美国低利率周期下资产对冲途径有哪些？

——川财投研看世界系列之二十六（20200909）

核心观点

❖ **美国进入了低利率周期。**今年新冠疫情爆发以来，为了缓解美国市场的流动性危机，美联储将利率调整到0%-0.25%区间，而后开始了新一轮扩大资产负债表的周期；另一方面，美联储推出了多种宽松的货币工具。在目前全球疫情基数仍然较大的情况下，美国经济短期内难以企稳，叠加美联储提高了通胀容忍度，预计美联储宽松的货币政策仍将持续较长的时间，美国未来一段时间仍处于低利率区间。

❖ **预计美股波动偏大的周期尚未结束。**美联储开启的低利率周期一定程度上会加速美股泡沫的推升和破灭。在今年2月下旬至3月的短时大幅回撤之后，由于美联储释放了大量流动性，使得美股在今年4月以来整体反弹幅度过大，现阶段美股三大指数处于历史估值较高位置。今年9月4日以来，美股三大指数出现较为明显的震荡和波动。考虑到美股现阶段估值较高，疫情对美国经济现阶段的复苏企稳仍构成挑战，叠加美国大选使得政治不确定性大幅上升，预计美股的震荡和波动还未结束，建议对现阶段美股持偏谨慎的态度。

❖ **考虑到美国处于低利率阶段，叠加美股市场处于波动较高的区间，黄金仍有较好的避险价值。**今年8月初伦敦金曾达到2075美元/盎司。但由于多头拥挤和美联储宽松政策曾经一度不及预期，叠加疫苗研发的利好，今年8月伦敦金最低跌至1862美元/盎司。现阶段伦敦金已回升至1900美元/盎司以上的水平。考虑到美联储现阶段表示将提高通胀容忍度，美国大概率仍将维持较宽松的货币政策，实际利率还将趋于下行，叠加全球政治不确定性进一步上升，黄金仍具有一定的上涨空间。

❖ **预计以有色金属为代表的大宗商品仍有一定的上涨机会。**今年上半年受到疫情影响，有色金属价格普遍在今年3月下旬跌至低谷，今年4月以来随着各行业复工对有色金属需求的提高，以及美联储的货币宽松政策的影响，有色金属价格开始回升。考虑到美联储开启的低利率周期，以及后期疫情逐步好转促使需求恢复，预计有色金属中长期将会出现较好的上涨机会。

❖ **美国处于低利率周期，美元指数走弱，利好资金流向以上证指数为代表的新兴市场股市。**现阶段上证指数估值仍然偏低。此外，中国疫情防控形势良好，同时国内经济政策支撑较好，预计上证指数中长期有较好的上涨机会。

❖ **一些欧洲和新兴市场货币走势处于较强势的区间。**考虑到美国开启低利率周期，且美国经济受疫情影响较大，预计美元指数未来一段时间仍保持较弱势的状态。预计现阶段欧元、澳元、加元和韩元等货币走势将处于偏强势的区间。

❖ **风险提示：**经济增长不及预期；美联储政策超预期；贸易保护主义的蔓延；全球范围黑天鹅事件。

证券研究报告

所属部门 | 总量研究部

报告类别 | 海外深度

报告时间 | 2020/09/09

分析师

陈 雳
证书编号：S1100517060001
chenli@cczq.com

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

联系人

张君伟
证书编号：S0380419090013
zhangjunwei@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

正文目录

一、美国进入低利率周期 5
1.1 2020 年以来美联储的主要货币宽松政策 5
1.2 美联储采取“平均通胀目标制” 6
二、美国经济恢复仍存阻力，短期内货币政策难以进入紧缩周期 7
2.1 美国当前疫情对经济恢复仍然构成挑战，货币政策仍然偏松 7
2.2 美国经济短期内难以企稳，宽松的货币政策仍将延续 9
三、美国低利率环境下的风险和对冲资产 12
3.1 美股震荡和波动尚未结束 12
3.2 黄金仍有较好的避险价值 15
3.3 以有色金属为代表的大宗商品的上涨机会 17
3.4 以 A 股为代表的新兴市场股市的上涨机会 17
3.5 欧洲和新兴市场货币的阶段性走强 21

图表目录

图 1: 美国疫情感染总人数 8
图 2: 美国疫情每日新增人数 8
图 3: 纽约州新冠疫情感染每日新增人数 8
图 4: 加利福尼亚州新冠疫情感染每日新增人数 8
图 5: 佛罗里达州新冠疫情感染每日新增人数 9
图 6: 德克萨斯州新冠疫情感染每日新增人数 9
图 7: 美国 GDP 环比折年率（%） 9
图 8: 美国 CPI 当月同比（%） 10
图 9: 美国核心 CPI 当月同比（%） 10
图 10: 美国 ISM 制造业 PMI 10
图 11: 美国 ISM 非制造业 PMI 10
图 12: 美国 MARKIT 制造业 PMI 11
图 13: 美国 MARKIT 服务业 PMI 11
图 14: 美国失业率（%） 11
图 15: 美国新增非农就业人数（千人） 11
图 16: 标普 500、道琼斯工业和纳斯达克指数走势 12
图 17: 标普 500 指数 PE、PB 和 EPS 12
图 18: 标普 500 指数 PE、PB 和 EPS 13
图 19: 标普 500 指数的 ROA 和 ROE(%) 13
图 20: 纳斯达克指数 PE、PB 和 EPS 14
图 21: 纳斯达克指数的 ROA 和 ROE(%) 14
图 22: 道琼斯工业指数 PE、PB 和 EPS 15
图 23: 道琼斯工业指数的 ROA 和 ROE(%) 15
图 24: 伦敦金走势（美元/盎司） 16
图 25: 10 年期美债收益率（%） 16
图 26: 美国十年期通胀指数国债收益率（%） 16
图 27: LME 镍、锡、铜价格走势（美元/吨） 17
图 28: LME 铅、铝、锌价格走势（美元/吨） 17
图 29: 上证指数走势 18
图 30: 上证指数 PE 走势 18
图 31: 香港三大指数走势 19
图 32: 香港三大指数 PE 走势走势 19
图 33: 恒生 H 股金融业指数走势 20
图 34: 恒生 H 股金融业指数 PE 走势 20
图 35: 恒生科技指数走势 21
图 36: 恒生科技指数 PE 走势 21
图 37: 美元指数走势 22
图 38: 美元兑韩元、港币、人民币等外汇走势 22
图 39: 美元兑瑞郎、加元、日元外汇走势 22
图 40: 英镑、欧元、澳元及新西兰元兑美元外汇走势 23

表格 1： 2020 年以来的美联储货币政策..... 5

一、美国进入低利率周期

1.1 2020 年以来美联储的主要货币宽松政策

今年新冠疫情爆发以来，为了缓解美国市场的流动性危机，美联储出台了诸多货币政策和货币工具。今年 3 月 15 日，美联储宣布降息 100 个基点，将利率从 1%-1.25%调整到 0%-0.25%，而后开始了新一轮扩大资产负债表的周期；另一方面，为了应对新冠疫情给美国企业带来的压力，美联储采用了多种新的货币政策工具，例如 PMCCF(初级市场公司信贷工具)、SMCCF（二级市场公司信贷工具）和 TALF(定期资产抵押证券贷款工具）等。在目前全球疫情基数仍然较大的情况下，预计美联储的宽松的货币政策仍将持续较长的时间。

表格 1. 2020 年以来的美联储货币政策

时间	美联储货币政策
1 月 29 日	为了促进就业最大化和物价稳定，美联储决定维持利率水平在 1.50-1.75%。
3 月 3 日	为了稳定股市的激烈震荡，美联储提前 2 周召开会议，宣布将基准利率下调 0.5%。
3 月 15 日	美联储宣布将基准利率下调至 0%-0.25%，并在未来几个月至少增加 5000 亿美元公债持仓和 2000 亿美元的抵押支持债券持仓。
3 月 17 日	美联储正式宣布恢复商业票据融资机制，这是 2008 年金融危机以来美联储第一次使用该项工具。恢复商业票据融资机制后，美联储可以绕过银行，直接向美国企业放贷。
3 月 19 日	美联储推出了货币市场共同基金流动性工具（MMLF),并且对金融机构的贷款时限将达到 1 年。
3 月 20 日	美联储将分别向澳大利亚、巴西、韩国、墨西哥、新加坡和瑞典央行投放 600 亿美元流动性，向挪威、新西兰和丹麦央行分别投放 300 亿美元流动性。并且这些美元的流动性至少将会持续六个月。
3 月 23 日	美联储宣布本周将资产购买计划拓展为每天 1250 亿美元（分别为 750 亿美元国债和 500 亿美元 MBS）。
3 月 31 日	美联储宣布建立针对外国和国际货币当局的临时回购协议工具(FIMA 回购工具），该项货币工具用以支持包括美国国债市场在内的金融市场稳定运转。
4 月 1 日	美联储宣布将对银行机构的杠杆率进行调整，并提高对银行机构向家庭和企业提供信贷的能力。
4 月 9 日	美联储宣布推出 2.3 万亿美元信贷计划以此来提振美国经济。

4 月 30 日	为了更好地支持中小企业，美联储将扩大“大众贷款项目”的范围。
5 月 4 日	纽约联储表示将在 5 月初开始购买企业债券 ETF。
6 月 8 日	美联储宣布扩大“主街贷款计划”，以覆盖更多的中小型企业。
6 月 11 日	美联储表示当下经济低迷程度较为不确定，将致力于使用所有工具。
6 月 16 日	美联储宣布将通过二级市场企业信贷工具（SMCCF）购买公司债。
6 月 26 日	美联储表示鉴于全球新冠疫情使美国经济陷入严重的衰退，将至少在 9 月之前禁止金融机构提高股息或者回购股票对于贷方。
6 月 29 日	美联储正式启动 5000 亿美元的贷款计划，以支持大型企业发行新债。
7 月 29 日	美联储宣布将联邦基准利率维持在 0%-0.25%，直到美国经济已经度过新冠疫情的影响。
8 月 19 日	美联储表示疫情造成的经济压力仍然较大，但是美联储 8 月会议纪要中并没有明确表示将扩大量化宽松，也没有讨论美联储延长购买资产的期限
8 月 27 日	为了支持劳动力市场和经济在新冠疫情后复苏，美联储采取“平均通胀目标制”，允许通胀率适度高于 2%。

资料来源：搜狐财经，新浪财经，Wind，川财证券研究所

1.2 美联储采取“平均通胀目标制”

2020 年 8 月 27 日，在全球关注度极高的杰克逊霍尔全球央行年会中，美联储主席鲍威尔发表了题为“货币政策框架评估”的演讲，表明了美联储最新的货币政策观点。鲍威尔表示，为了支持劳动力市场和经济在新冠疫情后复苏，美联储的新策略是采取“平均通胀目标制”，允许通胀率适度高于 2%。2020 年 9 月 3 日，芝加哥联储银行行长埃文斯表示，将支持承诺将利率维持在 0%附近，并且表示只要在通胀率上升不超过 2.5%，在失业率没有下降至 6.5%之前都不会加息。

我们认为美联储货币政策短期内难以进入紧缩周期，预计未来较长时间美国利率都将保持在较低位的水平。由于新冠疫情带来的冲击，持续疲软的通胀给美

国经济带来了风险，如果流动性收紧，美联储提升利率，将导致企业还债压力上升，从而给经济的发展带来较强的压力。为了保持足够的量化宽松程度和预期的就业水平，美联储需要保持宽松的利率环境。在此次会议中，美联储的新策略是希望将通胀在一段时间内“平均”增长 2%。这也是美联储自 2012 年以来对货币政策框架进行的最大一次调整。预计在“平均通胀目标制”实施后，美联储将利率维持在偏低的历史水平。

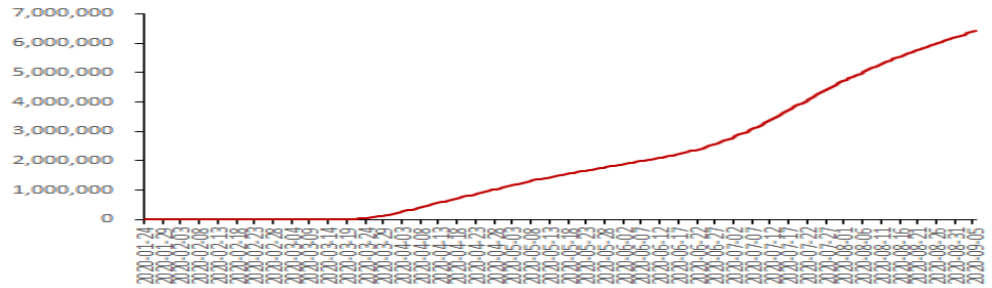
二、美国经济恢复仍存阻力，短期内货币政策难以进入紧缩周期

2.1 美国当前疫情对经济恢复仍然构成挑战，货币政策仍然偏松

今年 9 月 5 日，美国累计确诊人数为 640 万，当日新增人数达到了 29090 例，环比今年 7 月中旬二次爆发高点增速下降 60%。今年 8 月以来，随着美国采取了较为严格的防空措施和加大了检测力度，美国的每日新增感染人数近两周以来均控制在 5 万人以下，今年 9 月 5 日，美国单日疫情新增感染人数 29090 例，这是美国自今年 6 月疫情二次爆发以来，首次单日新增病例降至 3 万例以下。截至今年 9 月 5 日，之前疫情较为严重的纽约州、加利福尼亚州、佛罗里达州和德克萨斯州每日新增感染人数分别是 807 例、4625 例、3656 例和 3877 例，跟今年 6 月疫情高峰时期相比，有着较为显著的减小。但考虑到当前美国感染基数仍然较大，叠加今年 9 月各大高校学生返校和企业复产复工，疫情仍有反弹的可能性。

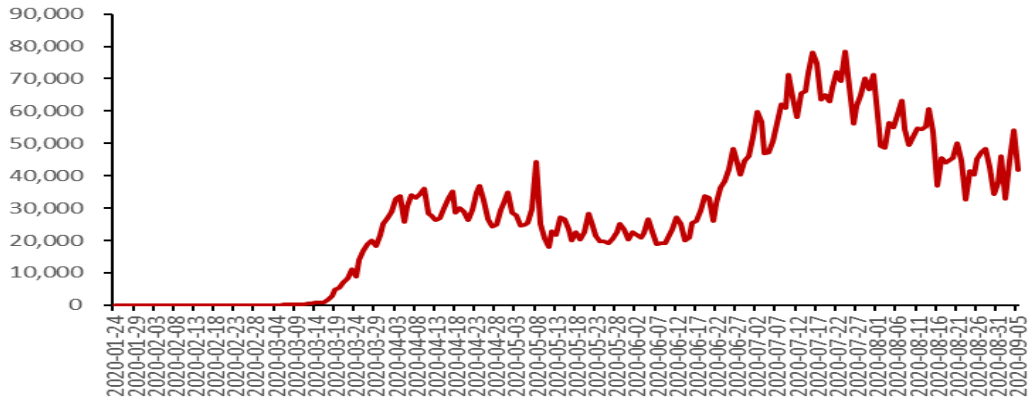
疫苗方面，目前美国生物科技公司莫德纳、辉瑞等进展出现向好趋势，但是疫苗大幅有效使用至市场还需要一定时间，以及效果还有待进一步的验证。今年 8 月 27 日，美国疾控中心已经向美国的 50 个州和 5 个一线城市的卫生局官员发布了最新的通知，如果顺利首批疫苗接种最快将可能在今年 10 月下旬和 11 月初进行接种。考虑美国疫情和抗疫措施的进展，预计短期内美联储货币政策难以进入紧缩周期。

图 1： 美国疫情感染总人数



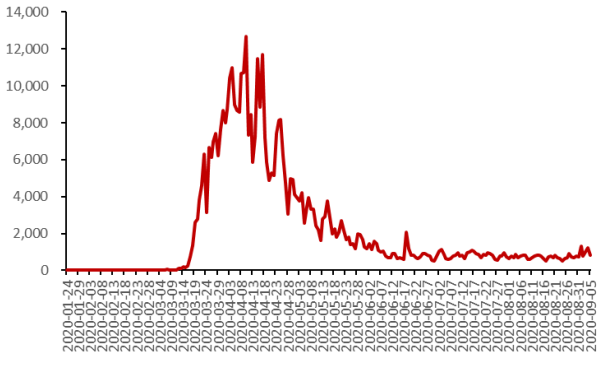
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2： 美国疫情每日新增人数



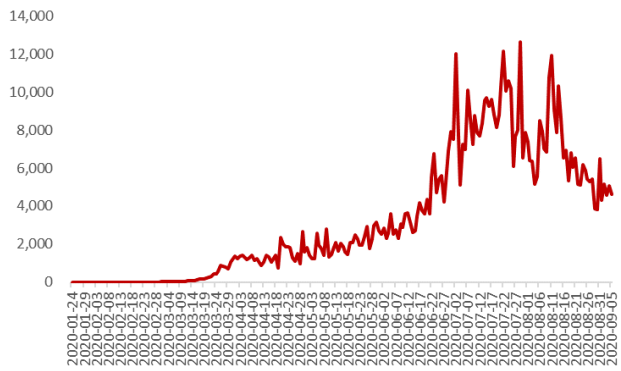
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 3： 纽约州新冠疫情感染每日新增人数



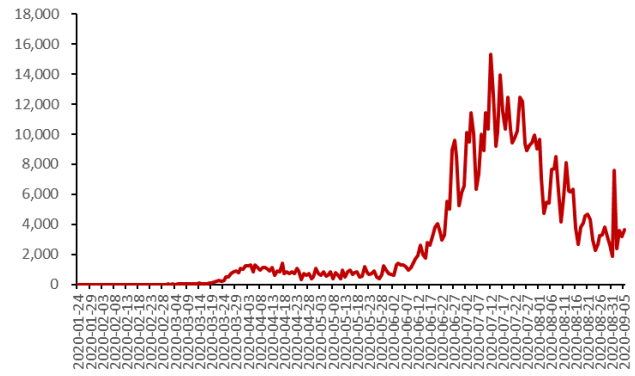
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4： 加利福尼亚州新冠疫情感染每日新增人数



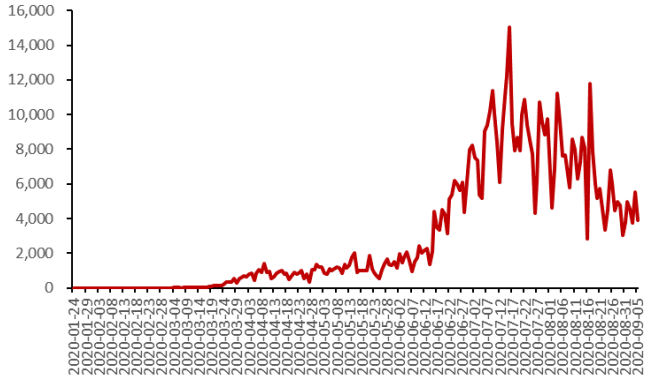
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5： 佛罗里达州新冠疫情感染每日新增人数



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6： 德克萨斯州新冠疫情感染每日新增人数

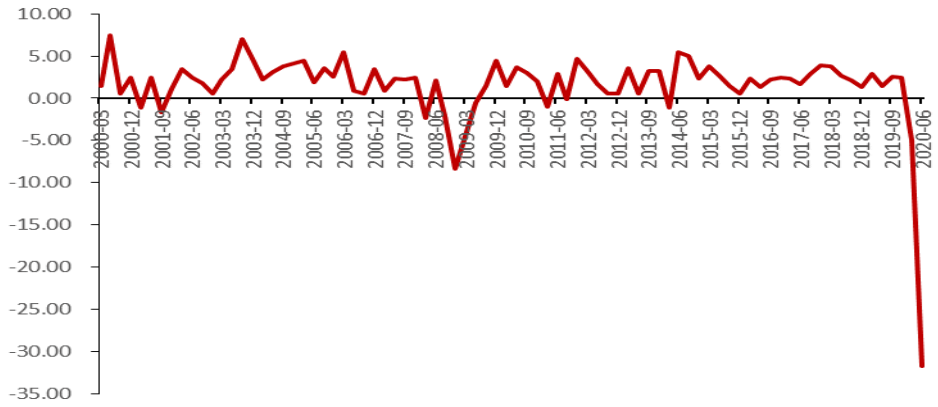


资料来源：Wind，川财证券研究所

2.2 美国经济短期内难以企稳，宽松的货币政策仍将延续

自新冠疫情爆发以来，美国多地一度陷入停产停工状态，给经济的发展造成了较强的压力。美国商务部最新的数据显示，2020 年第二季度美国 GDP 环比增速为-31.7%，但也是 1940 年以来的最大跌幅。目前随着疫情每日新增感染人数的下降，美国企业逐渐开始复产复工，但当下美国疫情感染基数仍然较大，消费者信心的恢复仍然需要时间，未来美国经济的复苏仍然受到较强的挑战。从整体宏观经济来看，美联储短期恢复紧缩政策难度较大。

图 7： 美国 GDP 环比折年率（%）

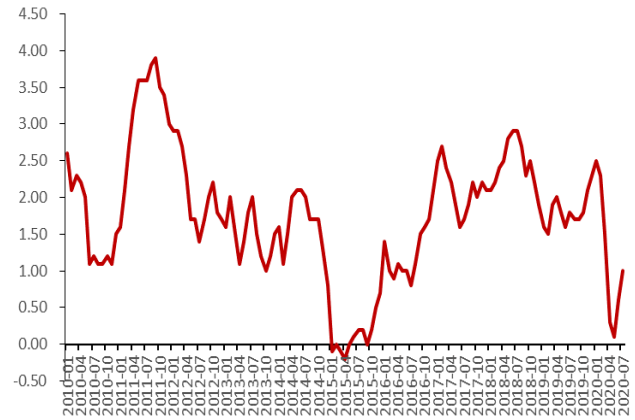


资料来源：Wind，川财证券研究所

受新冠疫情影响，2020 年 2 月之后美国 CPI 增速明显下降。2020 年 7 月，美国 CPI 同比增速仅为 1%；核心 CPI 同比增速为 1.6%。目前的通胀水平跟美联储提出的 2%通胀目标仍有一定差距。考虑到目前美联储的通胀水平大幅低于

通胀目标区间，美联储未来的货币政策还将处于偏宽松的状态。

图 8： 美国 CPI 当月同比（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

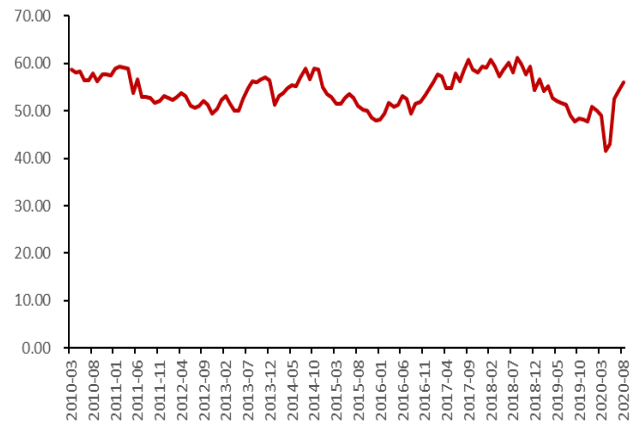
图 9： 美国核心 CPI 当月同比（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

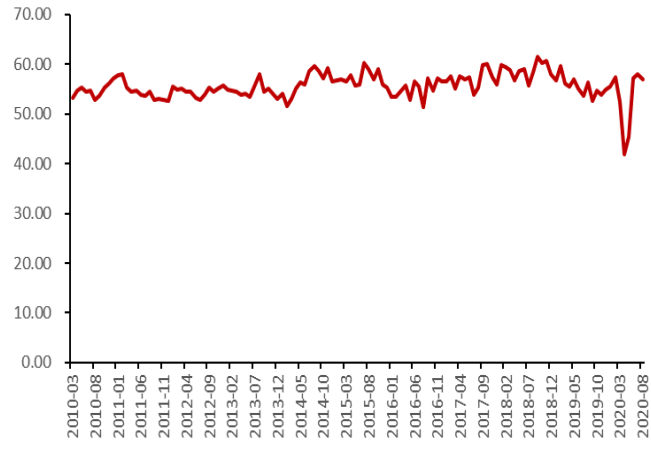
由于美国强制重启经济，美国现阶段制造业和服务业数据较之前疫情导致的封闭期也出现了明显回升。美国今年 8 月 Markit 制造业 PMI 回升至 53.1;Markit 服务业 PMI 为 55，好于预期 54.7 和前值 54.8，创 2019 年 3 月以来的新高。美国今年 8 月的 ISM 制造业 PMI 为 56，高于前值 54.2，和预期 54.8，为 2019 年 1 月以来新高；8 月 ISM 非制造业 PMI 为 56.9。另一方面，目前美国经济改善状况仍然不均衡，航空、娱乐、旅行行业的复苏仍存在较大的压力，因此美联储短期内仍将较大可能维持宽松的货币环境。

图 10： 美国 ISM 制造业 PMI



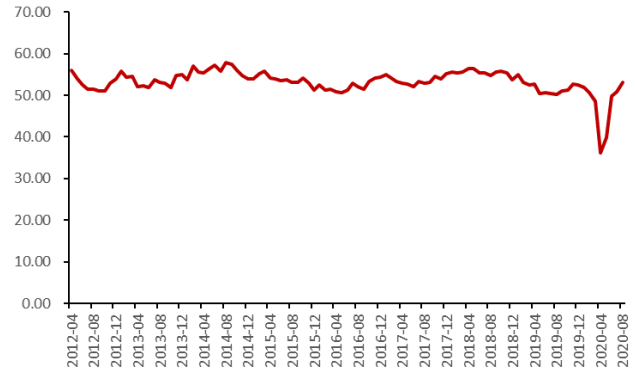
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11： 美国 ISM 非制造业 PMI



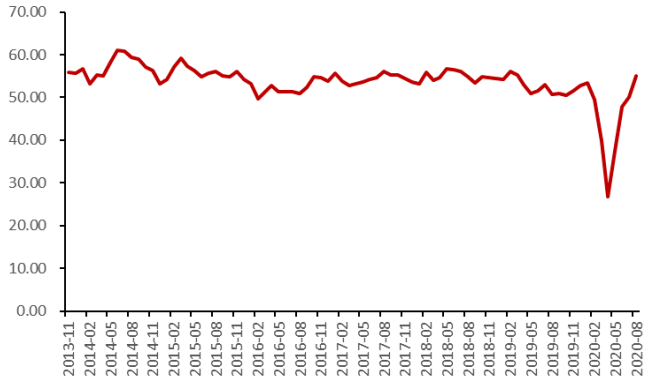
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 12： 美国 Markit 制造业 PMI



资料来源：Wind，川财证券研究所

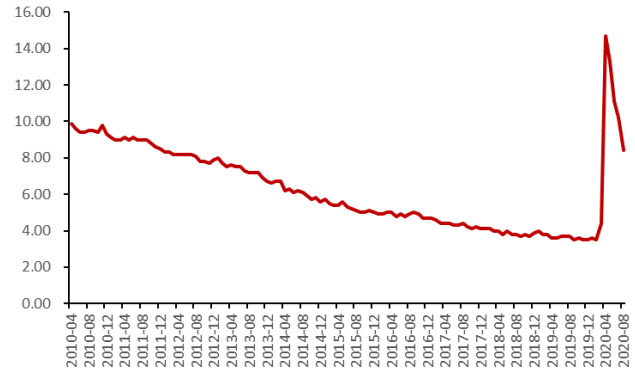
图 13： 美国 Markit 服务业 PMI



资料来源：Wind，川财证券研究所

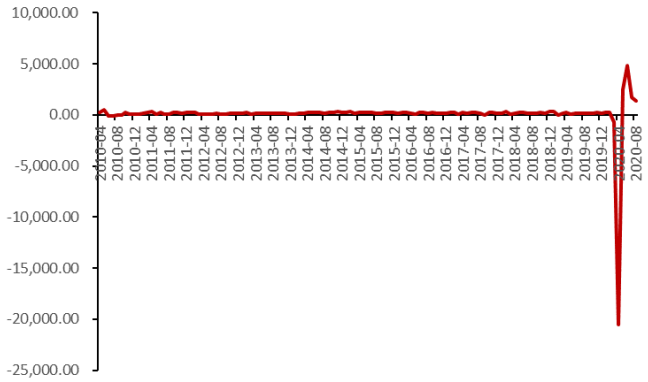
由于美国经济的重启和逐步复工，今年 8 月美国的失业率降至 8.4%，好于前值 10.2%，好于预期 9.8%，这也是美国自疫情以来首次失业率降至 10%以下。另一方面，今年 8 月美国的非农就业人数增加 137.1 万，高于预期 135 万人，但 8 月增幅小于 5 月和 6 月增加的 750 万个工作岗位，且小于 7 月的 173.4 万人。此外，9 月 2 日美国最新的 ADP 就业数据显示，8 月美国私营部门就业人数增加 42.8 万人，低于 95-117 万人的市场预期。由于疫情使得美国经济重启受到一定阻碍，且仍有一部分行业处于停摆状态，预计今年下半年美国就业要较快恢复到疫情前的强劲水平仍存在一定困难。所以货币政策和财政政策在此背景下仍将保持较为宽松的状态。

图 14： 美国失业率（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 15： 美国新增非农就业人数（千人）



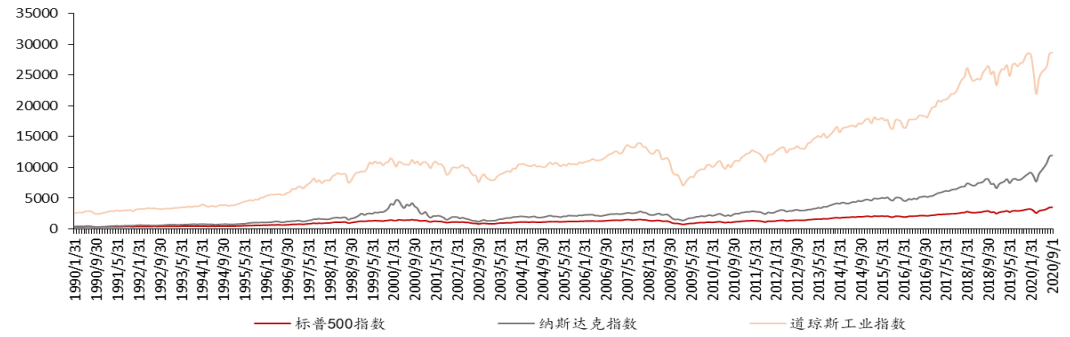
资料来源：Wind，川财证券研究所

三、美国低利率环境下的风险和对冲资产

3.1 美股震荡和波动尚未结束

美联储开启的低利率周期一定程度上会加速美股泡沫的推升和破灭。美股在今年 2 月下旬至 3 月的短时大幅回撤之后，由于美联储释放了大量流动性，美股三大指数均走出迅速回升的行情。在今年 4 月以来的涨幅抹平前期的下跌之后，美国三大指数还出现了上涨。2020 年初至 2020 年 9 月 1 日，标普 500 指数、道琼斯工业指数和纳斯达克指数分别上涨了 9.16%、1.91%和 33.07%。

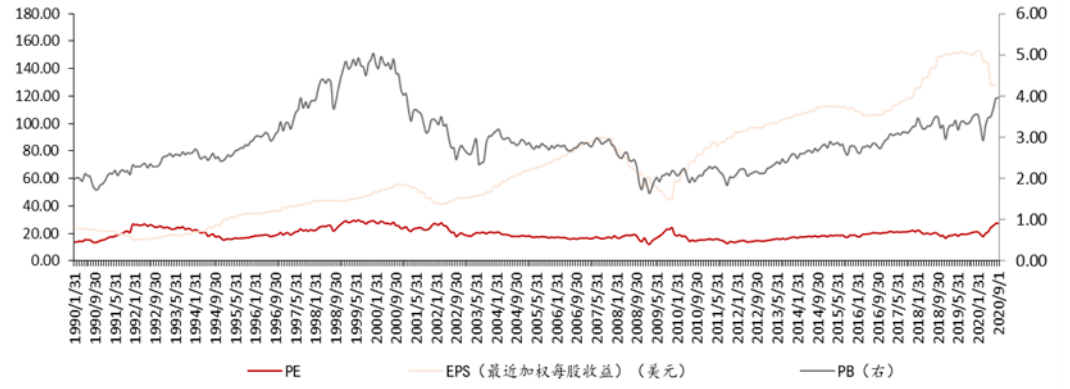
图 16： 标普 500、道琼斯工业和纳斯达克指数走势



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

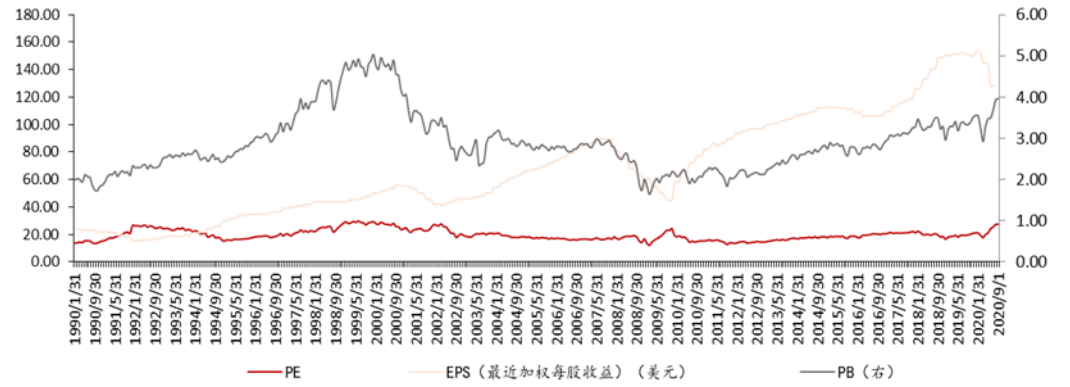
由于美股在今年 4 月以来整体反弹幅度过大，且美股利润处于下行阶段，现阶段美股三大指数处于历史估值较高位置。到 2020 年 9 月 1 日，标普 500 的 PE 为 27.47，PB 为 3.96，均处于历史偏高水平；标普 500 指数 EPS（最近加权每股收益）自 2020 年 1 月达到 152.61 美元之后就开始回落，2020 年 9 月 1 日，标普 500 的 EPS（最近加权每股收益）回落至 128.4 美元。

图 17： 标普 500 指数 PE、PB 和 EPS



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

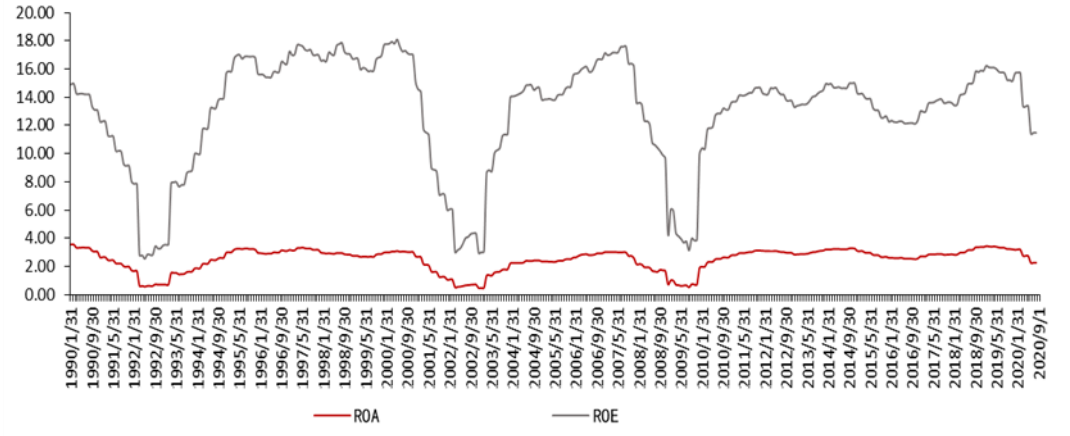
图 18： 标普 500 指数 PE、PB 和 EPS



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

标普 500 的 ROA 和 ROE 自 2019 年 1 月分别达到 3.44%和 16.23%的高位之后开始回落。2020 年 9 月 1 日，标普 500 的 ROA 和 ROE 已经分别回落至 2.26%和 11.48%。

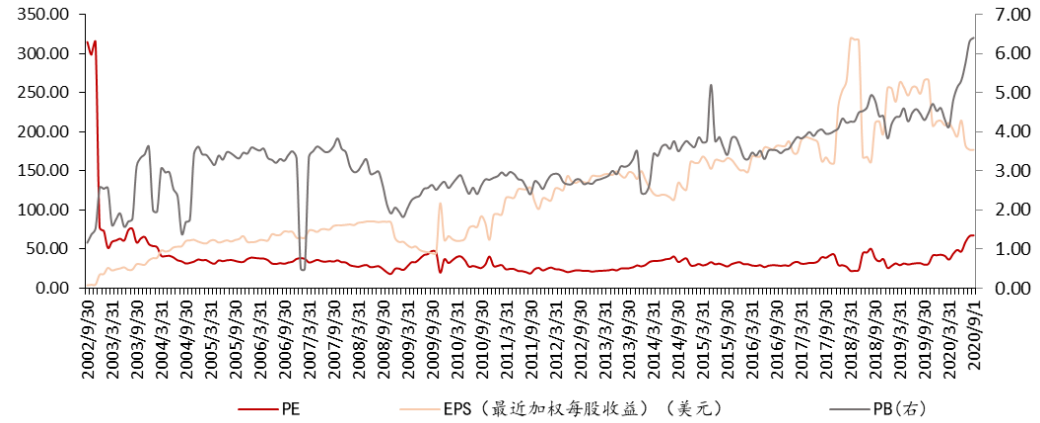
图 19： 标普 500 指数的 ROA 和 ROE(%)



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

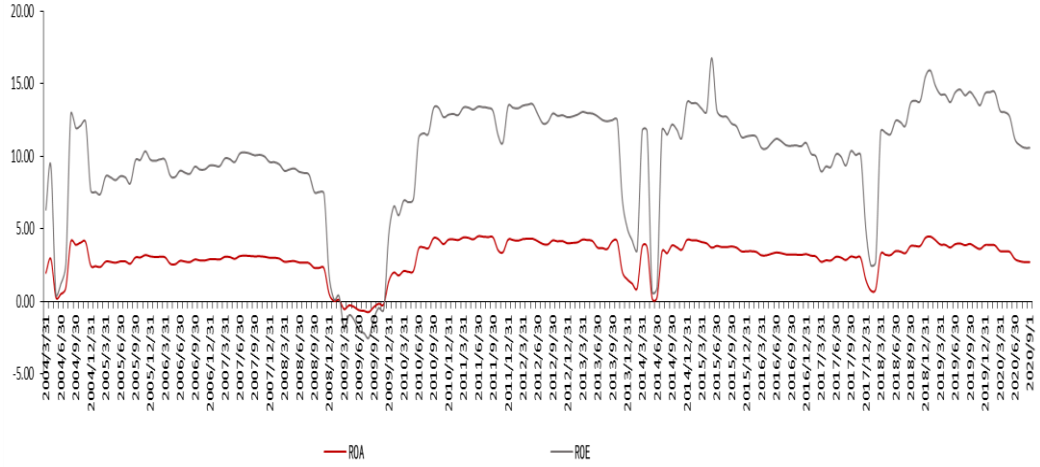
纳斯达克指数的估值在近几个月迅速升高。截至今年 9 月 1 日，纳斯达克指数的 PE 处于 67.5 的历史高位，PB 为 6.4，也处于历史高位状态；纳斯达克指数的 EPS（最近加权每股收益）在 2020 年 3 月达到 319.01 美元以后开始回落，到 2020 年 9 月 1 日，纳斯达克指数的 EPS（最近加权每股收益）回落至 176.88 美元。纳斯达克指数的 ROA 和 ROE 在 2019 年 1 月分别达到 4.48%和 15.92%的历史高位之后开始回落。2020 年 9 月 1 日，纳斯达克指数的 ROA 和 ROE 分别回落至 2.72%和10.59%。

图 20： 纳斯达克指数 PE、PB 和 EPS



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

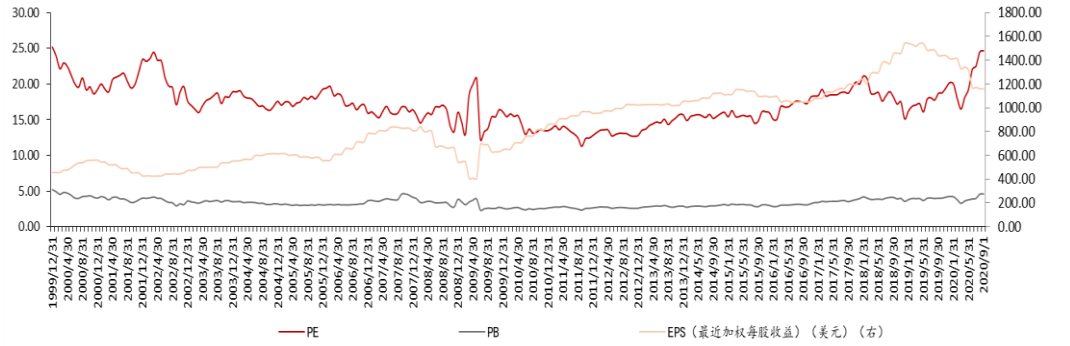
图 21： 纳斯达克指数的 ROA 和 ROE(%)



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

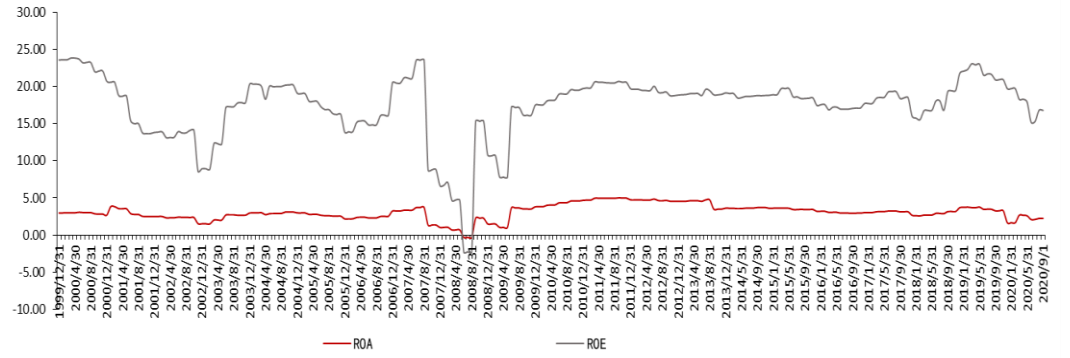
2020 年 9 月 1 日，道琼斯工业指数 PE 为 24.67，PB 为 4.6，处于历史较高水平；2018 年 12 月，道琼斯工业指数的 EPS（最近加权每股收益）处于 1543.67 美元的高位；但是 2020 年 9 月 1 日，道琼斯工业指数的 EPS（最近加权每股收益）回落至 1161.08 美元。道琼斯工业指数的 ROA 和 ROE 在 2019 年下半年开始明显下滑。2020 年 9 月 1 日，道琼斯工业指数的 ROA 和 ROE 回落至 2.24%和 16.81%。

图 22： 道琼斯工业指数 PE、PB 和 EPS



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

图 23： 道琼斯工业指数的 ROA 和 ROE(%)



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

2020 年 9 月 4 日以来，美股三大指数出现较为明显的震荡和波动。考虑到今年 3 月底以来美股短时反弹过大且现阶段估值较高，疫情对美国经济现阶段的复苏企稳仍构成挑战，叠加美国大选使得政治不确定性大幅上升，预计美股的震荡和波动还未结束，建议对现阶段美股持偏谨慎的态度。

3.2 黄金仍有较好的避险价值

今年 8 月初伦敦金曾达到 2075 美元/盎司。但由于多头拥挤和美联储宽松政策曾经一度不及预期，叠加疫苗研发的利好，随后伦敦金一度出现下跌。今年 8 月伦敦金最低跌至 1862.32 美元/盎司。2020 年 9 月 1 日，伦敦金已回升至 1972.35 美元/盎司。考虑到美联储现阶段表示将提高通胀容忍度，美国大概率仍将维持较宽松的货币政策，实际利率还将趋于下行，叠加全球政治不确定性进一步上升，黄金仍具有一定的上涨空间。

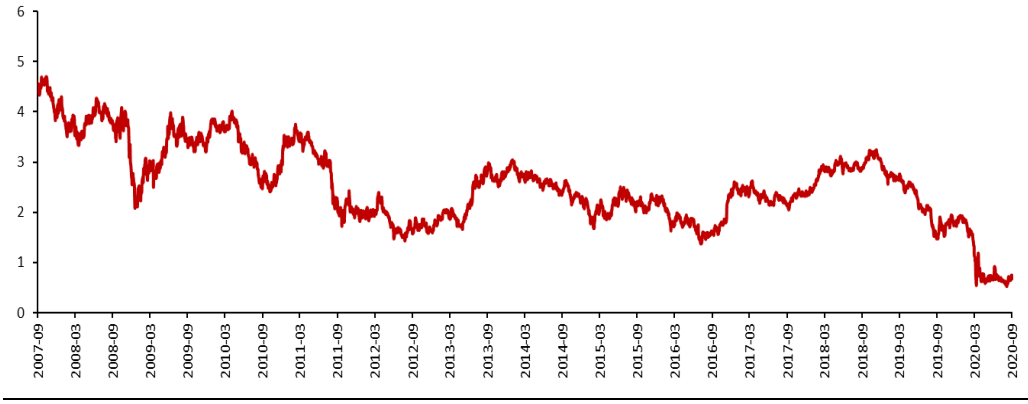
图 24： 伦敦金走势（美元/盎司）



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：数据截止至 2020 年 9 月 1 日。

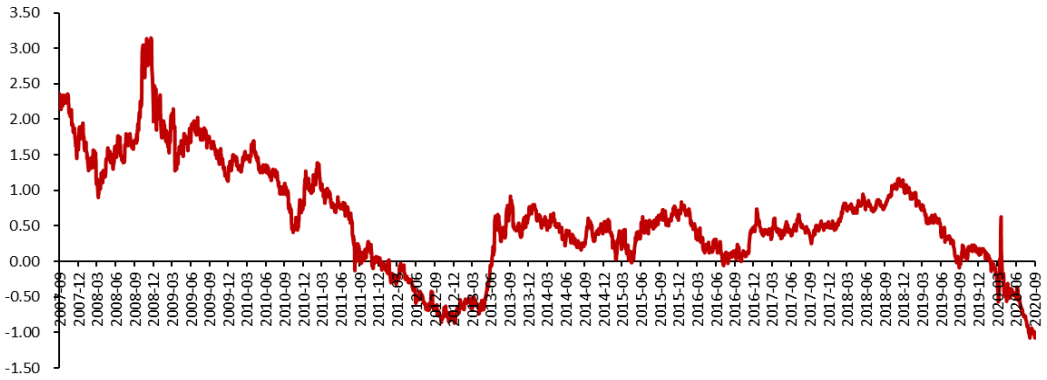
图 25： 10 年期美债收益率（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：数据截止至 2020 年 9 月 1 日。

图 26： 美国十年期通胀指数国债收益率（%）



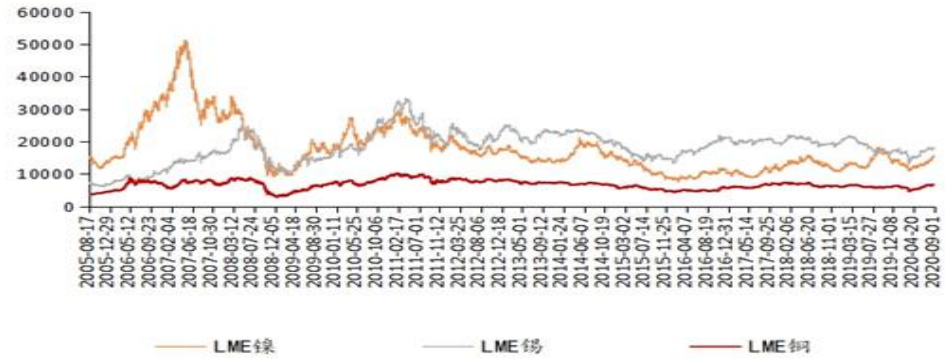
资料来源：Wind，川财证券研究所

注：数据截止至 2020 年 9 月 1 日。

3.3 以有色金属为代表的大宗商品的上涨机会

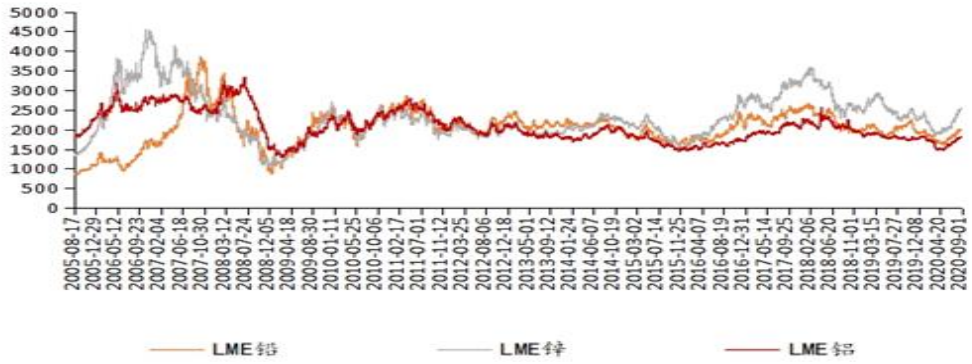
今年上半年受到疫情影响，有色金属价格普遍在今年 3 月下旬跌至低谷，今年 4 月以来随着各行业复工对有色金属需求的提高，以及美联储的货币宽松政策的影响，有色金属价格开始回升。其中 LME 铜在今年 3 月时最低价为 4371 美元/吨，今年 9 月 1 日最高价 6830 美元/吨，涨幅为 56.26%； LME 镍、LME 锡、LME 铅、LME 铝、LME 锌均出现明显上涨。考虑到美联储开启的低利率周期，以及后期疫情逐步好转促使需求恢复，预计镍、锡、铅、铝、锌为代表的有色金属中长期将会出现较好的上涨机会。

图 27： LME 镍、锡、铜价格走势（美元/吨）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 28： LME 铅、铝、锌价格走势（美元/吨）



资料来源：Wind，川财证券研究所

3.4 以 A 股为代表的新兴市场股市的上涨机会

美国现阶段低利率周期有利于资金流入新兴市场，利好以上证指数为代表的新

兴市场指数。2020 年 9 月 1 日，上证指数收于 3410.61 点，较年初仅有 10.55%的上涨；2020 年 9 月 1 日上证指数 PE 为 16.23，上证指数估值仍然偏低。而中国疫情防控形势良好，同时国内经济有政策支持，上证指数中长期有较好的上涨机会。

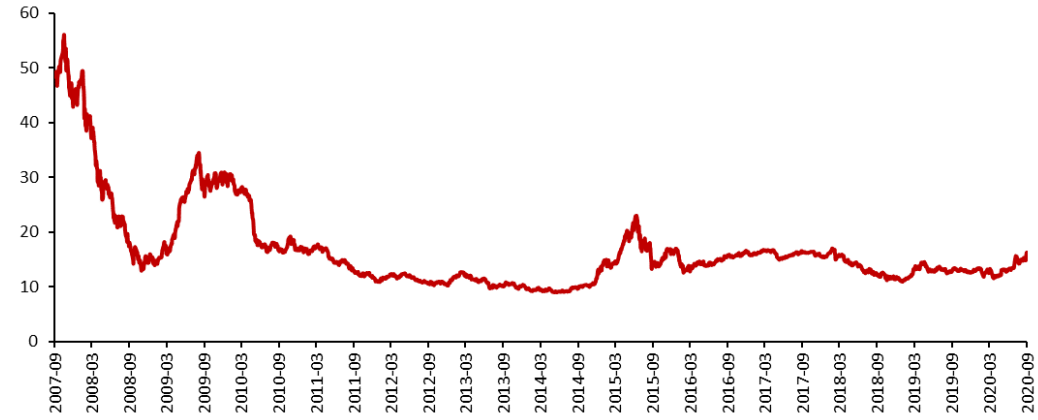
图 29： 上证指数走势



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：数据截止至 2020 年 9 月 1 日。

图 30： 上证指数 PE 走势



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：数据截止至 2020 年 9 月 1 日。

2020 年恒生三指数震荡上升，在 3 月经历骤跌后又缓慢回升。截止 2020 年 9 月 1 日，恒生指数收于 25184.85 点，较年初下跌 10.66%；恒生中国企业指数收于 10013.32 点，较年初下跌 10.34%；恒生香港中资企业指数收于 3960.6 点，较年初下跌 12.72%。截止 2020 年 9 月 1 日，恒生指数的 PE 为 12.14，恒生中国企业指数的 PE 为 9.49，恒生香港中资企业指数的 PE 为 9.13。现阶

段港股估值偏低是其较为明显的优势。但是考虑到港股市场受欧美外盘影响相对较大，预计现阶段 A 股相较港股或具有更好的韧性。

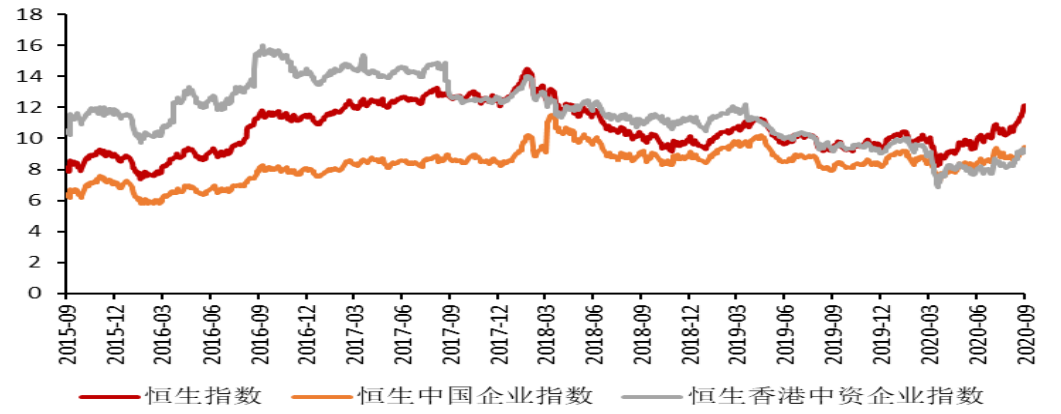
图 31： 香港三大指数走势



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：数据截止至 2020 年 9 月 1 日。

图 32： 香港三大指数 PE 走势走势



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：数据截止至 2020 年 9 月 1 日。

截止 2020 年 9 月 1 日，恒生 H 股金融业指数收于 14235.14 点，较年初下跌 17.73%，其 PE 为 5.97，较年初的 6.9 有明显的下降。考虑到中国政策对金融业的支持以及 AH 的联动效应，我们认为恒生 H 股金融业指数中长期将具有较好的投资价值。

图 33： 恒生 H 股金融业指数走势



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：数据截止至 2020 年 9 月 1 日。

图 34： 恒生 H 股金融业指数 PE 走势

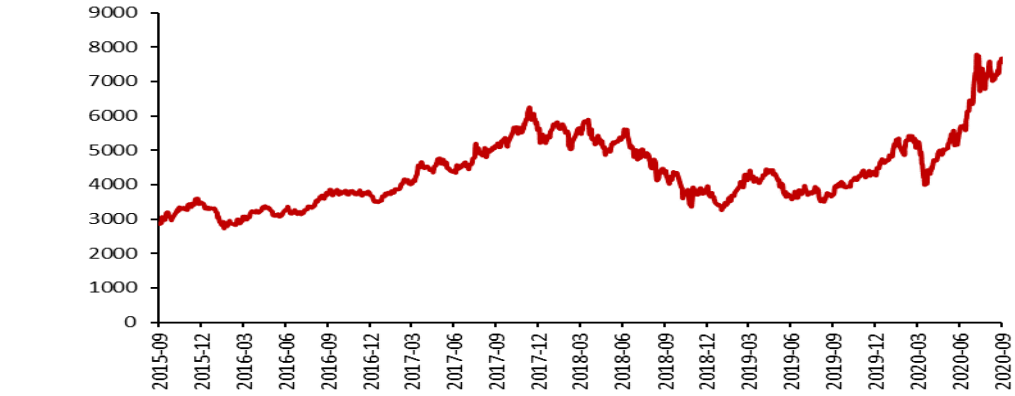


资料来源：Wind，川财证券研究所

注：数据截止至 2020 年 9 月 1 日。

2020 年恒生科技指数在 3 月骤跌后迅速攀升，在 8 月又出现较大的波动。今年 9 月 1 日，恒生科技指数收于 7674.71 点，较年初上涨 62.78%。今年 9 月 1 日，恒生科技指数的 PE 回升至 40.43。考虑到中国科技的发展和中概股科技股的回归浪潮，我们认为恒生科技指数长周期仍有较好机会。但是由于今年上涨较多，且估值偏高，预计未来一段时间还将出现震荡，等未来回调之后恒生科技指数将会有更好的投资机会。

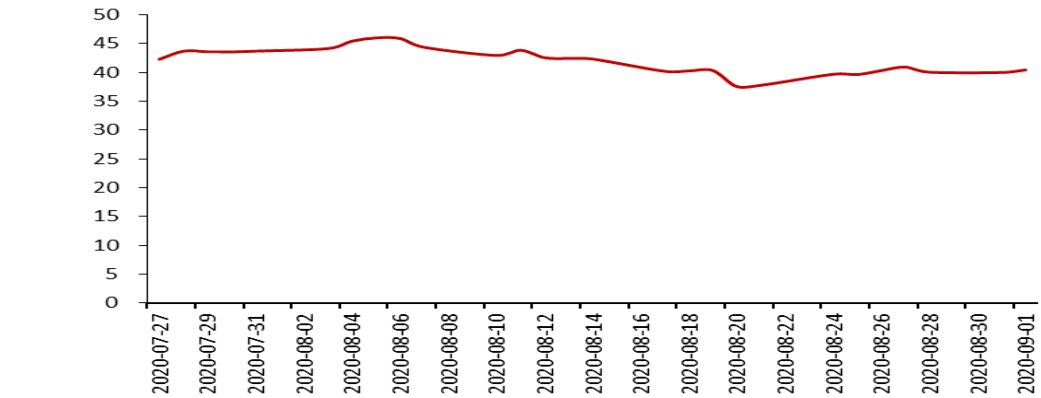
图 35： 恒生科技指数走势



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：数据截止至 2020 年 9 月 1 日。

图 36： 恒生科技指数 PE 走势



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：数据截止至 2020 年 9 月 1 日。

3.5 欧洲和新兴市场货币的阶段性走强

考虑到美国开启低利率时代，且美国经济受疫情影响较大，预计美元指数未来一段时间仍保持较弱势的状态，欧洲和新兴市场货币现阶段的配置价值好于美元。今年 5 月至 8 月，美元指数连续四个月出现下跌。受美元指数走弱的影响，以及疫情控制情况好于美国，人民币、韩元、日元、欧元等在内的货币走强。预计现阶段欧元、澳元、加元和韩元等货币走势将处于偏强势的区间。

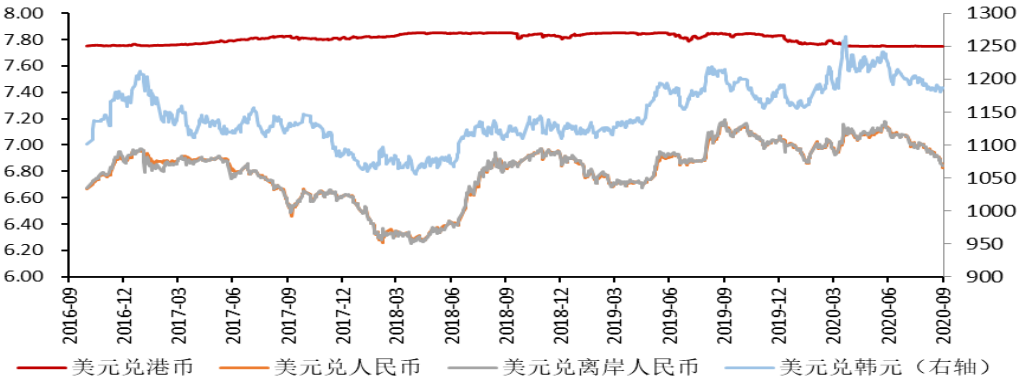
图 37： 美元指数走势



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：数据截止至 2020 年 9 月 1 日。

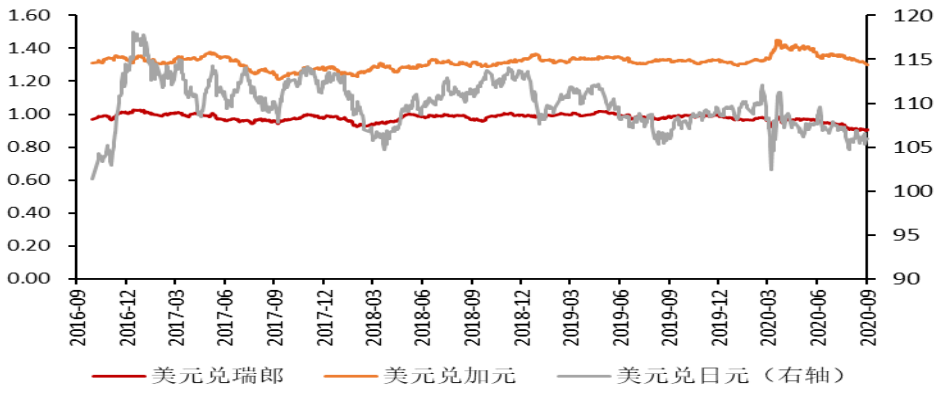
图 38： 美元兑韩元、港币、人民币走势



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：数据截止至 2020 年 9 月 1 日。

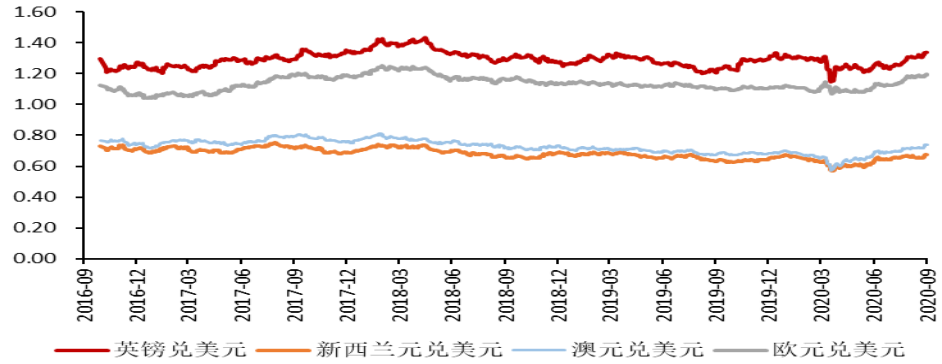
图 39： 美元兑瑞郎、加元、日元走势



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：数据截止至 2020 年 9 月 1 日。

图 40： 英镑、欧元、澳元及新西兰元兑美元走势



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：数据截止至 2020 年 9 月 1 日。

风险提示

经济增长不及预期；美联储政策超预期；贸易保护主义的蔓延；全球范围内黑天鹅事件。

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