

“全球流动性外溢”系列报告

策略专题研究报告

本报告的主要看点：

1、美元贬值周期的逻辑及影响

美元新一轮贬值周期对新兴市场意味着什么

基本结论

- **美元或将进入新一轮贬值周期，核心推动因素来自三个方面：**1) 美联储无限量宽松将成为后续美元保持弱势的核心因素。为了应对疫情冲击，美联储政策目前处于历史最为宽松的状态。从历史来看，美联储政策的宽松程度与美元指数走势息息相关。一般来说，宽松的货币政策往往会导致美元短期走弱。2) 美国疫情控制不力，疫情仍未见明显拐点，美国经济恢复或相对滞后于中国和欧洲经济体，后续美元将面临来自经济基本面的压力；3) 美元的国际储备需求减少成为美元走弱的长期因素。IMF 数据显示，美元在全球外汇储备中的占比由 2001 年的 72% 下降至 2019 年的 61%。
- **新一轮美元贬值周期或持续 1-2 年，类比 2008 年底-2009 年首轮量化宽松期间的情形。**2008 年金融危机期间，美元在避险属性的驱动下持续升值。2008 年底以来，美元开始进入贬值阶段，主要原因是美联储开启首轮量化宽松。类似的，今年 3 月美元流动性短缺背景下美元大幅升值，此后美联储采取了无限量量化宽松等政策持续投放流动性，后续美元或将重新进入新一轮贬值周期，时间或将持续 1-2 年。
- **美元走弱将加速国际资金流入新兴市场，带动新兴市场资产价格上行。**新兴市场资金流入与 MSCI 新兴市场指数有着很强的正相关关系，这说明外资流入对新兴市场的资产价格有着重要的影响。以 2008 金融危机时期为例，美联储 2008 年 11 月底开启第一轮量化宽松后，全球市场恐慌情绪得到极大缓解，美元开始持续走弱，全球资金再度流入新兴市场，这一趋势一直延续到 2010 年。与此同时，受全球资本流入的影响，MSCI 新兴市场指数于 2009 年起逐步上行。
- **美元贬值将驱动海外投资机构加快资产配置多元化，中国经济恢复相对领先，全球资金将加速流入中国市场。**A 股作为全球最大的新兴市场，越来越多境外投资资本持续看好中国基本面，加仓以 A 股为代表的人民币资产，我们预计下半年 A 股市场或迎来 3000 亿左右的北上资金流入（上半年流入规模不到 1200 亿）。从历史来看，美元贬值趋势与新兴市场走势基本同步，其中核心的原因之一是全球资本的流动。美元贬值的背景下全球资本持续流入中国将推动我国金融资产价格上行。
- **股票市场和外汇市场联动，人民币升值压力将推动 A 股市场上行。**近几年 A 股市场和人民币汇率联动效应愈发明显，人民币相对强势（弱势）的阶段，A 股市场走势也往往维持相对较强（较弱）。以今年以来的情况为例，3 月人民币贬值期间，A 股市场加速下跌，北向资金大幅净流出；6 月以来，人民币汇率走势逆转，人民币升值压力下，A 股首次持续上行，北向资金持续流入。随着后续美元持续走弱，在中美息差创新高的背景下，人民币后续将面临升值压力，这将进一步强化全球资本的大幅流入，进一步带动 A 股上行。
- **风险提示：**美联储政策不确定性、海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等）

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongong@gjzq.com.cn

魏雪 分析师 SAC 执业编号：S1130518090001
weixue@gjzq.com.cn

内容目录

一、美元或将进入新一轮贬值周期，类比 2008 年底-2009 年	4
1.1 美联储无限量宽松将成为后续美元保持弱势的核心因素	4
1.2 美国疫情控制不力，经济基本面或持续面临压力，进一步加强美元贬值趋势	6
1.3 美元的国际储备需求减少成为美元走弱的长期因素	9
二、美元贬值周期中新兴市场将迎来全球资本流入	10
2.1 美元走弱背景下新兴市场外商直接投资加速增长	10
2.2 美元走弱加速国际资金流入新兴市场，带动新兴市场资产价格上行	10
三、美元贬值周期和人民币升值压力对 A 股市场影响偏积极	13
3.1 美元贬值将加速全球资本流入中国	13
3.2 股市和汇市紧密联动，人民币升值压力将推动 A 股市场上行	14

图表目录

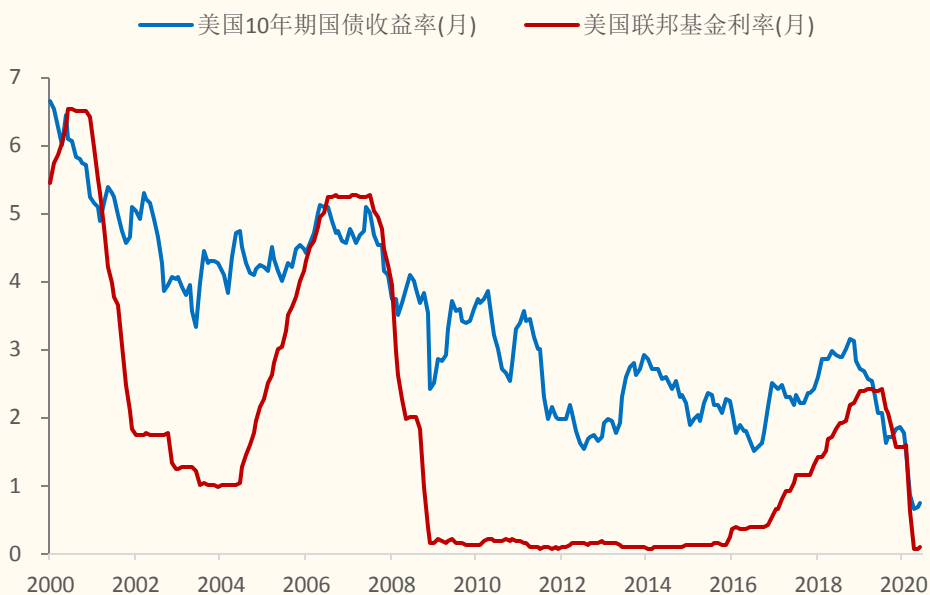
图表 1: 美国联邦基金利率和 10 年期国债收益率达 20 年最低水平.....	4
图表 2: 历史上美国基准利率下调后美元指数走弱.....	5
图表 3: 广义美元指数 (贸易加权): 当前与 2008-2009 年对比.....	5
图表 4: 美国三轮量化宽松政策简介.....	6
图表 5: 量化宽松期间美元指数走势.....	6
图表 6: 欧美现存确诊人数增长趋势.....	7
图表 7: 美国与欧元区失业率.....	8
图表 8: 欧美通胀压力与欧元兑美元汇率.....	8
图表 9: 欧美十年期国债收益率利差与欧元兑美元汇率.....	9
图表 10: 官方外汇储备货币构成.....	9
图表 11: 各国外资直接投资净流入.....	10
图表 12: 新兴市场资金流入与 MSCI 新兴市场指数变动.....	11
图表 13: 人民币升值与北向资金流入.....	11
图表 14: 中国股市与人民币汇率联动.....	12
图表 15: 巴西股市表现与雷亚尔汇率.....	12
图表 16: 俄罗斯股市表现与卢布汇率.....	13
图表 17: 美元指数与 MSCI 新兴市场指数.....	14
图表 18: 今年以来人民币汇率与北向资金流动和 A 股市场表现紧密关联.....	14
图表 19: 中美利差与人民币汇率.....	15

一、美元或将进入新一轮贬值周期，类比 2008 年底-2009 年

1.1 美联储无限量宽松将成为后续美元保持弱势的核心因素

- 为应对疫情，美联储开启新一轮量化宽松，政策目前处于历史最为宽松的状态，此次量化宽松或将成为美元新一轮贬值的主要驱动因素。在疫情冲击之下，美联储持续投放流动性，开启无限量量化宽松，美联储资产规模由疫情前的 4 万亿美元上升到当前的 7 万亿美元，扩表速度远超过去任何一轮量化宽松。在利率方面，3 月中旬美联储提前降息至零利率附近，大当前美国联邦基金利率和 10 年期国债收益率均处在 2000 年以来的最低水平。流动性规模充裕，利率水平处在历史极低位，这是后续美元贬值的核心驱动因素。

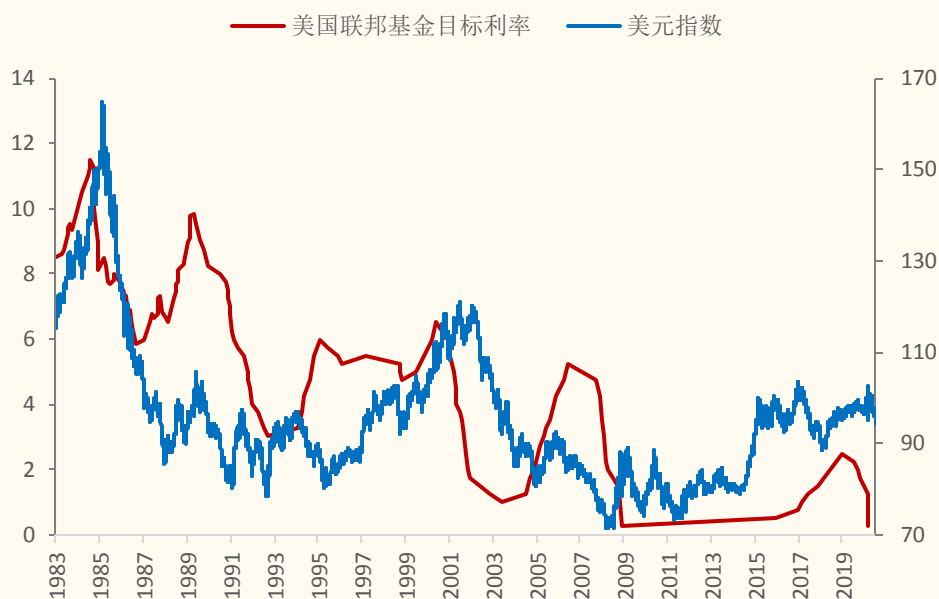
图表 1：美国联邦基金利率和 10 年期国债收益率达 20 年最低水平



来源：Wind、国金证券研究所

- 从历史来看，美联储政策的宽松程度与美元指数走势息息相关。一般来说，紧缩性政策会导致美元走强，如 20 世纪 80 年代里根政府为应对高赤字、高通胀长期维持高利率，一度推升美元指数至历史最高水平。扩张性政策会导致美元走弱，如 2008-2014 年美国为应对金融危机实行量化宽松政策，期间美联储总资产规模从 1 万亿美元最高扩张至 4.5 万亿美元，而美元指数始终维持在低位，直至 2014 年基本面向好、量化宽松结束，才重回危机前水平。

图表 2：历史上美国基准利率下调后美元指数走弱



来源：Wind、国金证券研究所

- 新一轮美元贬值周期或延续 1-2 年，类比 2008-2009 年首轮量化宽松期间的情形。2008 年金融危机期间，美元在避险属性的驱动下持续升值。2008 年底以来，美元开始进入贬值阶段，主要原因是美联储开启首轮量化宽松。今年 3 月美元流动性短缺背景下美元大幅升值，此后美联储采取了无限量量化宽松等政策持续投放流动性，后续美元或将重新进入新一轮贬值周期。

图表 3：广义美元指数（贸易加权）：当前与 2008-2009 年对比



来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：美国三轮量化宽松政策简介

美国量化宽松政策	实施时间	主要内容
QE1	2008.11-2010.4	通过购买国家担保的问题金融资产重建金融机构信用，美联储向市场注入流动性 1.725 万亿美元，包括抵押贷款支持证券 1.25 万亿美元，长期国债 3000 亿美元，机构债券 1750 亿美元
QE2	2010.11-2011.6	美联储累计购入 6000 亿美元国债刺激经济，对资产负债表中到期的债券回笼资金进行再投资
QE3	2012.9-2014.10	联邦公开市场委员会宣布维持 0-0.25% 的超低利率水平；美联储累计购入 1.6 万亿美元国债和抵押贷款支持证券

来源：Wind、国金证券研究所

图表 5：量化宽松期间美元指数走势

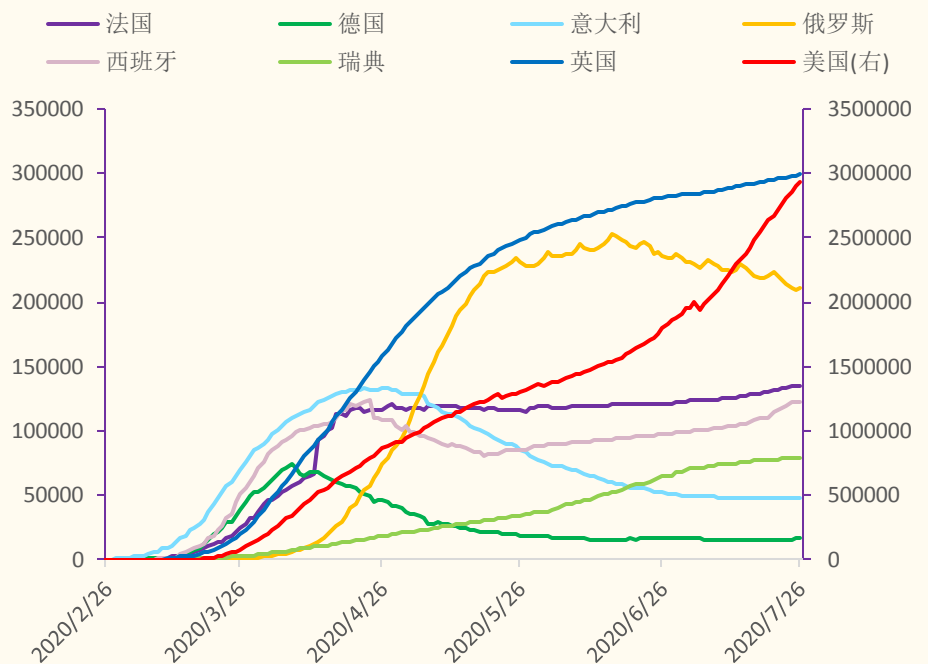


来源：Wind、国金证券研究所

1.2 美国疫情控制不力，经济基本面或持续面临压力，进一步加强美元贬值趋势

- 从疫情数据来看，欧洲和中国等地疫情大多得到有效控制，而美国疫情仍未见明显拐点。根据约翰霍普金斯大学的统计，截至 7 月 26 日，美国累计确诊新冠肺炎 423 万人，现存确诊 293 万人，近五日日均新增确诊 6.7 万人，仍处于迅速增长阶段。与之相较，中国疫情在 3 月下旬以来基本得到有效控制。大多欧洲国家疫情控制也相对有效：德国、意大利、俄罗斯在 4 月初先后迎来拐点，瑞典、法国、英国确诊增速也在放缓。

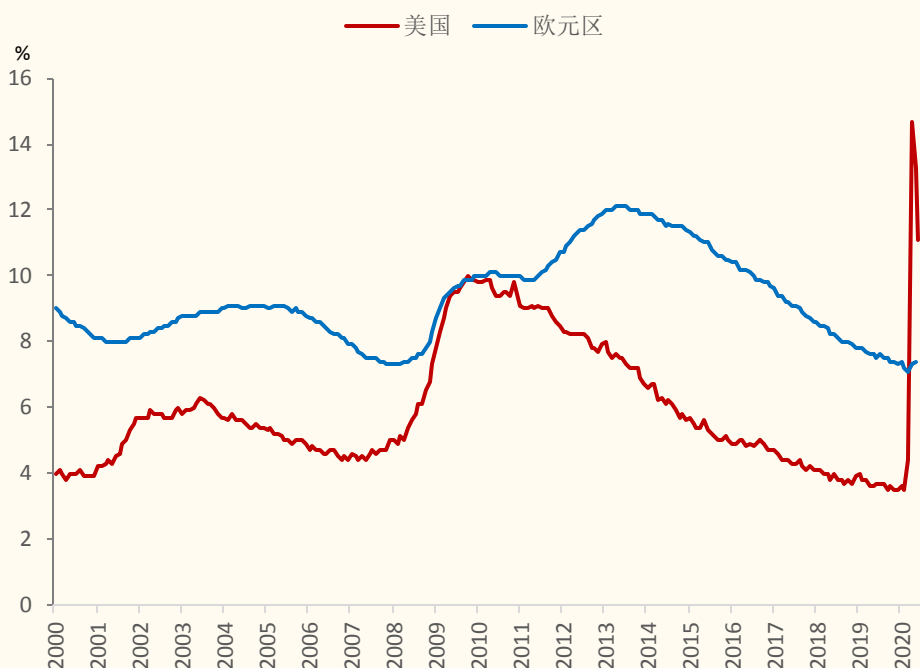
图表 6：欧美现存确诊人数增长趋势



来源：约翰霍普金斯大学、国金证券研究所

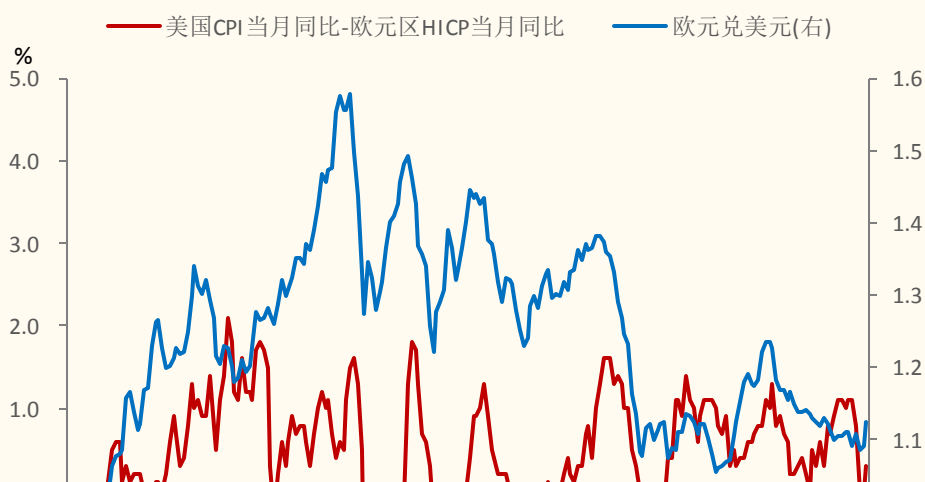
- 受疫情控制进展的影响，美国经济恢复或相对滞后于欧洲经济体，后续美元同时还面临来自经济基本面的压力。无论是美元指数还是贸易加权的广义美元指数，欧元均是权重最大货币，是影响（广义）美元指数走势的最重要货币之一。
- 对比欧美经济恢复情况：1）就业方面，美国失业率自 4 月大幅飙升至 14.4% 以来，目前保持在 11.1% 高位，欧元区失业率保持相对稳定，维持在 7.4%。基本面的分化也将导致美元对欧元贬值；2）利率方面，美国 10 年期国债收益率在美联储无限量宽松的政策性持续走低，美欧之间的利差也在持续收窄，利率平价下，美元相对欧元也存在一定的贬值压力；3）通胀方面，6 月美国 CPI 同比 0.6%，核心 CPI 同比 1.2%；欧元区 HICP 同比 0.3%，核心 HICP 同比 0.8%。购买力平价下，通胀越高，购买力下降更大，货币相对贬值。在目前全球央行大放水的背景下，欧元区通胀压力较美国更小，购买力平价下美元相对欧元存在贬值压力。

图表 7： 美国与欧元区失业率



来源：Wind、国金证券研究所

图表 8： 欧美通胀压力与欧元兑美元汇率



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_3616

