总量研究中心

“全球流动性外溢”系列报告

策略专题研究报告

本报告的主要看点：
1、美元贬值周期的逻辑及影响

# 美元新一轮贬值周期对新兴市场意味着什么

## 基本结论

- **美元或将进入新一轮贬值周期，核心推动因素来自三个方面：**1）美联储无限量宽松将成为后续美元保持弱势的核心因素。为了应对疫情冲击，美联储政策目前处于历史最为宽松的状态。从历史来看，美联储政策的宽松程度与美元指数走势息息相关。一般来说，宽松的货币政策往往会导致美元短期走弱。2）美国疫情控制不力，疫情仍未见明显拐点，美国经济恢复或相对滞后于中国和欧洲经济体，后续美元将面临来自经济基本面的压力；3）美元的国际储备需求减少成为美元走弱的长期因素。IMF 数据显示，美元在全球外汇储备中的占比由 2001 年的 72%下降至 2019 年的 61%。
- **新一轮美元贬值周期或持续 1-2 年，类比 2008 年底-2009 年首轮量化宽松期间的情形。**2008 年金融危机期间，美元在避险属性的驱动下持续升值。2008 年底以来，美元开始进入贬值阶段，主要原因是美联储开启首轮量化宽松。类似的，今年 3 月美元流动性短缺背景下美元大幅升值，此后美联储采取了无限量量化宽松等政策持续投放流动性，后续美元或将重新进入新一轮贬值周期，时间或将持续 1-2 年。
- **美元走弱将加速国际资金流入新兴市场，带动新兴市场资产价格上行。**新兴市场资金流入与 MSCI 新兴市场指数有着很强的正相关关系，这说明外资流入对新兴市场的资产价格有着重要的影响。以 2008 金融危机时期为例，美联储 2008 年 11 月底开启第一轮量化宽松后，全球市场恐慌情绪得到极大缓解，美元开始持续走弱，全球资金再度流入新兴市场，这一趋势一直延续到 2010 年。与此同时，受全球资本流入的影响，MSCI 新兴市场指数于 2009 年起逐步上行。
- **美元贬值将驱动海外投资机构加快资产配置多元化，中国经济恢复相对领先，全球资金将加速流入中国市场。**A 股作为全球最大的新兴市场，越来越多境外投资资本持续看好中国基本面，加仓以 A 股为代表的人民币资产，我们预计下半年 A 股市场或迎来 3000 亿左右的北上资金流入（上半年流入规模不到 1200 亿）。从历史来看，美元贬值趋势与新兴市场走势基本同步，其中核心的原因之一是全球资本的流动。美元贬值的背景下全球资本持续流入中国将推动我国金融资产价格上行。
- **股票市场和外汇市场联动，人民币升值压力将推动 A 股市场上行。**近几年 A 股市场和人民币汇率联动效应愈发明显，人民币相对强势（弱势）的阶段，A 股市场走势也往往维持相对较强（较弱）。以今年以来的情况为例，3 月人民币贬值期间，A 股市场加速下跌，北向资金大幅净流出；6 月以来，人民汇率走势逆转，人民币升值压力下，A 股首次持续上行，北向资金持续流入。随着后续美元持续走弱，在中美息差创新高的背景下，人民币后续将面临升值压力，这将进一步强化全球资本的大幅流入，进一步带动 A 股上行。
- **风险提示：**美联储政策不确定性、海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

魏雪 分析师 SAC 执业编号：S1130518090001
weixue@gjzq.com.cn



敬请参阅最后一页特别声明

# 内容目录

一、美元或将进入新一轮贬值周期，类比 2008 年底-2009 年 ..... 4
1.1 美联储无限量宽松将成为后续美元保持弱势的核心因素 ..... 4
1.2 美国疫情控制不力，经济基本面或持续面临压力，进一步加强美元贬值趋势 ..... 6
1.3 美元的国际储备需求减少成为美元走弱的长期因素 ..... 9
二、美元贬值周期中新兴市场将迎来全球资本流入 ..... 10
2.1 美元走弱背景下新兴市场外商直接投资加速增长 ..... 10
2.2 美元走弱加速国际资金流入新兴市场，带动新兴市场资产价格上行 ..... 10
三、美元贬值周期和人民币升值压力对 A 股市场影响偏积极 ..... 13
3.1 美元贬值将加速全球资本流入中国 ..... 13
3.2 股市和汇市紧密联动，人民币升值压力将推动 A 股市场上行 ..... 14

# 图表目录

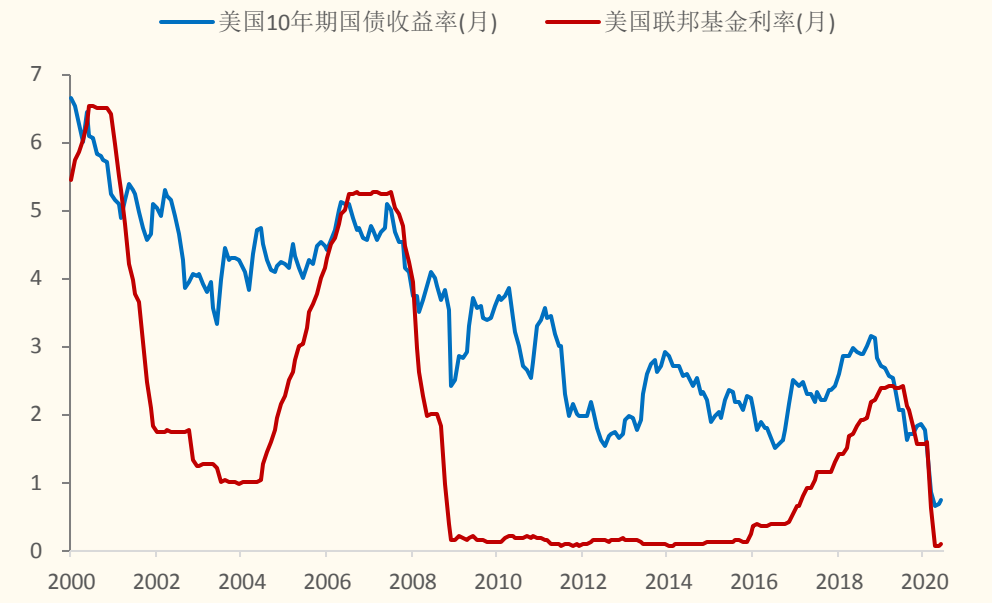
图表 1： 美国联邦基金利率和 10 年期国债收益率达 20 年最低水平.....4
图表 2：历史上美国基准利率下调后美元指数走弱.....5
图表 3：广义美元指数（贸易加权）：当前与 2008-2009 年对比.....5
图表 4： 美国三轮量化宽松政策简介.....6
图表 5：量化宽松期间美元指数走势.....6
图表 6： 欧美现存确诊人数增长趋势.....7
图表 7： 美国与欧元区失业率.....8
图表 8： 欧美通胀压力与欧元兑美元汇率.....8
图表 9： 欧美十年期国债收益率利差与欧元兑美元汇率.....9
图表 10： 官方外汇储备货币构成.....9
图表 11： 各国外资直接投资净流入.....10
图表 12：新兴市场资金流入与 MSCI 新兴市场指数变动.....11
图表 13：人民币升值与北向资金流入.....11
图表 14：中国股市与人民币汇率联动.....12
图表 15：巴西股市表现与雷亚尔汇率.....12
图表 16：俄罗斯股市表现与卢布汇率.....13
图表 17：美元指数与 MSCI 新兴市场指数.....14
图表 18：今年以来人民币汇率与北向资金流动和 A 股市场表现紧密关联.....14
图表 19：中美利差与人民币汇率.....15

# 一、美元或将进入新一轮贬值周期，类比 2008 年底-2009 年

## 1.1 美联储无限量宽松将成为后续美元保持弱势的核心因素

■ **为应对疫情，美联储开启新一轮量化宽松，政策目前处于历史最为宽松的状态，此次量化宽松或将成为美元新一轮贬值的主要驱动因素。**在疫情冲击之下，美联储持续投放流动性，开启无限量量化宽松，美联储资产规模由疫情前的 4 万亿美元上升到当前的 7 万亿美元，扩表速度远超过去任何一轮量化宽松。在利率方面，3 月中旬美联储提前降息至零利率附近，大当前美国联邦基金利率和 10 年期国债收益率均处在 2000 年以来的最低水平。流动性规模充裕，利率水平处在历史极低位，这是后续美元贬值的核心驱动因素。

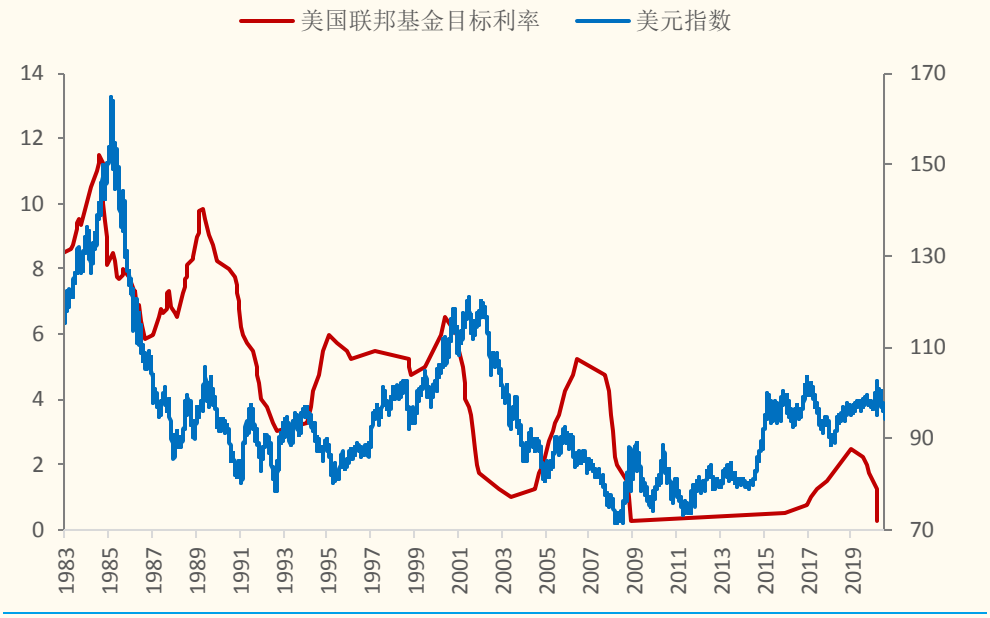
*图表 1： 美国联邦基金利率和 10 年期国债收益率达 20 年最低水平*




来源：Wind、国金证券研究所

■ **从历史来看，美联储政策的宽松程度与美元指数走势息息相关。**一般来说，紧缩性政策会导致美元走强，如 20 世纪 80 年代里根政府为应对高赤字、高通胀长期维持高利率，一度推升美元指数至历史最高水平。扩张性政策会导致美元走弱，如 2008-2014 年美国为应对金融危机实行量化宽松政策，期间美联储总资产规模从 1 万亿美元最高扩张至 4.5 万亿美元，而美元指数始终维持在低位，直至 2014 年基本面向好、量化宽松结束，才重回危机前水平。

图表 2：历史上美国基准利率下调后美元指数走弱




来源：Wind、国金证券研究所

■ **新一轮美元贬值周期或延续 1-2 年，类比 2008-2009 年首轮量化宽松期间的情形。**2008 年金融危机期间，美元在避险属性的驱动下持续升值。2008 年底以来，美元开始进入贬值阶段，主要原因是美联储开启首轮量化宽松。今年 3 月美元流动性短缺背景下美元大幅升值，此后美联储采取了无限量量化宽松等政策持续投放流动性，后续美元或将重新进入新一轮贬值周期。

图表 3：广义美元指数（贸易加权）：当前与 2008-2009 年对比




来源：Wind、国金证券研究所

**图表 4： 美国三轮量化宽松政策简介**

| 美国量化宽松政策 | 实施时间 | 主要内容 |
|---|---|---|
| QE1 | 2008.11-2010.4 | 通过购买国家担保的问题金融资产重建金融机构信用，美联储向市场注入流动性 1.725 万亿美元，包括抵押贷款支持证券 1.25 万亿美元，长期国债 3000 亿美元，机构债券 1750 亿美元 |
| QE2 | 2010.11-2011.6 | 美联储累计购入 6000 亿美元国债刺激经济，对资产负债表中到期的债券回笼资金进行再投资 |
| QE3 | 2012.9-2014.10 | 联邦公开市场委员会宣布维持 0-0.25%的超低利率水平；美联储累计购入 1.6 万亿美元国债和抵押贷款支持证券 |

来源：Wind、国金证券研究所

**图表 5：量化宽松期间美元指数走势**

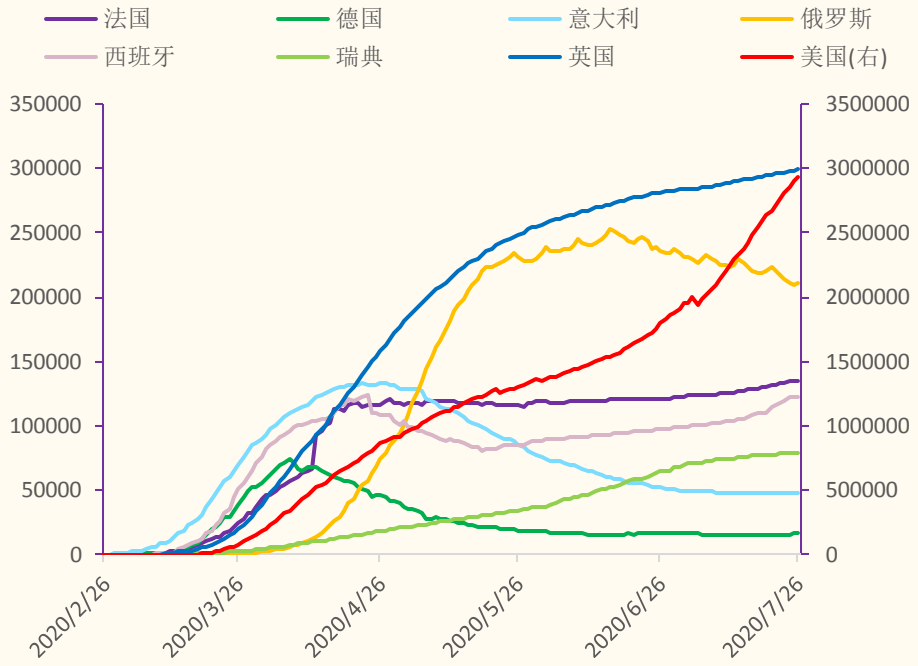



来源：Wind、国金证券研究所

### 1.2 美国疫情控制不力，经济基本面或持续面临压力，进一步加强美元贬值趋势

- **从疫情数据来看，欧洲和中国等地疫情大多得到有效控制，而美国疫情仍未见明显拐点。**根据约翰霍普金斯大学的统计，截至 7 月 26 日，美国累计确诊新冠肺炎 423 万人，现存确诊 293 万人，近五日日均新增确诊 6.7 万人，仍处于迅速增长阶段。与之相较，中国疫情在 3 月下旬以来基本得到有效控制。大多欧洲国家疫情控制也相对有效：德国、意大利、俄罗斯在 4 月初先后迎来拐点，瑞典、法国、英国确诊增速也在放缓。

**图表 6：欧美现存确诊人数增长趋势**

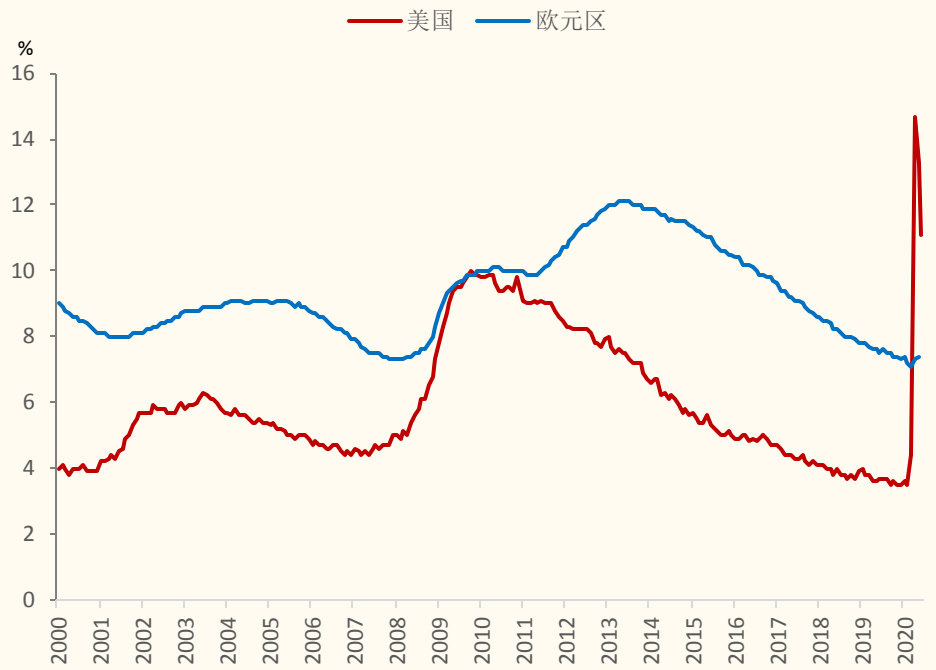



来源：约翰霍普金斯大学、国金证券研究所

- **受疫情控制进展的影响，美国经济恢复或相对滞后于欧洲经济体，后续美元同时还面临来自经济基本面的压力。**无论是美元指数还是贸易加权的广义美元指数，欧元均是权重最大货币，是影响（广义）美元指数走势的最重要货币之一。

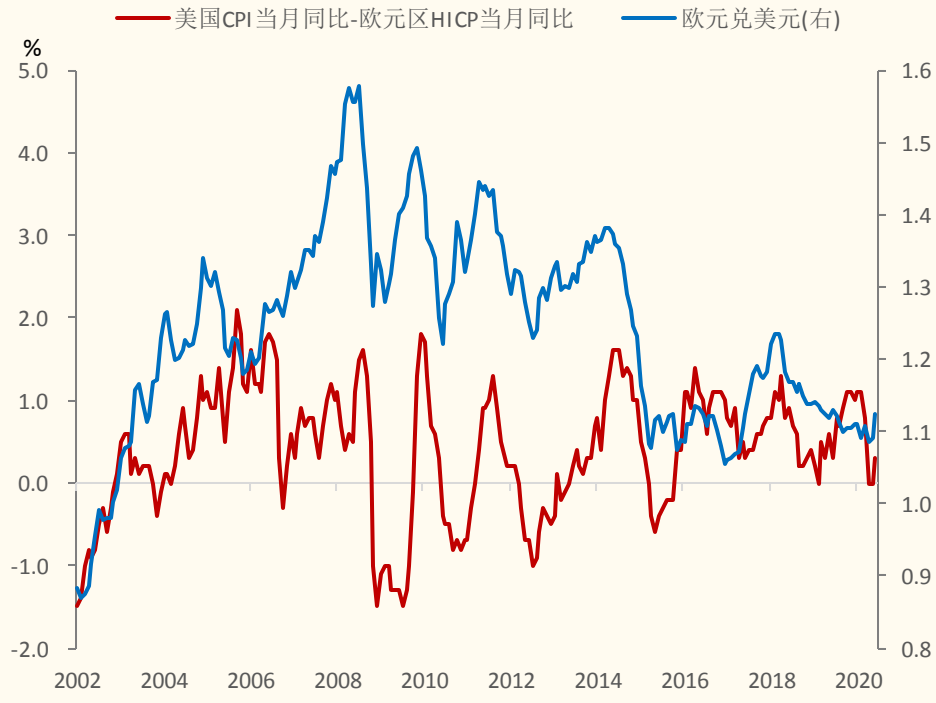
- 对比欧美经济恢复情况：1）就业方面，美国失业率自 4 月大幅飙升至 14.4%以来，目前保持在 11.1%高位，欧元区失业率保持相对稳定，维持在 7.4%。基本面的分化也将导致美元对欧元贬值；2）利率方面，美国 10 年期国债收益率在美联储无限量宽松的政策性持续走低，美欧之间的利差也在持续收窄，利率平价下，美元相对欧元也存在一定的贬值压力；3）通胀方面，6 月美国 CPI 同比 0.6%，核心 CPI 同比 1.2%；欧元区 HICP 同比 0.3%，核心 HICP 同比 0.8%。购买力平价下，通胀越高，购买力下降更大，货币相对贬值。在目前全球央行大放水的背景下，欧元区通胀压力较美国更小，购买力平价下美元相对欧元存在贬值压力。

**图表 7： 美国与欧元区失业率**



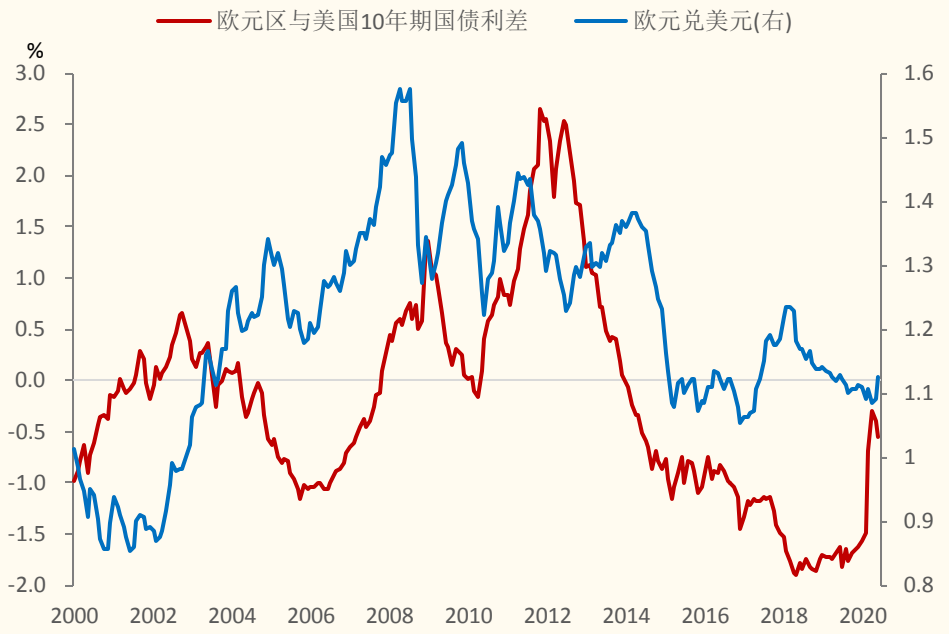

来源：Wind、国金证券研究所

**图表 8： 欧美通胀压力与欧元兑美元汇率**




来源：Wind、国金证券研究所

**图表 9： 欧美十年期国债收益率利差与欧元兑美元汇率**

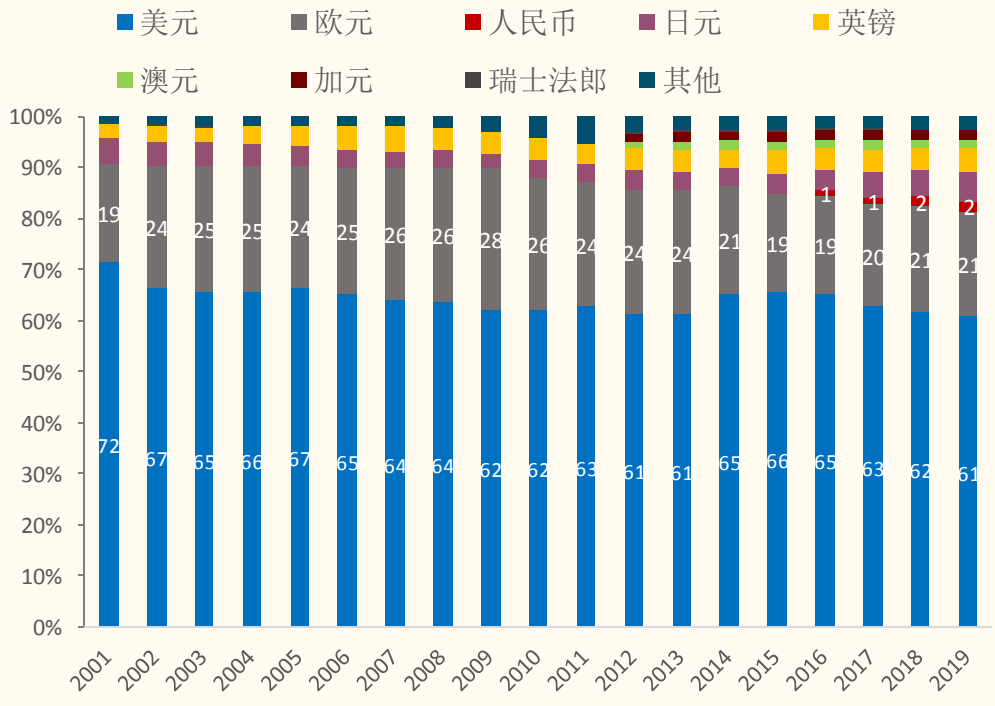



来源：Wind、国金证券研究所

### 1.3 美元的国际储备需求减少成为美元走弱的长期因素

- **2000 年以来，美元的国际货币地位逐渐下降，美元的国际储备需求减少将进一步推动美元贬值。**国际货币基金组织最新公布的“官方外汇储备货币构成”数据显示，一季度人民币外汇储备总额为 0.22 万亿美元，实现连续五个季度的增长，人民币在全球外汇储备中的占比升至 2.02%，创出历史新高。相对的，美元在全球外汇储备中的占比由 2001 年的 72%下降至 2019 年的 61%，该值与美元指数的走势同向变动。

**图表 10： 官方外汇储备货币构成**



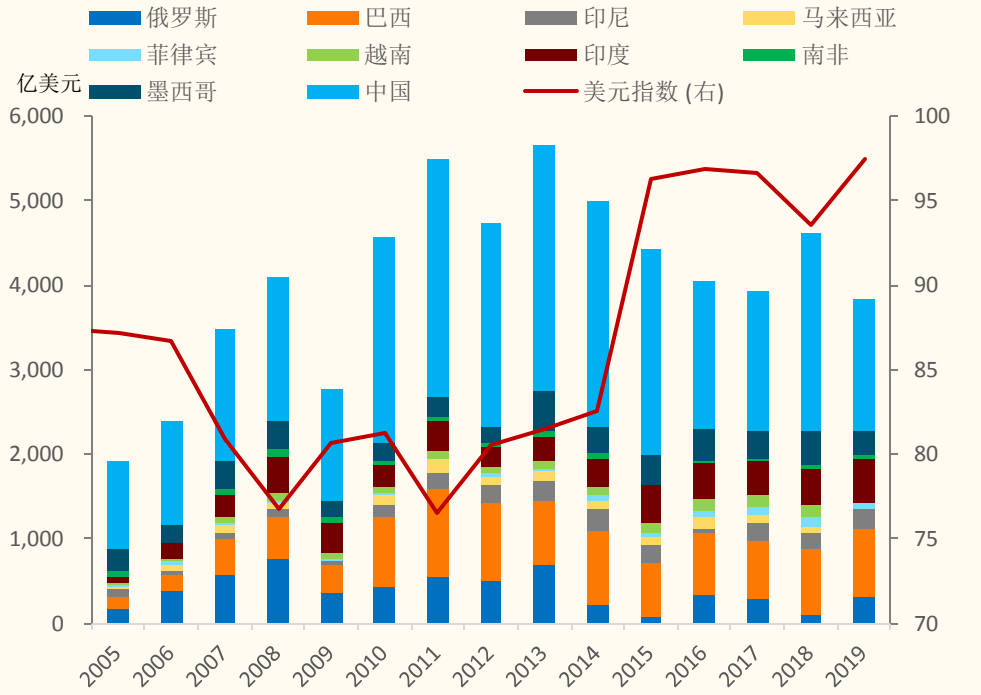

来源：IMF COFER、国金证券研究所

## 二、美元贬值周期中新兴市场将迎来全球资本流入

### 2.1 美元走弱背景下新兴市场外商直接投资加速增长

- **在资本流动方面，在美元贬值周期中，新兴国家货币相对升值将吸引国际流动资金的进入，从而实现外资投资的增长。**世界银行公布的“各国外资直接投资净流入”显示，在 2009-2014 年美国量化宽松时期，俄罗斯、巴西、印尼、马来西亚、菲律宾、越南、中国等新兴国家的外资直接投资净流入大多迅速增长，在美国结束量化宽松后，外资投资明显下跌。

*图表 11：各国外资直接投资净流入*

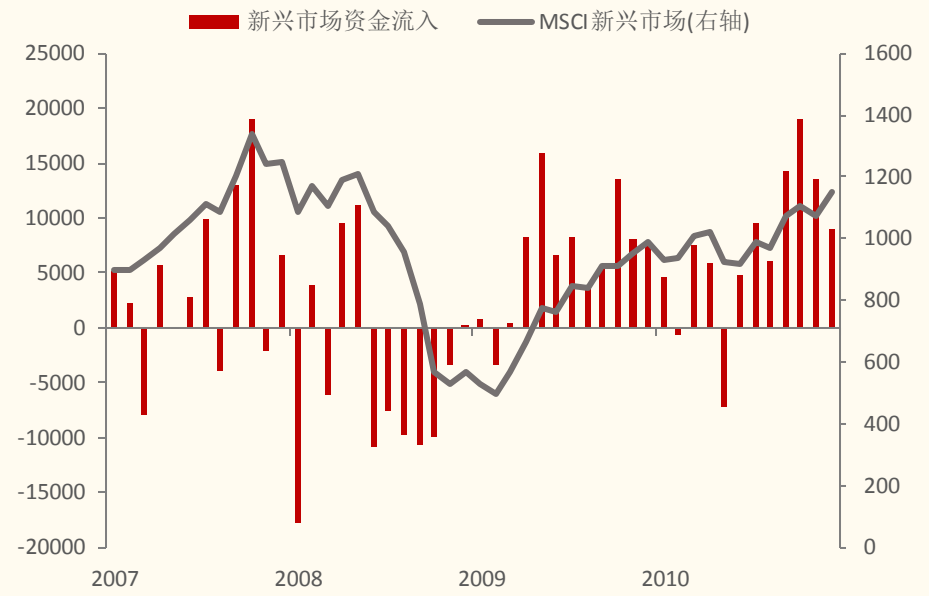



来源：世界银行、Wind、国金证券研究所

### 2.2 美元走弱加速国际资金流入新兴市场，带动新兴市场资产价格上行

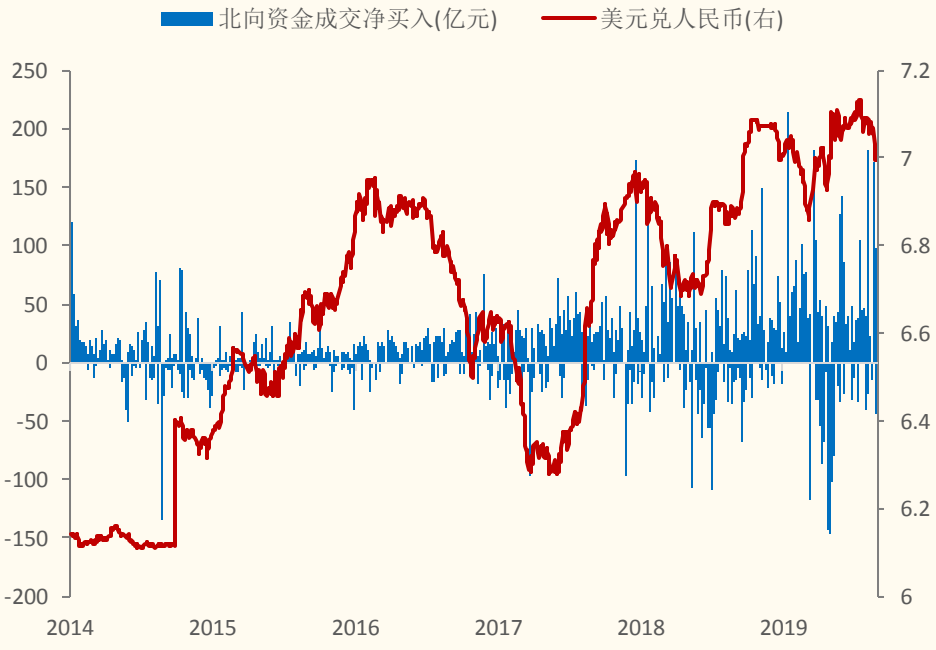
- **除了实体投资，全球资本在美元走弱时也会流入新兴市场的金融市场，进而驱动金融资产价格上行。**2008 金融危机期间，随着美联储量化宽松，全球资金流入新兴市场，抬升新兴市场资产价格。新兴市场资金流入与 MSCI 新兴市场指数有着很强的正相关关系，这说明外资流入对新兴市场的资产价格有着重要的影响。受金融危机影响，在避险情绪的主导下，2008 年下半年全球资金持续流出新兴市场，流入美国市场。随着美联储 2008 年 11 月底开启第一轮量化宽松，市场恐慌情绪缓解，美元持续走弱，全球资金再度流入新兴市场。与此同时，受外资流入的影响，MSCI 新兴市场指数于 2009 年起逐步上行。
- **对 A 股市场而言，人民币兑美元的升值与北向资金的净流入一般同向变动，美元走弱的背景下外资将加速流入 A 股市场。此外，近几年 A 股市场和人民币汇率联动效应愈发明显，人民币相对强势（弱势）的阶段，A 股市场走势也往往维持相对较强（较弱）。**

**图表 12：新兴市场资金流入与MSCI新兴市场指数变动**




来源：EPFR、Wind、国金证券研究所

**图表 13：人民币升值与北向资金流入**




来源：Wind、国金证券研究所

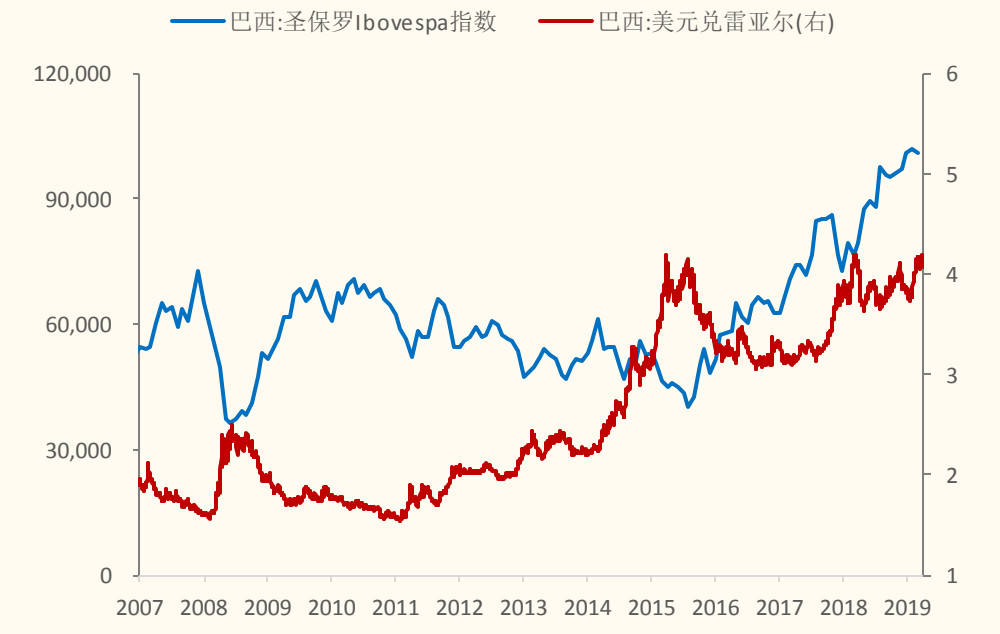
**图表 14：中国股市与人民币汇率联动**




来源：Wind、国金证券研究所

■ **类似的，其他新兴经济体也大多呈现股汇联动的特点。**股市与汇市间的作用是相互的。一方面，股市涨跌会影响投资者对于一国经济和金融市场的信心，导致资本跨境流动，进而直接影响汇率。另一方面，汇率也会影响投资者信心，并调整资产的相对估值，进而导致股市的波动。例如 2014 年底俄罗斯卢布兑美元贬值 38%，俄罗斯 RTS 指数也暴跌 30%；2015 年上半年卢布兑美元升值，俄罗斯股指也开始反弹。又如 2009 年下半年，巴西雷亚尔兑美元升值 16%，圣保罗 IBOVESPA 指数上涨 30%。印度、菲律宾、马来西亚、墨西哥、印尼等新兴经济体也同样符合这一规律。

**图表 15：巴西股市表现与雷亚尔汇率**




来源：Wind、国金证券研究所

*图表 16：俄罗斯股市表现与卢布汇率*




来源：Wind、国金证券研究所

## 三、美元贬值周期和人民币升值压力对 A 股市场影响偏积极

### 3.1 美元贬值将加速全球资本流入中国

- **美元贬值将驱动海外投资机构加快资产配置多元化，中国经济恢复相对领先，全球资金将加速流入中国市场。**从历史来看，美元贬值趋势与新兴市场走势基本同步，其中核心的原因之一是全球资本的流动。A 股作为全球最大的新兴市场，越来越多境外投资资本持续看好中国基本面，加仓以 A 股为代表的人民币资产，我们预计下半年 A 股市场或迎来 3000 亿左右的北上资金流入（上半年流入规模不到 1200 亿）。

*图表 17：美元指数与 MSCI 新兴市场指数*

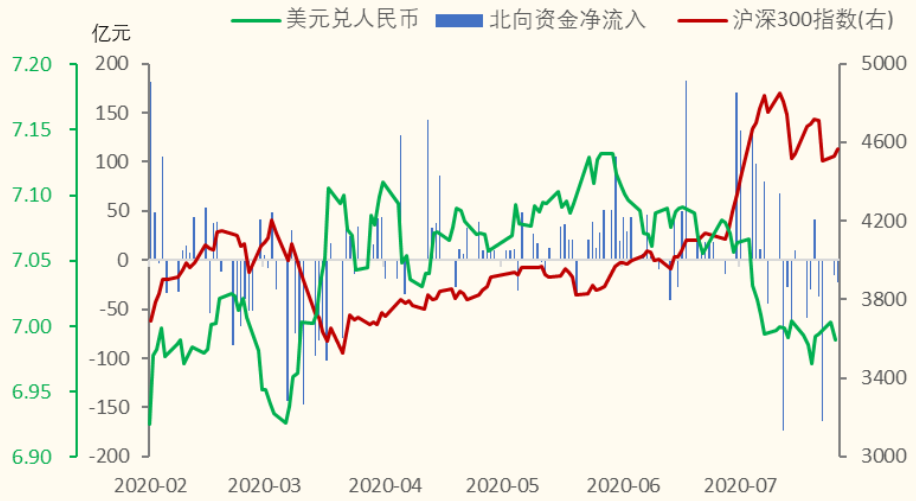



来源：Wind、国金证券研究所

### 3.2 股市和汇市紧密联动，人民币升值压力将推动 A 股市场上行

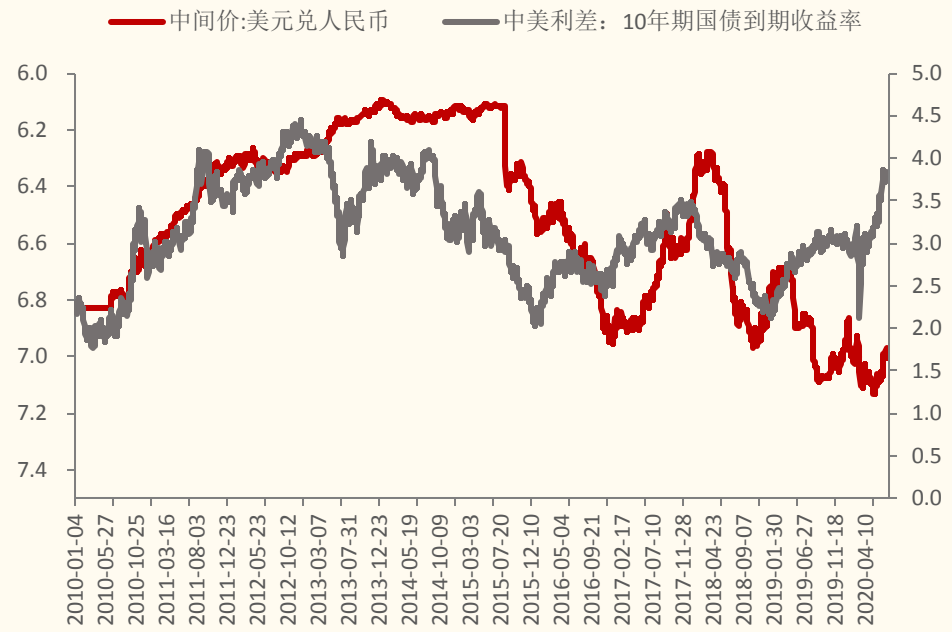
- **人民币汇率与北向资金流动和 A 股市场表现紧密关联。**以今年以来的情况为例，3 月人民币贬值期间，A 股市场加速下跌，北向资金净流出 678 亿元；6 月以来，人民汇率走势逆转，人民币升值压力下，A 股市场持续上行，北向资金持续流入。随着后续美元持续走弱，在中美息差创新高的背景下，人民币后续将面临升值压力，这将进一步强化全球资本的大幅流入，进一步带动 A 股上行。

*图表 18：今年以来人民币汇率与北向资金流动和 A 股市场表现紧密关联*




来源：Wind、国金证券研究所

*图表 19：中美利差与人民币汇率*




来源：Wind、国金证券研究所

- **风险提示：**美联储政策不确定性、海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH