

周期中的美元波动与资产配置

把握第三轮美元贬值趋势的投资机会

结合三周期嵌套定位，美元已进入第三轮贬值周期，弱美元环境下，大宗商品、股市风险资产有望迎来新一轮配置机会。

- **周期中的美元波动。**（1）长周期位置决定美元指数的中枢。长波的衰退至萧条阶段，全球技术进入衰竭窗口，美元指数步入长期下行区间。（2）中周期决定美元波动的方向。债务占比持续上行预示美元中周期贬值压力。（3）短周期影响美元波动的节奏。美元指数波动本质上是因为美国与非美经济体短周期经济存在差异。展望未来，全球经济重启以及美欧增长差异收敛，未来美元或仍将维持弱势格局。
- **前两轮美元波动的影响因素解读。**自布雷顿森林体系崩溃以来，美元经历了两轮完整的波动，两轮美元波动的牛熊转折的标志性事件分别是1985 年“广场协议”签订和 2000 年经济衰退与“互联网泡沫”破灭。（1）1980-1994 年：这一轮美元周期始于长波萧条、经历回升。1985 年之后，中周期衰退和货币政策的边际宽松是美元周期的转折点。（2）1995-2008 年：这一轮美元周期始于长波繁荣、经历繁荣，最终结束于 2008 金融危机，即长波衰退的第一次冲击。
- **美元迈入第三轮贬值周期。**（1）长波的衰退至萧条阶段，全球技术进入衰竭窗口，美元指数步入长期下行区间。（2）中周期“双赤字”债务压力下美元或将进入趋势性贬值阶段。（3）短周期全球经济的疫后重启以及美欧增长差异的缩窄将使得明年美元弱势延续。
- **弱美元的大类资产配置。**（1）股市：盈利支撑权益资产牛市延续，美元走弱，新兴市场股市优于发达市场。（2）债市：美元走弱，全球再通胀，长端利率走高，期限利差走阔，债市或将进入“熊陡”。（3）大宗商品：全球共生模式重启，叠加弱势美元，大宗商品有望迎来超级周期。（4）黄金：中周期弱美元利好黄金，再通胀预期下金价有望高位维持。
- **弱美元开启中国版“里根大循环”。**（1）全球共生模式的重启将为明年 A 股提供强有力的基本面支撑。2021 年 A 股将迎来加强版扩张后期行情。（2）弱美元环境下，A 股有望复制“里根大循环”，海外资本流入有望助推虚拟经济繁荣与资产膨胀。（3）目前 A 股市场正处于盈利上行，美元下行的周期环境中，结合历史经验回溯，以金融、周期为代表的大市值、低估值强周期板块是最佳选择。
- **风险提示：全球经济失速下行，美联储政策宽松不及预期。**

相关研究报告

《A 股市场 2021 年度策略——循环牛，大周期》20201128

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S130051906003

联系人：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300119040001

目录

周期中的美元波动 5

1.1 长周期位置决定美元指数的中枢 5
1.2 中周期决定美元波动的方向 8
1.3 短周期影响美元波动的节奏 10

前两轮美元周期的影响因素解读 12

2.1 第一轮美元周期：1980-1994 年 12
2.2 第二轮美元周期：1995-2008 年 13

美元走势展望与资产配置选择 16

3.1 第三轮美元贬值周期开启 16
3.2 弱美元环境下的大类资产选择 18
3.3 弱美元环境下的 A 股市场展望 23

风险提示 27

图表目录

图表 1. 长周期按创新阶段划分 6
图表 2. 长周期下的物价变化 6
图表 3. 不同长波阶段下的美元指数弹性比较 6
图表 4. 近代全球五轮康波周期的划分 8
图表 5. 全球主要国家 GDP 份额 8
图表 6. 美国制造业产能利用率与设备投资占 GDP 的比重 9
图表 7. 朱格拉周期与美元指数 9
图表 8. 美国双赤字占 GDP 的比重与美元指数（逆序） 10
图表 9. 短周期的量价关系示意图 11
图表 10. 美国工业增加值产出缺口与 CPI 同比增速 11
图表 11. 美国相对于欧洲的短周期基本面优势与美元指数 11
图表 12. 美元指数与美国经常项目差额 12
图表 13. 1980-1994 年美元指数与美欧基本面差异 13
图表 14. 美国、德国、日本长期国债收益率 13
图表 15. 美国 GDP 增速与联邦基金目标利率 14
图表 16. 1995-2008 年美元指数与美欧基本面差异 14
图表 17. 2000-2001 年美股的跌幅小于欧洲和日本股市 15
图表 18. 三个关键指标与美元指数 YoY 的相关系数 17
图表 19. 预测美元指数的关键经济指标 17
图表 20. 预测美元指数的关键利率指标 17
图表 21. 预测美元指数的关键股市表现指标 17
图表 22. 美元指数的脉冲响应结果 17
图表 23. 1980 之后三轮美元周期中的国际资本流向 18
图表 24. 美国经济指标、美元指数与股票价格的相关性分析 19
图表 25. 1980 之后股票市场的表现 19
图表 26. 美元指数与 SP500 剔除趋势 19
图表 27. 美元指数与 MSCI 发达/MSCI 新兴 19
图表 28. 美国经济指标、美元指数与美债利率的相关性分析 20
图表 29. 1980 之后债券市场的表现 20
图表 30. 美国经济指标、美元指数与大宗商品价格的相关性分析 21
图表 31. 1980 之后大宗商品市场的表现 21
图表 32. 美元指数和 CRB 工业品现货指数剔除趋势 21

图表 33. 美元指数 YoY 和 CRB 工业品现货指数 YoY 21
图表 34. 美国经济指标、美元指数与伦敦金现价格的相关性分析 22
图表 35. 美元价格与黄金价格呈现出高度相关的镜像关系 22
图表 36. 美元指数和 CRB 工业品现货指数剔除趋势 22
图表 37. 美元指数 YoY 和 CRB 工业品现货指数 YoY 22
图表 38. 价格指标底部回升 24
图表 39. 库存指标有望触底回升 24
图表 40. 全球共生模式与中国双循环框架 24
图表 41. 美元指数与中国热钱净流入金额负相关 25
图表 42. 中国经济指标、美元指数与上证综指的相关性分析 25
图表 43. 美元走势 YoY 与上证综指 YoY 25
图表 44. 不同盈利周期和美元指数组合下的 A 股表现 26
图表 45. 盈利上行，美元下行周期 A 股市场表现 26

周期中的美元波动

从 19 世纪金本位制，到二战末期建立的以美元为核心的布雷顿森林体系，再到如今多元化的牙买加体系，国际货币体系的演变见证了主要经济体时运的变迁。在金本位制下，各国货币的含金量固定，黄金发挥世界货币的职能，主导国家货币特权缺失。随着 20 世纪中央银行崛起，特别是以 1913 年美联储成立为标志，纸币成为发行国信用的载体，美国作为主导国的地位日益巩固，美元开始登上国际交易舞台，至今仍在主导国际货币体系。

在布雷顿森林体系解体后，美元指数的波动性加大，呈现出随着周期波动起落的特征。依托对周期的定位，判断美元指数的走向，并给出宏观对冲资产配置建议是本文写作的出发点。我们对经济周期的刻画采用的是三周期嵌套框架。三周期嵌套框架是熊彼特经济周期理论的重要思想之一，在国内主要是由结构主义周期学派创始人周金涛主导。按照不同的驱动因素，我们把经济周期分为三个维度：创新主导的 50-60 年的长波、资本开支驱动的 9-10 年的中波、库存周期引致的 40 个月的短波。从历史归纳看，一个长波周期大约包括 6 个朱格拉中周期和 18 个基钦短周期，1 个中周期包含约 3 个短周期。

1.1 长周期位置决定美元指数的中枢

1926 年俄国经济学家康德拉季耶夫提出一种长波经济周期理论，其核心观点是全球商品价格会以 50-60 年为周期进行波动，在此期间经济增长会经历繁荣、衰退、萧条、复苏 4 个阶段。**创新是康波的驱动力，康波就是价格波动，而价格波动是由技术冲击后累积的结果**（周金涛，《康波中的价格波动》）。研究康波中的美元波动就是要研究商品、债券、权益等大类资产的定价机制，以美元为桥梁自上而下的进行宏观对冲操作。按照市场的一般共识，**自工业革命以来，全球共经历了五轮康波周期，当前正处于第五轮康波周期的衰退到萧条阶段。**自 90 年代开启的第五轮长波繁荣于 2004 年宣告终结，在长周期顶部出现的 2-3 年之后，全球经济经历了 2008 年爆发的金融危机，这是长波衰退的第一次冲击。**在一轮长波周期中，美元指数的中枢和弹性会随着创新对生产率作用随时间的变化而波动：**

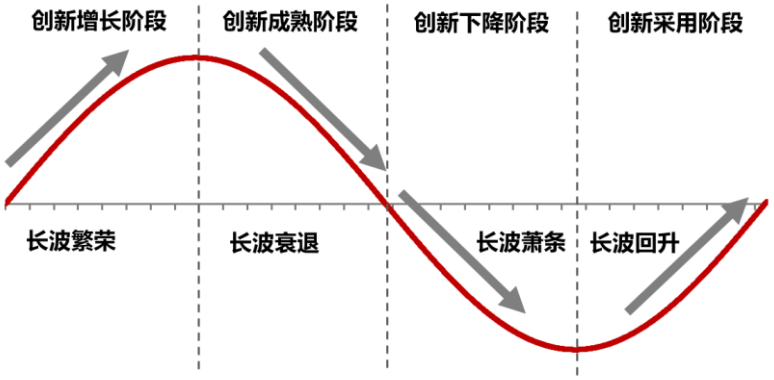
（1）回升和繁荣阶段，技术的导入和深化带来生产效率的提升，美国经济增长强于外围追赶国，美元指数相对强势且更具弹性；

（2）在繁荣后期，随着技术从主导国向追赶国扩散，美国的绝对优势难以为继，只有通过宽松政策和货币贬值来维持相对优势；

（3）在长波的衰退至萧条阶段，全球技术进入衰竭窗口，“硬创新”乏力，美国相对于其他国家的经济优势减小，美元指数步入长期下行区间。

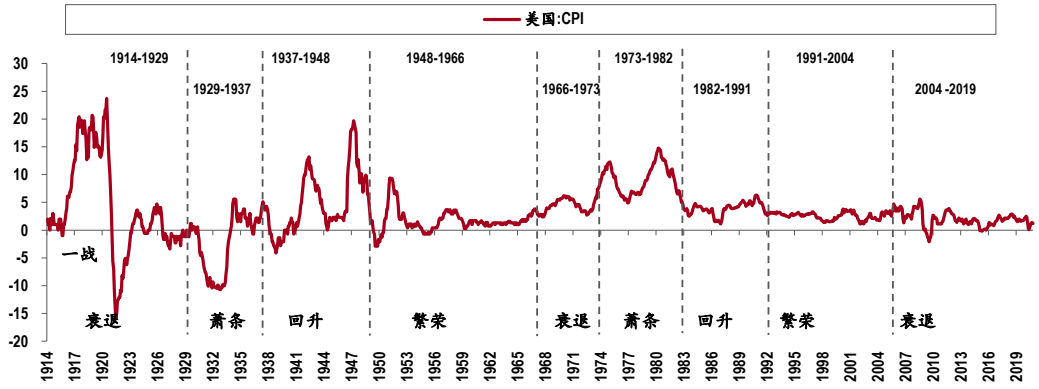
从数据上看，美元指数在回升和繁荣阶段的平均值整体高于衰退和萧条阶段；70 年代处在长波衰退期，布雷顿森立体系的瓦解体现了美国作为主导国经济霸权地位动摇，此后至 80 年代长波回升之前，美元指数整体趋势下行；80 年代之后，在第四轮长波回升和第五轮长波繁荣和衰退阶段，共经历了三轮美元波动，且弹性逐步减小，最大涨幅从 95%到 51%，再到 42%，美元指数的高点也逐步下降，从 164 到 121，再到 103。

图表1. 长周期按创新阶段划分



资料来源：中银证券

图表2. 长周期下的物价变化



资料来源：万得，中银证券

图表3. 不同长波阶段下的美元指数弹性比较



	时间区间	主要长波阶段	高点时间	最高点	最大涨幅
第1轮美元波动	1980-1994年	回升	1985年2月	164.72	95.82%
第2轮美元波动	1995-2008年	繁荣	2001年7月	121.02	51.18%
第3轮美元波动	2009至今	衰退-萧条	2016年12月	103.82	42.81%

资料来源：万得，中银证券

知识背景：长波周期与国际货币体系的演变

国际货币体系的演变见证了主要经济体经济实力的变化，与长波的技术创新密不可分。现代国际货币体系的演变可以分为四个阶段：

（1）1879-1914 年金本位制，以英国为中心。18-19 世纪，工业革命的爆发使英国成为最先进的工业国和西方世界的霸主，国民生产总值在欧洲排名第一，殖民地遍布五大洲，是当之无愧的“日不落帝国”。这次工业革命主要对应着第一轮和第二轮长波周期：第一轮，1782-1845 年，以纺织工业和蒸汽机技术为主；第二轮，1845-1892 年，以钢铁和铁路技术为代表。工业革命给实行金本位制的英国带来了丰厚的回报，其他国家都设法与英国贸易并引进资本，火车和轮船的发明也使国际贸易繁荣，因此有意愿实施金本位制，于是英国为中心的金本位制国际贸易体系就自发地形成了。

（2）1914-1944 年战时间歇的国际货币体系，美国崛起。两次世界大战使国际货币体系和世界经济格局发生了巨大的变化，一战中立国身份给美国带来了军火、船舶等大量外需，快速从债务国变成世界最主要的债权国，并乘着第三轮长波（发生在 1892-1948 年，以电气和重化工业为）繁荣的东风，坐稳了第一工业强国的宝座，此时美国 GDP 占全球的比重已经超过了 20%。但美国的崛起来得太突然，此时世界金融中心还没有从欧洲转移过来，因此国际货币体系并没有以美元为核心重建，而是形成了多个货币集团，英镑集团和美元集团最为重要。

（3）1944-1970 年布雷顿森林体系，美元霸权地位确立。第二次世界大战中，远离战争中心的美国再次迎来发展的契机，成为唯一的“超级大国”，1944 年布雷顿森林体系建立了黄金-美元本位，标志着美元霸权地位的形成。为了使维持战后的经济和政治稳定，美国豁免了大部分二战产生的债务，并推出了“马歇尔计划”“道奇计划”等政策帮助欧洲和日本恢复经济。在国际合作的理念下，世界经济进入了以美国为主导国的第四轮长波（1948-1991）的繁荣阶段，最重要的创新是坦克等军用设备、航空航天技术、电子计算机。随着国际贸易的发展，布雷顿森林体系的根本性问题显现：美元是唯一的结算与储备货币，会导致美元在海外不断沉淀，美国国际收支长期逆差，但这将导致世界对美元信心不足，使其不满足作为国际货币币值稳定的要求，即“特里芬难题”。60 年代之后，美国的黄金储备早已无法满足流通在外的美元集体兑换；而美国超发货币成为全球通货膨胀的发动机，引发欧洲的不满。在几次冲突与竞相贬值之后，1971 年美国政府宣布美元与黄金固定价格脱钩。

（4）1971 年以来牙买加体系，走向多元化。布雷顿森林体系的崩溃除了其与生俱来的矛盾之外，还有经济格局变化的原因：战后美国的援助，导致日本、德国等国家工业兴起，它们的货币与美元的汇率已经与其经济发展已经不相匹配。美元的币值偏高对美国经济造成了不利的影响，因此在 60 年代之后，美国与其他国家的贸易摩擦也不断加剧。从 GDP 份额来看，50 年代之后，美国的 GDP 占比是不断下降的，这意味着美元的地位实际上是在不断下降。1976 年，牙买加体系形成，推行黄金非货币化，正式确认了浮动汇率制的合法化，并增强了特别提款权的作用，国际货币体系走向多元化。如今，美元仍然是最主要的国际货币，在国际市场的份额约 60%，但相比于 2000 年已经下降了 10%。这一阶段主要对应第四轮长波的后半段和第五轮长波（1991 年至今），以信息产业和生物技术为主导。

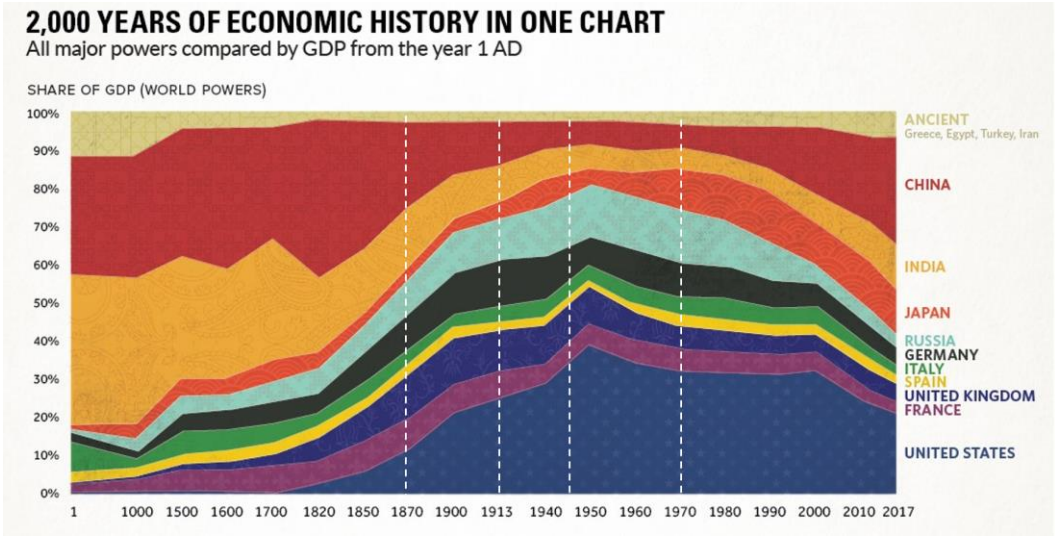
从国际货币体系的演变中我们可以得到，**从长周期的视角，一国货币的国际地位由其综合实力所决定，主要是经济实力，其次是金融和军事实力。**在第四轮由汽车、计算机发展和第五轮由信息通讯技术、生物技术发展的长波周期中，美国占据绝对的主导地位，对应的国际货币体系——布雷顿森林体系和牙买加体系，都是以美元为中心。

图表4. 近代全球五轮康波周期的划分

康波周期	时间	技术和组织创新集群	最主要的创新	管理和组织变革	主导国
I	1782-1845	工业机械化（水力）	纺纱机、织布机	工业系统、企业家、合伙制	英国
II	1845-1892	工业和运输机械化（蒸汽）	铁路	合股公司	英国、美国、德国
III	1892-1948	工业、运输和家庭电气化	电力、汽车	专门人才管理系统、“泰勒主义”、巨型企业	美国、德国
IV	1948-1991	运输、民用经济和战争动力化、机动化	军用设备、航空航天技术、电子计算机	大规模生产消费	美国
V	1991-?	国民经济计算机化	信息产业、生物技术	内部网、局域网、互联网	美国

资料来源：《康波中的价格波动》，中银证券

图表5. 全球主要国家 GDP 份额



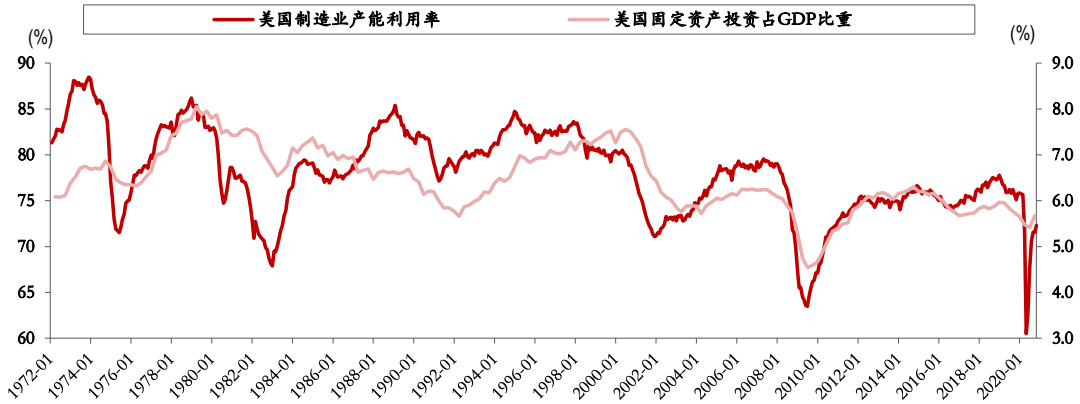
资料来源：经济学人智库，中银证券

1.2 中周期决定美元波动的方向

不同的中周期阶段，美元指数波动趋势及特性有所不同。在三周期嵌套框架中，中周期指的是平均长度 9-10 年的朱格拉周期，一般以设备投资占 GDP 的比重来刻画。长波回升和繁荣阶段的中周期与美元指数波动基本是一一对应的，投资数据领先于美元指数 0-2 年。从逻辑上理解，在创新带来的技术扩散的早期，作为主导国美国引领全球复苏，其增长弹性相对于全球更强，美元资产受到资金青睐推升美元指数；在中周期衰退阶段，美国经济的韧性通常强于其他国家，美元资产避险价值提升，美元指数进入下行期通常会滞后于中周期的顶部。在长波的衰退和萧条阶段，中周期和美元指数走势不再一致，背后的原因是作为主导国创新红利向追赶国扩散，货币宽松对增长的贡献大于生产率提升。例如，2002-2008 年中周期与美元走势负相关加强。2002 年长波进入筑顶阶段，此时是追赶国起飞的阶段，主导国美国主要靠宽松的货币政策维持繁荣，并且导致了主导国美国爆发次贷危机，在这一阶段美元相对较弱。2015 年此轮美国中周期触及高点开始趋势回落，考虑到长波所处的萧条阶段，可以判断美元将进入趋势下行阶段。

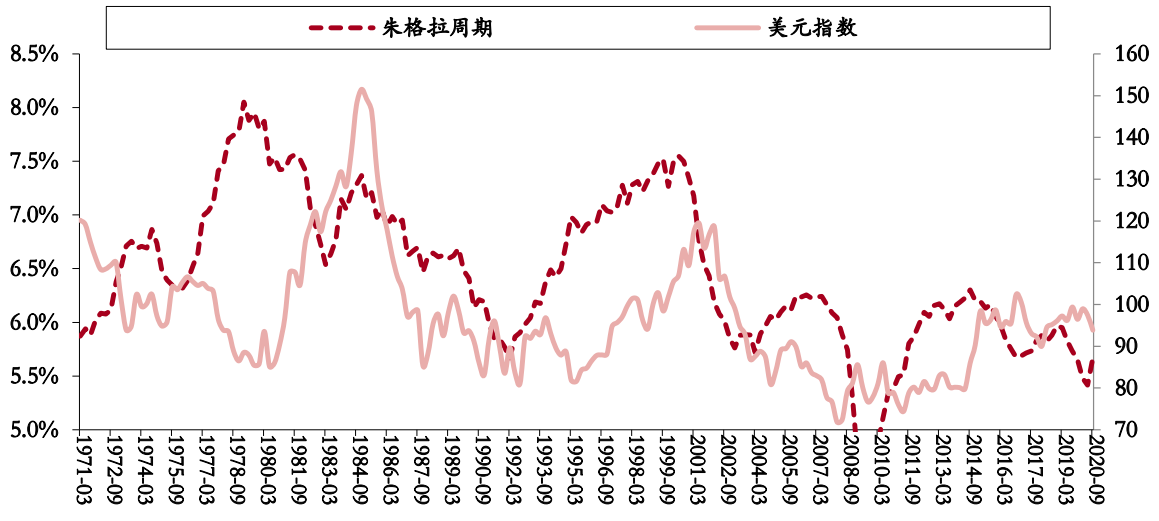
政府债务占比持续上行预示美元中周期贬值压力。从政府债务周期的角度同样可以支持美元趋势下行的判断。政府债务周期主要体现的是财政政策的变化，与总统的政策风格有关，也可称为美国的政治周期。自里根政府以来，美国的财政政策可以分为供给型财政政策和结构型财政政策，供给型财政政策是以减税增加经济活力，通常在共和党执政的第一任期执行，里根、小布什、特朗普都曾采用供给型财政政策。从短期来看，减税能提振企业盈利，但长期来看减税会造成以下不良影响：第一，财政赤字增加，政府债务可能频繁触及债务上限，导致后期财政乏力，对经济支撑不足，而且会增加政治风险，长期利空美元；第二，减税使居民和企业的可支配收入增加，贸易赤字可能会继续扩大，长期利空美元。从这个角度来看，**美国的双赤字占 GDP 的比重也是美元走势的参考指标，**从里根和小布什减税政策之后的历史情况来看，都会导致这一指标达到历史新高，而美元指数也会随之进入下行期。因此，**特朗普积极的财政政策导致赤字创新高，贸易赤字居高不下，也预示着美元中期的贬值压力。**

图表6. 美国制造业产能利用率与设备投资占 GDP 的比重



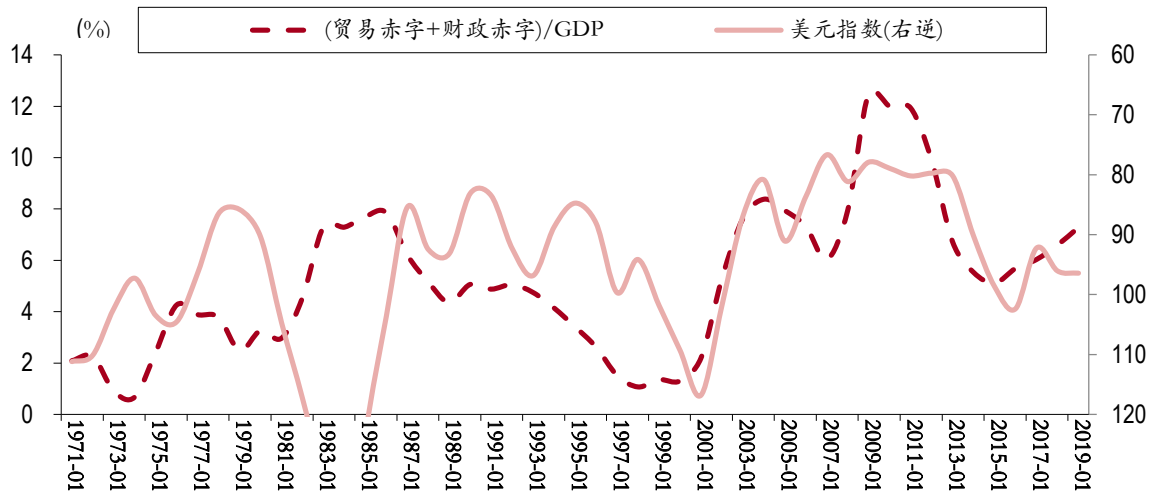
资料来源：万得，中银证券

图表7. 朱格拉周期与美元指数



资料来源：万得，中银证券

图表8. 美国双赤字占 GDP 的比重与美元指数（逆序）



资料来源：万得，中银证券

1.3 短周期影响美元波动的节奏

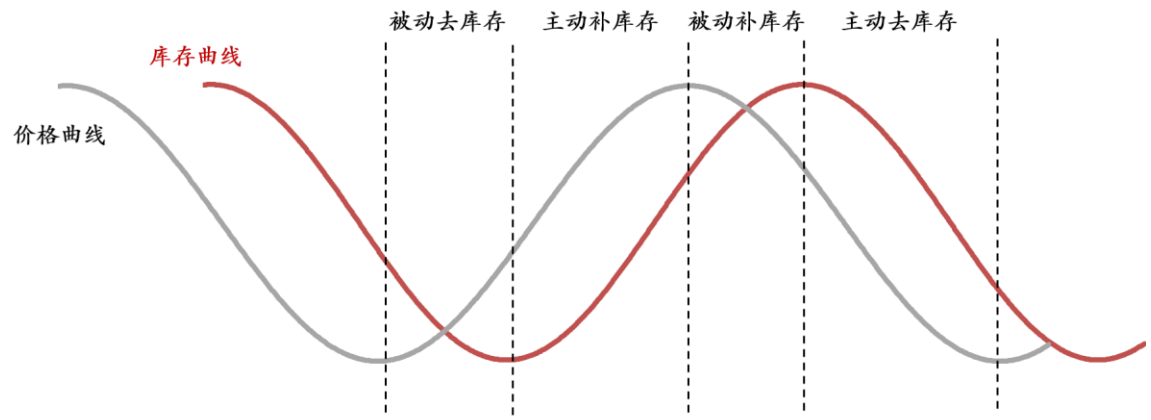
经济短周期主要是由企业的库存投资循环产生，政策的逆周期调节以及形成的金融“宽松—紧缩”循环，也对短周期的形成产生加速器作用。在量价齐升阶段，持续的价格上涨使央行不得不收紧货币供应抑制需求，从而抑制过热的价格，形成经济短周期的顶部；在量价齐跌阶段，政策则转向宽松，通常是货币与财政财政政策齐发力，刺激需求回升，从而使经济短周期筑底回升。政策的逆周期调节在一定程度上平抑了经济周期的波动，也加速了顶部和底部的形成。

从短期来看，美元指数波动本质上是因为美国与非美经济体短周期经济存在差异。**从美元指数的构成来看，欧元占比接近 60%，我们可以用美国与欧元区基本面数据的差异构成代理变量来预测美元指数的走势。代理变量可以由美国与欧洲工业增加值产出缺口标准化数值之差来表示，其与美元指数的关系来看，二者的波动基本是一致的，只有在 1982-1983 年、2000-2001 年和 2015-2016 年出现了超过 1 年的背离；美国与欧元区 PMI 之差同样可以作为代理变量，但时间序列较短。**

本轮美元指数上行于 2009 年前后开启，与朱格拉周期和第一库存周期的启动同步，最高点是 2016 年年底的 103.8。从节奏上看，美元指数在前两轮库存周期中与我们构建的美欧基本面差异代理变量基本一致，分别在 2010 年 6 月和 2012-2013 年出现了两个小高峰。在第二库存周期衰退到第三轮库存周期复苏阶段（2015-2016），两者出现背离（可以用美欧利差扩大解释）。2017 年年初开始，美元指数开始反应前期美国经济相对于欧洲的疲弱。2017Q4，随着欧洲经济步入衰退期，而美国在减税政策的刺激下经济独秀于林，美国相对于欧洲的基本面优势指数再次与美元指数同步上行。

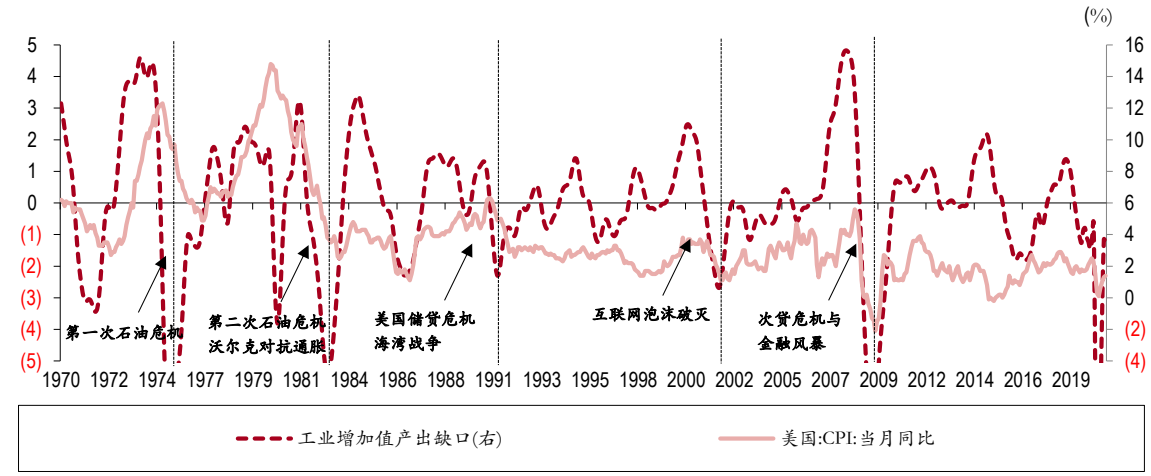
展望未来，从短周期的视角，全球经济重启以及美欧增长差异收敛，美元弱势格局延续。伴随着新冠疫情对于经济冲击效应减弱，全球有望逐步逐步开启新一轮复苏周期，而疫情冲击下，2020 年全球央行开启了全面宽松模式，财政、货币政策刺激双管齐下，应对力度及速度空前，除了正在进行中的总额约 2.6 万亿美元财政刺激外，新一轮预计在 1-2 万亿美元救助刺激方案正在酝酿之中。欧洲方面，7500 亿欧元复苏基金协议的达成标志着欧盟共同财政政策时代的开启。强有力的宏观政策刺激下，2021 年海外需求有望得到逐步修复并得到释放，全球经济复苏强度强度有望超过疫情前水平。而短周期上行阶段，全球风险偏好上行，对于避险资产美元或形成压制。另外，从美欧经济差异的角度来看，2021 年欧盟财政一体化的有力推进，或将对于疫情前欧弱美强的基本面格局带来修复。而从货币政策角度来看，联储新的货币政策框架下对于通胀容忍程度提升，未来 3 年内基准利率或仍将维持当前较低水平，这一轮复苏周期内，相较疫情冲击之前美欧基准利率差异将会收敛，未来美元或仍将维持弱势格局。

图表9. 短周期的量价关系示意图



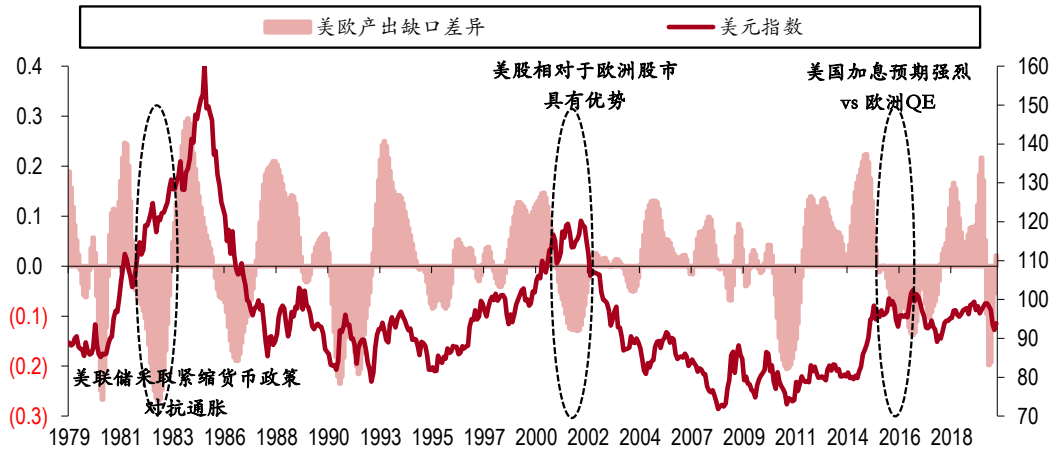
资料来源：中银证券

图表10. 美国工业增加值产出缺口与 CPI 同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表11. 美国相对于欧洲的短周期基本面优势与美元指数



资料来源：万得，中银证券

前两轮美元周期的影响因素解读

自布雷顿森林体系崩溃以来，美元经历了两轮完整的周期，分别是 1980-1994 年、1995-2008 年，从长周期的视角，它们分别始于长波萧条、经历回升，始于繁荣、经历繁荣。两轮美元周期的牛熊转折的标志性事件分别是 1985 年“广场协议”签订和 2000 年经济衰退与“互联网泡沫”破灭。下面我们来回溯前两轮美元走势的关键宏观经济变量和影响因素。

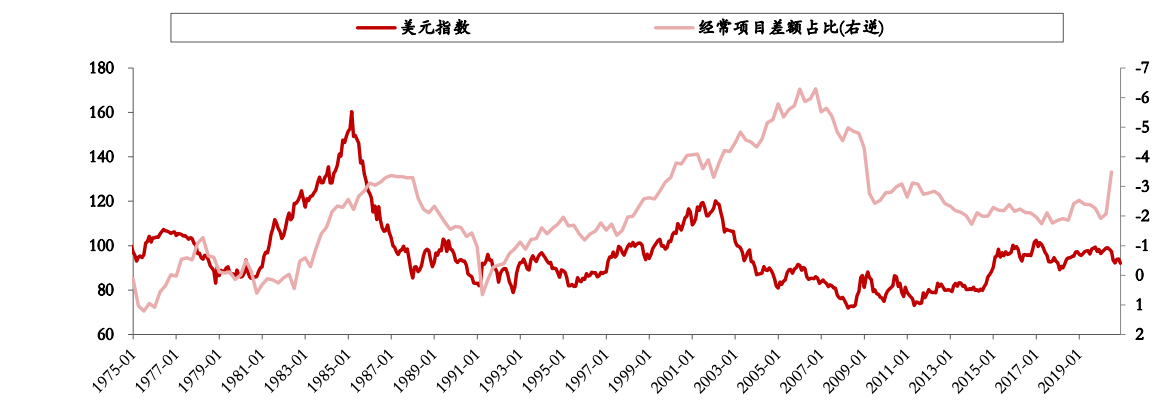
2.1 第一轮美元周期：1980-1994 年

1980-1994 年这轮美元周期始于长波萧条、经历回升。第五轮长波创新信息通讯技术（ICT）对生产率的带动开始显现，美元指数的特点是弹性很大，而且过程清晰坚决，没有筑顶的过程，在下跌的过程中也基本没有反弹发生。在这轮美元波动中，美元指数从 1980 年 85 左右的水平一路上涨到 1985 年的高点 165，涨幅将近 1 倍，是三轮美元波动中弹性最大的一轮；拐点是 1985 年时任美联储主席沃尔克公开表示希望干预外汇市场推动美元贬值，并于 1985 年 9 月签订《广场协议》，美、德、日、英、法 G5 国家联合干预外汇市场，美元指数自 1985 年 2 月开始下跌，到 1985 年底跌至 123，到 1986 年年底跌至 100 以内。

从中周期的视角，70 年代末至 80 年代初美联储为应对供给冲击，持续的紧缩政策使美元开启上行走势，1982 年的中周期复苏给美元上行提供了强有力的支持。1985 年之后，中周期衰退和货币政策的边际宽松是美元周期的转折点。70 年代至 80 年代初的美国，被通胀困扰，CPI 同比连续两年在 10%以上。1979 年，沃尔克就任美联储主席的第一项任务是恢复美联储“反通胀斗士”的可信度，他以稳定且低水平的通胀预期作为名义锚，使美联储的加息行为领先于经济增长指标，并在高通胀时期摒弃“扩张—紧缩”政策逆周期调节。沃尔克紧缩的货币政策在 1981 年之后开始奏效，到 1983 年通胀已经控制在了 5%左右；另一方面，1982 年底美国经济开启了新一轮中周期的复苏，里根政府供应学派减税计划对经济的刺激作用显著，GDP 增速 1983 年相比 1982 年提高了 6.4%，1984 年增速达到 7.2%，是 1950 年经济减速换挡以来最高点。两方面共同作用，美元指数在 1985 年冲到了 165 的历史高位。与此同时，美元持续升值的负面效应开始扩大，巨额经常项目逆差使美国的制造业受到严重的影响，国内就业压力增大，保护主义升温，因此美联储政策在 1984 年之后出现边际放松，中周期从 1985 年的高点开始回落，就此走向衰退。

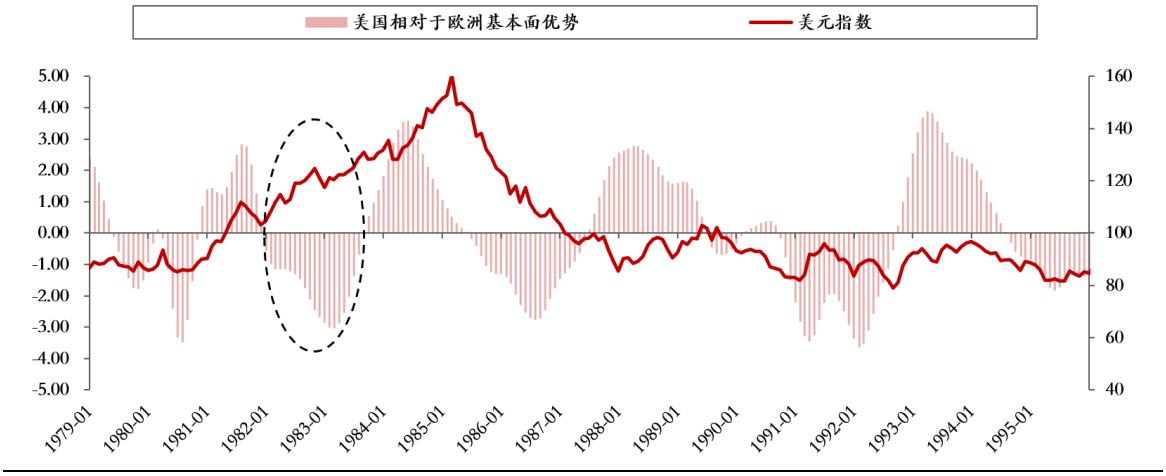
从短周期的视角，这轮美元波动在 1982-1983 年间美元指数与美欧基本面差异出现背离，其他时间走势基本吻合。背离的原因是中周期因素，1982-1983 年美国面临高通胀的困扰，美联储的主要任务是对抗通胀，所以放弃了相机决策的货币政策而连续加息，1982 年初，即使经济正在收缩，FOMC 仍然调高了联邦基金利率，造成美国利率在这一时期明显高于德国、日本，吸引了大量的外资流入美国，从而推升美元。

图表12. 美元指数与美国经常项目差额



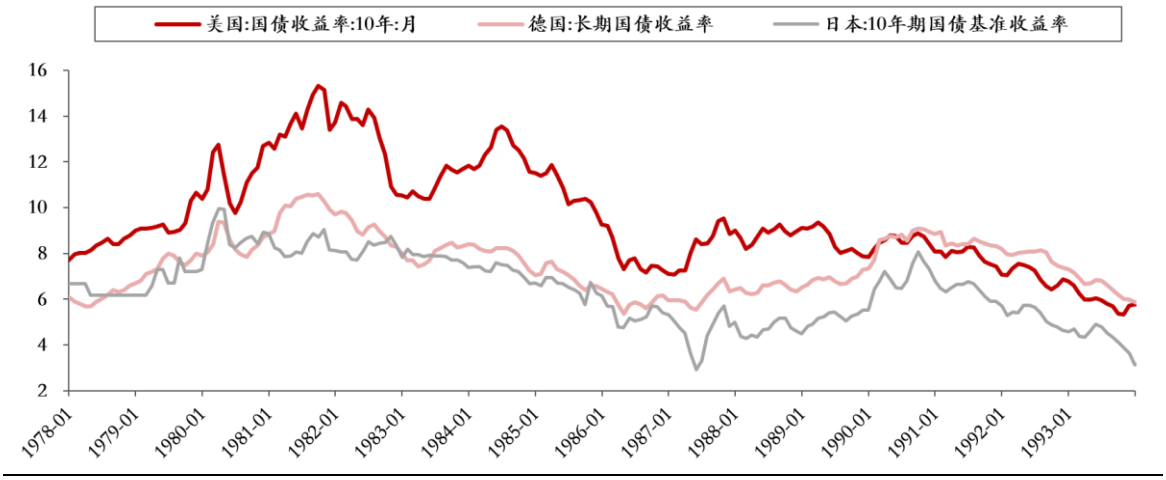
资料来源：万得，中银证券

图表13. 1980-1994 年美元指数与美欧基本面差异



资料来源：万得，中银证券

图表14. 美国、德国、日本长期国债收益率



资料来源：万得，中银证券

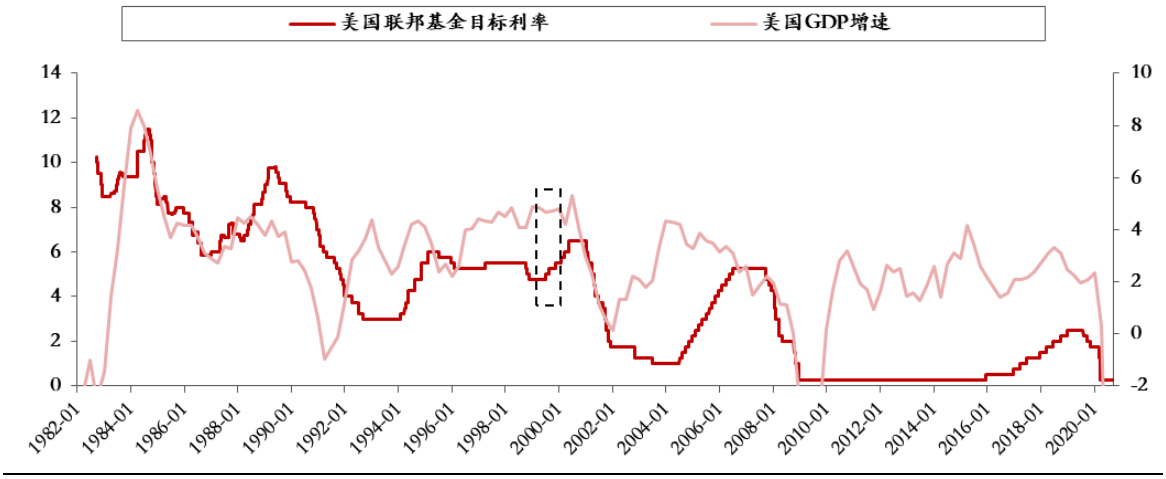
2.2 第二轮美元周期：1995-2008 年

从长周期的视角，1995-2008 年这轮美元周期始于长波繁荣、经历繁荣，最终结束于长波衰退的第一次冲击。美国作为第五轮长波周期的主导国，在繁荣阶段的经济优势明显，因此本轮美元周期有一定的弹性，美元指数从 1995 年 80 左右的水平上涨到 2001 年 7 月的高点 121，涨幅约 50%；拐点是 2000 年末互联网泡沫破灭，美元指数在 2000 年 4 季度出现了第一次大幅下滑，展开筑顶之旅；后续发生的 2001 年“9·11”恐怖袭击、2002 年爆出的美国公司财务丑闻、2003 年伊拉克战争及其导致的油价上升，都助力了美元下行趋势。

从中周期的视角，1992 年中周期复苏是美元上行的基础，90 年代的新兴市场危机推动避险情绪升温，也为美元指数提供上行的动力。2000 年，中周期进入衰退是美元周期的转折点。上世纪 90 年代第五轮长波步入繁荣阶段，信息技术的爆发给 1992 年开启的中周期提供了强势的主导产业，而且美联储采取了较为宽松的货币政策延长了这轮中周期的繁荣，1997-1998 年，在美国经济数据强劲的情况下，格林斯潘任期的 FOMC 仍然选择了降息，最终这轮中周期的上升期长达 8 年之久，基本没有经历回调，是本轮美元周期持续上行的基础，我们从中得到的启示是经济增长对美元的影响要大于利率对美元走势的作用。风险方面，90 年代的新兴市场危机像多米诺骨牌一样，首先是 1994 年的墨西哥，然后是 1997 年的泰国，紧接着印尼、马来西亚、韩国、俄罗斯市场也相继崩溃，在强烈的避险情绪的推动之下，美元资产的吸引力显著上升。2000 年之后中周期步入衰退，再加上股市“互联网泡沫”破灭，美元指数在 2000 年 4 季度出现了第一次大幅下滑，此后展开趋势下行之旅。2002-2008 年的中周期没有形成一轮明显的美元周期，这是因为主导产业的转移，以中国为代表的追赶国中周期上升强劲，主导国美国主要靠宽松的货币政策维持繁荣，并且导致了金融危机率先在美国爆发，因此美元的表现相对较弱。

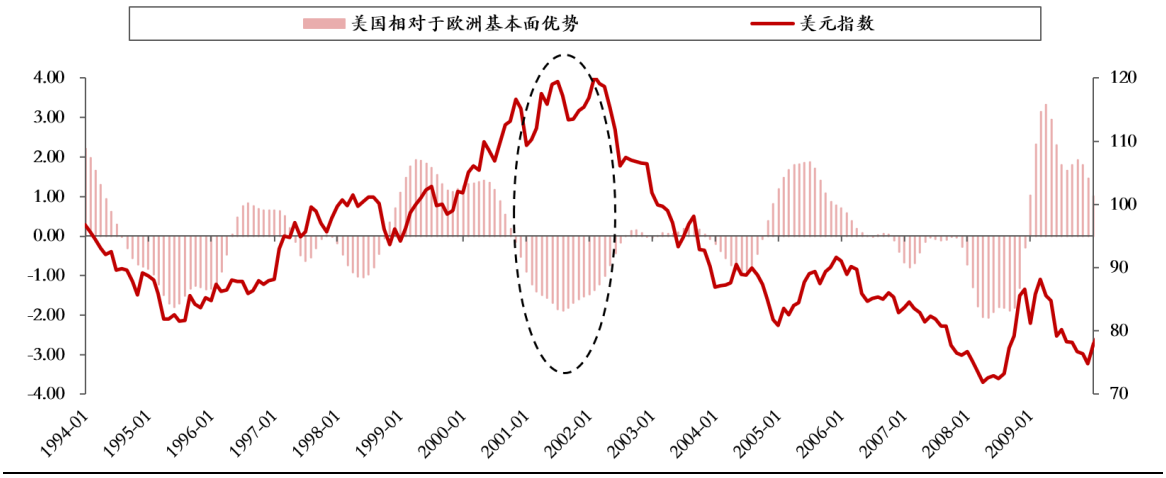
从短周期的视角，这轮美元周期在 2000-2001 年间美元指数与美欧基本面差异出现了比较明显的背离，其他时间走势基本吻合。背离的原因避险情绪对美元资产的阶段性追逐。2000-2001 年相对于欧洲和日本股市，美股的跌幅较小，MSCI 美国指数从 2000 年 3 月（股市高点）到 2001 年底下跌 19%，MSCI 欧洲指数下跌 27%，MSCI 日本指数下跌 46%。

图表15. 美国 GDP 增速与联邦基金目标利率



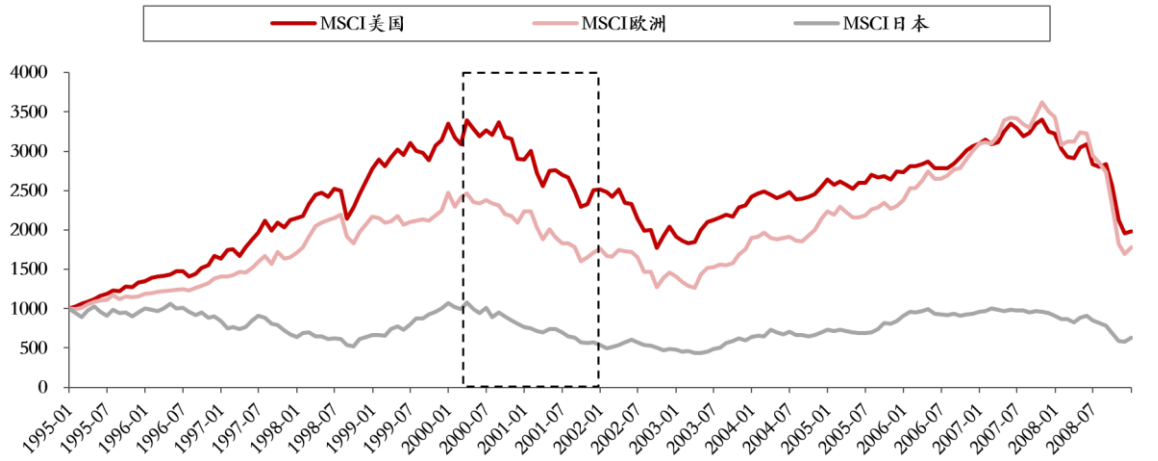
资料来源：万得，中银证券

图表16. 1995-2008 年美元指数与美欧基本面差异



资料来源：万得，中银证券

图表17. 2000-2001 年美股的跌幅小于欧洲和日本股市



资料来源：万得，中银证券

美元走势展望与资产配置选择

至此，我们详细分析了美元走势的长、中、短影响因素，以及前两轮美元周期的细节。总体上，一轮美元周期大约在 15 年左右。其中 5-7 年的上行，8-10 年的下行。于 2011 年开启的第三轮美元周期已在 2016-2017 年见顶，按照规律这轮美元周期的底部大概在 2025 年左右。在 3.1 中我们将总结美元走势分析的方法论，并确认美元进入第三轮贬值周期。这篇报告的最终目的是将美元指数作为一个宏观变量，应用于资产配置决策之中。美元指数对大类资产配置的意义体现在：美元作为国际贸易和国际金融中最重要的货币，其价格波动会影响各国经常项目账户和国际资本流动，进而影响全球大类资产价格；而且国际大宗商品由美元定价，受到美元波动的直接影响。对于 A 股市场而言，美元指数的影响主要体现在两个方面：一是通过国际资本流动，影响股市的资金供给；二是通过货币政策传导至无风险利率，影响股市的估值和风险溢价。

3.1 第三轮美元贬值周期开启

根据我们前文对经济周期与美元走势的分析，可以得到第三轮美元贬值周期已经开启。

从长波的视角，美元走势由美国作为全球主导国的综合实力决定。美国的经济霸主地位在第二次世界大战之后正式建立，对应长波周期的第四轮，与之相伴的货币体系是以美元为核心的布雷顿森林体系和牙买加体系。当前，美元仍然是最主要的国际货币，美元清算 SWIFT 是国际贸易和资金往来最主要的系统，美元“嚣张的特权”仍然无法撼动。在科技创新推动的长波周期中，在长波的回升和繁荣阶段，技术的导入和深化带来生产效率的提升，美元指数相对强势且具有弹性；在繁荣后期，随着技术从主导国向追赶国扩散，美国的绝对优势难以为继，只有通过货币贬值来维持相对优势；在长波的衰退至萧条阶段，全球技术进入衰竭窗口，“硬创新”乏力，美元指数步入长期下行区间。从这个角度看，始于长波衰退，经历长波萧条的本轮美元走势在弹性上弱于前两轮美元走势是理所应当的。

从中周期的视角，双赤字压力下美元或将进入趋势性贬值阶段。随着疫后新周期的开启，我们即将由长波衰退逐步迈向长波萧条阶段，伴随着主导国创新红利向追赶国扩散，主导货币美元的优势将会得到削弱。中周期内，政府债务的周期性变化是美元走势的重要参考指标。财政赤字增加或导致后期政府财政乏力，对经济支撑不足；减税使居民和企业的可支配收入增加，贸易赤字或继续扩大，均不利于美元的走强。当前来看，特朗普政府的减税政策导致财政赤字创新高，贸易赤字居高不下，也预示着美元中期的贬值压力。

从短周期的视角，全球经济的疫后重启以及美欧增长差异的缩窄将使得明年美元弱势延续。全球央行的超预期宽松将使得疫后经济复苏幅度超越疫情冲击前水平，而周期上行阶段，全球风险偏好上行，对于避险资产美元或形成压制。而欧盟财政刺激的持续加码以及疫后欧盟财政一体化的推进将会使得疫情发生前美强欧弱的格局得到修复。预计经济实质性企稳前，联储有望持续维持宽松姿态，2021 年相较疫情冲击之前美欧基准利率差异将会收敛，预示短周期美元或仍将维持弱势格局。

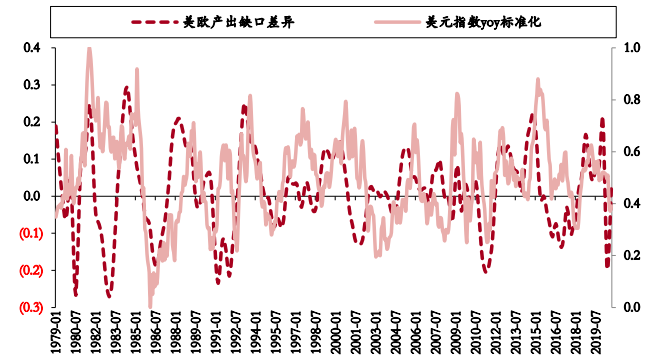
从实证的角度，我们对美欧产出缺口之差、美德利差、美欧股市表现差异与美元指数做相关性分析（处理后的变量与美元指数 YoY 序列具有协整关系），我们认为相关系数的绝对值在 0.3 以下的相关性较弱，0.3-0.5 的相关性较强，0.5 以上的相关性很强。**相关性分析结果显示：**（1）美欧股市表现差异与美元指数的相关性最强，同步相关系数高达 0.60，但是领先性较差；（2）美欧产出缺口之差与美元指数的相关性在前者领先 3 个月时最强，相关系数为 0.33；（3）美德利差与美元指数的相关性也是在前者领先 3 个月时最强，但相关系数较低，只有 0.22。进一步，我们将以上三个指标作为作为输入变量，观察美元指数对它们的脉冲响应。**VAR 脉冲响应模型结果显示：**（1）在 17 个月之内，三个变量对美元指数的影响均为正向，美股相对于欧洲股市的优势、美国经济相对于欧洲经济的优势对美元指数的影响较大，利差影响较小；（2）美国经济相对于欧洲经济的优势对美元指数的影响在第 10 个月达到最大，是较好的领先指标；（3）美股相对于欧洲股市的优势最先对美元指数产生影响，同步性较强。对应到现阶段的变量走势，美欧产出缺口之差、美德利差同比变化值的标准化，MSCI 美国/MSCI 欧洲同比增长率的标准化数据呈下行趋势，因此美元指数在 2021 年的压力将确定性显现。

图表18. 三个关键指标与美元指数 YoY 的相关系数

	美欧产出缺口之差	美德利差同比增加	MSCI美国/MSCI欧洲YoY
同步	0.29	0.20	0.60
领先1M	0.32	0.22	0.60
领先2M	0.33	0.22	0.56
领先3M	0.33	0.22	0.53
领先4M	0.31	0.20	0.49
领先5M	0.29	0.20	0.44
领先6M	0.25	0.19	0.39
领先7M	0.22	0.16	0.34
领先8M	0.19	0.16	0.28
领先9M	0.17	0.15	0.24
领先10M	0.16	0.14	0.19
领先11M	0.16	0.12	0.12
领先12M	0.16	0.09	0.06

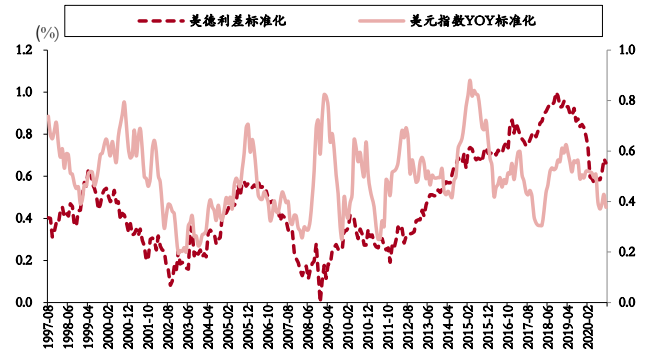
资料来源：万得，中银证券

图表19. 预测美元指数的关键经济指标



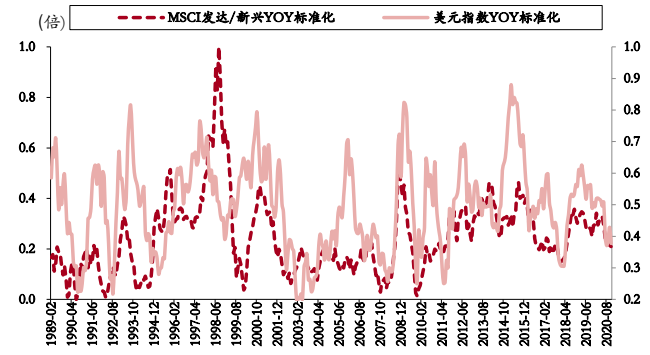
资料来源：万得，中银证券

图表20. 预测美元指数的关键利率指标



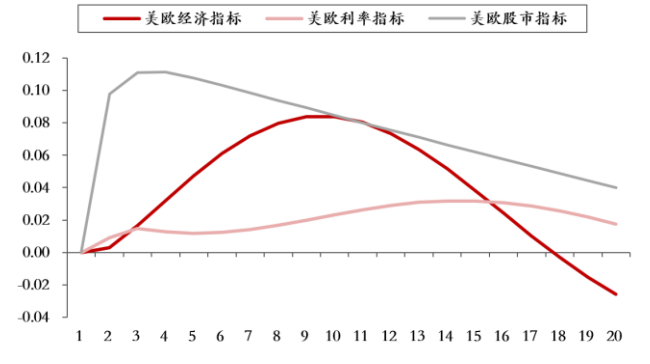
资料来源：万得，中银证券

图表21. 预测美元指数的关键股市表现指标



资料来源：万得，中银证券

图表22. 美元指数的脉冲响应结果

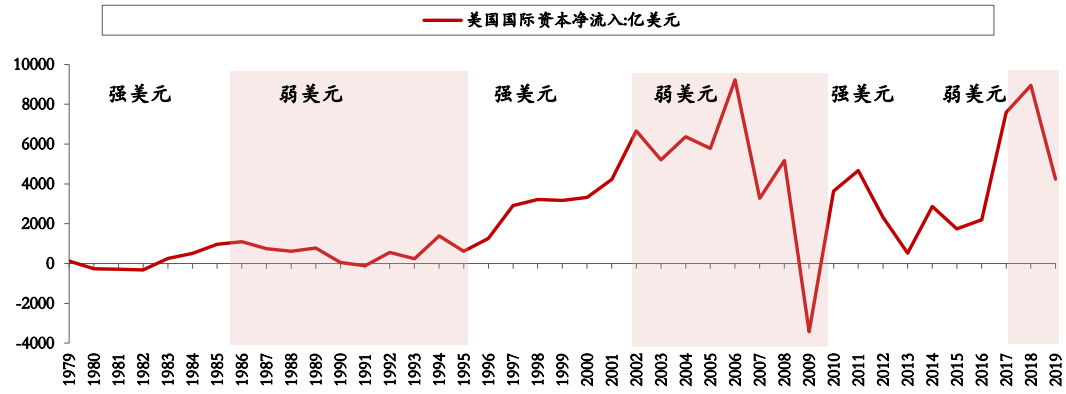


资料来源：万得，中银证券

3.2 弱美元环境下的大类资产选择

强美元环境是新兴市场群体性危机高发期，弱美元环境会使新兴市场的风险缓释。美元走势对国际资本流动和新兴市场风险的影响体现在：强美元环境下，美元资产价值提升，国际资金流向是从新兴市场到发达市场，同时强美元使新兴市场的出口受到抑制，所以强美元环境是新兴市场群体性危机高发期，比较典型的有 80 年代初的拉美债务危机，90 年代末的亚洲金融危机；弱美元环境下，美元资产的吸引力降低，国际资金流向是从发达市场流向新兴市场，同时也会利好新兴市场的国际贸易，从而使新兴市场的风险缓释。但美元指数只是资产价格的影响因素之一，我们对资产价格的判断更依赖于经济周期的定位。下面我们将根据经济周期与美元走势分析资产价格的走势，并给出不同经济和美元环境下的配置选择。

图表23. 1980 之后三轮美元周期中的国际资本流向



资料来源：万得，中银证券

1、股票：美元指数中期走势与美股表现正相关，是美股的重要影响因素之一；美元指数短期波动对美股的影响较小。新兴市场股市相对于发达市场的表现与美元指数有很强的负相关关系。

中周期视角下，美国经济和美元指数都是美股的重要影响因素。经济周期代理变量美国设备投资占 GDP 的比重与标普 500 指数剔除趋势项之后的序列，在 2000-2019 年间的相关系数高达 0.85；美元指数与标普 500 指数剔除趋势项之后的序列相关系数为 0.62。分段来看，强美元通常对应美股牛市，而弱美元环境下美股的表现不确定。强美元往往与美国中周期启动到繁荣阶段同步，产能扩张带来企业盈利的改善，经济处在高景气的阶段，股市会迎来“戴维斯双击”，而且国际资本的也会流行发达市场助力股市，所以美股和发达经济体股市一般表现为牛市。而弱美元阶段通常对应着中周期的衰退，盈利整体上不再为股市提供正贡献，股市的上涨主要依赖估值的提升，股市是否上涨要看经济衰退的程度、货币宽松的程度，以及其他的风险和利好，这些都具有不确定性。

在 1985-1995 年的弱美元环境中，美股没有出现大的回撤，标普 500 十年间涨幅 200%。这阶段美联储有两次大规模的降息，一次是 1984 年 9 月到 1986 年连续降息 5.6250%，一次是 1989 年 6 月到 1992 年连续降息 6.8125%，结果是经济衰退的程度相对较低，GDP 增速低于 0 的年份只有 1991 年的-0.1%，固定资产投资占 GDP 比重的低点是 5.7%。此外，80 年代美国杠杆收购兴起，多家机构竞价导致二级市场股票价格不断上升，产生泡沫，所以在 1985-1987 年虽然是经济周期下行和弱美元环境，美股却依旧强势；90 年代正处在第五轮长波周期的繁荣阶段，人们已经分不清是繁荣还是泡沫了，所以美股在 90 年代没有出现大幅的回撤。在 2002-2008 年的弱美元环境中，情况则严重很多，这期间经历了两次严重的危机——互联网泡沫危机的后期和次贷危机，次贷危机之后经济增速低点低至 2009 年的-2.5%，固定资产投资占 GDP 比重的低点是 4.5%，创下历史新低，而利率已经降至接近 0 的状态没有继续降低的余地，所以美股在这轮弱美元周期中整体收跌。

短周期视角下，美股的主要宏观影响因素是美国经济，美元指数的短期波动对美股的影响较小。经济周期代理变量美国制造业 PMI 与标普 500 指数 YoY，在 2000-2019 年间的相关系数高达 0.76；而美元指数 YoY 与标普 500 指数 YoY 的相关性较弱。

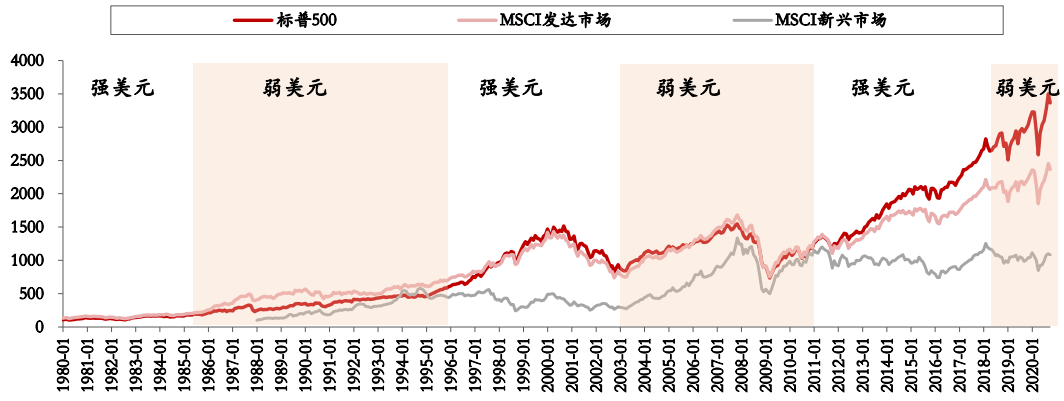
从新兴市场与发达经济体股市的相对表现来看，新兴市场股市相对于发达市场的表现与美元指数有很强的负相关关系。中周期视角下，美元指数与 MSCI 新兴/MSCI 发达在历史全样本区间相关系数为-0.71，在 2000-2019 年间更是低至-0.90；短周期视角下，美元指数 YoY 与 MSCI 新兴/MSCI 发达 YoY 的相关性在 2000-2019 年间的相关系数为-0.49。在强美元环境下新兴市场的股市表现弱于发达市场，一是因为在上一轮中周期衰退的冲击后新兴市场的经济复苏一般会晚于发达市场，二是因为强美元阶段资本外流加速，股市流动性不足；而在弱美元环境下，新兴市场的风险缓释，更有可能搭乘工业化起飞的快车，比如 2002-2007 年，新兴市场受益于长波衰退期主导国红利的扩散和弱美元环境的双重利好，以中国为代表的新兴经济体经历了工业起飞阶段的资源品和房地产行业的爆发，股市大幅上行。

图表24. 美国经济指标、美元指数与股票价格的相关性分析

	序列1（宏观变量）	序列2（资产价格）	全历史区间相关系数	最近20年相关系数
中周期	美国设备投资占GDP的比重	标普500剔除趋势项	-0.0409	0.8460
中周期	美元指数	标普500剔除趋势项	-0.0524	0.6174
短周期	美国PMI	标普500YoY	0.3109	0.7636
短周期	美元指数YoY	标普500YoY	-0.0403	-0.2159
中周期	美元指数	MSCI新兴/MSCI发达	-0.7059	-0.8987
短周期	美元指数YoY	MSCI新兴/MSCI发达YoY	-0.2461	-0.4914

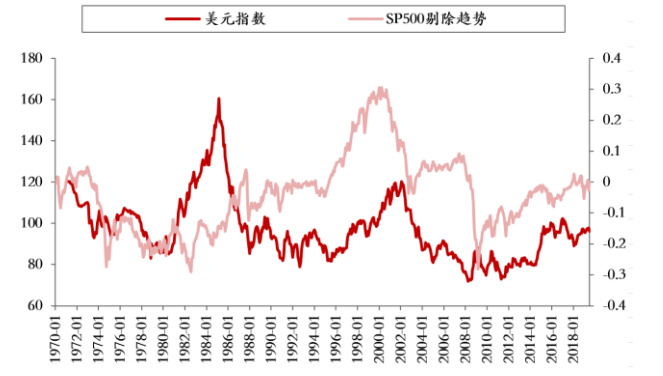
资料来源：万得，中银证券

图表25. 1980 之后股票市场的表现



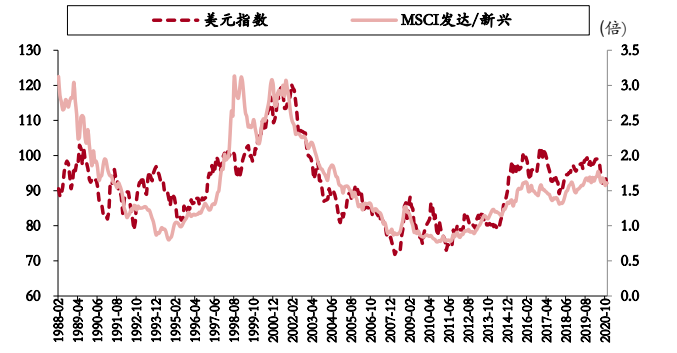
资料来源：万得，中银证券

图表26. 美元指数与 SP500 剔除趋势



资料来源：万得，中银证券

图表27. 美元指数与 MSCI 发达/MSCI 新兴



资料来源：万得，中银证券

2、债券：美元指数中期走势与美债利率正相关，是美债的重要影响因素之一；但美元环境与美债行情没有单项的因果关系，二者都是经济和货币政策影响的结果。

中周期视角下，美元指数是美债行情的重要影响因素。经济周期代理变量美国设备投资占 GDP 的比重与 10 年期美国国债利率剔除趋势项之后的序列，在 2000-2019 年间的相关系数只有 0.04；美元指数与 10 年期美国国债利率剔除趋势项之后的序列，在历史全样本区间和 2000-2019 年间的相关系数分别为 0.41 和 0.33，即美债在弱美元环境下表现更好。从历史表现来看，1980 年之后，利率中枢是一路下移的，主要是由于通胀水平的不断稳定，但在弱美元环境下下降速度更快。从逻辑上看，美元环境与债券行情没有单项的因果关系，二者都是经济、通胀和货币政策影响的结果。

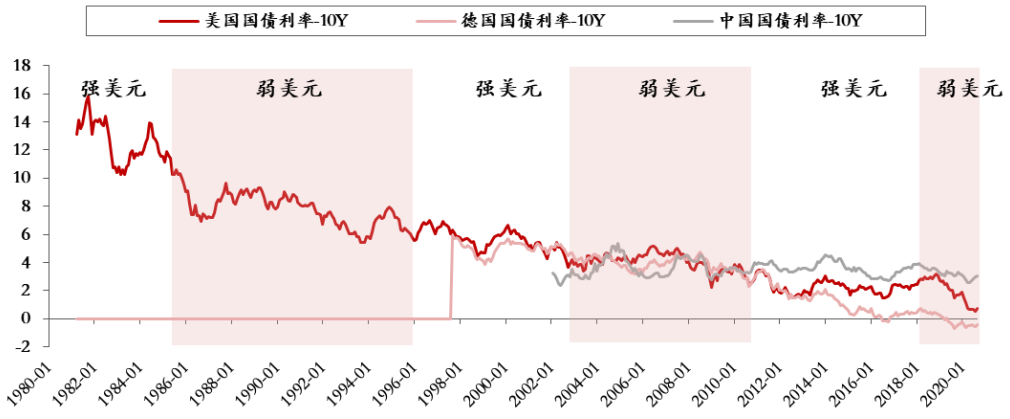
短周期视角下，经济周期是美债行情的重要影响因素，美元指数对其影响很小。美国制造业 PMI 与 10 年期美国国债利率同比增加序列，在 2000-2019 年间的相关系数为 0.56；美元指数 YoY 与 10 年期美国国债利率同比增加序列相关系数仅-0.09。

图表28. 美国经济指标、美元指数与美债利率的相关性分析

	序列1（宏观变量）	序列2（资产价格）	全历史区间相关系数	最近20年相关系数
中周期	美国设备投资占GDP的比重	10Y美债剔除趋势	0.2369	0.0402
中周期	美元指数	10Y美债剔除趋势	0.4061	0.3304
短周期	美国PMI	10Y美债同比增加	0.2374	0.5557
短周期	美元指数YoY	10Y美债同比增加	0.0772	-0.0922

资料来源：万得，中银证券

图表29. 1980 之后债券市场的表现



资料来源：万得，中银证券

3、大宗商品：美元指数中期走势和短期波动都与大宗商品表现负相关，是大宗商品价格的重要影响因素。

中周期视角下，美元指数是大宗商品行情的重要影响因素。经济周期代理变量美国设备投资占 GDP 的比重与 CRB 工业现货剔除趋势项之后的序列，在历史全样本区间的相关系数为 0.44，但在 2000-2019 年间的相关系数为-0.30，稳定性较差；美元指数与 CRB 工业现货剔除趋势项之后的序列，在 2000-2019 年间的相关系数为-0.85。从逻辑上看，国际大宗商品由美元定价，美元价格与商品价格负相关。此外，在强美元周期中，美国经济最强而新兴市场风险较高，大宗市场的需求较为疲弱；而在弱美元周期中，新兴市场风险缓释，更有可能搭乘工业化起飞阶段的快车，从而提振全球大宗商品需求，比如 70 年代的“亚洲四小龙”、90 年代初的“亚洲四小虎”、21 世纪前十年的中国，工业化起飞都发生在弱美元阶段。因此，从整体上看弱美元环境下大宗商品的表现优于强美元环境。

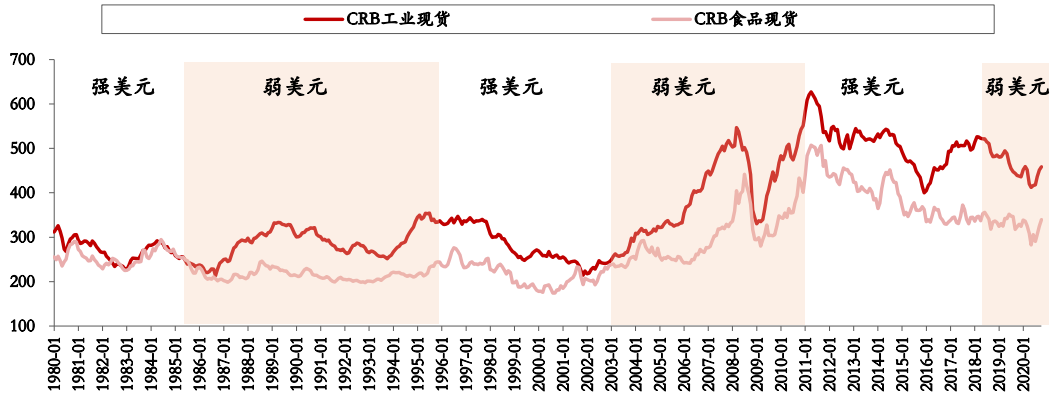
短周期视角下，美元指数波动和美国短周期经济都是大宗商品行情的重要影响因素。美国制造业 PMI 与 CRB 工业现货 YoY 序列，在历史全样本区间和 2000-2019 年间的相关系数分别为 0.58 和 0.54；美元指数 YoY 与 CRB 工业现货 YoY 序列，在历史全样本区间和 2000-2019 年间的相关系数分别为-0.40 和-0.64。因此，短周期来看在美国经济扩张但美元指数走弱是配置大宗商品的最佳时期。

图表30. 美国经济指标、美元指数与大宗商品价格的相关性分析

	序列1（宏观变量）	序列2（资产价格）	全历史区间相关系数	最近20年相关系数
中周期	美国设备投资占GDP的比重	CRB工业现货剔除趋势项	0.4360	-0.3042
中周期	美元指数	CRB工业现货剔除趋势项	-0.1842	-0.8543
短周期	美国PMI	CRB工业现货YoY	0.5815	0.5431
短周期	美元指数YoY	CRB工业现货YoY	-0.4016	-0.6392

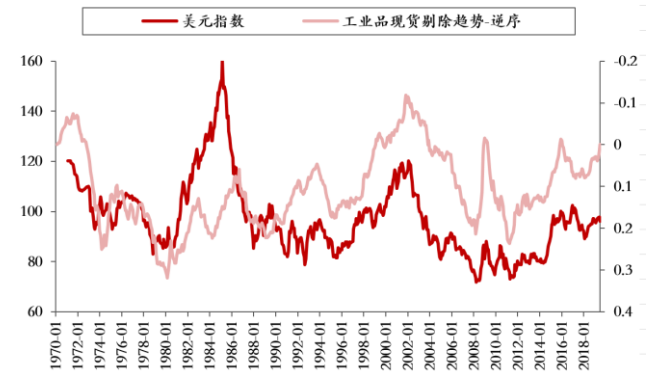
资料来源：万得，中银证券

图表31. 1980 之后大宗商品市场的表现



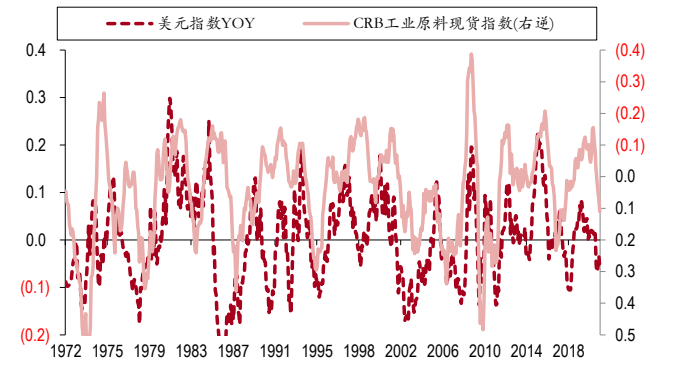
资料来源：万得，中银证券

图表32. 美元指数和 CRB 工业品现货指数剔除趋势



资料来源：万得，中银证券

图表33. 美元指数 YoY 和 CRB 工业品现货指数 YoY



资料来源：万得，中银证券

4、黄金：美元指数中期走势和短期波动都与黄金表现负相关，是黄金价格的重要影响因素。

中周期视角下，美元指数是黄金行情的重要影响因素。经济周期代理变量美国设备投资占 GDP 的比重与伦敦金现剔除趋势项之后的序列，在历史全样本区间的相关系数为 0.42，但在 2000-2019 年间的相关系数为-0.50，稳定性较差；美元指数与伦敦金现剔除趋势项之后的序列，在 2000-2019 年间的相关系数为-0.80。从逻辑上看，国际黄金由美元计价，与大宗商品相比，黄金的金融属性更强，在黄金的需求中，投机需求占比超过 40%，而且是互为替代关系的避险资产，所以美元价格与黄金价格呈现出高度相关的镜像关系。从历史经验来看，两次黄金的大牛市都发生美国经济内部结构性问题显现、弱美元阶段，1976-1980 年对应美国滞胀危机，2001-2011 年对应互联网泡沫危机和次贷危机；而其他经济体发生危机无法左右美元的长期走势，如 80 年代初拉美债务危机、90 年代初日本泡沫危机、97 年东南亚金融危机时，黄金均处在熊市。

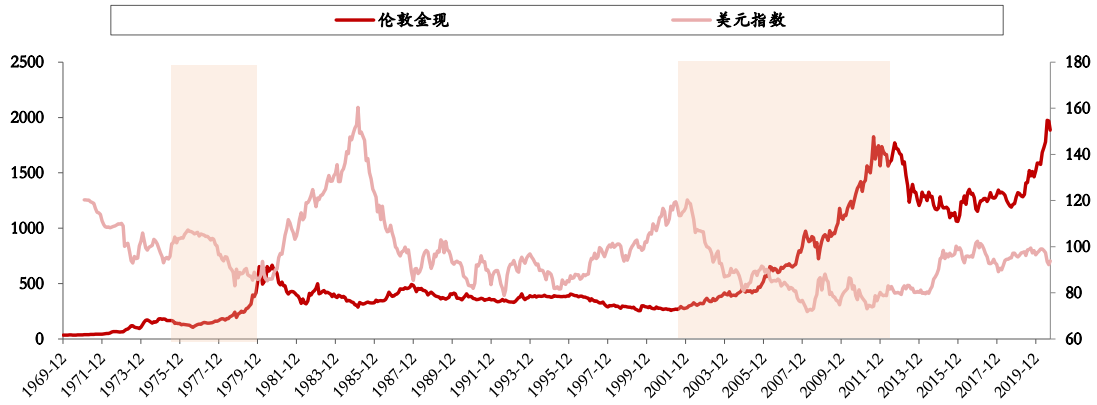
短周期视角下，美元指数波动也是黄金行情的重要影响因素。美国制造业 PMI 与伦敦金现 YoY 序列，在历史全样本区间和 2000-2019 年间的相关系数分别为 0.11 和 0.10，相关性较弱；美元指数 YoY 与伦敦金现 YoY 序列，在历史全样本区间和 2000-2019 年间的相关系数分别为-0.40 和-0.51，有明显的负相关关系。

图表34. 美国经济指标、美元指数与伦敦金现价格的相关性分析

	序列1（宏观变量）	序列2（资产价格）	全历史区间相关系数	最近20年相关系数
中周期	美国设备投资占GDP的比重	伦敦金现剔除趋势项	0.4229	-0.5007
中周期	美元指数	伦敦金现剔除趋势项	0.1581	-0.8014
短周期	美国PMI	伦敦金现YoY	0.1141	0.0966
短周期	美元指数YoY	伦敦金现YoY	-0.4019	-0.5058

资料来源：万得，中银证券

图表35. 美元价格与黄金价格呈现出高度相关的镜像关系



资料来源：万得，中银证券

根据以上分析，我们可以总结出基于经济周期与美元走势的大类资产配置模型，如下图所示。

图表36. 美元指数和 CRB 工业品现货指数剔除趋势

	中周期上行	中周期下行
美元指数上行	阶段 I 多美股 空美债 空大宗商品 空黄金	阶段 III 多美股 空新兴股市 空美债 空大宗商品 空黄金
美元指数下行	阶段 II 多新兴股市 空美股 多美债 多大宗商品 多黄金	阶段 IV 多新兴股市 空美股 多美债 多大宗商品 多黄金

资料来源：万得，中银证券

图表37. 美元指数 YoY 和 CRB 工业品现货指数 YoY

	短周期上行	短周期下行
美元指数上行	阶段 I 多美股 空美债 空黄金	阶段 III 空新兴股市 多美债 空大宗商品 空黄金
美元指数下行	阶段 II 多新兴股市 空美债 多大宗商品 多黄金	阶段 IV 多新兴股市 空美股 多美债 多黄金

资料来源：万得，中银证券

结合当前经济周期与美元走势的情况，我们对于大类资产的表现提出如下判断：

股市：盈利支撑权益资产牛市延续，美元走弱，新兴市场股市优于发达市场。不同于 2020 年流动性推升的估值牛，2021 年伴随着全球经济的复苏，盈利因子将成为支撑明年全球权益资产维持强势的重要因素。而相较之下，新兴市场权益资产配置优势更为突出：首先，从当前估值水平的横向比较来看，欧美权益资产估值已经处于 2009 年以来的历史极值分位，而 A 股为代表的新兴市场权益资产估值分位尚处于 60%，估值性价比优势突出；其次，从全球资本流动的角度来看，伴随着美元的走弱，美元资产吸引力降低，配置资金有望加速流入新兴市场权益资产。

债市：长端利率走高，全球再通胀，债市或将进入“熊陡”。如前文所述，伴随着明年全球经济的疫后复苏，债市长端利率有望迎来上行，以十年期美债为例，当前实际收益率仍处于-1%附近，相较疫情冲击前仍存在较大修复空间，而如前文所述，伴随着疫后全球需求的超预期修复，明年长短利率中枢将会进一步抬升；而全球货币政策的持续宽松将会使得短端利率维持相对低位，因此，明年来看，全球债市或将不同程度进入“熊陡”阶段。

大宗商品：全球共生模式重启，叠加弱势美元，大宗商品有望迎来超级周期。伴随着明年全球疫后需求快速修复，在全球共生模式修复，中国双循环的动力作用下，大宗商品价格向上弹性将得到进一步强化。当前无论 CRB 指数，还是南华商品指数都恢复到新冠疫情前的水平，未来全球经济共振复苏以及供不应求的局面必将带来大宗商品价格持续上涨的压力。制造国中国在产能满负荷的状态下，为承接海外需求而新增的产能有望进一步扩大上游资源品的需求。因此，我们认为，当前大宗商品价格的超跌反弹不是终点,2021 年大宗商品价格或将全面超越 2017 年的高点迎来一轮超级周期。

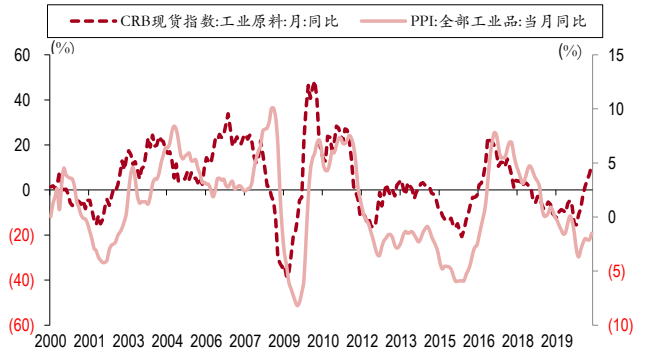
黄金：中周期弱美元利好黄金，再通胀预期下金价有望维持高位。中周期维度下，弱美元环境将对金价形成有利支撑。明年需求的复苏将有望支撑大宗商品价格中枢的上行，基于历史经验，贵金属价格围绕大宗商品价格中枢运行，因此金价中枢不存在下行风险。但短周期视角下，复苏周期下市场风险偏好提升，受益于需求扩张的早周期工业品价格弹性将会阶段性优于贵金属。

3.3 弱美元环境下的 A 股市场展望

美元指数是人民币汇率的重要标尺，对美元周期的研究有助于我们理解人民币汇率波动的方向。**人民币汇率变化主要通过两个渠道影响 A 股：一是通过国际资本流动，影响股市的资金供给，**特别是在北上资金对于 A 股边际定价加强的背景下。对于部分交易属性较强的北上资金，美股波动率提升以及人民币汇率贬值都是比较强的净流出信号；反之资金则呈现稳定的净流入。**二是通过货币政策传导至无风险利率，影响股市的估值和风险溢价。**弱美元的环境、人民币汇率坚挺将有利于国内货币政策运用宽松手段降低资金成本，以应对基本面下行压力，同时也将修复股市的估值。

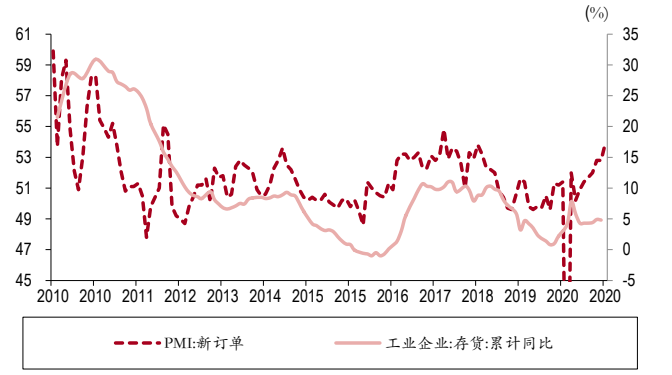
全球共生模式重启，加强版扩张后期支撑 A 股牛市。从国内经济周期定位来看，库存周期仍处于加速上升阶段，中游制造的资本开支在出口的带动下也有望阶段上行。相比于 2016-2017 年上一轮短周期上行，新冠疫情冲击后，全球需求刺激，共生模式带动本轮短周期修复动力更强。从周期定位的角度上，盈利加速上行，M2 为代表的流动性趋于平稳。明年国内多数时间处于扩张后期阶段。对比同属于扩张后期的 2013 及 2017 年，明年需求弹性或更为强劲，新一轮补库力度及韧性强于 2017 年。结合年度策略的展望，我们认为全球共生模式的重启将为明年 A 股提供强有力的基本面支撑。结合历史上扩张后期 A 股表现，考虑到本轮盈利大幅增长及海外资本流入对估值的正向贡献，我们认为盈利因子对指数贡献会提升，估值因子的影响会弱于历史同期，市场整体收益率仍然非常可观。

图表38. 价格指标底部回升



资料来源：彭博，中银证券

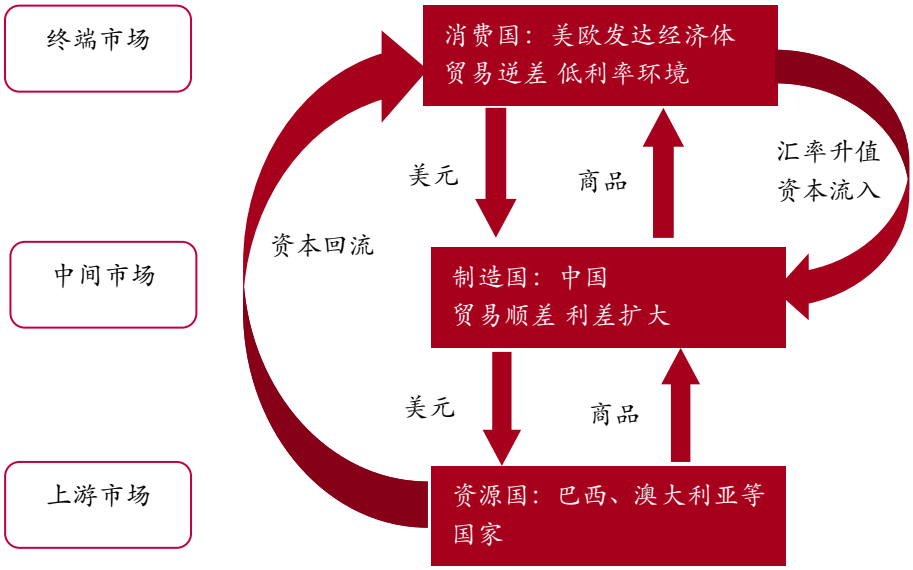
图表 39. 库存指标有望触底回升



资料来源：万得，中银证券

弱美元环境下，A 股有望复制“里根大循环”，海外资本流入有望助推虚拟经济繁荣。发端于上世纪八十年代美国的“里根大循环”对理解当下中国双循环带来的虚拟经济繁荣和资产膨胀有一定的借鉴意义。“里根大循环”是在高利率，高汇率，高资产价格之间的相互反馈过程。在双循环的背景下，中国同样面临中美利差走阔，人民币升值的趋势力量，海外资本流入或带来中国虚拟经济繁荣和资产膨胀（特别需要说明的是美元贬值趋势是由当前美国的低利率、高赤字、高逆差决定的，具备可持续性）。比“里根大循环”更进一步是与彼时美国贸易逆差相比，中国贸易顺差优势会强化上述的循环过程。

图表 40. 全球共生模式与中国双循环框架



资料来源：中银证券

中国短周期经济和美元指数波动都是 A 股行情的重要影响因素。中国工业增加值产出缺口与上证综指 YoY 序列，在 2005-2019 年间的相关系数为 0.40；美元指数 YoY 与上证综指 YoY 序列，在 2005-2019 年间的相关性较低，但剔除了 2014-2016 年的数之后，相关系数为-0.47，有明显的负相关关系。

我们从 A 股盈利增速和美元指数两个维度，将历史上 A 股市场划分为四个阶段：盈利上行、美元指数上行（阶段 I），盈利上行、美元指数下行（阶段 II），盈利下行、美元指数上行（阶段 III），盈利下行、美元指数下行（阶段 IV）。我们对 2004-2019 年的进行统计，得到的预期收益矩阵如下图所示：盈利上行、美元指数下行（阶段 II）是 A 股预期收益最高的阶段，上证综指的月度预期收益达到 3%；在盈利下行、美元指数下行阶段（阶段 IV），上证综指的月度预期收益约 1.2%，相较于盈利下行、美元指数上行阶段（阶段 III）预期收益扩大了 2%。

进一步，我们对盈利增速和美元指数不同组合下的市场行业与风格进行研究。统计发现：在盈利上行、美元指数上行阶段（阶段Ⅰ）消费和成长表现最佳，与短周期扩张后期的行业表现相同；在盈利上行、美元指数下行阶段（阶段 Ⅱ），金融、消费及周期表现最佳，成长超额收益减弱，这个阶段市场会出现普涨的行情；在盈利下行、美元指数上行阶段（阶段 Ⅲ），金融和稳定表现最佳，此时配置应该出于防御逻辑；在盈利下行、美元指数下行阶段（阶段 Ⅳ），金融一枝独秀，周期和消费是次优选择，在风格方面，大市值、低估值、绩优股占优，体现了这一阶段最佳配置的防御属性。目前 A 股市场正处在阶段 Ⅱ，**以金融、周期为代表的大市值、低估值顺周期板块是最佳选择，这与我们在 2021 年度策略中，对于当前中国短周期环境和 A 股市场位置的判断一致——扩张后期，A 股有望迎来循环牛，未来随着海外经济的触底回升，顺周期板块有望迎来加速上行。**

图表41. 美元指数与中国热钱净流入金额负相关



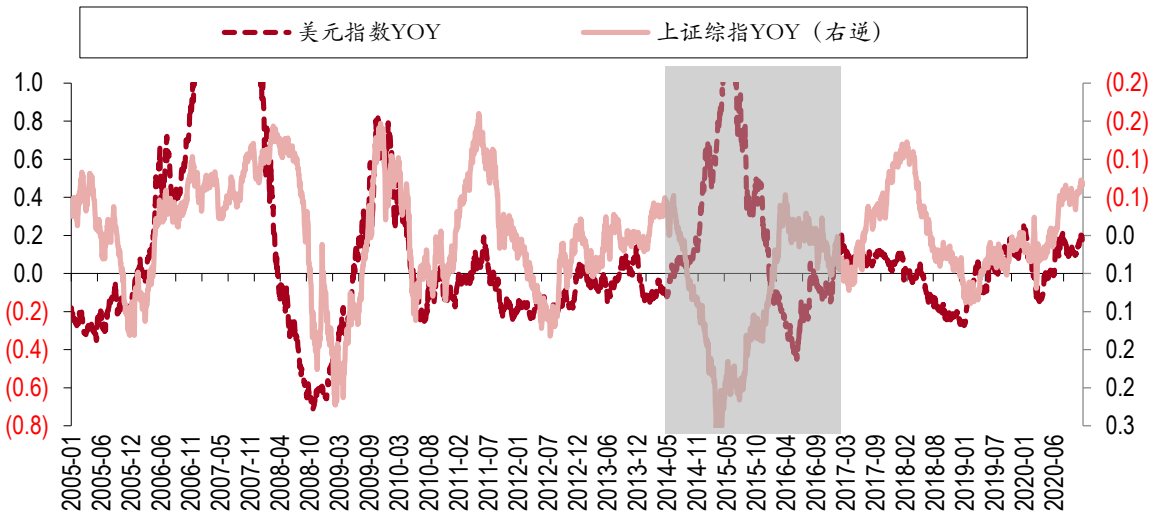
资料来源：万得，中银证券

图表42. 中国经济指标、美元指数与上证综指的相关性分析

	序列 1	序列 2	2005-2019 相关系数	剔除 2014-2016 相关系数
短周期	产出缺口	上证综指 YOY	0.3988	0.4474
短周期	美元指数 YOY	上证综指 YOY	-0.0883	-0.4689

资料来源：万得，中银证券

图表 43. 美元走势 YoY 与上证综指 YoY



资料来源：万得，中银证券

图表44. 不同盈利周期和美元指数组合下的 A 股表现

	盈利周期上行	盈利周期下行
美元指数上行	阶段 I 月度收益 1.4% 超配消费、成长	阶段 III 月度收益-0.8% 超配金融、稳定
美元指数下行	阶段 II 月度收益 3.0% 超配金融、消费、周期	阶段 IV 月度收益 1.2% 超配金融

资料来源：万得，中银证券

图表 45. 盈利上行，美元下行周期 A 股市场表现

	平均收益	月均收益	06.04-07.06	09.12-10.06	13.06-14.09	17.01-17.06
上证综指	43.74	3.01	194.29	(24.94)	2.75	2.86
金融	**62.21**	4.45	272.01	(28.84)	(0.55)	6.20
周期	**56.37**	3.77	236.18	(25.80)	18.51	(3.43)
消费	**65.98**	4.89	246.74	(11.56)	24.37	4.36
成长	51.25	3.50	178.06	(12.00)	42.79	(3.87)
稳定	43.26	3.00	172.72	(21.63)	17.73	4.22
大盘指数	**56.22**	4.22	246.17	(25.05)	(8.52)	12.28
中盘指数	**66.13**	4.79	259.77	(15.33)	19.05	1.02
小盘指数	52.40	3.67	182.89	(0.75)	37.11	(9.63)
高市盈率指数	51.66	3.08	214.76	(24.35)	32.92	(16.72)
中市盈率指数	61.42	4.19	253.18	(17.42)	18.19	(8.27)
低市盈率指数	**64.08**	4.85	271.54	(24.40)	(4.46)	13.65
绩优股指数	56.51	4.45	241.08	(24.56)	(11.49)	20.99
微利指数	54.15	3.39	224.08	(23.69)	28.71	(12.49)
亏损股指数	58.10	3.70	222.45	(21.95)	43.12	(11.22)

资料来源：万得，中银证券

风险提示

全球经济失速下行，美联储政策宽松不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371