

环球资产动态跟踪（第一期）

美元趋势下行，大宗机遇已现

证券分析师

魏伟	投资咨询资格编号 S1060513060001 021-38634015 WEIWEI170@PINGAN.COM.CN
陈骁	投资咨询资格编号 S1060516070001 010-56800138 CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN
薛威	投资咨询资格编号 S1060519090003 021-20667920 XUEWEI092@PINGAN.COM.CN

■ 欧盟达成历史性协议，美元下行趋势已显

北京时间 7 月 21 日晚，欧盟 27 国领导人就经济救助方案达成共识。方案决定欧盟将设立 7500 亿欧元复苏基金，还就未来 7 年总规模为 1.1 万亿欧元的预算规模达成了协议，致力于促使欧盟经济复苏。欧盟通过的复苏基金计划与预算超出此前市场预期，在疫情冲击下，欧盟在困境前展现了协调、统一和韧性，并在财政一体化与债务共同化的道路上迈出了历史性的第一步。

在欧盟通过复苏基金计划后，市场开始计入欧盟一体化加速的预期，同时，欧元未来竞争力加强以及欧债替代部分美债需求的预期也开始出现，这带来欧元兑美元的大幅上行，从而导致美元指数加速下行。中短期看，美元指数的下行趋势已显。美元指数这一轮下行是彻底的由牛转熊？还是长期强势中的短期调整？

■ 美元指数历史周期性显著，长熊已至？

美元指数的长期拐点往往与重大经济金融危机发生时点重合，美元指数的长期上涨和下跌是全球经济不同运行模式的体现。近三十年，伴随着全球经济模式从“新经济—全球化—金融化”的切换，美元指数经历了“上涨—下跌—上涨”的变化。从拐点伴随经济金融危机的历史规律看，当前的“新冠疫情”导致经济下行确实符合这一点；更严谨的看，全球经济运行模式是否发生了趋势性变化则是更可靠的信号。目前看，全球经济金融化的过程仍在继续，作为资金流向的汇聚地，美股经历了上半年的剧烈波动后，泡沫仍然高企；美债利率也处于极低位置。美股与美债虽然均有大幅下行的潜在风险，但短期看美联储宽松货币政策仍有支撑，美股、美债调整的程度可能不会太大，这也导致全球经济金融化还可能延续。未来，可能造成美元指数长期趋势下行的还有另外两个因子——欧盟一体化带来的欧元竞争力增强、中方在中美科技博弈中逐渐占优，这都将导致美元本身的相对竞争力趋弱。考虑到上述两大因子目前虽出现迹象，但趋势尚未形成，所以我们认为下半年美元指数将迎来阶段性调整，但长熊趋势尚未形成。走势可以类比 2017 年，美元指数下限可能在 88-90 之间。

■ 弱美元下大宗品集体上涨，供给缺口助力飙升

近期，大宗商品市场表现火热，除了需求侧缓慢恢复的带动下，还有金融层面和供给端的利好因素叠加。金融层面，美元指数的趋势下行成为了助推大宗整体走牛的背景。

展望未来，大宗整体将受需求缓慢恢复、美元指数趋势下行而走高，黄金为代表的贵金属与以铜为代表的有色仍值得看好；能源方面原油价格在 40 美元/桶以上将面临一定的震荡，动力煤在前期大幅上涨后，也将以震荡为主；工业金属方面，黑色整体不及有色；农产品的结构性机会仍然存在。作为当下的明星品种，白银的供给缺口由于拉美疫情持续发酵而难以在短期补齐，所以上涨持续性最好，铜也有一样的逻辑支撑，只是弹性可能小于白银；玻璃产能受环保限制难以显著回升，所以玻璃价格未来仍可能保持强势；菜油的供应缺口相对而言更容易补齐，一方面，中加博弈具有较大变数；另一方面，菜油与豆油、棕榈油等替代品的价差已很大，这将导致需求端替代效应增强，未来一段时间菜油可能自高位显著回落。

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

一、 欧盟达成历史性协议，美元下行趋势已显

北京时间 7 月 21 日晚，在经历了数轮磋商和激烈讨论后，欧盟 27 国领导人最终在特别峰会第五天，终于就经济救助方案达成共识。方案决定此次欧盟将设立总额 7500 亿欧元的复苏基金，包括 3900 亿欧元的无偿赠款和 3600 亿欧元的低息贷款，用于资助成员国疫后重建。其中，70% 的无偿赠款将于 2021-2022 年发放，剩余的 30% 将于 2023 年发放。

由于南欧与东欧国家的疫情相对西欧、北欧、中欧更为严重，所以南欧、东欧国家成为了欧洲复苏基金的主要受益者。其中，受疫情冲击最大的意大利受益最大，预计将获得 820 亿欧元的无偿赠款和 1270 亿欧元的低息贷款；西班牙将获得 720 亿欧元的无偿赠款与欧盟的 1400 亿欧元援助。

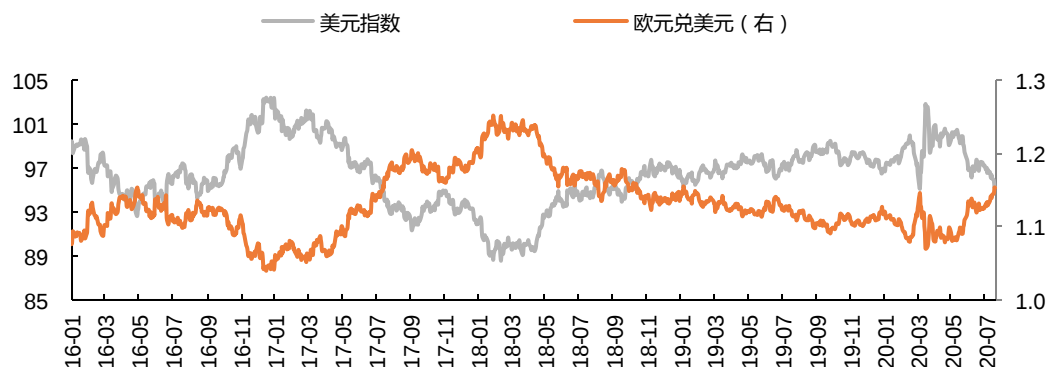
基金的主要出资国为“节俭五国”（荷兰、奥地利、瑞典、丹麦、芬兰）与德国，相对应的，协议规定欧盟需要从经常预算中向上述六国返还超过 500 亿欧元的现金，减少这些国家每年给欧盟的净贡献资金。另外，荷兰为首的“节俭五国”还对接受援助的国家提出了在未来数年进行经济改革的要求，范围涉及劳动力市场、养老金制度、法律制度等。按照上述要求，西班牙政府可能需要废除于 2012 年劳工法，并修改现行的养老金制度。波兰、匈牙利等国则需要改革其法律制度。

另外，欧盟还就未来 7 年的预算规模达成了协议，2021-2027 年预算的总规模为 1.1 万亿欧元，致力于促使欧盟经济走向复苏。

可以说，欧盟通过的复苏基金计划与未来的预算规模超出了此前市场的预期，经历了欧债危机、英国脱欧等一系列事件后，欧盟内部分化的态势已经渐显，在新冠疫情的冲击之下，市场本以为欧盟在内部矛盾的积聚下会加速分化，但此时的欧盟展现了在困境前的协调统一和韧性，并在财政一体化与债务共同化的道路上迈出了历史性的第一步。

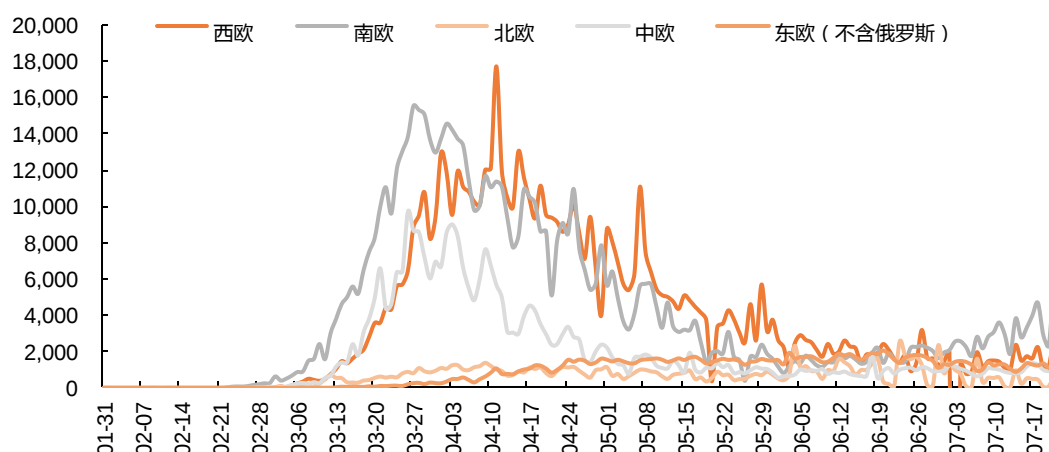
在欧盟通过复苏基金计划与未来的预算之后，市场开始计入欧盟一体化加速的预期，同时，欧元未来竞争力加强以及欧债替代部分美债需求的预期也开始出现，这带来了欧元兑美元的大幅上行，从而导致美元指数加速下行。中短期看，美元指数的下行趋势已显。美元指数这一轮下行是强势阶段彻底结束带来的由牛转熊？还是长期强势中的短期调整？下文将给出我们的看法。

图表1 欧元兑美元近期显著上行，美元指数持续下行



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表2 欧洲分区域单日新增确诊病例分布（截至7月21日）



资料来源: WIND, 平安证券研究所

二、美元指数历史周期性显著，长熊已至？

要回答上节关于“美元指数这一轮下行是强势阶段彻底结束带来的由牛转熊？还是长期强势中的短期调整？”这一问题，我们需要回顾并透视美元指数历史走势中的大逻辑，然后对标当下，看美元指数是否具有长期熊市开启的条件。

从近五十年美元指数的历史走势可以看出，美元指数的拐点往往是大型经济金融危机爆发的时点。在 1971-1980 年，美国经济经历了战后“黄金时期”之后，发展逐渐落后于日本与欧盟，并在 70 年代受中东石油危机的影响，爆发了几轮“滞胀”危机，在这一阶段美元指数向下运行了将近十年之久；作为拐点的 1980 年正是 1980-1982 年经济危机的第一年。

之后，在美联储时任主席沃尔克大刀阔斧的改革之下，经历了多轮加息，美国经济终于驯服了“恶性通胀”这头“猛兽”，美元指数在这个阶段出现了剧烈波动，并在 1991 触底，之后开始震荡回升；作为拐点的 1991 年正是 1990-1991 年经济危机的第二年。

接着，在克林顿总统任期内，“新经济”与“信息技术”的发展带动了美国经济的持续发展，美国经济也迎来了“黄金十年”，美元指数从 1991 年的低位上行至 2001 年，历经十年再次到达高点；作为拐点的 2001 年正是“科网泡沫”破裂和“9·11 事件”的一年。

然后，全球经济在中国加入 WTO 之后加速了全球化的进程，美国的资本开始流向中国等新兴市场，这带来了美元指数 2001-2008 年的持续下行，并在 2008 年全球金融危机期间触底。

最后，全球经济在 2008 年后逐渐出现了逆全球化趋势，在美联储等主要央行大规模放水背景下，美国经济开始“脱实向虚”，资金持续涌向美股、美债等金融市场，资金的回流导致美元指数在 2008-2020 年迎来了持续的上行，时长接近 12 年。

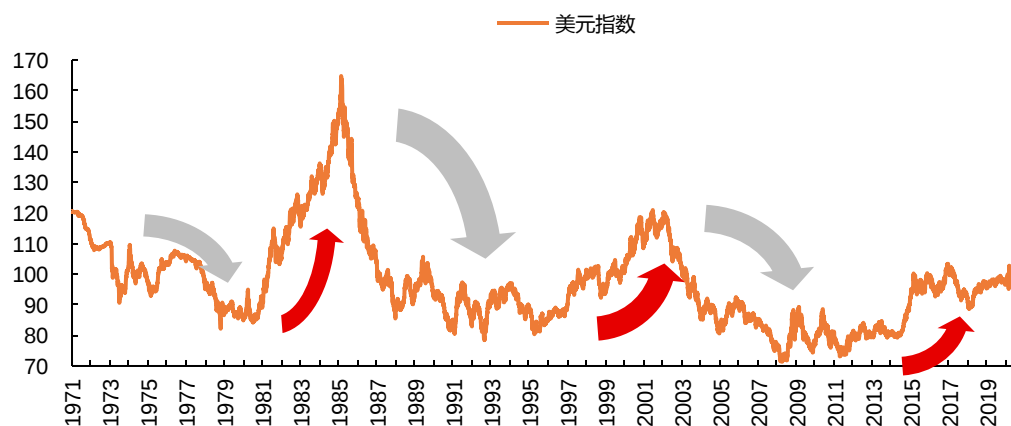
根据上述回顾，我们可以发现作为金融市场重要指标的美元指数，其长期拐点往往与重大经济金融危机发生时点重合，美元指数的长期上涨和下跌则是全球经济运行模式的体现。就近三十年而言，伴随着“新经济—全球化—金融化”，美元指数经历了“上涨—下跌—上涨”的阶段，形成一一对应的关系。

站在当下，美元指数的长期“牛熊切换”拐点是否来临？从拐点伴随经济金融危机的历史规律看，当前的“新冠疫情”导致的经济下行确实符合这一点；更严谨的看，全球经济运行模式是否发生了趋势性的变化是更可靠的信号。就目前看，全球经济金融化的路途仍在进行，作为资金流向的汇聚

地，美股经历了上半年的剧烈波动后，泡沫仍然高企；美债利率也处于极低位置。美股与美债虽然均有大幅下行的潜在风险，但短期看美联储宽松货币政策仍有支撑，美股、美债调整的程度可能不会太大，这也导致全球经济金融化的过程还可能延续 1-2 年。

未来，可能造成美元指数长期趋势下行的还有另外两个因子——欧盟一体化带来的欧元竞争力增强、中方在中美科技博弈逐渐占优，这都将导致美元本身的相对竞争力趋弱。考虑到上述两大因子目前虽出现迹象，但趋势尚未形成，所以我们认为下半年美元指数在脱离此前强势后将迎来阶段性调整，但长熊趋势尚未形成。走势可以类比 2017 年，美元指数下限可能在 88-90 之间。

图表3 美元指数历史走势呈现明显的“牛熊切换”规律



资料来源：IMF，平安证券研究所

三、 弱美元下大宗品集体上涨，供给缺口助力飙升

近期，大宗商品市场表现火热，这与我们在 7 月 1 日发布的《7 月大宗月报：大宗商品整体将上行，优选能源有色贵金属》中的观点相符。我们当时的逻辑是“全球基本面改善带来的需求刺激型商品价格上行”，但当下的大宗商品除了需求侧缓慢恢复的带动外，还有金融层面和供给端的利好因素叠加。

金融层面，美元指数的趋势下行成为了助推大宗整体走牛的背景，特别是对美元指数走势敏感的黄金、白银等贵金属以及以铜为代表的有色金属，表现优异。

就最近涨势火爆的几大品种而言，需求侧与金融层面的利好只是营造了上涨的环境，供给缺口的存在导致供给端的刺激才是其迅速飙升的直接原因。近 1-2 个月，大宗商品中涨势最猛的有三大品种——白银、玻璃与菜油。

白银相对黄金而言，在经济复苏背景下受工业需求提振，弹性本就优于黄金，加上拉美的秘鲁疫情严峻，贵金属矿业公司泛美银业（Pan American Silver）7 月 21 日宣布暂停秘鲁的两大银矿（Huaron、Morococha）的业务运营，造成供给缺口出现，导致国际和国内白银价格连续两天飙升。

玻璃在黑色品种中本不受关注，但在房地产竣工潮背景下，需求持续向好，玻璃价格获得了显著提振。同时，供给端出现了刺激因素，全球玻璃生产中心的河北省沙河市，在能耗限制下玻璃制造厂的产能利用率低下且无法提升，供应缺口随着限产的持续与地产竣工的抬升而持续拉大，导致玻璃价格走出了持续三个月的上涨行情。

菜油在农产品中也并非日常受关注的品类，但在中加博弈升温背景下，中方限制了加拿大菜籽油企业的进口，加上国内主产区菜籽收获阶段早已过去，供应缺口短期无法补齐，导致菜油走出了持续三个月的大幅上涨行情。

展望未来，大宗整体仍将受需求缓慢恢复、美元指数趋势下行而走高，黄金为代表的贵金属与以铜为代表的有色仍然值得看好；能源方面原油价格在 40 美元/桶以上将面临一定的震荡，动力煤在前期大幅上涨后，也将以震荡为主；工业金属方面，黑色整体不及有色；农产品的结构性机会仍然存在。

作为当下的明星品种，白银的供给缺口由于拉美疫情持续发酵而难以在短期补齐，所以上涨持续性最好，铜也有一样的逻辑支撑，只是弹性可能小于白银；玻璃产能受环保限制也难以显著回升，所以玻璃价格未来仍可能保持强势；菜油的供应缺口相对而言更容易补齐，一方面，中加博弈具有较大不确定性；另一方面，菜油与豆油、棕榈油等替代品的价差当下已经很大，这将导致需求端的替代效应增强，这制约了菜油的继续飙升，未来一段时间菜油可能出现自高位显著回落的行情。

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_3727

