

宏观周报 20220411

美元站上 100 的资产配置含义

2022 年 04 月 11 日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书: S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《加息下狠手，美联储 1994 的未解之谜》

2022-04-07

《加息缩表接踵而至，这次哪里不一样？》

2022-04-07

《从 EPS 到 ESG，为何海外养老金的最佳实践在北欧？》

2022-04-04

- **美元站上 100 之后，什么资产表现最好？美债收益率还有多少上涨空间？**从历史上看，无论是美元站上 100 还是美元和美债收益率同步大幅上涨，往往会带来市场动荡、滋生新兴市场危机。2022 年 4 月 1 日斯里兰卡总统宣布全国进入公共紧急状态，斯里兰卡的“暴雷”是否敲响了清空新兴市场资产的“警钟”？
- **治理高企的通胀，美国金融条件还需明显收紧。**从美联储官员的表态来看，治理通胀是当前政策的重中之重。从传导路径来看，**金融条件是重要的中介指标：“政策（预期）收紧——金融条件收紧——需求下降——通胀压力缓解”**。美国通胀中枢显著高于 1990 年至 2019 年的中枢水平，而金融条件指数仍明显低于同期均值。
- **金融条件收紧的 5 个主要渠道，当前汇率和利率是主力。**美国金融条件收紧的主要通过 5 个渠道：基准利率上涨（联邦基金利率），长端美债利率上涨，汇率升值，股市下跌和信用利差走阔。本轮美联储加息滞后导致基准利率依旧在较低水平。股市方面，尽管科技成长板块调整较大，但在大宗商品涨价、俄乌冲突拉锯、利率上涨的情况下，能源、国防和公用事业等板块表现坚挺，对美股和信用利差形成支撑。因此，汇率和长债收益率可能是当前美国金融条件收紧的主要途径。
- **美元指数将站上 100，商品表现最好，股市表现平平。**无论从利差，资金流动，还是从全球经济和贸易的逻辑看，美元指数的拐点还没有到来，第二季度将阶段性站上 100。从历史回顾上看，美元指数站上 100 美元期间，以原油为代表的大宗商品表现最好；股市表现平平，尤其是在美元和美债收益率同涨的情况下跌多涨少；金价将承受一定的压力，不过本轮金价上涨背后存在交易美国经济衰退的逻辑，金价可能会更多呈现震荡的特征。
- **美元和 10 年期美债收益率：看似“朋友”，却是“对手”。**从逻辑上看，美债收益率上涨带来的利差优势应该会支撑美元汇率，然而事实上**美元指数和 10 年期美债收益率同步大幅上涨的情况并非主流**。从历史上看，加息周期中美元站上 100 之后，美债收益率仍会继续上涨，但**美元指数的升值幅度、在 100 上方持续的时间，和 10 年期美债收益率上涨幅度呈现一定的负相关**。在金融条件收紧的效果上，两者存在替代性。
- **一般而言强美元对新兴市场的冲击，可以分为大宗商品下跌和同涨两种不同的形态。**其中前者比较常见，美元大幅上涨背后一定程度上反映了全球经济放缓，需求下降带来商品价格大幅下跌，这往往发生在一轮商品牛市之后，商品出口型新兴市场经济体将受到较大冲击；后者并不多见，**强美元和商品价格大涨下，商品出口国汇率和出口收入都会改善，受冲击较大的往往是缺乏资源、对外依存度较高（或外债规模较大）的小型经济体**。
- **除此之外，这一次俄乌冲突带来的“粮食危机”让部分新兴市场经济体在维护国际收支和社会稳定上“雪上加霜”。**从斯里兰卡的例子，我们总结这一次的冲击主要有三个途径。第一是地缘政治紧张和疫情反复带来的收入恶化；第二是汇率贬值和大宗商品涨价下，外债偿付和进口必需品的支出负担上升；第三是，原材料等供给受限导致国内生产萎缩，进一步加剧供需缺口和通胀压力。
- **我们可以勾勒出当前环境下容易受冲击经济体的“画像”。**首先收入端受冲击较大，旅游业的占比可能不低；第二，外债负担不小，或者在能源或粮食上对外依存度较大；第三，在进出口产业链上对俄罗斯和乌克兰等国家的敞口不小。第四，是否参与制裁俄罗斯，这将直接影响商品进口的情况。
- **强美元和大宗商品“夹击”，叠加俄乌冲突的“加成”，新兴市场的配置价值出现分化。**新兴市场依旧存在结构性配置机会，商品结构性短缺下，

商品出口型经济体的资产依旧有较好的表现，如巴西和南非；警惕服务业比重占比较高、能源或粮食对外依存度高的经济体，尤其是参与制裁俄罗斯的新兴市场经济体，例如印尼。

- **风险提示：**全球疫情再次超市场预期大爆发，美国经济遭受重创，美联储被迫暂缓降息甚至重回宽松。俄乌冲突出现重大进展，欧美解除对于俄罗斯的制裁。

美元站上 100 之后，什么资产表现最好？美债收益率还有多少上涨空间？从历史上看（图 1），无论是美元站上 100 还是美元和美债收益率同步大幅上涨，往往会带来市场动荡、滋生新兴市场危机。2022 年 4 月 1 日斯里兰卡总统宣布全国进入公共紧急状态，斯里兰卡的“暴雷”是否敲响了清空新兴市场资产的“警钟”？

治理高企的通胀，美国金融条件还需明显收紧。从美联储官员的表态来看，治理通胀是当前政策的重中之重。从传导路径来看，金融条件是重要的中介指标：“政策（预期）收紧——金融条件收紧——需求下降——通胀压力缓解”。但从图 2 看，2021 年至今，美国通胀中枢显著高于 1990 年至 2019 年的中枢水平，而金融条件指数仍明显低于同期均值。

金融条件收紧的 5 个主要渠道，当前汇率和利率是主力。美国金融条件收紧的主要通过 5 个渠道：基准利率上涨（联邦基金利率），长端美债利率上涨，汇率升值，股市下跌和信用利差走阔。本轮美联储加息滞后导致基准利率依旧在较低水平。股市方面，尽管科技成长板块调整较大，但在大宗商品涨价、俄乌冲突拉锯、利率上涨的情况下，能源、国防和公用事业等板块表现坚挺，对美股和信用利差形成支撑。因此，汇率和长债收益率可能是当前美国金融条件收紧的主要途径。

美元指数将站上 100，商品表现最好，股市表现平平。我们在之前的报告《加息下狠手，美联储 1994 的未解之谜》中已经分析过，无论从利差，资金流动，还是从全球经济和贸易的逻辑看，美元指数的拐点还没有到来，第二季度将阶段性站上 100。从历史回顾上看，美元指数站上 100 美元期间，以原油为代表的大宗商品表现最好；股市表现平平，尤其是在美元和美债收益率同涨的情况下跌多涨少；金价将承受一定的压力，不过本轮金价上涨背后存在交易美国经济衰退的逻辑，金价可能会更多呈现震荡的特征。

美元和 10 年期美债收益率：看似“朋友”，却是“对手”。从逻辑上看，美债收益率上涨带来的利差优势应该会支撑美元汇率，然而事实上美元指数和 10 年期美债收益率同步大幅上涨的情况并非主流（见图 1），从历史上看，美元站上 100 之后 10 年期美债收益率平均而言反而是下降的。当然在加息周期中，美债收益率仍会继续上涨，但美元指数的升值幅度、在 100 上方持续的时间，和 10 年期美债收益率上涨幅度呈现一定的负相关。在金融条件收紧的效果上，两者存在替代性（图 5）。

斯里兰卡的“暴雷”让市场再次重视强美元的“外溢影响”。一般而言强美元对新兴市场的冲击，可以分为大宗商品下跌和同涨两种不同的形态。其中前者比较常见，美元大幅上涨背后一定程度上反映了全球经济放缓，需求下降带来商品价格大幅下跌，这往往发生在一轮商品牛市之后，商品出口型新兴市场经济体将受到较大冲击（图 6）；后者并不多见，强美元和商品价格大涨下，商品出口国汇率和出口收入都会改善，例如 2021 年第四季度以来的巴西（图 7），受冲击较大的往往是缺乏资源、对外依存度较高（或外债规模较大）的小型经济体。

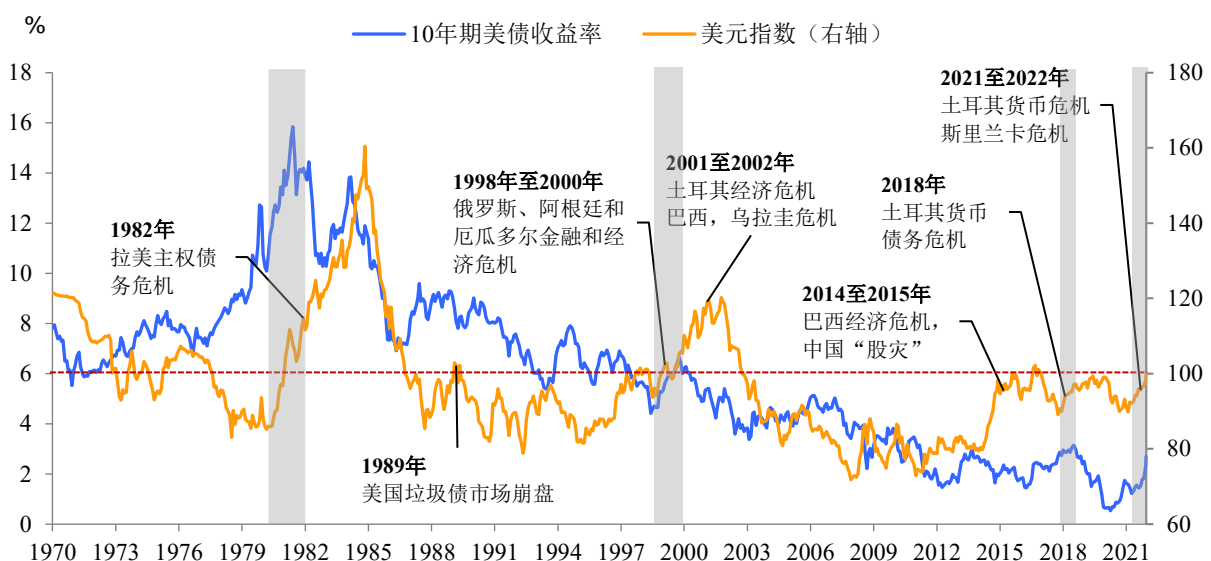
除此之外，这一次俄乌冲突带来的“粮食危机”让部分新兴市场经济体在维护国际收支和社会稳定上“雪上加霜”。以近期“暴雷”的斯里兰卡为例，收入方面，出口创汇的重要来源旅游业接连遭受 2019 年恐怖袭击和 2020 年以来疫情的冲击，使得占 GDP 61% 的外债负担日益沉重，经济陷入宽松—汇率贬值—通胀大涨、储备缩水、外债违约风险上升的恶性循环；支出方面，除了要应对外债，还要应对原油等进口必需品不断上涨的价格压力，外汇储备更加捉襟见肘；除此之外，俄乌冲突带来的化肥等农业原材料价格上涨或供应短缺，导致农业减产，进一步加剧物资匮乏和通胀。

从斯里兰卡的例子，我们总结这一次的冲击主要有三个途径。第一是地缘政治紧张和疫情反复带来的收入恶化；第二是汇率贬值和大宗商品涨价下，外债偿付和进口必需品的支出负担上升；第三是，原材料等供给受限导致国内生产萎缩，进一步加剧供需缺口和通胀压力。

根据上面三个渠道，我们可以勾勒出当前环境下容易受冲击经济体的“画像”。首先收入端受冲击较大，旅游业的占比可能不低；第二，外债负担不小，或者在能源或粮食上对外依存度较大；第三，在进出口产业链上对俄罗斯和乌克兰等国家的敞口不小。第四，需要考虑的一个额外政治因素是，是否参与制裁俄罗斯，这将直接影响商品进口的情况。

强美元和大宗商品“夹击”，叠加俄乌冲突的“加成”，新兴市场的配置价值出现分化。新兴市场依旧存在结构性配置机会，商品结构性短缺下，商品出口型经济体的资产依旧有较好的表现，如巴西和南非；警惕服务业比重占比较高、能源或粮食对外依存度高的经济体，尤其是参与制裁俄罗斯的新兴市场经济体，例如印尼。

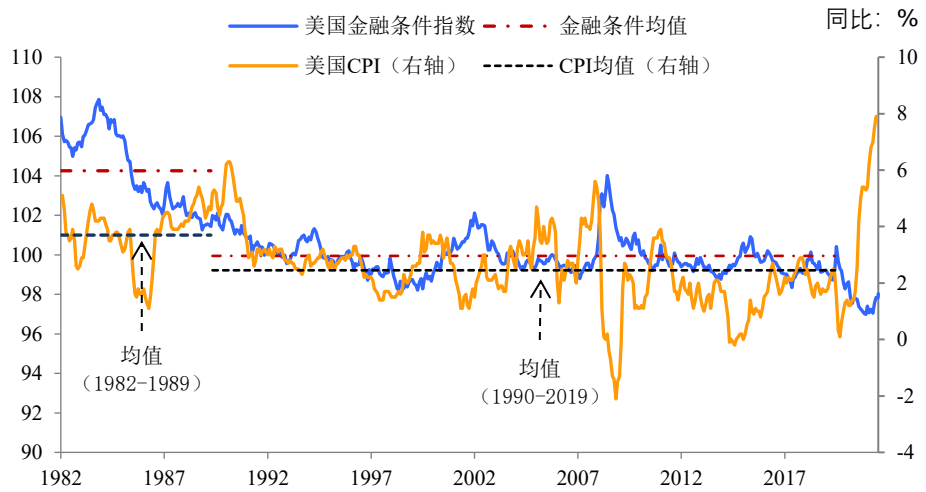
图1：美元指数超过 100 或者美元美债收益率同步大涨期，往往会导致危机发生



注：黑色区域为美元和美债收益率通胀比较典型的时期。

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图2: 2022年3月美国金融条件状况依旧偏低, 难以达到控制通胀的目的



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: 美元指数破百达峰期间主要资产的表现

开始日期	峰值日期	持续时长	涨幅	美元破百至达峰资产表现						是否是加息周期
				WTI原油	伦铜	黄金	商品指数	标普	10Y美债 (bp)	
1	1973-11-23	1974-01-23	61				13.0%	-2.4%	31.0	
2	1974-05-29	1974-09-05	99				21.4%	-18.4%	58.0	
3	1975-07-23	1976-06-04	317			-23.3%	-0.1%	9.9%	-20.0	
4	1981-04-29	1985-02-25	1398			-41.8%	-24.3%	34.7%	-247.9	
5	1989-05-15	1989-06-14	30	-1.4%	-7.0%	-3.4%	-4.3%	2.4%	-60.9	
6	1997-08-01	1997-08-06	5	0.9%	-0.7%	-2.0%	0.9%	1.4%	3.4	
7	1998-01-02	1998-08-26	236	-22.1%	-5.4%	-2.5%	-19.4%	11.2%	-44.9	
8	1999-03-04	1999-07-12	130	49.1%	19.2%	-11.4%	19.6%	12.2%	30.7	✓
9	1999-11-04	2001-07-05	609	16.8%	-11.8%	-9.5%	9.8%	-10.5%	-56.7	
10	2016-11-14	2016-12-28	44	24.8%	-0.4%	-6.7%	14.1%	4.0%	24.7	✓
11	2020-03-18	2020-03-20	2	10.1%	1.6%	0.5%	4.2%	-3.9%	-34.6	
均值		266	11.5%	11.2%	-0.6%	-11.1%	3.2%	3.7%	-28.8	
均值 (去掉最值)		170	6.7%	10.2%	-2.4%	-8.4%	4.2%	2.7%	-14.2	

注:

1. 我们剔除了部分美元指数破百持续过短的阶段;
2. 如果期间美联储既有加息又有降息, 则不把这一时期认定为加息周期。

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 美元指数升破 100 期间主要资产的表现

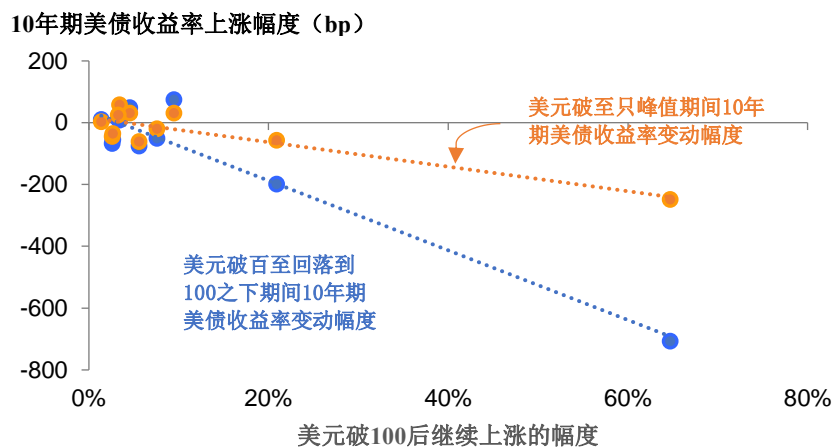
开始日期	结束日期	持续时长	美元破百到回落至100以下资产表现					10Y美债 (bp)	是否是加息周期
			WTI原油	伦铜	黄金	商品指数	标普		
1	1973-11-23	1974-04-17				2.0%	-5.1%	75.0	✓
2	1974-05-29	1974-11-22				54.2%	-20.7%	8.0	
3	1975-07-23	1977-12-01			-4.6%	-21.2%	5.0%	-51.0	
4	1981-04-29	1987-01-21			-15.6%	-33.4%	101.3%	-706.9	
5	1989-05-15	1989-10-12	-0.2%	5.3%	-3.5%	1.7%	12.4%	-75.5	
6	1997-08-01	1997-09-02	-3.1%	-8.8%	-0.2%	1.5%	-2.1%	10.0	
7	1998-01-02	1998-08-31	-23.5%	-3.9%	-4.5%	-21.0%	-1.8%	-67.1	
8	1999-03-04	1999-09-20	81.9%	27.6%	-11.9%	37.2%	7.1%	48.7	✓
9	1999-11-04	2003-04-11	21.6%	-9.4%	11.6%	18.8%	-36.3%	-198.7	
10	2016-11-14	2017-01-11	20.6%	2.5%	-2.1%	12.8%	5.1%	11.1	✓
11	2020-03-18	2020-05-15	44.5%	9.0%	18.8%	13.6%	19.4%	-54.9	
均值		479	20.3%	3.2%	-1.3%	6.0%	7.7%	-91.0	
均值 (去掉最值)		349	16.7%	0.8%	-2.2%	5.1%	2.2%	-41.0	

注:

1. 我们剔除了部分美元指数破百持续过短的阶段;
2. 如果期间美联储既有加息又有降息, 则不把这一时期认定为加息周期。

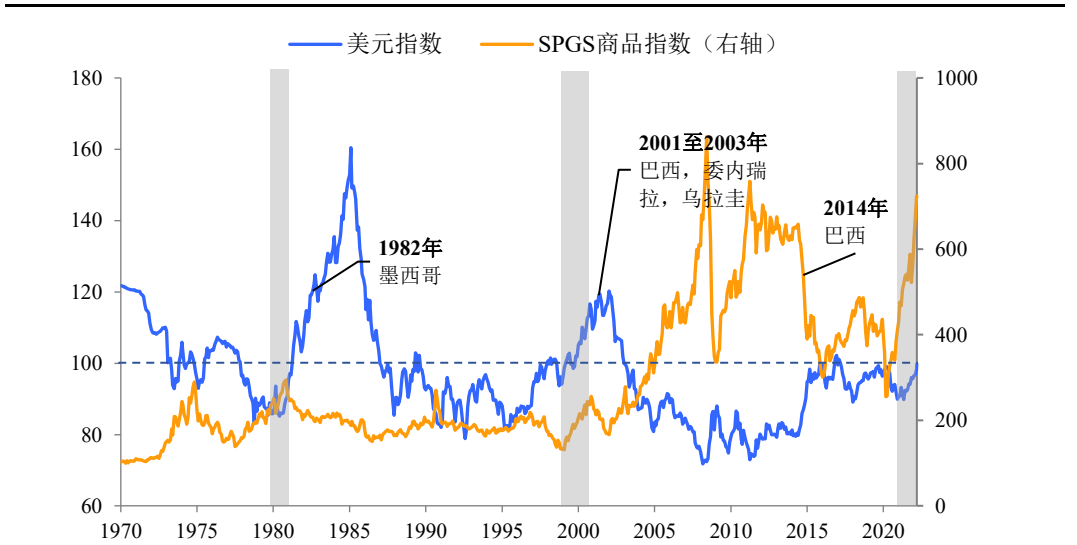
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 美元指数越强, 10 年期美债收益率上涨幅度越受限



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

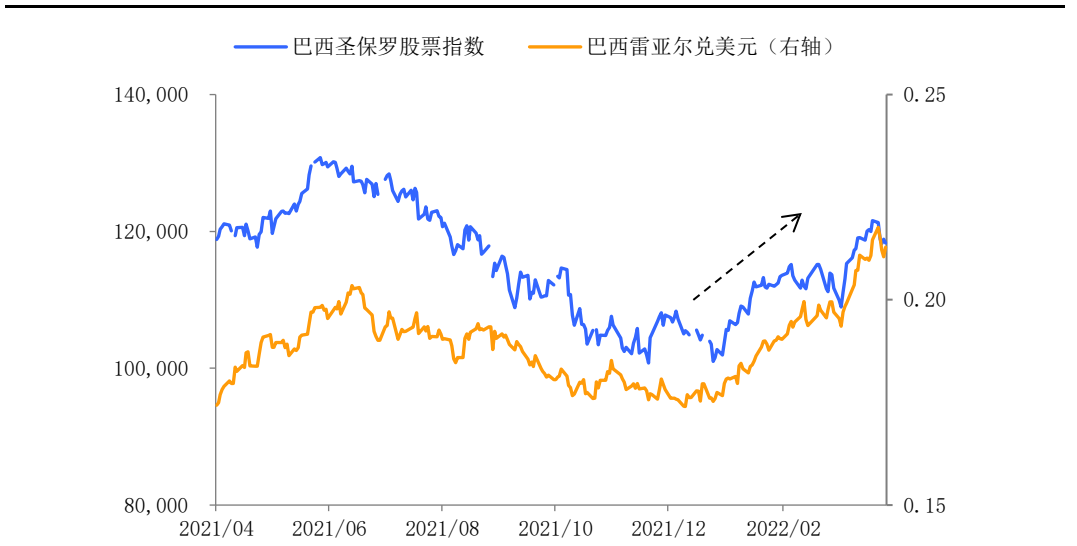
图6: 美元指数和商品价格指数



注: 阴影部分为美元指数和商品指数同涨比较典型的时期。

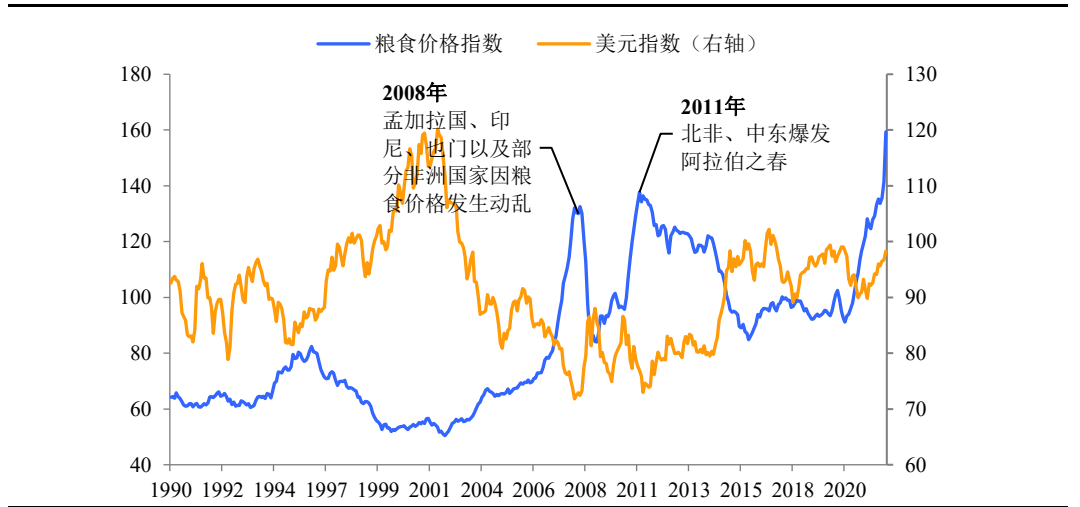
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: 2021 年底以来巴西股汇双双上涨



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图8: 即使美元贬值, 粮价大涨也会带来部门经济体社会动荡



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

