

强势美元意味着什么？

短期美元强势地位不太可能逆转，那么这对于各国股市意味着什么？
即在今天越是被低估的货币，其国家股市在未来 3 年，越有可能获得更好回报。



在过去 2 年里，美元对其他主要经济体货币的币值有了明显上升。举例来说，从 2021 年初算起，到 2022 年 10 月末，美元兑欧元累计升值 19% 左右，美元对日元累计升值 40% 左右。在短短 20 个月的时间里实现如此升值幅度，是非常罕见的。

为什么美元在如此短的时间内急速升值？

背后可能有多种原因。比如一向以来，美元被视作“避险货币”，那就是当资产市场发生动荡，甚至产生恐慌时，投资者们第一个想到的就是把手中的货币换成美元，购买美国国债。这个因素，可以解释在今年初俄乌冲突开始时，为什么美元对几乎所有的其他货币都有明显升值。

另一个可能的原因，是相对于其他央行，美联储的升息意愿更坚定，升息步伐更快。比如目前美元的基准利率为 3%~3.5%，而欧元和日元的基准利率分别为 2%和负 0.1%。在外汇市场里，有很多投资者热衷于参与“利差交易”，即借入利率低的货币，去购买利率高的货币，以赚取其中的利差。相对于其他货币，美元的利率更高，因此也鼓励了更多的利差交易，推高了美元的币值。

那么在连续上涨 2 年以后，目前美元的币值算高还是低？美元是被高估，还是低估了呢？

有不少迹象表明，美元更可能处于被高估的状态。举例来说，《经济学人》杂志有一个很有名的“麦当劳指数”。该指数主要收集并比较世界各地的麦当劳汉堡价格，并以此来推测某国货币是被高估还是低估。“麦当劳指数”底下有一个重要的逻辑，那就是假设同一个麦当劳汉堡，在世界各地的售价应该是一样的。比如假设麦当劳在美国卖 5 美元，在中国卖 30 人民币，那么美元兑人民币的“公允”汇率就

应该是 1 比 6。将这个“公允”汇率和现实中的事实汇率做对比，就能推测出一国货币相对于美元是高估还是低估。基于《经济学人》在 7 月份计算的“麦当劳指数”显示，世界上大部分主要经济体的货币，和美元相比都被低估了，比如欧元低估 7.5%，英镑低估 13.8%，人民币低估 30%，日元低估 45%，港币低估 48%。

然后我们再看美元的实际有效汇率指数。根据国际清算银行（BIS）的计算，目前美元的实际有效汇率指数，处于 1970 年以来的第三高位置，仅次于 1971 年和 1985 年，距离 1985 年的高点也只差了 5% 左右。值得一提的是，1985 年，美国，英国，法国，德国和日本在美国纽约的广场酒店签署了著名的《广场协议》，合力贬低美元的币值。从此以后，美元对于其他国家主要货币（日元，德国马克，英镑，法郎等）的币值开始迅速下降。在《广场协议》签订后短短的两年内，美元对日元和德国马克贬值幅度超过 50%，对于英镑和法郎的贬值也接近 50%。当然，目前没有迹象表明任何政府有意向会面磋商降低美元币值，但足以可见美元的币值已接近历史高位。

从今天向未来展望，短期内美元的强势地位不太可能调头逆转，那么这种环境对于各国股市意味着什么呢？大致来说，在今天越是被低估的货币，其国家的股市在未来 3 年，越有可能获得更好的回报。

这背后主要有两个原因。首先，主要经济体的货币币值变化，很少会

是一根直线一路狂贬或者狂升，而是经常围绕着一个均值做上下波动。连续贬值的货币，在接下来更可能触底反弹，而连续升值的货币，则更可能触顶回调。所以目前被低估的货币，哪怕该国的股市在接下来没有变化，也很可能因为其币值“回归均值”而变得市值更高。其次，一国的货币币值低，意味着其提供的产品和服务价格更低，因此对于该国的出口行业和旅游业是重大利好，也可能刺激其股市在接下来的几年里开始反弹上涨。

以上是理论层面的分析，那么这样的预测是否有实证支持呢？研究人员 (Inker, 2022) 统计了过去 50 多年 (1970-2022) 的金融市场历史数据，发现一开始估值比较高的货币（高估幅度超过 16%），在接下来的 3 年时间内其币值平均下降 5.4% 左右。而一开始估值比较低的货币（低估幅度超过 14%），在接下来的 3 年时间内其币值平均上升 8.7%。所以，第一个猜想，即货币币值有“均值回归”的规律，得到了实证支持。

其次，研究人员也发现，一开始估值比较高的货币，其本国股市在接下来的 3 年内，以美元计算的回报，平均下跌 11% 左右。而一开始估值比较低的货币，其本国股市在接下来的 3 年内，以美元计算的回报平均上涨 9.3% 左右。这个规律，不仅存在于发达国家市场中，也存在于发展中国家市场中。

这些研究发现表明,我们投资者在分析金融市场时,要时刻提醒自己,不要被当下发生的新闻和价格变化过分影响。对于投资者来说,更重要的不是过去已经发生了什么,而是将来可能发生什么。

从中长期来说,很多资产都有“回归均值”的特点,因此不要因为它们最近时间的价格涨跌而过度看好或者看衰它们。比如我们如果看最近2年日本和欧洲股市的回报,很可能让人产生非常悲观的感觉。然而从价值投资的角度来看的话,欧洲和日本股票恰好处于货币估值和股市估值“双低”的状态。当然这并不代表欧洲和日本股票一定会在3个月、6个月或者1年以后开始反弹上涨,但至少表明这样的资产对于长期投资者来说值得耐心持有。事实上对于广大个人投资来说,更合理的策略是多元分散,在股票组合中包括美国、欧洲、日本、亚太等各个国家地区,在资产组合中包括股票、债券和房地产信托等多个资产。这样才能有效应对不同的市场周期和宏观环境,获得更好的长期回报。