美元走弱与黄金的配置价值

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

——————他山之石·海外精译第 232 期

❖ **背景：新冠疫情发生后，美联储宽松政策开始升级。**

今年一季度以后，美元指数开始走弱，黄金开始走强。为了解外资机构对美元走弱与黄金配置价值的看法，我们编译整理了 Legg Mason 的 Anujeet Sareen 以及 Pimco 的 Nicholas J. Johnson（分别发表于 2020 年 8 月 20 日、8 月 24 日）的观点，供市场参考和交流。

❖ **推动了第一季度美元上涨的因素**

Legg Mason 的 Anujeet Sareen 认为支撑美元的主要力量正在撤退。到目前为止，2020 年对于金融市场来说是动荡的一年，货币市场也不例外。美元在第一季度上涨了近 9%，而后又在 8 月中旬出现明显下跌，“回吐”了将近三分之二的涨幅。美元在今年第一季度的上涨主要受到四个因素的驱动。第一个因素是新冠疫情对世界的影响。在 2020 年年初，新冠疫情对美国经济影响有限，因此今年年初美国经济跑赢了世界很多地区，因此，美元相对大多数货币也升值了。支持美元之前上涨的第二个因素是，与发达市场甚至某些新兴市场相比，美国的利率水平更高。第三，由于投资者将重点放在避险国债的资本保值上，支持了此前美元的升值。本质上，世界上最安全的货币市场之一提供了世界上最高的利率。导致此前美元升值的第四个因素是目前环境所特有的情况——新冠疫情是一种非同寻常的收入冲击，造成了严重的财政压力。相比之下，2008 年的全球金融危机（GFC）很大程度上是融资冲击。全球金融危机的重点是有问题的银行体系和过度杠杆；公司，银行和个人借了太多的钱，而银行却无法进行正常的贷款。这次银行系统不是问题的根源。面临的挑战不仅仅在于信贷的可获取性，还在于收入的下降——当世界在 3 月和 4 月陷入封锁之时，收入在一夜之间消失了。而且，影响是不加区别的。即使是负债适中的高质量公司，也难以挣得足够的美元收入来履行其债务义务。随着收入的消失，人们拼命地寻找美元融资来延期偿还现有债务，直到收入正常化为止。

❖ **美元的短期支撑正在消失**

Legg Mason 的 Anujeet Sareen 认为这些推动之前美元汇率上涨的因素现阶段已出现较大改变。亚洲和欧洲的新冠疫情已经先于美国稳定下来。美国的经济复苏落后于这些国家，而且美国特别严重的“第二波疫情”正在放大美国与世界其他地区之间的增长速度区别。其次，美联储将利率下调至零，因此相对于其他市场而言，持有美元不再具有优势。美联储还推行了一系列非常规政策，以扩大货币和信贷供应。到今年 7 月底，货币供应量的增长迅速，M1 较上年增长 38%，是 80 年来货币供应量增长最快的时期。黄金和黄金股票的大幅上涨反映了这种货币的发展。美联储不仅成功地降低了货币价格（利率），而且还成功地迅速扩大了货币供应量。这两个因素对美元都是不利的。

证券研究报告

所属部门 | 总量研究部

报告类别 | 他山之石

报告时间 | 2020/09/11

分析师

陈雳
证书编号：S1100517060001
chenli@cczq.com

王一棠
证书编号：S1100520060001
wangyitang@cczq.com

川财研究所

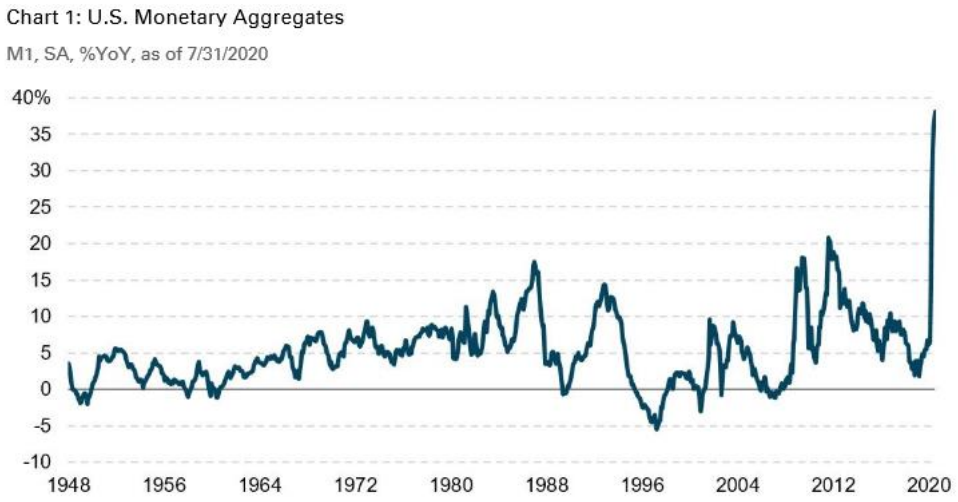
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

图 1： 美国货币总量

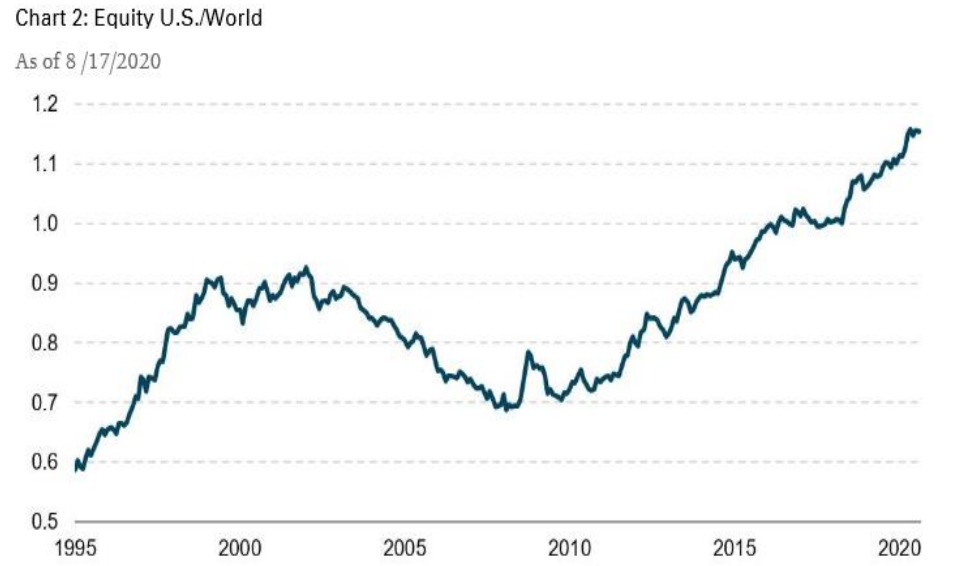


资料来源：Legg Mason，川财证券研究所

❖ 更长期的美元走势

Legg Mason 的 Anujeet Sareen 指出除了思考美元的周期性，目前还需要考虑其长期驱动因素。始于 2011 年的美元牛市，有两大因素支撑。首先是成长型公司的领导地位。美国在技术领域的主导地位，尤其是在知名的科技公司中的优势，一直是美国经济增长的关键原因。虽然美国的经济增长率和生产增长率没有像上世纪 90 年代末的经济增长和那十年的技术繁荣那样强劲，但事实却是，美国经济的表现明显优于世界主要地区。因此，美联储是唯一一家从 2016 年到 2018 年展开有意义加息周期的主要央行。美国经济的实力和其它国家相比是无与伦比的，其他很多央行也无法推行类似规模的货币紧缩政策。

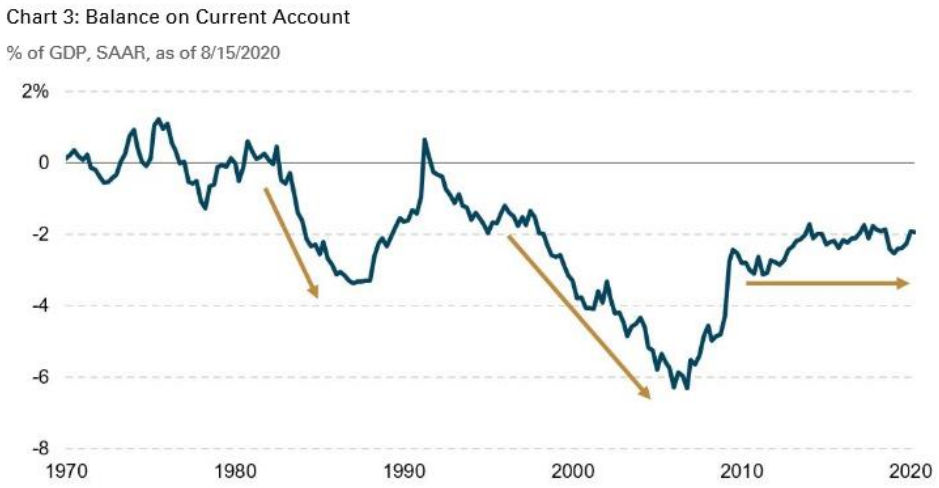
图 2： 美国和全球股票走势对比



资料来源： Legg Mason，川财证券研究所

Legg Mason 的 Anujeet Sareen 指出此前一轮美元牛市的第二个因素是美国经常账户余额的韧性。通常，当美国经济表现出色且美元升值时，随着美国进口更多（反映国内收入增长强劲和外国商品便宜），出口减少（由于美元走强而失去竞争力），对外账户变得糟糕。但是，在过去的十年中，美国的经常帐户一直保持稳定。这种韧性背后有两个因素。其一，美国能源贸易余额在过去十年中已显著改善，在很大程度上抵消了商品贸易平衡被打破。页岩气和石油能源生产的实质性增长使美国能够“支出”这一收入，而不会导致外部收支平衡出现问题。第二，美国的净收入余额仍然接近历史上的最高盈余水平，即美国从海外投资和贷款中获得的收入超过了对外资和贷款的债务。

图 3： 经常账户的余额



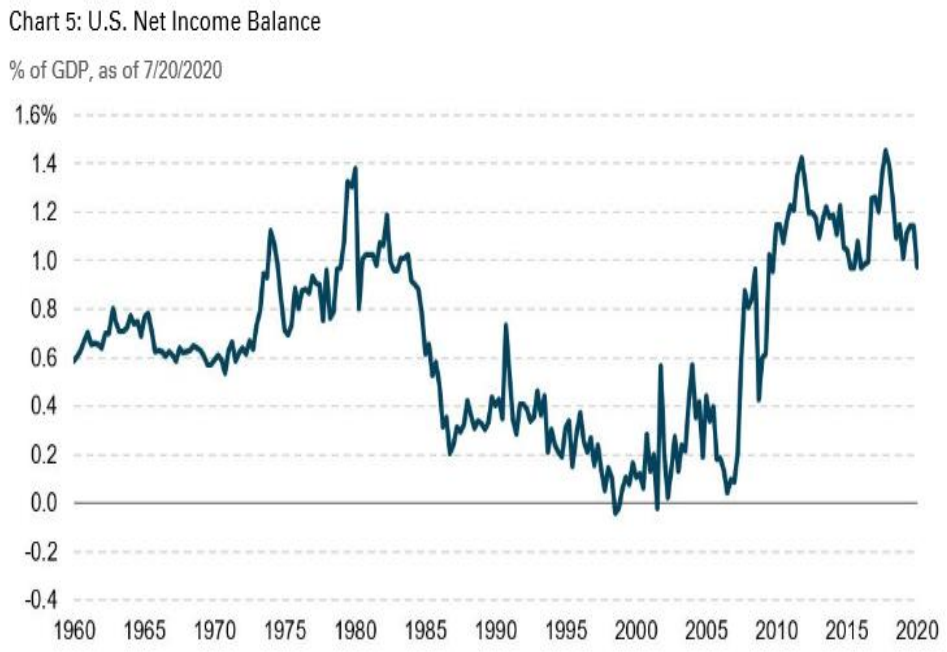
资料来源： Legg Mason，川财证券研究所

图 4： 美国能源贸易余额



资料来源： Legg Mason，川财证券研究所

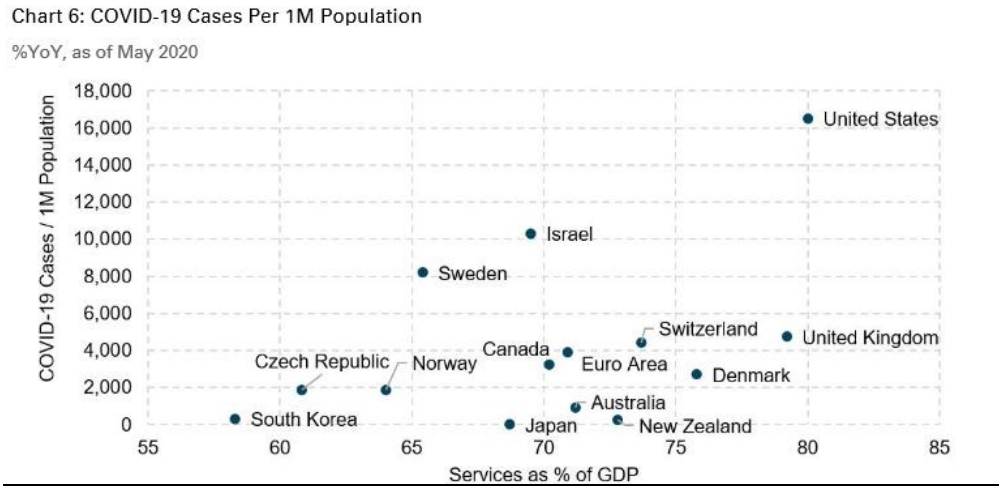
图 5： 美国净收入余额



资料来源： Legg Mason，川财证券研究所

Legg Mason 的 Anujeet Sareen 认为美元之前牛市的驱动因素是由技术带动的美国经济强劲增长和更具韧性的外部余额。然而，美元的走势可能因其他原因而改变。对美元不利的第一个长期主题是政治的不确定性。在财政赤字迅速扩大的同时，美联储也相应地扩大了资产负债表。整个第二季度，美国实际个人收入以有史以来最快的速度增长。如果人们不知道美国正经历近 100 年来最严重的衰退，那么收入增长将表明经济正在蓬勃发展。美联储提供了政府提供支持所需的所有款项。此外，现任美国总统大选民调领袖拜登正在一个提高企业税的平台上竞选。就像 2018 降低税率促进经济增长和美元升值一样，2021 年公司税的增加可能会抑制资本流入美国，从而削弱美元。同时，欧元区朝着建立财政联盟迈出了重要一步。德国终于摆脱了束缚，认识到有必要无条件地帮助成员国，主动提出要通过赠款，而不仅仅是贷款来援助遭受重创的南欧国家。正如纽约和加州的税收通过联邦政府无缝转移，以帮助遭受卡特里娜飓风蹂躏的各州一样，欧洲也为新冠疫情危机制定了类似的机制。这对欧洲来说是一个关键性的变化，朝着实现财政统一迈出了一步，对欧元也有利。第二个对美元不利的因素是新冠疫情对美国经济的结构性影响更大。虽然有多种因素可以解释为什么有些国家的疫情比其他国家严重，但一个共同的因素似乎是服务业的规模。

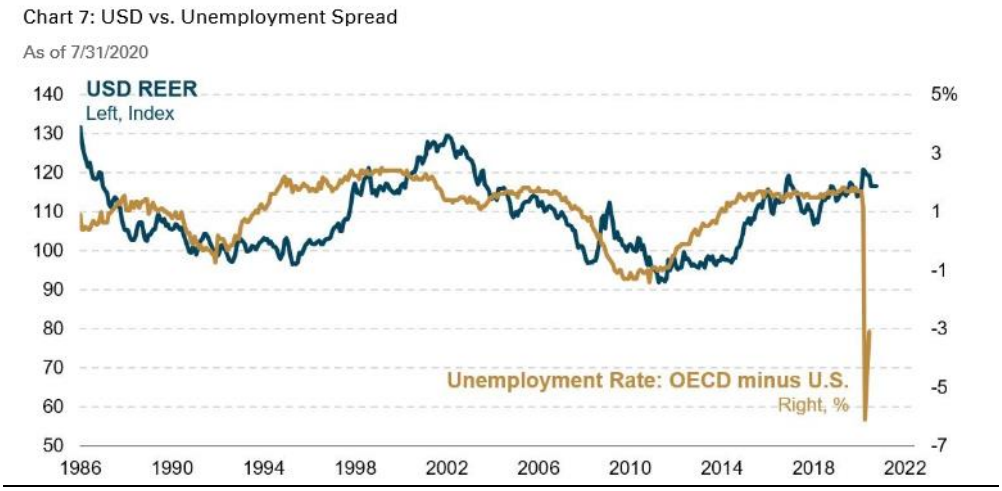
图 6： 每 100 万人口出现 COVID-19 病例的机率



资料来源： Legg Mason，川财证券研究所

Legg Mason 的 Anujeet Sareen 表示考虑到服务业依赖于人与人之间的互动，并且美国拥有世界上最大的服务业之一。与第二次世界大战后的任何衰退不同，当前的衰退主要是服务业的衰退。随着病毒在治疗、供应和最终疫苗的作用下消退，美国服务业将复苏，失业率也将下降。然而，新冠疫情对经济的不利影响将远远超出疫苗研发对经济带来的好处。我们正在通过企业界，了解员工可以在多大程度上在家里办公。我们也在寻找其他的互动方式，重新评估商业房地产需求，以及看到餐厅的不同运作方式。这些变化以及类似的变化，意味着一些服务业的就业岗位不会再回来了，与对制造业造成的严重伤害相比，这对美国的伤害更大。在这些人找到不同的工作和针对不同行业进行不同的培训之前，美国可能不得不在更长的时间内应对不断上升的失业率。这就是美联储相对于全球其他中央银行而言较为宽松的原因，这会对美元构成压力。

图 7： 美元与失业率



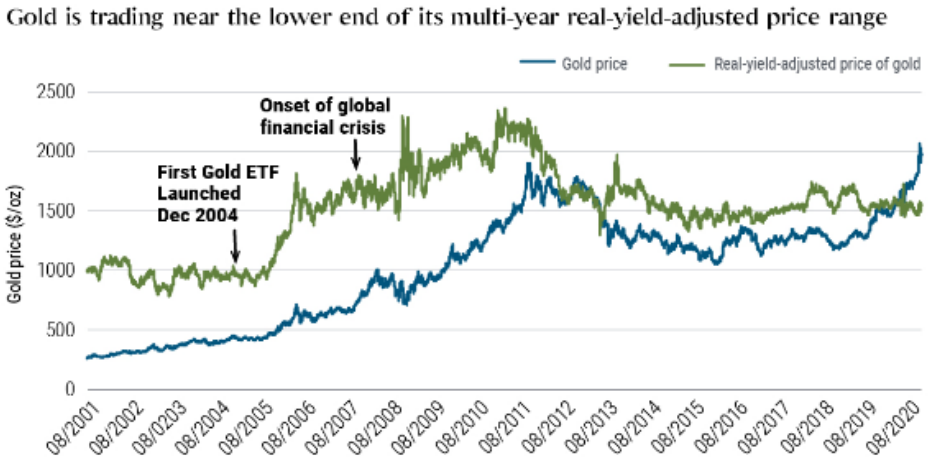
资料来源： Legg Mason，川财证券研究所

Legg Mason 的 Anujeet Sareen 认为美元在中期内可能进一步走弱。美国服务业仍在进行的长期结构调整，这些都可能会在一段时间内对美元造成负面影响。尽管不可否认的是，美国经常账户并未表现出上世纪 80 年代和 90 年代竞争力下降，并且，美国在科技领域的领导地位依然很稳固。但是，这些因素更有可能是限制美元疲软的程度，而不是改变美元未来的整体向下的走势。

❖ 黄金的配置价值

弱美元周期通常黄金有较好的表现。Pimco 的 Nicholas J. Johnson 指出黄金的价格已经比较高了，但仍具有一定的吸引力。受许多地区创纪录的低利率，对通货膨胀的担忧和政府债务不断增加的刺激。黄金在今年 8 月黄金价格创下新高。PIMCO（太平洋投资管理公司）的估值模型表明，即使在这样的水平上，黄金仍然具有一定吸引力。虽然影响金价的因素很多，但只有一个因素可以解释过去十年的大部分变动：政府债券的实际（即通胀调整后）收益率的变化。黄金本质上的实际收益率为零，因此正如货币走势受实际收益率差异驱动一样，黄金价格也应受其影响。（这里指的是实际收益率，而不是名义收益率，因为黄金价格历来都会随着美国通胀率而上涨。）大约从 2006 年开始，黄金的交易一直像是一种具有近 30 年存续期的资产（这意味着美国国债的实际收益率每下跌 100 个基点，金价就上涨约 30%）。从市场的角度来看，随着美国政府债券的实际收益率上升，人们预计投资者会略微偏好这些资产，从黄金转向美国国债和美国国债通胀保值证券（TIPS）。在此过程中，金价应该会下跌。相反，当美国国债实际收益率下降时，金价将趋于攀升。尽管黄金现货价格已经飞涨（由于国债收益率下降），但经实际收益调整后的黄金价格（按经验期限内实际收益率水平折现的黄金价格）一直保持稳定。在过去的 15 年中，经实际收益调整后的黄金价格在狭窄的范围内交易，但有几个例外。第一次是在 2004 年推出黄金 ETF 之后，投资者有了进入市场的新途径，这为按实际收益调整后的金价创造了更高的结算价格。第二次是金融危机之后，当时的投资者迷恋黄金及其在过去十年中每年的上涨趋势。黄金经实际收益率调整后的价格可能会在该区间内走高，因为近期黄金的强劲表现吸引了更多的市场兴趣，类似于 2008 年金融危机之后的情况。尽管近期金价上涨，在实际利率处于历史低位的背景下，黄金仍具有极具吸引力的价值。黄金的主要风险是实际利率上升，使黄金的吸引力相对下降。然而，以目前的估值，这一观点有待商榷。在过去 15 年中，经实际收益率调整后的金价处于其区间的下限。利率保持在一个区间波动；基于这种观点，黄金的上涨势头和人们对黄金的兴趣会导致实际收益调整后的金价走高，因此黄金仍有上涨空间。

图 8： 黄金交易价格接近其经多年期实际收益率调整后价格区间下限



资料来源：Pimco，川财证券研究所

风险提示

美联储政策超预期，全球地缘政治风险超预期，全球经济增长不及预期，全球范围内黑天鹅事件。

本期报告编译自了 Legg Mason 的 Anujeet Sareen 以及 Pimco 的 Nicholas J. Johnson 发表于其官方网站的文章。本文不代表川财研究观点，公开英文报告的中文摘译资料仅供市场参考学习交流，不用于任何商业用途。如有异议，请联系修改或删除。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399