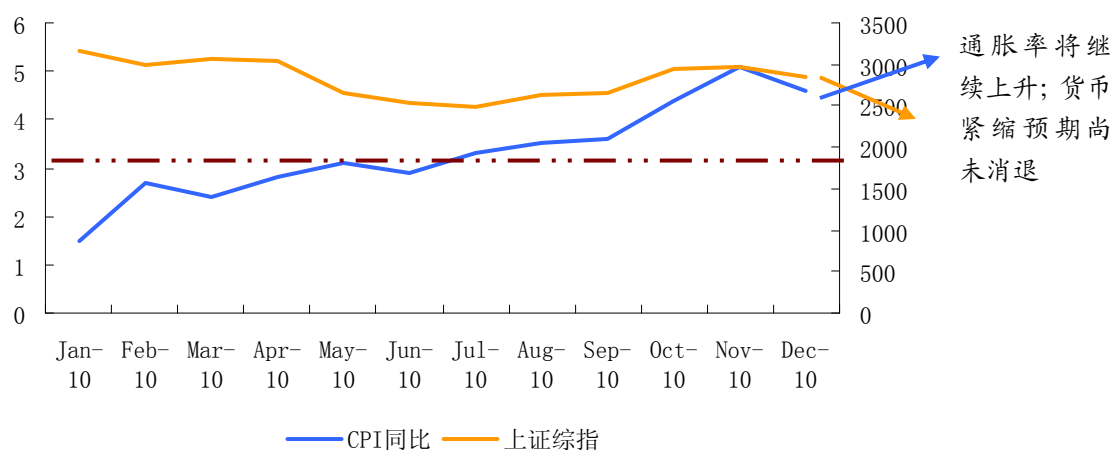
图 10: CPI 同比、上证综指和短期贷款基准利率



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

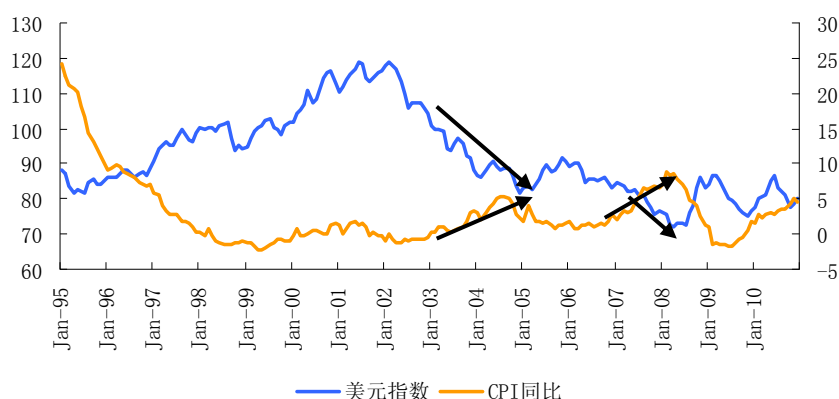
2010 年, 中国通胀再次高企, 市场也走入了弱势格局。从 7 月份开始, 中国的通胀水平就一直维持在 3% 的水平以上, 11 月份更是达到 5.1% 的阶段高点。虽然 12 月份 CPI 同比略有回落, 但是今年春节前的消费旺盛必将带来更高的通胀, 紧随其后的春节因素和翘尾因素也将令通胀维持于高位。虽然央行在 10 年 10 月和 12 月两次加息, 但是市场对于货币政策继续从紧的预期仍然未被完全兑现。对于目前的市场, 只要通胀预期没有回落, 货币政策从紧的预期就仍然存在, 股市的弱势格局也难以打破。

图 11: 2010 年上证指数与 CPI 同比



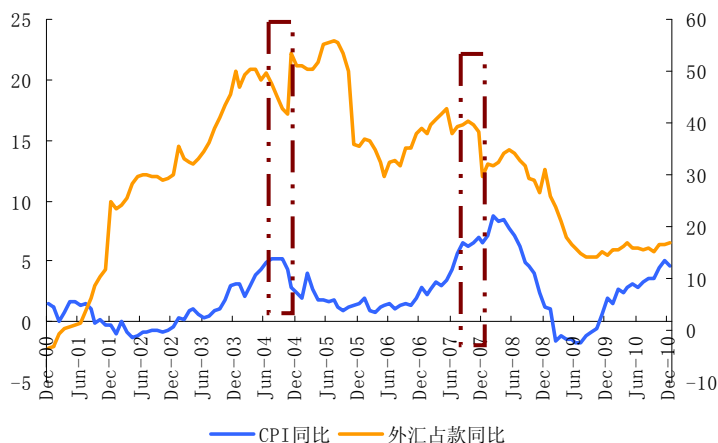
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

另外, 通过时间段的对比, 我们发现, 美元和 A 股由负相关转向正相关的时间段, 恰好对应于高通胀的格局。如图 12 所示, 无论是 04 年还是 07-08 年通胀, 都伴有美元指数的明显下滑, 10 年上半年美元指数的上行则压制了通胀的上行。虽然不能就此断定美元指数主导了国内通胀, 但是至少可以确定美元指数是影响通胀的重要因素之一。

图 12：美元指数与 CPI 同比


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

尽管在一般情况下，美元指数与上证综指负相关。然而在高通胀条件下，**CPI 高涨或者说高通胀**会引发热钱预期的改变，每当进入高通胀时期，热钱净流入也会因货币政策从紧预期而骤然减少。在 CPI 同比达到顶部时，外汇占款同比增速会出现“跳水”，这表明 CPI 同比的高企会引发热钱恐慌性的流出（图 22）。在上一部分中，我们揭示的从美元指数到上证综指的影响机制是以热钱为基础和核心的。所以，一方面高通胀时期热钱的恐慌性流出不仅令热钱的影响让位于 CPI 机制的影响，而且热钱本身也助推了货币紧缩预期的作用。另一方面，时期，高通胀也会令市场将关注点从热钱对证券市场的推升作用转向美元涨跌对通胀的影响上。

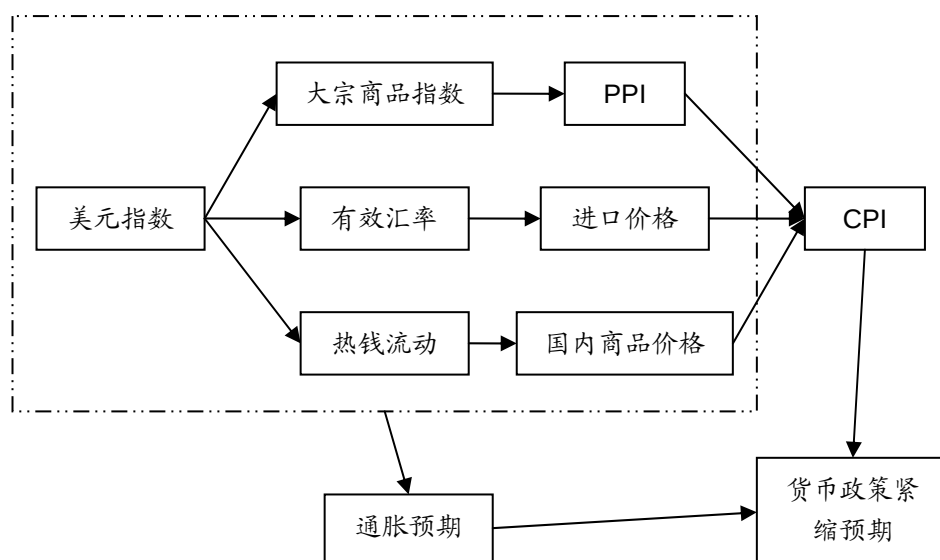
图 13：外汇占款同比与 CPI 同比


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

“正相关”的逻辑揭示

总的来说，美元指数通过大宗商品、有效汇率、热钱流动三个方面影响消费价格指数。而对这些机制的领会也会让市场学会利用美元指数形成对通胀率的预期。而无论是实际通胀率还是预期通胀率都会令货币政策紧缩预期上升。这就是美元指数影响上证综指的逻辑。

图 14: 本部分主要逻辑

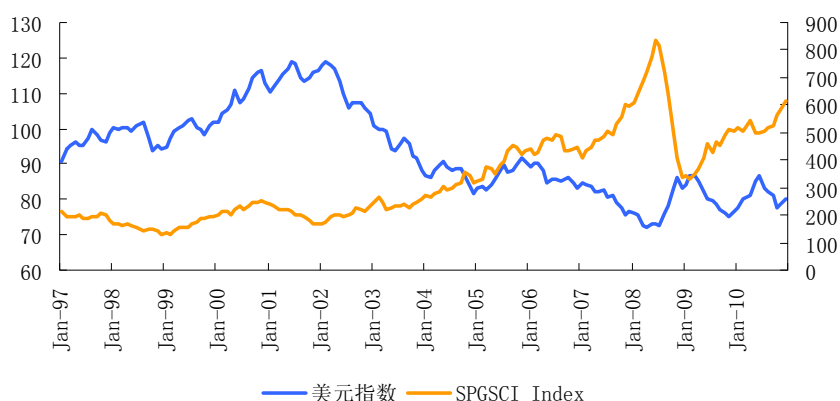


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

大宗商品渠道

第一条影响 CPI 的重要渠道是美国对大宗商品价格的影响。众所周知，美元指数会对大宗商品价格产生负面的影响。下图所示，美元指数与 SPGS 大宗商品指数基本呈反向运动，特别是在 02 年至 08 年，美元指数持续下跌，而大宗商品则持续上涨。而 10 年下半年美元指数的下跌也推动了一轮大宗商品价格的上涨。

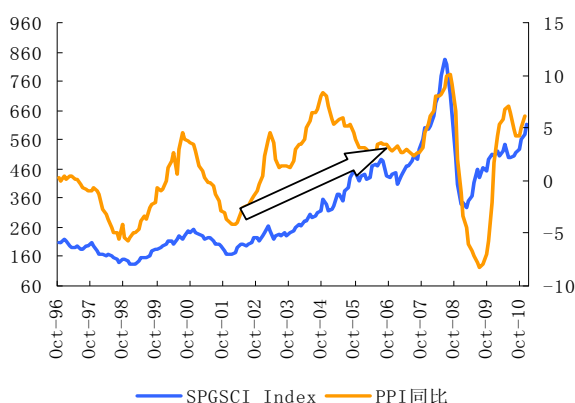
图 15: 美元指数与 SPGSCI 指数



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

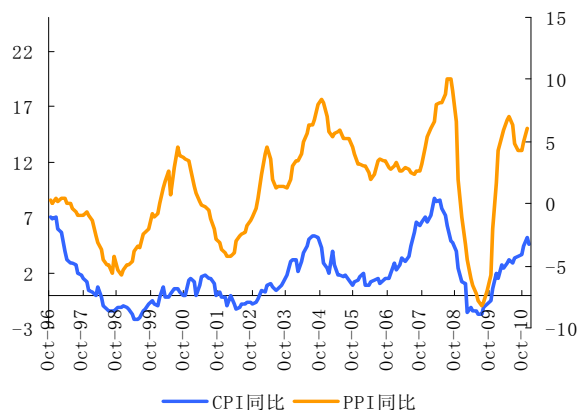
中国的 PPI 与大宗商品价格关系密切。SPGSCI 的上升往往引起 PPI 的上升，09 年以来大宗商品的反弹激发了 PPI 的大幅上升，在前期见顶回落以后，PPI 同比再度随大宗商品价格上升。PPI 同比自然又将传递至 CPI 同比上。这样，我们就找到了第一条影响渠道，美元经大宗商品价格影响 PPI，最后传导至 CPI。

图 16: 大宗商品价格与 PPI 同比



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 17: PPI 同比与 CPI 同比

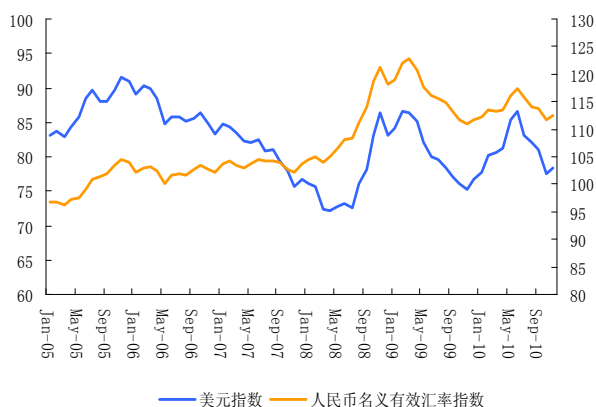


资料来源: Wind, 长江证券研究部

进口价格渠道

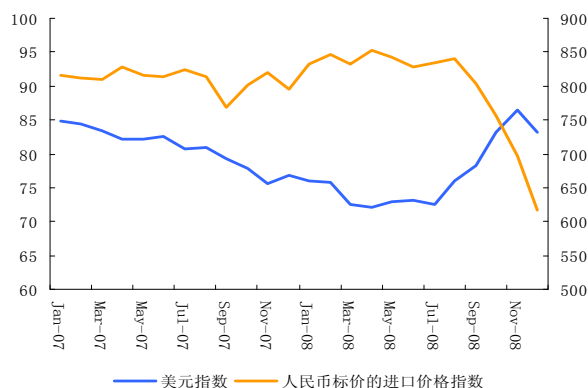
美元指数本身影响人民币名义有效汇率。前面，我们曾经提到，央行对于人民币有效汇率的管理甚于对美元兑人民币汇率的影响。但是，这种比较只是相对而言的，央行对于美元兑人民币汇率并非没有管理，只是这种管理弱于对有效汇率或商品篮子的管理。所以，美元指数与人民币名义有效汇率也会存在正相关的走势。如图 16 所示，虽然人民币名义有效汇率显得比较稳定变动的幅度较小，但是其与美元指数的拐点和变化方向还是一致的。

图 18: 美元指数与人民币名义有效汇率



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 19: 美元指数与人民币标价的进口价格指数



资料来源: Wind, 长江证券研究部

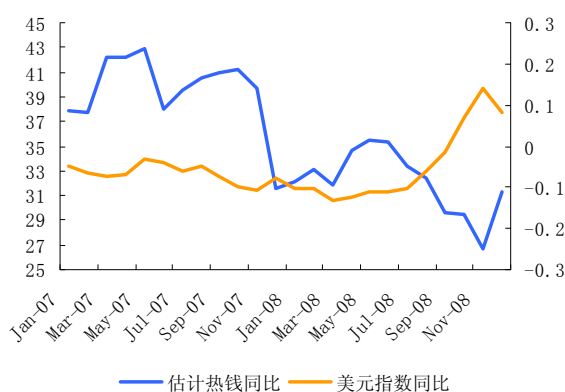
人民币名义有效汇率的变动自然会影响到进口产品价格，为了统一货币单位，使进口价格的影响更易观察。我们将海关公布的进口价格指数乘上美元兑人民币的市场汇率，得到人民币标价的进口价格指数，其与美元指数存在着反向变动的关系。虽然近来进口价格指数出现了

明显的下滑,但是美元指数的走弱应会推高进口产品的价格,从而成为推高通货膨胀的因素。

热钱出入对国内商品价格影响

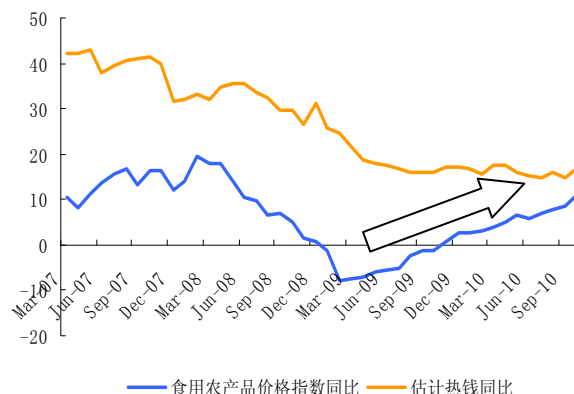
近来,副食品、蔬菜等商品价格的上涨引起了各方关注,事实上其价格的上升也确实能够成为推动 CPI 上升的动力。关于美元影响热钱的过程我们已经在第一部分中作过较为详细的分析,而热钱对于某些商品的影响我们从数据中也能够得到支持。我们利用商务部公布的食用农产品价格指数,考察其与热钱的关系,我们发现其同比增幅与热钱同比增幅具有很强的相关性,而目前,食用农产品价格正由热钱净流入带动上升。

图 20: 美元指数与人民币名义有效汇率



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 21: 热钱与食用农产品价格关系



资料来源: Wind, 长江证券研究部

总结这部分分析,我们认为,美元通过三大渠道影响通胀水平:(1)大宗商品价格;(2)进口价格;(3)热钱出入对国内部分商品价格的影响。而在高通胀的条件下,美元指数影响着通胀,也影响着通胀预期,通胀预期又引导货币政策紧缩预期。在这样的条件下,美元下跌将加剧货币紧缩预期,从而促使国内股市继续下跌,形成了美元指数的正相关关系。

“正相关”走势下的时、空特征

在上一部分中,高通胀背景下美元指数与上证指数的正相关关系得到了逻辑上的支持,这里我们还需要通过回顾历史来支持上面的逻辑,来讨论两个我们感兴趣的问题:(1)这种正相关关系会在哪个时间点结束;(2)这种运行过程中美元指数的阶段性上升是否会引发股市的阶段性反弹。

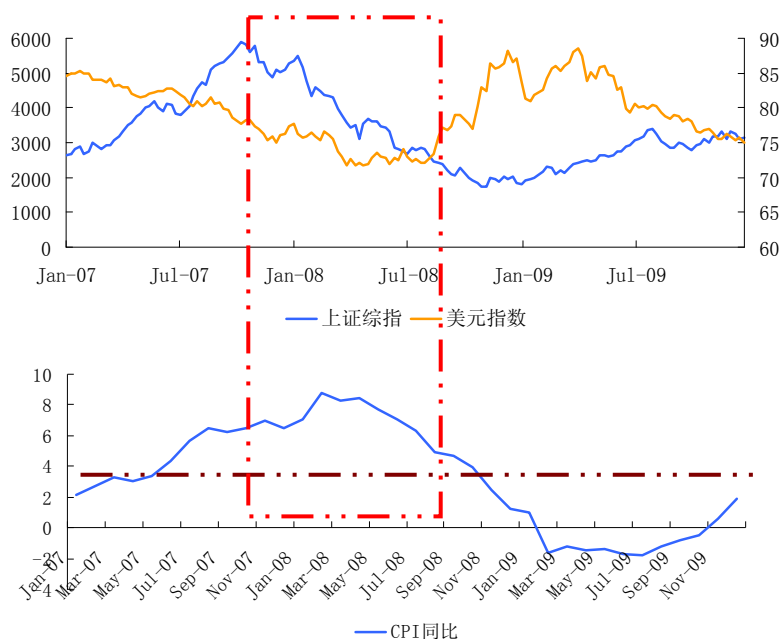
“正相关关系”结束于何时?

首先,我们来解决第一个问题。从逻辑上判断,“正相关”情形的必要条件是高通胀引起的货币政策紧缩预期,那么在高通胀结束以后,货币政策从紧的预期自然就会消除,而美元对实际通胀及通胀预期的影响将不再主导美元与国内股市的关系。那么多高的通胀算是“高”呢?这牵涉到央行和政府当局对于通胀率的容忍度,这反映在政府公布的通胀目标上,在 2011 年之前,通胀目标基本维持在 3%的水平。

07 至 08 年通胀率在连续 20 月超过 3%之后,08 年 11 月 CPI 同比终于降至 2.4%,回落到

3%的通胀目标之下。而在此之前的3个月股市与美元正相关关系结束。

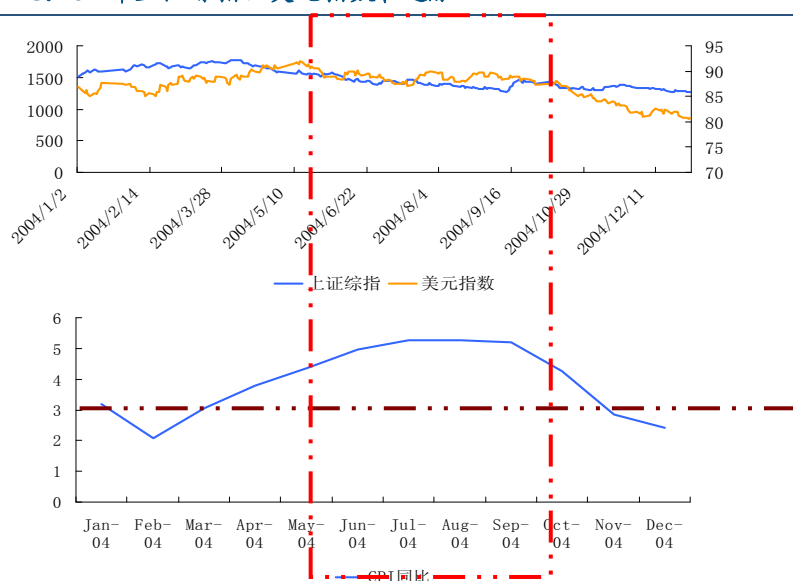
图 22: 07-08 年上证综指、美元指数和通胀



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

从04年“正相关走势”来看，通胀率在连续8个月超过3%之后，最终在11月降到2.9%；而结束时点在04年9月。从这两次正相关走势结束的时点，分别发生在通胀率降到3%以下的前两个月和前三个月。这表明，市场在通胀稳定之前已经有了货币政策紧缩结束的预期。我们认为，无论从逻辑上还是以往案例的实证上都能够支持这样一个观点，即在通胀降至政策目标前的三个月内，“特殊”的正相关走势便将告结束，随后就会转入“一般”的美元股指负相关走势。

图 23: 04 年上证综指、美元指数和通胀



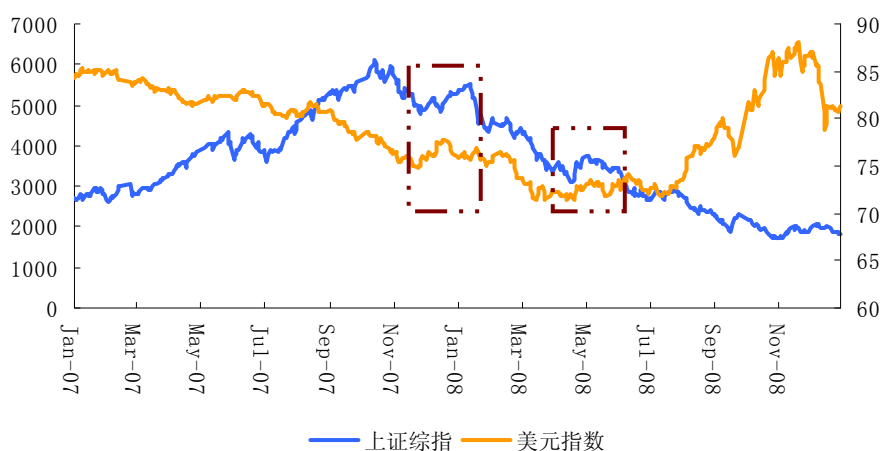
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

波段性机会的存在性

其次，我们需要解答的问题是美元指数阶段性反弹是否也会引发国内股市的反弹。仍然从逻辑演绎入手，美元指数的上升通过前述的三大渠道将阻碍通胀的上升，甚至令通胀回落，这样便可暂时缓解货币政策紧缩预期。

从 07-08 年的案例来看，07 年底至 08 年初出现过一波反弹，而此次反弹也伴随着美元指数的波段性走强。此外，在 08 年 4、5 月间上证指数也在美元的带动下发起了一次规模较小的反弹。

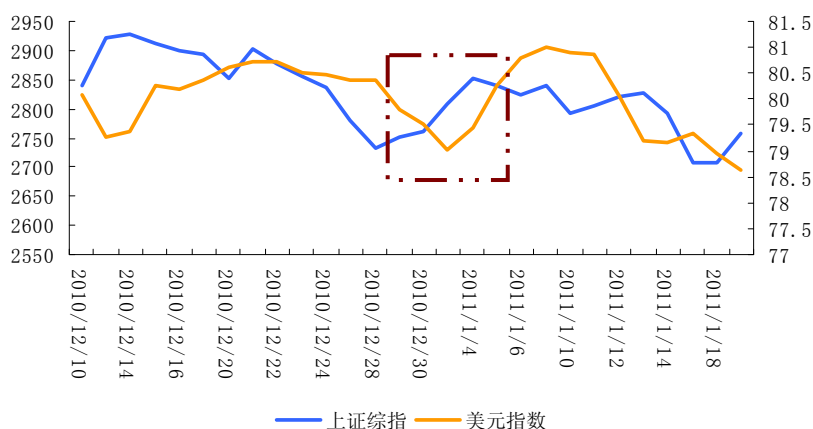
图 24：07-08 年上证综指与美元指数的关系



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

而从去年 12 月以来的情况来看，市场对此项机制也有所了解，所以美元指数也会作为一项判断货币政策紧缩趋势的变量进入投资者的预期。上证综指 12 月 28 日至 1 月 4 日的反弹就呈现了这种特征。整体走势上证综指也具有一定的领先性，但是目前来看，这种领先性仅在几日之内，基本上还是同步的。

图 25：本轮通胀情形



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

虽然 04 年案例并没有明显的美元带动上证综指上升的情形。但是，07-08 年案例与本轮通胀更有可比性。一方面，04 年美元指数的下跌过程中虽有停歇，但都以短时平盘整理为主。另外一方面，04 年热钱流动规模还较小，其对国内商品价格的影响也不显著。因此 04 年美元指数对通胀的影响弱于后两轮通胀，尽管在趋势上能够带动上证指数，但是在波段上还不能形成足够力量的影响。

特征总结

这里对美元上证指数“正相关走势”的特征作出总结。首先，在总体走势上，货币紧缩预期萦绕的“正相关”走势，难逃熊市命运。但是，在美元的波段性反弹中，上证指数同时反弹也是大概率事件。最后，这种“正相关走势”的结束将略提前于通胀回落至政策目标以下的时点。

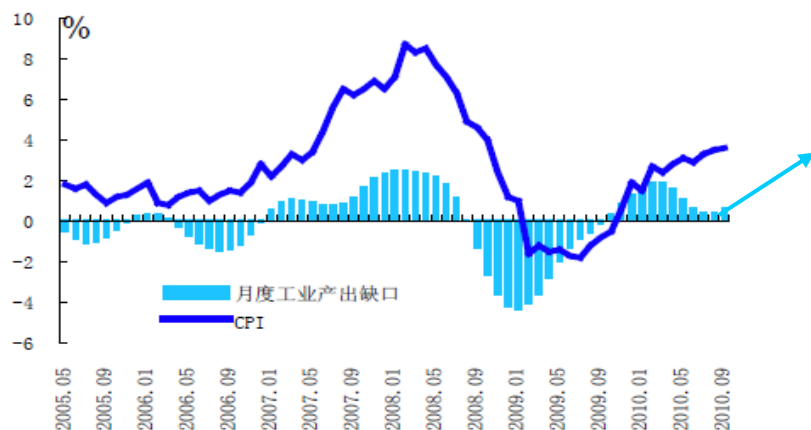
通胀与美元的上半年判断

上一部分中，最有意义的结论有两条。首先是正相关行情结束的时点依赖于 CPI 同比回稳的时点，其次则是美元阶段性上扬会带动国内股市反弹。那么只要我们判断出今年 CPI 同比的走势和美元的走势，我们就能够对 2011 年的股市作出我们的展望。我们大致的结论是，年内通胀率或将在三季度末四季度初降至 4% 的目标以下，这意味着“正相关关系”的终结或将在二季度末三季度初。而在美元方面，我们预计在二季度或稍早的时点开始，美货币政策转紧预期将会提升，美元指数将会有阶段性的反弹，这意味着在这段时间内 A 股或将有反弹的行情。

通胀率三季度或有明显回落

首先，在反映实体经济复苏的产出缺口方面。如图 36 所示，去年三、四季度经济处在逐渐探底的过程中，产出缺口也处在低位。一方面，这说明去年下半年的通胀过程中，流动性是更为主要的因素，但另一方面，伴随工业增加值的见底回升，产出缺口将会成为上半年再次推升 CPI 的又一隐患，因此即使我们不考虑流动性目前存在的推动力，但从实体经济的复苏方面来看，上半年都将再次面临实体需求复苏所带来的 CPI 再度走高，因此，结合一季度的春节因素，我们预计在一季度和二季度将会有两个通胀高点，而在三季度之后流动性和实体需求的回归常态，才可能使得通胀率逐渐回落。

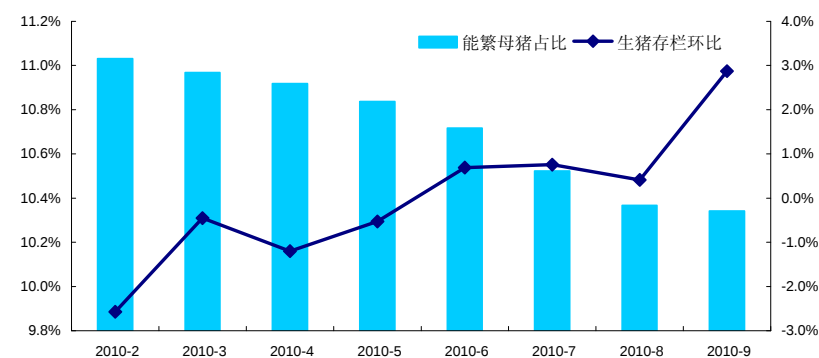
图 26：产出缺口与 CPI



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

其次，我们考虑了猪肉所存在的存货周期因素。从下图可以看到自去年四季度开始生猪存栏环比就开始出现了明显的上升，总体而言，考虑 10 年下半年 9 月份以来农户的普遍性存货回补，预计通胀的上升周期将延续到明年上半年，那时也是货币政策持续收紧的关键窗口，预计一季度开始有 1-2 次加息空间。因此，目前生猪的回补将可能在三季度产生农产品（猪肉）供给的大量上市，以及货币收缩 4-6 个月的滞后传导，预计物价在三季度末逐渐见顶回稳。（参见本所 2011 年年度投资策略报告《政治周期与经济周期的再平衡》）

图 27: 通胀的历史与预测



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

最后，从基期的角度来看，翘尾因素的预测也表明三季度将会是 CPI 高位回落的正式开始，如下图。因此，结合产出缺口、猪肉价格和翘尾因素，我们认为 CPI 价格将在一季度和二季度两度冲高，而从三季度开始 CPI 同比将会有趋势性的回落，在三季度末四季度初达到 4% 的容忍度水平。

图 28: CPI 翘尾因素



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

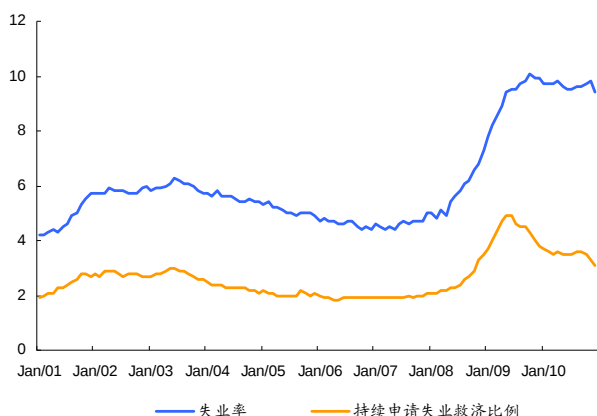
因此，从前面三个方面对通胀的分析，按照目前对 2011 年通胀的容忍度 4% 估计，CPI 同比能够到达这一水平左右将会出现在三季度末四季度初左右，结合之前对于美元和 A 股正相关会提前 2-3 个月结束的规律性分析，我们认为目前这一正向相关的关系将会持续至上半年结束左右的时间点，所以在这之前对于美元的判断就变得更为关键。

美元指数中期弱势，二季度或有反弹

在美元方面，我们之前的报告《美元视角看待联储政策演绎》和《美国就业市场表现低于预期》中我们分析了美元指数在 2011 年上半年的走势。以下，我们参照上述报告的结论，分别分析美元中期趋势和阶段性反弹时点问题。

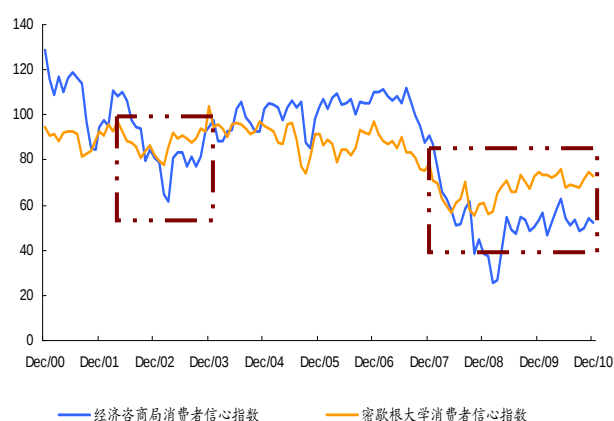
首先，从中期走势来看，我们认为美元指数仍然将维持弱势。一方面，美国面临着结构性失业问题，预计到年底美国的失业率很难降到 9% 以下。另一方面，目前美国的经济信心还有待恢复。虽然目前消费者信心指数有所上升，但是仍然处于历史低位，甚至远低于 01-02 年网络泡沫破灭后的消费者信心指数。而美元受利差因素的影响明显大于其它因素（参见《美元视角看待联储政策演绎》）。基于此，联储在将基准利率降至 0.25% 的同时还推出了量化宽松政策，而上述问题的积重难返将会令宽松货币政策推出的时点大大滞后，特别是在利率政策方面，预计年内都不会加息。

图 29：美国失业率



资料来源：长江证券研究所

图 30：密歇根消费者信心指数



资料来源：长江证券研究所

其次，从短期波段变动来看，我们仍旧认为在一季度末的时间点整体弱势的美元将会有一波反弹的行情，而这主要是来自市场对于美联储货币政策由松转紧的预期升温。从下图可以看出，CPI 同比的持续回升在 4 个月左右的时间点上，市场对于货币政策由松转紧的预期升温是较为确定的，这一规律在 1990 年代以来的历次 CPI 持续回升中都显得很确定。

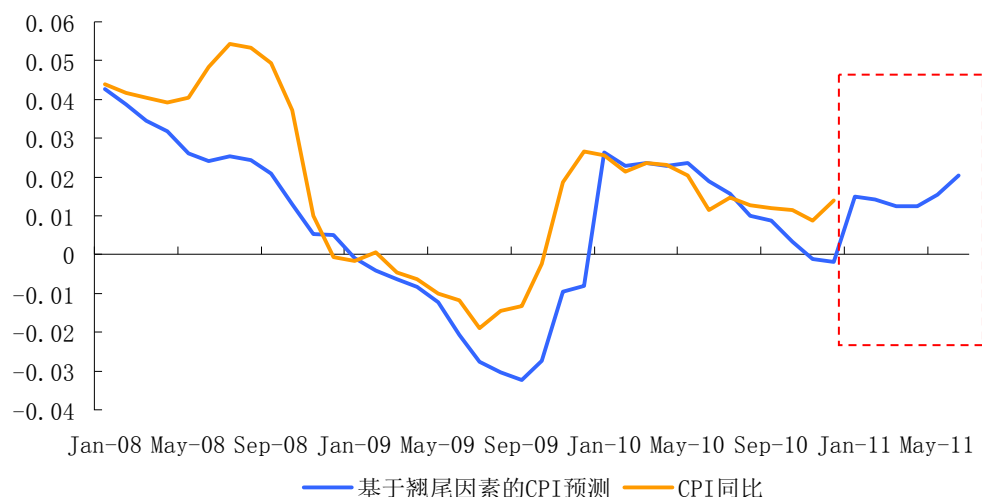
表 1：CPI 持续回升下的市场紧缩预期表现

年份	CPI 连续上升期间	CPI 上升的起点与高点	期间是否有降息操作	LIBOR 是否上升	LIBOR 回升类型
1990	当年 5 月至 10 月	4463	有	否	—
1992	当年 1 月至 4 月	2632	否	是	伪回升
1994	当年 5 月至 9 月	2330	否	是	加息覆盖
1996	95 年 12 月至 96 年 4 月	2529	否	是	伪回升
1999	98 年 11 月至 99 年 4 月	1523	否	是	加息覆盖
02 至 03	02 年 9 月至 03 年 2 月	1530	有	否	—
04 至 06	04 年 3 月至 6 月	1733	否	是	加息覆盖
2008	当年 4 月至 7 月	3956	否	是	伪回升
2010	09 年 7 月至 12 月	-21 至 27	否	是	伪回升

资料来源：长江证券研究部

同时基于翘尾因素对美国上半年 CPI 的预测我们可以看到，持续回升是较为确定的趋势，而持续 4 个月左右的回升点恰好在一季度末的时间窗口。

图 31：美上半年 CPI 同比预测



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

总结：正相关下的弱势反弹机会

根据前面两个部分的分析，我们得到以下两个结论：

1.按照对于中国 CPI 同比的判断来看，我们认为其能够达到容忍度 4%左右的水平或将出现在三季度末期，而按照美元与 A 股正向关系提前 2-3 个月改变的规律，上半年美元与 A 股或将保持继续正向的关系。

2.进一步来说，在上半年美元与 A 股保持正向关系的大背景下，对美元的判断就显得较为重要，我们在《2011 年年度策略：美元视角看待联储政策演绎》一文中已有比较详尽的阐述，在市场对美货币正政策由松到紧预期逐渐升温的过程中，一季度末二季度初很可能产生美元的反弹行情。

总体来说，我们认为上半年 A 股整体指数将继续保持与美元的正向相关关系，而弱势美元也决定了 A 股上半年并不存在整体上扬的机会，但这并不影响其中的弱势反弹，美元在一季度末二季度初的反弹走势，或也将给整体处于下降通道中的 A 股带来波段性机会。

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。

沈楠，复旦大学公共经济学专业硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为世界经济及海外市场。

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。