

专题报告

新冠、美元和大类资产走势

2020 年 6 月 16 日

主要预测

%	2019	2020E
GDP	6.2	2.5
CPI	2.9	2.9
PPI	-0.3	-1.4
社会消费品零售	8.0	2.5
工业增加值	5.7	2.0
出口	0.5	-4.6
进口	-2.8	-3.2
固定资产投资	5.4	6.2
M2	8.7	10.8
人民币贷款余额	12.3	12.8
1 年期存款利率	1.50	1.5
1 年期贷款利率	4.35	4.35
人民币汇率	6.90	6.72

最新数据 (5 月)

工业	4.4
城镇投资	-6.3
零售额	-2.8
CPI	2.4
PPI	-3.7

资料来源: CEIC、招商证券

谢亚轩

xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

罗云峰

luoyunfeng@cmschina.com.cn
S1090518110003

张一平

zhangyiping@cmschina.com.cn
S1090513080007

高明

gaoming3@cmschina.com.cn
S1090518010002

张秋雨

zhangqiuyu@cmschina.com.cn
S1090519010001

刘亚欣

liuyaxin@cmschina.com.cn
S1090516100001

核心观点:

新冠病毒提醒我们应透过表象看到问题的本质。患者的表现可能是肺栓塞、心梗或脑梗, 这些是表象。本质是新冠病毒通过攻击人类血管内皮细胞, 血管内壁受损过后形成的血块如果出现了松落, 并且随着血液去到了脑部、心脏或肺部就会表现出相应症状。据此, 降低患者死亡率的治疗对策之一是使用抗凝剂 (防止血液凝固的物质)。

强美元可能是全球陷入长期停滞的重要原因。近年来, 全球经济陷入长期停滞的三个特征: 低增长、低通胀和低利率, 这是表象。我们认为, 2013 年以来的强美元是全球陷入长期停滞的本质原因, 这是 6 月 6 日报告《从大萧条到长期停滞-我们是不是低估了汇率协调的作用》的核心观点, 不赘述。

缓解全球长期停滞病症的“抗凝剂”是美国、中国、欧洲和日本等大国的汇率政策协调, 将带动美元走弱。如果这一趋势出现, 对大类资产的走势将带来以下影响: 欧元、日元、部分新兴市场货币汇率和人民币汇率将由弱转强, 商品价格止跌回升, 黄金价格上升, 中国和德国的债券价格下跌, 国债收益率上升, 新兴经济体股指的表现将相对好于发达国家股指。

6月6日我们发表的《从大萧条到长期停滞-我们是不是低估了汇率协调的作用》一文篇幅较长，故“善意忽视”了对资产价格的关切。本文可视为续篇，主要谈美元回落后的大类资产走势。

新冠病毒提醒我们应透过表象看到问题的本质。抱歉有一点标题党，因为关于新冠，本文主要谈的不是大家担心的所谓“新冠疫情第二波”，而就是新冠病毒本身。新冠病毒疾病在开始的时候被称为新冠病毒肺炎，但事实上新冠病毒感染的病人不仅出现肺栓塞，也出现心梗或和脑梗症状。《柳叶刀》杂志的一篇研究就发现，新冠病毒攻击人的血管内皮细胞，血管内壁受损过后形成的血栓，如果出现了脱落，并且随着血液去到了脑部、心脏或肺部就会表现出相应症状。据此，《美国心血管学会会刊》上的一篇文章指出：通过对2700多名患者的追踪，在对这些病人使用了抗凝剂（防止血液凝固的物质）过后，那些危重症患者（也就是上了呼吸机的病人）的死亡率从63%下降到29%。新冠病毒的例子提醒一点，我们需要透过各种症状的现象看病毒感染的本质，只有找到正确的原因才能获得可靠的治疗效果。

强美元可能是全球陷入长期停滞的重要原因。这是《从大萧条到长期停滞-我们是不是低估了汇率协调的作用》报告的核心观点，长期停滞的三个表现：低增长、低通胀和低利率，就如新冠病毒带来的心梗、脑梗和肺栓塞，是表象；特别是这样的状态同时期出现在全球多个经济体，这要求我们在分析其背后的成因时要重视寻找一个国际的，同时压低增长速度和通胀水平的因素，这个因素很可能是强美元。这里不展开，再次重复一下强美元导致长期停滞的逻辑：一是，强美元对美国经济产生收缩效应，压低增长和通胀；二是，强美元带来的强人民币对中国经济产生收缩效应；三是，强美元压低商品价格水平；四是，强美元导致贸易融资积极性下降，全球产业链贸易由盛转衰；五是，美元转强，新兴经济体货币汇率贬值压力显著上升，陷入货币危机的风险上升；六是，强美元使得土耳其等商品国家的经济基础动摇，国家风险上升；七是，强美元增大国际资本流动的波动性，抑制国际资本在国家之间的流动。

表 1：2012 年以来美元指数与各类资产（月度均值）的相关系数

国债利率	10Y德债	10Y印度国债	10Y中债							
	-0.9	-0.8	-0.7							
股票市场	标普500	上证综指	深证成指	创业板指	上证50	沪深300	MSCI发达市场	MSCI新兴市场		
	0.7	0.8	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8	0.5		
商品	CRB综合	CRB食品	CRB油脂	CRB家畜	CRB金属	CRB工业原料	CRB纺织品	黄金	布伦特原油	WTI原油
	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.6	-0.8	0.1	-0.4	-0.9	-0.9
汇率	人民币兑美元	欧元	日元	英镑	瑞郎	加元	澳元	新西兰元	新台币	新加坡元
	0.8	-1.0	0.7	-0.8	0.8	1.0	-0.9	-0.9	0.6	1.0

资料来源：Wind，招商证券

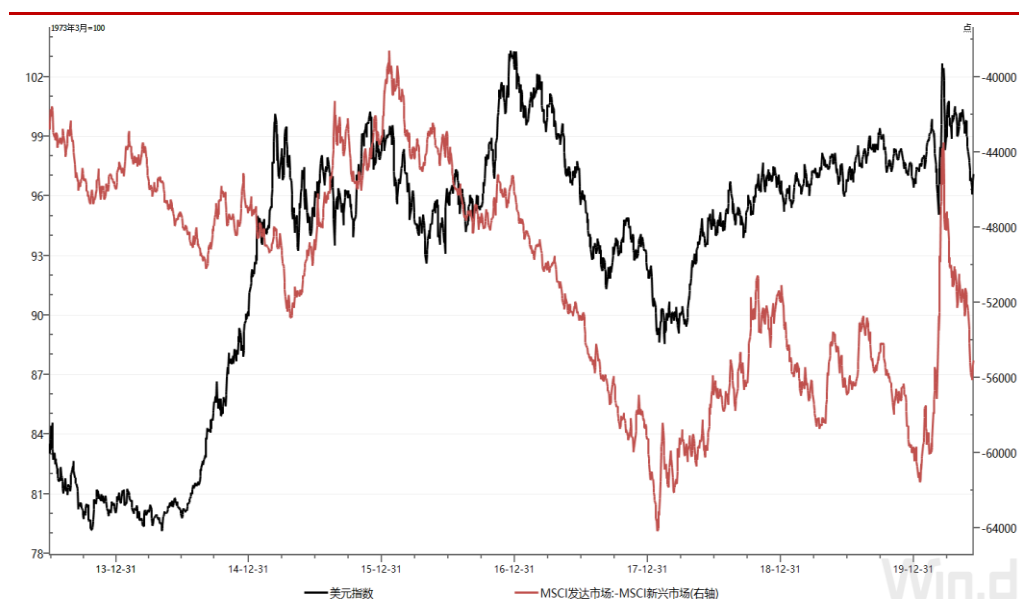
吸取大萧条的教训，通过汇率协调来改变强美元的局面，有助于应对新冠疫情冲击，带动全球经济走出长期停滞状态。缓解全球长期停滞病症的“抗凝剂”是美国、中国、欧洲和日本等大国的汇率政策协调，将带来美元的走弱，如果这一趋势出现，对大类资产的走势将带来以下影响：

1、欧元、日元、新兴市场货币汇率和人民币汇率转强。美元与其他国家/地区货币兑美元的汇率显然有着最直接的相关性，大部分货币强弱都与美元呈现强负相关（具体汇率的相关系数随标价法不同而正负不同）。2012年以来欧元、加元与美元的相关系数为-1，人民币兑美元汇率为0.8，负相关程度均较高。若美元指数走弱，人民币汇率有望企稳回升，新兴市场货币有望摆脱承压的局面，发达国家货币中欧元、日元、加元、澳元等

相关性并不明显，但与德债、中债、印度国债收益率均呈现出负相关关系，这可能意味着美元走强阶段通常对应着其他国家经济较差、因而利率水平下行的时期。反之，美元指数下行的阶段可能对应着部分国家长端利率的上升。

5、美元指数回落，新兴经济体股指的表现将相对好于发达国家股指。有观点认为，以 MSCI 指数衡量的发达经济体股票市场（MSCI 发达）与新兴经济体股票市场（MSCI 新兴）走势的差异与美元指数有相关关系，即 MSCI 发达-MSCI 新兴与美元指数同方向变动，见下图。这里我们无意于解释其间的因果关系，不过据此推论：未来如果美元指数持续回落，新兴经济体股票市场的表现将相对好于发达经济体股票市场。

图 3：美元指数走弱期间新兴股票市场股指表现优于发达国家



资料来源：Wind，招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士、博士。现任招商证券研究发展中心分析师（董事总经理），负责宏观经济研究。2013 年新财富最佳分析师宏观经济第六名，卖方分析师水晶球奖宏观经济入围奖。2014 年新财富最佳分析师宏观经济入围奖。2015 年第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第五名，新财富最佳分析师宏观经济第六名。2016 年新财富最佳分析师宏观经济第五名，中证报金牛、第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第四名。自 2017 年起获聘国家统计局中国百名经济学家信心调查特邀专家。

罗云峰：南开大学经济学学士、硕士、博士，中共中央党校政治学博士后。现任招商证券研发中心联席首席宏观分析师（董事）。先后就职于国家发展改革委系统、申银万国证券研究所和安信证券研究所，政、学、商三界逾 10 年宏观固收研究经验。专注于盈利债务周期模型下的全球大类资产配置研究。

张一平：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商研究发展中心宏观经济分析师（董事），主要从事宏观经济研究。

刘亚欣：美国雪城大学金融学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

高明：中国人民大学国民经济学博士，招商证券应用经济学博士后，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

张秋雨：南开大学经济学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。