

美元贬值将会如何影响 A 股？

西部宏观自上而下研究系列之五

核心结论

短期看，流动性危机解除，导致美元指数高位回落。3月全球流动性危机中，市场抛售资产换取美元，美元供不应求，美元指数大幅上升，在3月19日盘中最高录得103.01，是2016年12月Trump Trade（特朗普交易）以来的最高值。从3月19日至今，流动性危机逐渐解除，全球对美元的需求大幅缓解，同时美联储QE释放的流动性泛滥，美元指数正式开启了下行周期。截至7月31日，美元指数盘中最低录得92.54，已经从3月高点回落了超过10%。

中长期看，美元指数仍然有不小的贬值空间。1) 目前美国面临着严重的赤字问题，而且财政赤字还会继续加大，给美元指数带来了很大的下行压力。美国财政部的联邦预算赤字规模今年上半年接近2.4万亿美元，占名义GDP比例达到13.84%。根据美国国会预算办公室CBO的估算，预计2020年全年联邦财政赤字将达到3.7万亿美元，2021年是2.1万亿。2020-21年赤字率分别为18%、9.8%，下半年赤字规模还会继续扩大。2) **美国疫情二次爆发，经济恢复弱于中国和欧洲，美元受到来自经济基本面的压力。**由于美国在疫情尚未完全稳定的时候大规模重启经济，6月美国疫情出现了反弹，并且当前的单日新增确诊人数已经远超过了此前4月的峰值，拖累美国的经济复苏。3) **政治层面，今年四季度美国总统大选带来的经济政策以及经济增长前景的不确定性将会对美元有一定的影响。**

美元指数下行有利于新兴市场国家的股市表现。从历史上看，新兴市场股市和美元指数呈现明显的负相关关系，和新兴市场货币指数正相关。因此，全球流动性泛滥，美元继续贬值，将会促进美联储投放的货币加速流入新兴市场国家。根据全球资金流动指数，从5月初开始，资金开始流入新兴市场。目前新兴市场信用互换指数利差、新兴市场ETF的波动率都已经从3月流动性危机时的高位回落至去年水平，同时新兴市场与标普500指数波动率的差值已经下降到0以下，说明新兴市场股市的波动性小于美股，风险偏好更高，有利于全球资金流入新兴市场，从而利好新兴市场国家的权益市场。

美元指数下降有利于A股资产的表现。1) 历史上我国上证指数与美元指数基本呈现出负相关关系，中国作为新兴市场国家中最大的经济体，以及此次疫情中最先复苏的国家，A股将会率先受益于美元贬值。2) 从估值角度来看，历史上标普500指数与沪深300指数的市盈率之比的平均值为1.18倍，而目前已经达到了1.61倍，因此A股具有明显的低估值优势，配置价值在不断提高。3) 市场担忧中美关系这个风险因素，但是风险回报最大化是资金的核心诉求，地缘政治因素只会影响短期的风险偏好，对中长期的影响不大。

风险提示：经济复苏不及预期，疫情超预期蔓延，中美关系。

分析师

 雒雅梅 S0800518080002
  luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人

 张育浩
 18548912118
 zhangyuhao@research.xbmail.com.cn
 陶冷
 15000831636
 taoling@research.xbmail.com.cn

相关研究

2020 年下半年宏观经济和市场展望：从流动性危机到流动性牛市
 2020年7月20日
 西部宏观自上而下研究系列之四：我们正站在两个周期的起点
 2020年7月6日
 西部宏观自上而下研究系列之三：当下经济周期如何进行行业配置？
 2020年6月29日
 西部宏观自上而下研究系列之二：全球市场的核心因素剖析以及后续的走势
 2020年6月14日
 西部宏观自上而下研究系列之一：ESG主题基金在全球和中国的发展
 2020年5月31日

索引

内容目录

1. 今年美元指数走势复盘.....	3
2. 美元指数将会继续下行.....	4
3. 美元贬值的影响	7

图表目录

图 1: 2020/2/20-3/9 美元指数大跌.....	3
图 2: 美日欧的目标基准利率（%）	3
图 3: 2020/3/9-3/19 美元指数大幅上升	3
图 4: 2020/3/16 恐慌指数创下历史新高.....	3
图 5: 3 月下旬至今美元指数回落超过 10%.....	4
图 6: 美元指数与黄金价格负相关.....	4
图 7: 美元指数与美国财政赤字正相关	5
图 8: 主要经济体单日新增确诊病例	6
图 9: 美国户外居民活跃程度较正常水平的变化情况（%）	6
图 10: 德国户外居民活跃程度较正常水平的变化情况（%）	6
图 11: 英国户外居民活跃程度较正常水平的变化情况（%）	6
图 12: 美国总统大选特朗普和拜登的支持率.....	7
图 13: 新兴市场股市和美元指数负相关	8
图 14: 新兴市场股市与新兴市场货币指数正相关	8
图 15: 最近三个月全球资管资金流入新兴市场.....	8
图 16: 新兴市场股市波动率大幅回落	8
图 17: 我国上证指数与美元指数呈现负相关关系	9
图 18: A 股估值明显低于美股	9
图 19: 美股与 A 股估值比处于历史高位	9
表 1: 主要经济体 2020 年财政赤字率测算	5

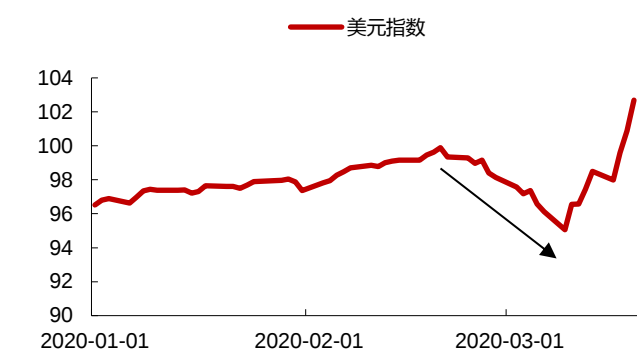
1. 今年美元指数走势复盘

美元指数在今年的表现可以分成三个阶段。

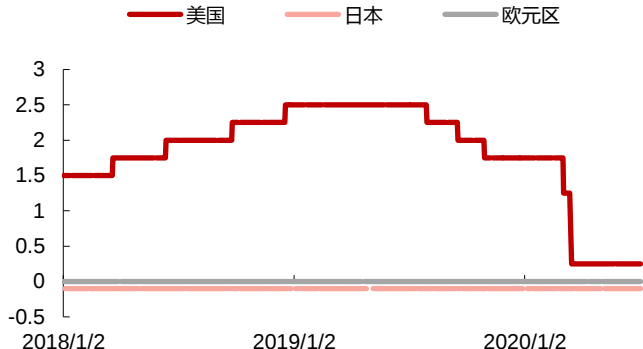
第一个阶段是欧洲疫情开始蔓延(2月20日至3月9日),全球市场开始定价新冠疫情的冲击,避险情绪升温。在这个阶段,欧美主要股指累计下跌20%左右,而黄金与债市走强。由于市场担忧全球经济在疫情冲击下进入严重的经济衰退,市场逐渐形成了对美联储的降息预期,但欧洲央行和日本央行已经施行了负利率,降息空间非常有限。受到降息预期的影响,美元指数走低,在这个阶段累计下跌4.84%。

图 1: 2020/2/20-3/9 美元指数大跌

图 2: 美日欧的目标基准利率 (%)



资料来源: WIND, 西部证券研发中心

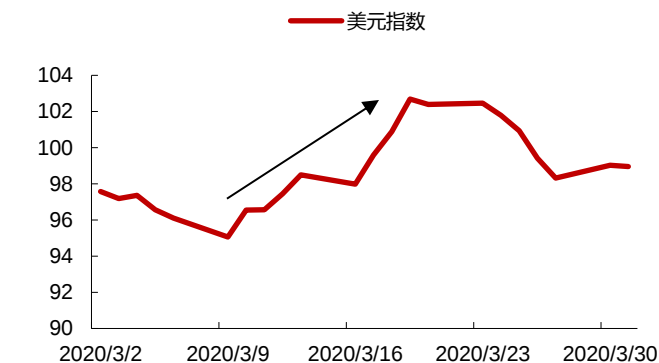


资料来源: Bloomberg, 西部证券研发中心

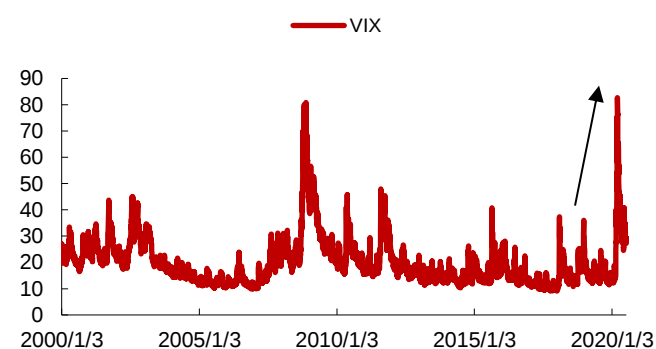
第二个阶段是全球流动性危机出现(3月9日至3月19日),全球各类资产深度下跌,市场开始进入恐慌模式,美元指数开始大幅上升。在这个阶段,恐慌指数 VIX 在3月16日达到创纪录的82.69,超过此前2008年金融危机时期的最高点。权益、债券、黄金、商品等资产均遭受到抛售,以换取流动性更强的美元。流动性紧张的情况下,美元指数快速上涨超过100,在这段时间里累计上涨超过8%。在3月19日,美元指数盘中最高录得103.01,是2016年12月 Trump Trade (特朗普交易)以来的最高值。

图 3: 2020/3/9-3/19 美元指数大幅上升

图 4: 2020/3/16 恐慌指数创下历史新高



资料来源: WIND, 西部证券研发中心



资料来源: WIND, 西部证券研发中心

第三个阶段是从3月19日至今,流动性危机解除,美元指数正式开启了下行周期。全球主要

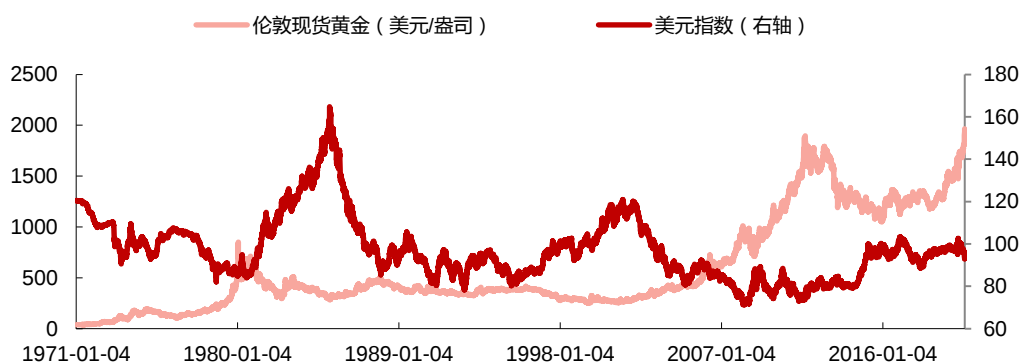
经济体出台天量货币宽松政策，流动性危机逐渐解除，美元需求大幅缓解。截至7月31日，美元指数盘中最低录得92.54，已经从高点回落了超过10%，同时也大幅推高了黄金的价格。复盘历史，我们可以看到，美元指数与黄金价格在大部分时候呈现明显的负相关。一方面，美元汇率的波动将会直接影响国际黄金供求关系的变化，进而传导至价格。由于国际市场上黄金是用美元来计价，因此美元的升值（或贬值）将会使得用其他货币的等量资金可以购买到更少（或更多）的黄金，从而导致黄金的需求量减少（或增加），因此黄金价格就会下跌（或上涨）。另一方面，美元指数与美国经济是正相关，美元升值，投资者对美元的需求就会上升，进而减少了黄金的持有量，卖出黄金导致黄金价格下跌。

图 5：3 月下旬至今美元指数回落超过 10%



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 6：美元指数与黄金价格负相关



资料来源：WIND，西部证券研发中心

2. 美元指数将会继续下行

我们认为，中长期看，美元指数仍然有贬值的空间。

首先，目前美国面临着严重的赤字问题，而且财政赤字还会继续加大。为了应对疫情冲击与经济衰退，美国大量的财政刺激加重了财政赤字负担。美国财政部联邦预算赤字规模今年上半年

接近 2.4 万亿美元，截至 2020 年 6 月末，联邦预算赤字占名义 GDP 比例达到 13.84%。根据美国国会预算办公室 CBO 的计划，预计 2020 年全年联邦财政赤字将达到 3.7 万亿美元，2021 年是 2.1 万亿。2020-21 年赤字率分别为 18%、9.8%，而 2019 年是 4.6%。根据 IMF 的数据，今年美国的财政赤字率为主要经济体中最高的，超过欧元区的两倍。下半年赤字规模继续扩大，给美元指数带来了很大的下行压力。

表 1：主要经济体 2020 年财政赤字率测算

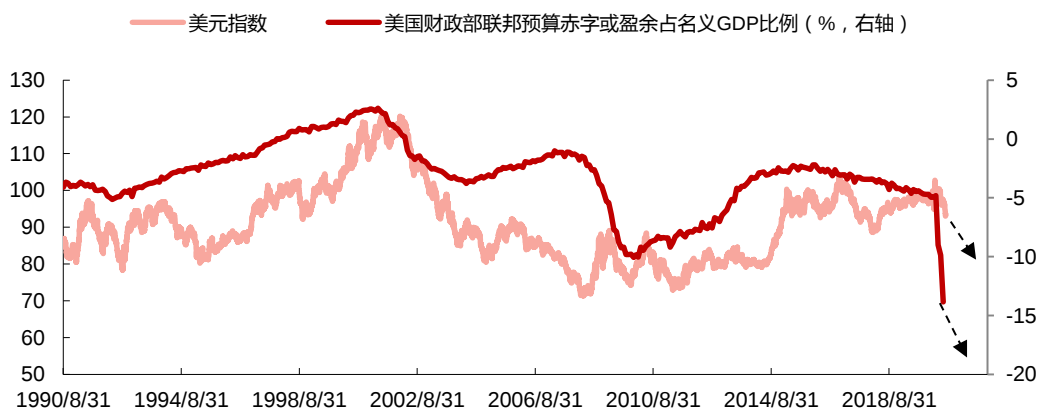
	IMF 预测净借贷率（%，负数代表赤字）	测算赤字率（赤字预算规模/预测 GDP）
中国	-11.23%	8.25%
美国	-15.45%	18.24%
欧元区	-6.74%	8.50%
加拿大	-11.84%	14.24%
英国	-8.31%	10.08%
德国	-5.52%	4.54%
法国	-9.17%	12.83%
澳大利亚	-9.73%	7.20%
日本	-7.09%	11.19%
韩国	-1.84%	2.75%
印度	-7.42%	9.14%
巴西	-9.35%	10.00%

资料来源：IMF，CBO，政府工作报告，西部证券研发中心

注：中国的财政赤字率的测算值为广义的（加入了城投债、专项债、铁路建设资本金以及 PSL）

7 月 27 日，美国参议院共和党领袖麦康奈尔公布了共和党的新一轮新冠疫情救助计划，总规模为 1 万亿美元。民主党率先于 5 月宣布了一项规模 3 万亿美元的财政刺激方案。目前两党正在协商。但考虑到众议院将在 8 月 7 日进入休会期，因此在 8 月 7 日之前，预计共和党与民主党将会得到商讨结果，在目前两个刺激方案中协调，最终在休会之前正式推出新一轮经济救助法案。

图 7：美元指数与美国财政赤字正相关

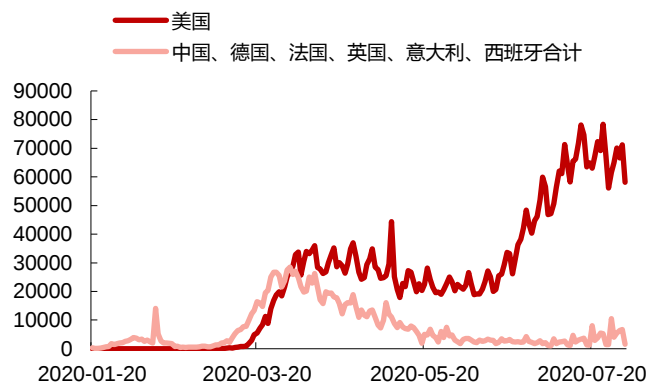


资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

其次，美国疫情二次爆发，经济恢复弱于中国和欧洲，美元受到来自经济基本面的压力。由于

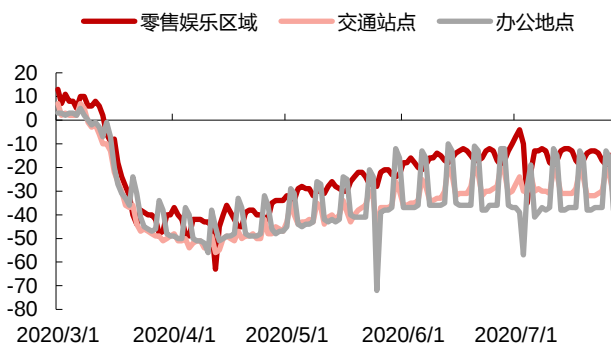
美国在疫情尚未完全稳定的时候大规模重启经济，6月美国疫情出现了反弹，并且当前的单日新增确诊人数已经远超过了此前4月的峰值，超过7万例。从经济恢复的结果来看，中国二季度GDP已经回到正增长，同比增速达到3.2%。由于4月欧美经济活动基本停滞，欧美二季度GDP大降。面对疫情压力，美国有二十多个州在7月暂停重启经济，因此对经济复苏的进程造成了很大的负面影响，从居民活跃程度的恢复情况来看，美国7月几乎不变，德国和英国均在快速恢复，尤其是德国，基本已经回到了正常水平。

图 8：主要经济体单日新增确诊病例



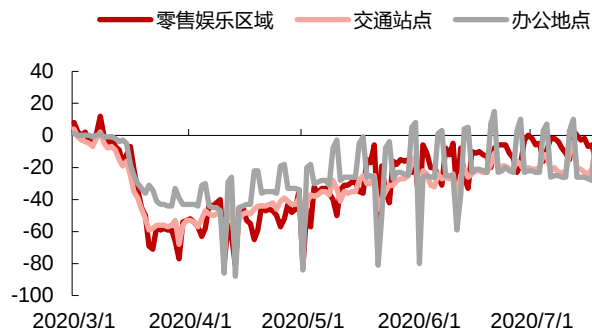
资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 9：美国户外居民活跃程度较正常水平的变化情况（%）



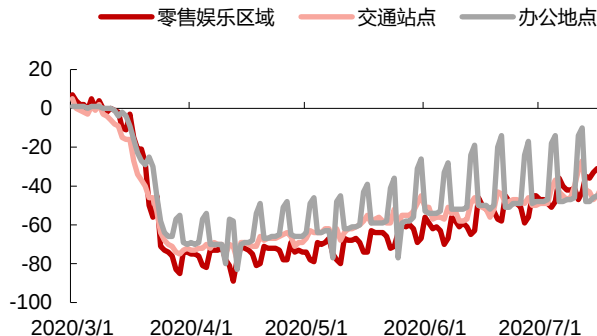
资料来源：Google Mobility，西部证券研发中心

图 10：德国户外居民活跃程度较正常水平的变化情况（%）



资料来源：Google Mobility，西部证券研发中心

图 11：英国户外居民活跃程度较正常水平的变化情况（%）



资料来源：Google Mobility，西部证券研发中心

最后，政治层面存在风险因素，今年美国总统大选带来的经济政策以及经济增长前景的不确定性将会对美元有一定的影响。美元通常被视作避险货币，但有时美国的政治事件也会导致美元走弱，例如 2011 年美债危机和 2016 年美国总统大选。

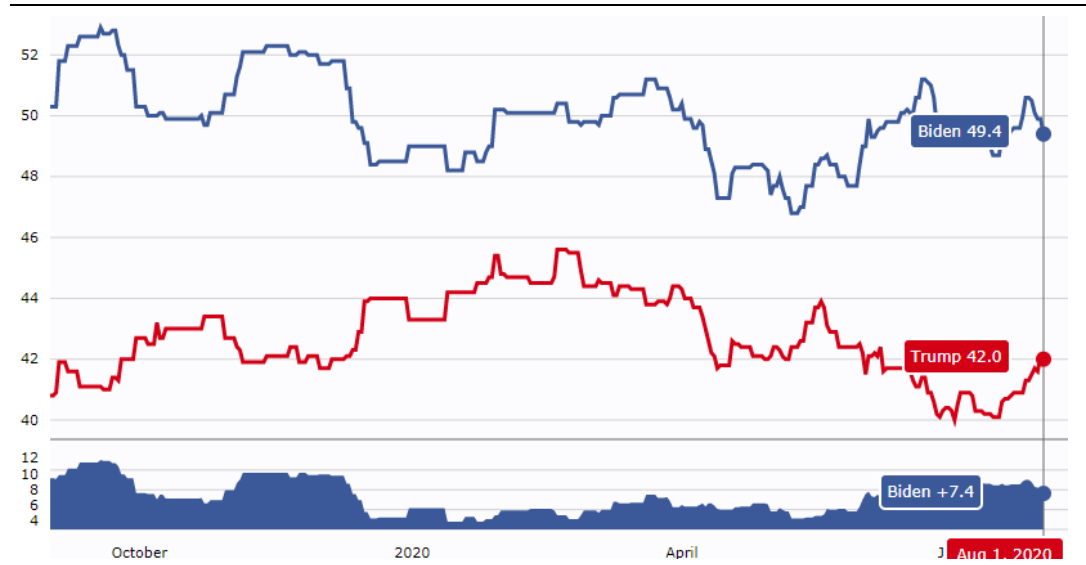
2008 年金融危机的爆发使美国政府赤字大幅度上升，国债纪录屡创新高。2011 年 2 月，在可供发债余额仅剩 2180 亿美元的时候，两党仍然有巨大分歧，美国国会未就提高上限达成一致。2011 年 5 月，美国国债触及国会所允许的 14.29 万亿美元上限。这导致标准普尔公司首次下调了美国的信用评级，并引起了世界对美债危机的担忧，并且美股大跌、美元指数走弱。

受益于 2015 年 12 月美联储的加息，美元指数在 2016 年新年伊始位于 98.6 的高位。但是之后 9 个月，美元指数都运行在 92 到 97 的低位。主要的原因 2016 年总统大选带来的不确定性

性，尤其是市场对于特朗普经济政策的担忧。与此同时，美国股市在 2016 年 11 月之前也没有取得太多的进步。由此可见总统大选对于美元有一定的抑制。

今年四季度将举行美国总统大选，根据 RealClearPolitics 统计，截至 8 月 1 日，两位总统候选人，特朗普和拜登的支持率分别为 42%、49.4%，拜登与特朗普的差距近期略有缩小，目前为 7.4%。因此当前总统大选结果仍然存在较大的不确定性，将会压制美元表现。

图 12：美国总统大选特朗普和拜登的支持率



资料来源：RealClearPolitics，西部证券研发中心

3. 美元贬值的影响

复盘历史，美元指数下跌，有利于新兴市场国家的股市表现。从历史上看，新兴市场股市和美元指数呈现明显的负相关关系，和新兴市场货币指数正相关。因此，全球流动性泛滥，美元继续贬值，将会促进美联储投放的货币加速流入新兴市场国家，从而利好这些国家的权益市场。

全球资金流动指数衡量了全球资产管理公司流入全球新兴市场股市和高收益级债券的资金规模。从 5 月初开始，资金已经开始流入新兴市场。目前新兴市场信用互换指数利差、新兴市场

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3463

