

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

shaoy@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。

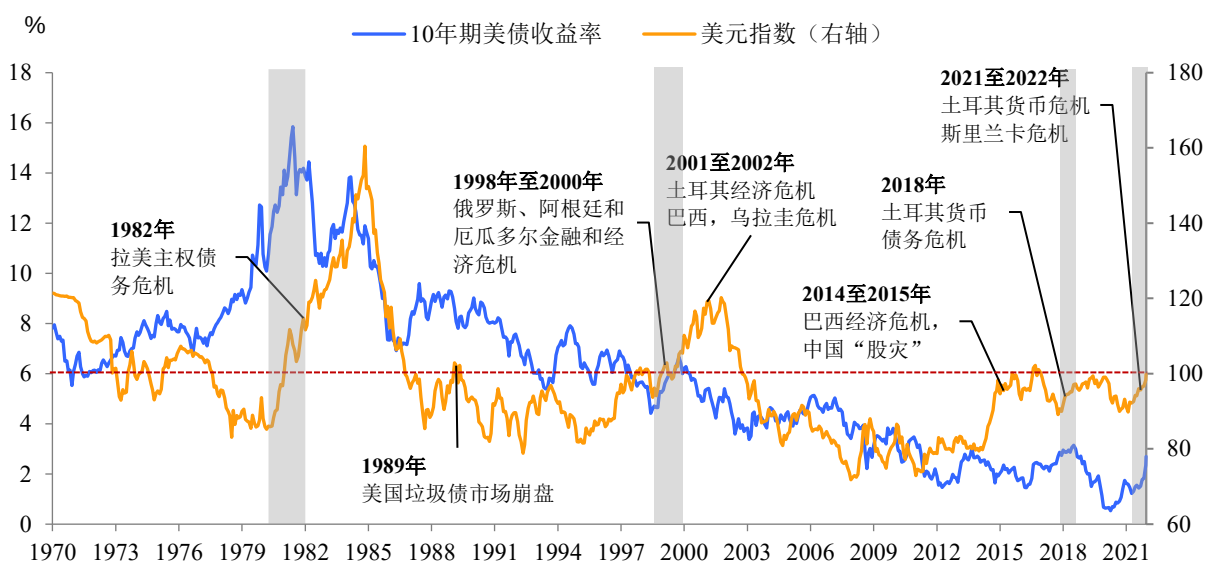
除此之外，这一次俄乌冲突带来的“粮食危机”让部分新兴市场经济体在维护国际收支和社会稳定上“雪上加霜”。以近期“暴雷”的斯里兰卡为例，收入方面，出口创汇的重要来源旅游业接连遭受 2019 年恐怖袭击和 2020 年以来疫情的冲击，使得占 GDP 61% 的外债负担日益沉重，经济陷入宽松—汇率贬值—通胀大涨、储备缩水、外债违约风险上升的恶性循环；支出方面，除了要应对外债，还要应对原油等进口必需品不断上涨的价格压力，外汇储备更加捉襟见肘；除此之外，俄乌冲突带来的化肥等农业原材料价格上涨或供应短缺，导致农业减产，进一步加剧物资匮乏和通胀。

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。

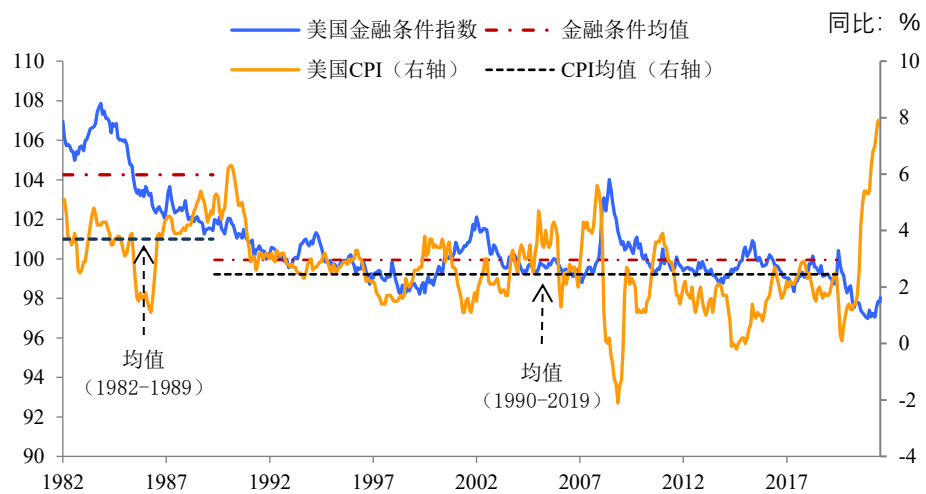
图1：美元指数超过 100 或者美元美债收益率同步大涨期，往往会导致危机发生



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	9.5%				13.0%	-2.4%	31.0	
2	1974-05-29	1974-09-05	99	3.4%				21.4%	-18.4%	58.0	
3	1975-07-23	1976-06-04	317	7.6%			-23.3%	-0.1%	9.9%	-20.0	
4	1981-04-29	1985-02-25	1398	64.7%			-41.8%	-24.3%	34.7%	-247.9	
5	1989-05-15	1989-06-14	30	5.6%	-1.4%	-7.0%	-3.4%	-4.3%	2.4%	-60.9	
6	1997-08-01	1997-08-06	5	1.4%	0.9%	-0.7%	-2.0%	0.9%	1.4%	3.4	
7	1998-01-02	1998-08-26	236	2.6%	-22.1%	-5.4%	-2.5%	-19.4%	11.2%	-44.9	
8	1999-03-04	1999-07-12	130	4.6%	49.1%	19.2%	-11.4%	19.6%	12.2%	30.7	✓
9	1999-11-04	2001-07-05	609	20.9%	16.8%	-11.8%	-9.5%	9.8%	-10.5%	-56.7	
10	2016-11-14	2016-12-28	44	3.3%	24.8%	-0.4%	-6.7%	14.1%	4.0%	24.7	✓
11	2020-03-18	2020-03-20	2	2.7%	10.1%	1.6%	0.5%	4.2%	-3.9%	-34.6	
均值				266	11.2%	-0.6%	-11.1%	3.2%	3.7%	-28.8	
均值 (去掉最值)				170	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

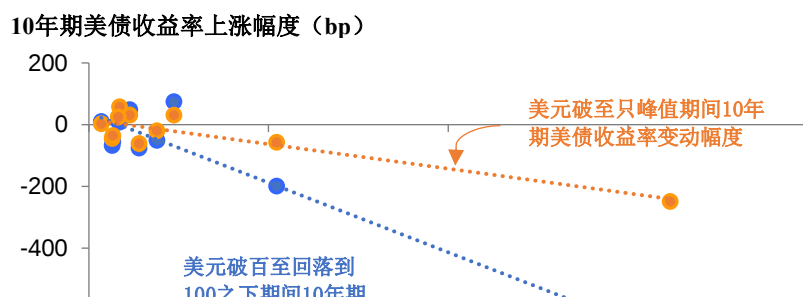
开始日期	结束日期	持续时长	美元破百到回落至100以下资产表现					10Y美债 (bp)	是否是加息周期
			WTI原油	伦铜	黄金	商品指数	标普		
1	1973-11-23	1974-04-17				2.0%	-5.1%	75.0	✓
2	1974-05-29	1974-11-22				54.2%	-20.7%	8.0	
3	1975-07-23	1977-12-01			-4.6%	-21.2%	5.0%	-51.0	
4	1981-04-29	1987-01-21			-15.6%	-33.4%	101.3%	-706.9	
5	1989-05-15	1989-10-12	-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



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_40240
