当前宏观关注点问答：美元反弹

——周期、美元和市场

我们如何看待当前经济周期

短期是一轮库存的回落过程。经历了 2020 年疫情冲击的实体经济是虚弱的，全球央行投放的货币能够平滑经济周期在金融市场上的起伏，但是改变不了结构性矛盾——即疫情的发展和防控的状况形成了全球非对称的经济周期。在这个周期中，率先控制疫情的中国经济库存周期即将转向回落。

中期是一轮产能的回升过程。经历了 2010 年严监管带来的去杠杆过程，未来十年将逐渐进入到再杠杆过程。去杠杆之下的经济是弱需求的假设，面对的是强美元环境；则再杠杆之中的经济是需求恢复的过程，强弱美元将经历一次切换。只是这次再杠杆强度将受到“碳中和”的政策制约。

长期是一轮货币的更替过程。经历了 1940 年战后科技革命技术在民用领域的扩散，当前已经进入到扩散的后期，生产率回落至低点。伴随着旧技术对经济推动边际效应减弱的另一面是新技术革命的到来，承载经济的货币范式面临再次变革。

弱美元存在阶段性反弹风险

经济和货币政策分化的现实。伴随着库存周期逐渐进入到回落的过程，流动性也将继续进入到收缩的进程中，但信用的供给和需求之间的矛盾加大了涨价的压力。全球来看，全球生产和消费的错配形成的涨价风险，对产业链上下游的压力存在差异，构成新兴市场风险。

货币政策记忆：回到 2012-2013 年。库存周期的角度来看，以美联储货币政策视角，美国经济的错位复苏，创造了当前的宏观环境进入到需求端被财政转移支付填补，呈现出相对火热状态，货币政策有了类似于当年伯南克时期的收缩预期（1 月货币政策导入缩表预期，3 月货币政策导入降低债券购买预期，美联储开始关注国内强于国外）。从市场的反馈来看，从 2012 年美联储货币政策 OT 开始，2013 年黄金价格开始回落到 2014 年油价开始回落。风险在于美国主权债务的更加不可持续性将继续放大。

宏观冲突记忆：回到 2018 年。货币周期的角度来看，以大国博弈的视角，随着全球库存周期的回升，再次为国家竞争创造了良好的宏观背景。对内政策上中国在 2018 年进入到金融去杠杆阶段，以理财新规的出台为代表进行影子银行的压降，在 2020 年进入到“房住不炒”的紧信用阶段，以三道红线的实施进行房地产金融的转型。而对外政策上，2018 年和 2020 年均面临着中美冲突的至少阶段性升级。内外需求预期的回落预计将再次构筑本轮库存周期的顶部。

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 宏观组
研究员
徐闻宇
☎ 021-60827991
✉ xuwenyu@htfc.com
从业资格号：F0299877
投资咨询号：Z0011454

联系人
吴嘉颖
☎ 021-60827995
✉ wujiaying@htfc.com
从业资格号：F3064604

相关研究：

美元尝试反弹
——宏观利率图表 027
2021-02-17

等待美元的反弹
——宏观利率图表 026
2021-02-08

美元指数与中国利率
2020-09-30

全球尾部风险进入二次释放——2020 年元旦至今美元上涨点评
2020-02-21

开年首季问大势（一）——弱美元形成的条件、影响和应对
2020-01-13

弱美元下的市场并不悲观
2018-12-03

财政货币变频下的美元展望——华泰指数对冲系列（三）
2018-11-09

美元筑顶，商品再平衡和再库存
2016-12-26

经济周期

从周期运行的不同维度，我们可以将经济简单分解为短中长三个框架。短周期属于货币政策“逆周期”调节的工具领域，实现了库存周期的波动；中周期属于杠杆变动的周期，监管政策的松紧创造了产能周期的扩张和收缩；长周期属于“跨周期”调节的工具领域，宏观政策进行的是适应经济结构调整的操作，往往发生在经济运行的底部区间。

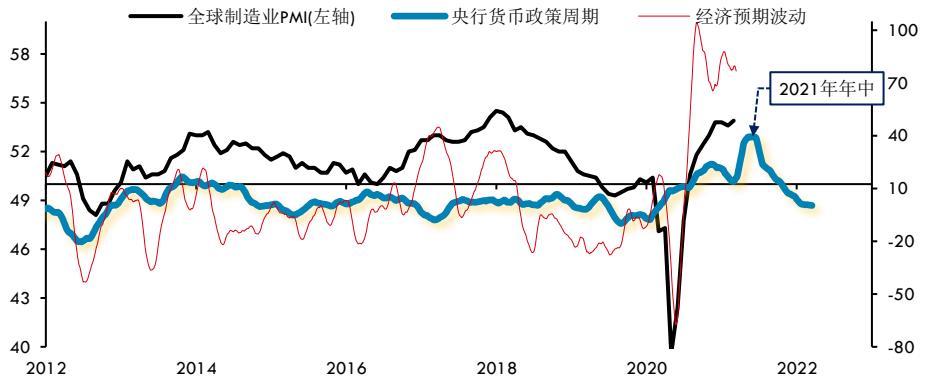
- **全球经济周期在何种状态?**

回答：经济处在改善状态下，市场对“复苏”已定价到了高点。

我们参考了多个市场对于经济周期的定价，在货币主义经济学框架下，经济波动周期的熨平经历：1）货币宽松修复经济主体资产负债表负债端、2）风险资产表达经济改善预期、到3）商品和利率市场表达宽松政策的退出。当前状态下，从去年二季度开始中国利率市场的进入“加息”状态，到美国利率市场从去年三季度的企稳到今年年初开始的陡峭化上行，利率市场快速定价着经济向上恢复的过程。当然利率的上行过程也包含了对于通胀预期、对于风险溢价的定价。

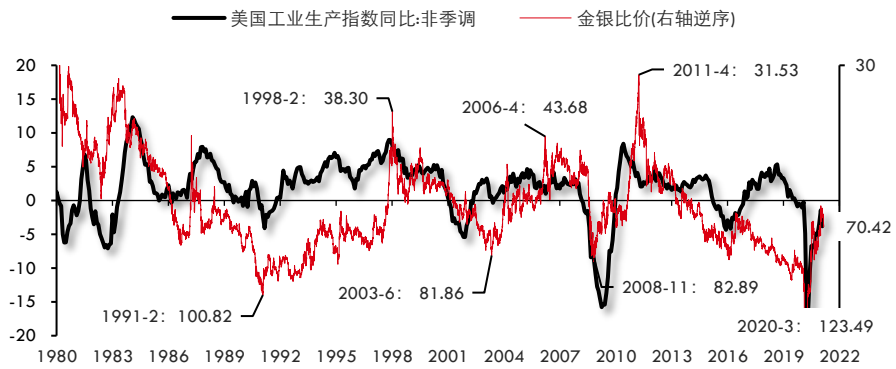
同时由于主要央行或多或少的通过控制收益率曲线的策略，降低利率快速上行对于市场风险负面影响，风险资产类别像权益市场、高收益债市场波动率人为的降至低位，而风险溢价也均处在相对较低的水平。

图 1：　从央行货币政策变化到实体经济运行波动



数据来源：Bloomberg　Wind　华泰期货研究院

图 2： 市场的经济表达之一（金银比价）波动出现改善



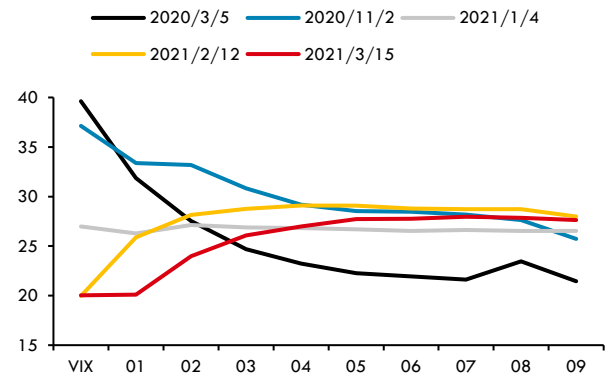
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3： 标准化处理后的全球制造业 PMI 依然处在景气状态

											2020			2021
	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar
全球	-1.9	-1.8	-5.0	-3.9	-1.6	-0.5	0.0	0.3	0.5	0.9	0.9	0.8	0.9	-
中国	-8.1	0.6	0.0	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.3	0.3	0.7	0.5	0.2	-0.2	-
美国	-1.1	-1.4	-3.4	-3.0	-0.5	0.0	0.4	0.3	1.3	0.8	1.6	1.1	1.7	-
日本	-1.0	-2.1	-3.1	-4.4	-3.8	-1.9	-1.2	-1.0	-0.7	-0.6	-0.2	-0.3	0.3	-
欧元区	-0.6	-1.7	-4.2	-2.8	-1.0	0.0	0.0	0.4	0.7	0.5	0.8	0.7	1.4	2.4
德国	-0.8	-1.3	-3.2	-2.8	-1.3	-0.3	-0.1	0.7	1.0	0.9	1.0	0.8	1.4	2.4
法国	-0.2	-1.8	-4.6	-2.4	0.4	0.4	-0.2	0.1	0.2	-0.3	0.1	0.2	1.3	2.0
英国	-0.3	-1.3	-5.3	-3.2	-0.7	0.1	0.6	0.3	0.2	0.7	1.2	0.3	0.6	1.3
澳大利亚	-1.2	0.6	-2.9	-1.8	0.2	0.6	-0.2	-0.7	1.2	0.3	1.0	1.0	1.6	-
加拿大	-0.4	-3.5	-4.1	-1.8	0.8	1.1	1.0	0.6	0.0	-0.5	-0.3	-0.1	0.9	-
韩国	-0.4	-2.2	-3.3	-3.4	-2.6	-1.1	-0.5	0.0	0.6	1.3	1.3	1.4	2.3	-
巴西	0.4	-0.4	-3.3	-2.7	0.3	1.8	3.3	3.3	3.7	3.1	2.5	1.4	1.8	-
俄罗斯	-0.7	-1.0	-6.8	-5.1	-0.3	-0.7	0.3	-0.5	-1.2	-1.4	-0.2	0.3	0.5	-
越南	-0.7	-3.1	-6.2	-2.8	0.0	-1.2	-1.8	0.4	0.2	-0.4	0.2	0.1	0.2	-

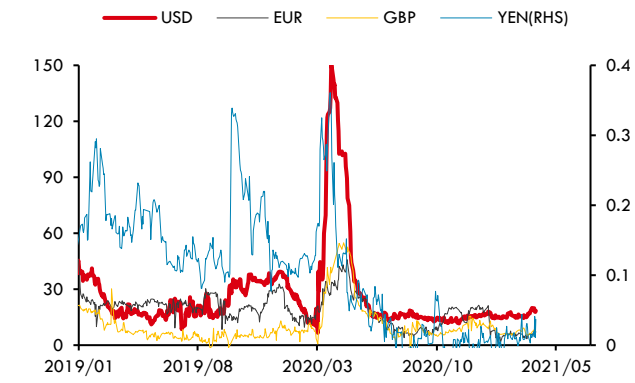
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4： 美股 VIX 指数期货远期升水结构



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 5： 主要货币 TED 利差处在低位



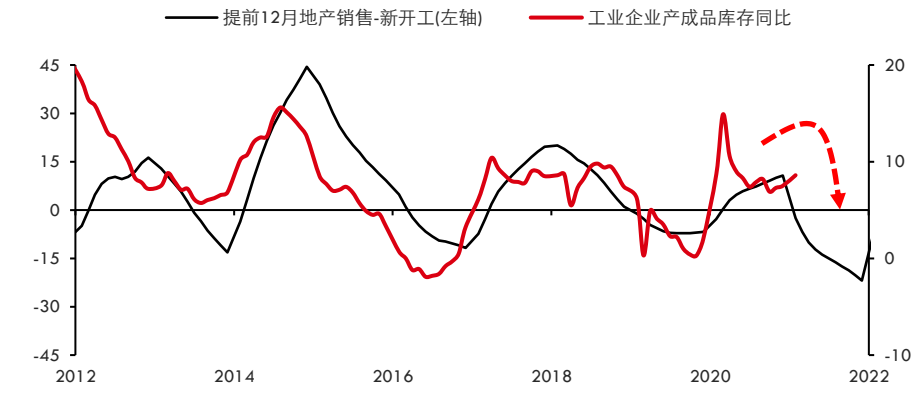
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

· **对中国库存周期如何判断？**

回答：见顶回落的风险在增加。

周期的驱动在于资产负债表的扩张和收缩。经历了 2018-2019 年的回落，经济周期在 2020 年开始进入到回升过程。宏观政策在 2020 年通过转移支付手段对遭受疫情冲击的实体部门进行“熨平”的操作后，在缺乏系统性风险的情况下，我们暂时可以认为这轮周期的起点在 2019 年底。那么在这种假设下，从扩张的节奏来继续外推，叠加着前期货币政策对于资产负债表的修复，2021 年年中左右经济扩张进入到顶点。

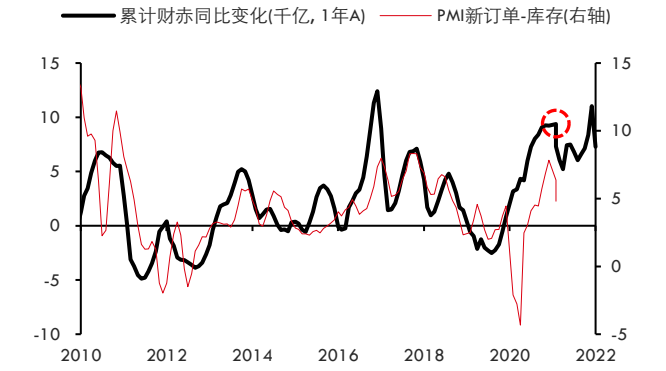
图 6： 以房地产周期驱动的经济波动进入下行风险增大



数据来源：Wind 华泰期货研究院

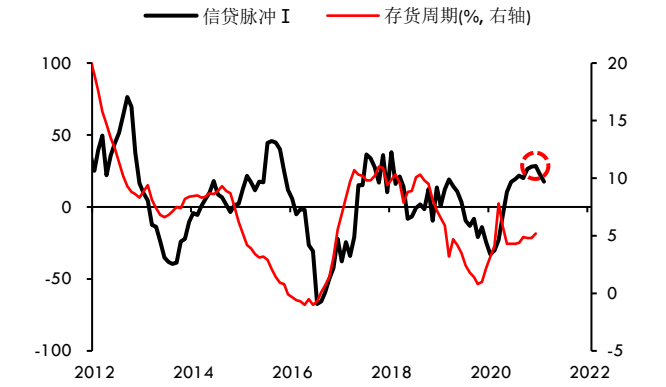
从资金角度，一季度预计将进入到流动性的顶部。2021 年的政府经济增长目标定在了 6%以上，相比较市场对低基数下经济增长 8%以上的预测来看，政府保守的经济目标背后隐含着稳杠杆和调结构的需求。年初以来对于房地产市场监管的持续加强，随着时间的推移将传导至实体需求的放缓上来；在这一过程中，尽管央行继续维持对于直达实体政策的续期，但是对于货币政策的表述上不再提“不急转弯”，叠加着连续 11 个月 LPR 利率的维持不变，我们认为政策相对偏紧的状态依然在延续，从而对于经济强劲的预期（一季度央行调查显示企业景气指数继续回升至 56.3，从而创造了旺盛的信贷需求，贷款需求指数再次回升至 77.5，为 2014 年以来新高）形成抑制。

图 7：　2021 年财政冲量已经见顶



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：　2021 年信贷冲量已经见顶

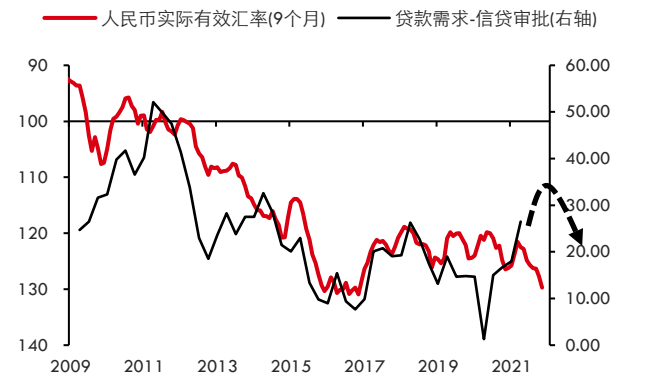


数据来源：Wind 华泰期货研究院

随着流动性的继续收紧，我们需要关注的除了周期的见顶之外，对于市场而言价格因素的关注点也相应上升。一方面，疫情驱动中国经济率先重启的过程中，人民币在去年下半年开始持续走强，离岸美元兑人民币从 7.2 持续回落至 6.4。而人民币有效汇率指数也再次接近了 2016 年的高点。汇率的走强通过贸易的角度削弱国内经济的产出，为当前强劲的市场预期降温，当然从基数效应而言 4 月份公布的一季度宏观经济数据将继续表现突出。

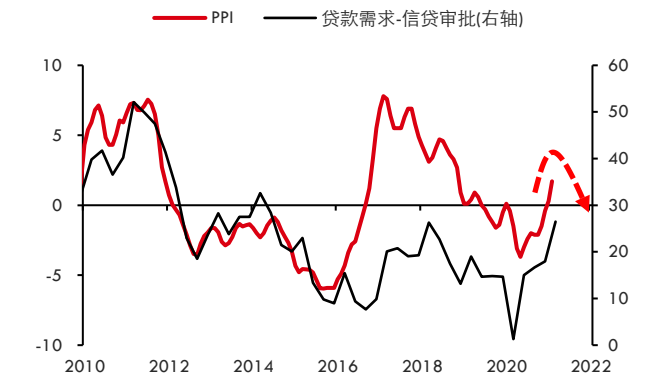
对于未来，市场将逐渐进入到对宏观预期兑现的交易上来，也就是从真实的经济数据层面对于预期进行一个验证。时间点上而言，4 月份依然有超预期的可能性。一个是 3 月信贷数据在当前的政策高压和信贷需求旺盛下是否出现超预期的可能；另一个是 4 月政策层面对于经济的乐观表述超预期，从而生成一个超预期的政策收紧预期。

图 9：　前置一年的汇率对信贷造成压力



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10：　PPI 将伴随着信贷见顶后逐渐见顶



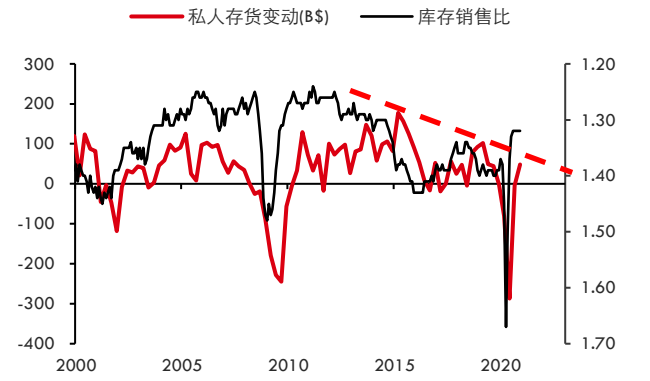
数据来源：Wind 华泰期货研究院

· **对美国库存周期如何判断？**

回答：美国库存周期仍处在回升的过程之中。

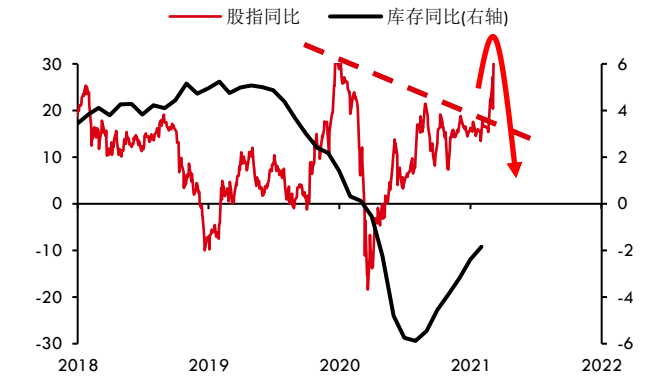
在美国私人部门因为疫情带来的冲击过程中，通过主权资产负债表扩张填补了这部分空缺，私人部门短期受到的负面影响降低，周期延续改善的状态——消费状况的改善和房地产市场在低利率环境下的繁荣，都推动了美国库存周期在绝对和相对意义上的改善。

图 11：　美国库存投资自疫情冲击后开始改善



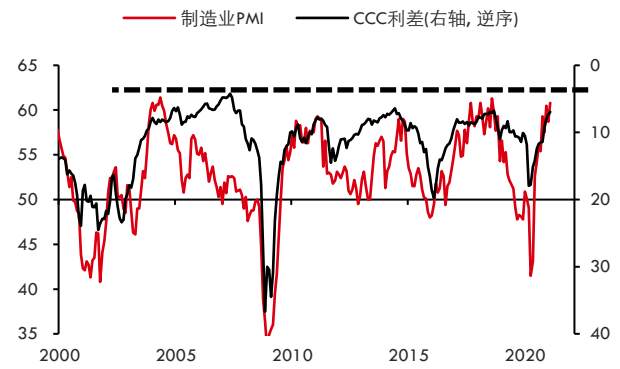
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 12：　库存自 8 月开始回升，美股定价的乐观延续



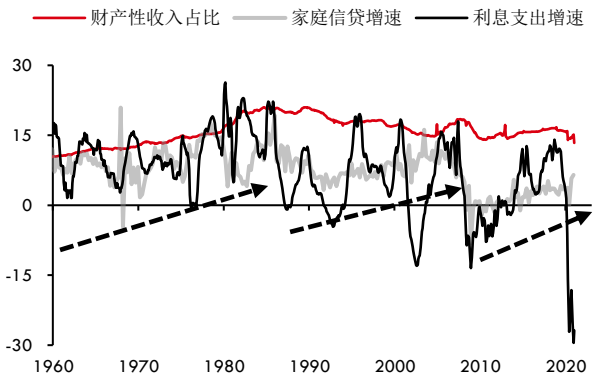
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 13： 美国库存投资自疫情冲击后开始改善



数据来源：Wind 华泰期货研究院

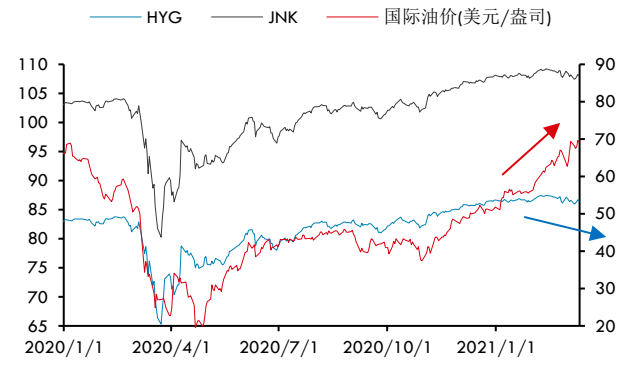
图 14： 疫情政策推动家庭部门的信贷增速在延续



数据来源：Wind 华泰期货研究院

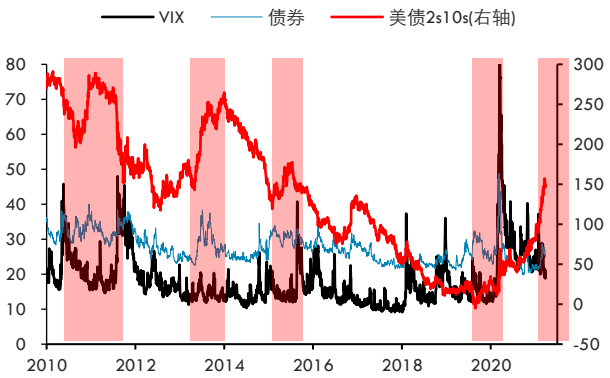
从市场定价角度，3 月份美股定价的经济周期似乎向上突破了震荡区间，但是这也是我们值得警惕的地方，这里的市场突破隐含了去年 3 月份“熔断”创造的低基数因素。以市场的状态来看，当前美联储和美国财政部都已经公开表示风险资产已经处在较高的状态。未来这个泡沫可以延续的重点在于所谓美元周期驱动的资金流入进行承接，但是短期不稳定迹象已经开始出现，Archegos 基金的平仓事件已经波及了像野村、瑞信等投行的亏损。

图 15： 高收益债基金走势和油价出现背离



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 16： 美债收益率曲线的陡峭化容易触发市场波动



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

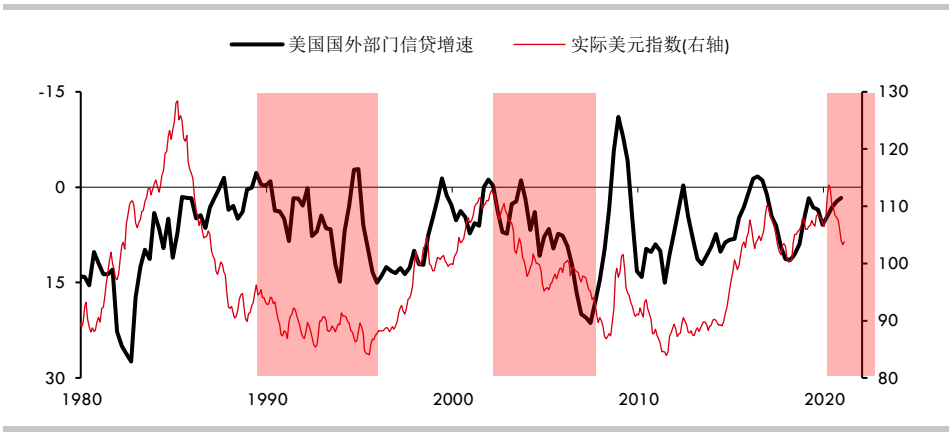
· **对再产能的判断是否改变?**

回答：我们继续认为未来产能周期将进入到扩张阶段。

从历史相关性来看，产能周期的启动伴随着全球的流动性宽松。也就是从市场定价来判断，产能周期的开启和美元周期的走弱是一个问题的两面，在美元周期驱动的全球经济运行过程中，产能的扩张背后是信贷需求的周期性回升——美元承担着全球流动性提供的角色。通过美国需求增长驱动了分工条件下非美供给的上升，债务驱动了经济的螺旋式上升过程，同时带动了自身债务型经济模式的扩张。因而很理想的情况便是，美国对外负债和对内负债的扩张提供了全球经济的流动性的扩张，背后是一个弱美元的环境。

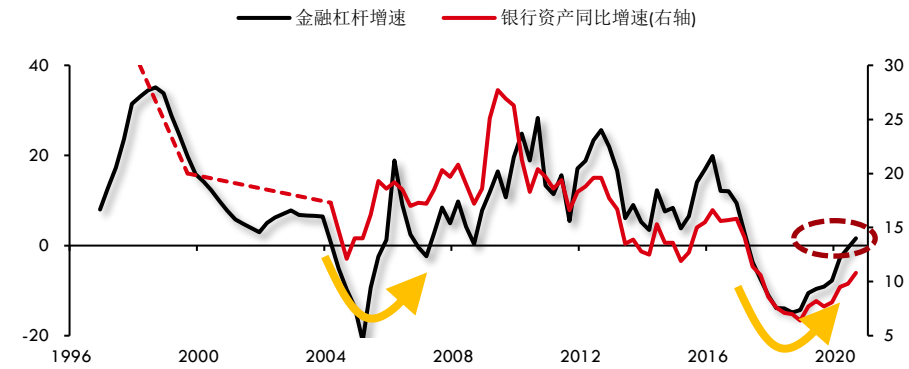
回顾历史，美元循环存在着大约十年一轮的强弱结构切换。在上世纪 80 年代沃克尔“力挽狂澜”带来的里根大循环背景下，全球经济进入到持续的繁荣，美元表达了持续的走弱状态。及至 90 年代，以“历史的终结”开启的并不是繁荣的扩张，而是全球再次结构性失衡下的新兴市场危机，创造了强美元状态下的第三代货币危机模型。到了二十一世纪的第一个十年，对外来看美国找到了外部的杠杆承接方——中国，而对内来看美国通过居民部门房地产杠杆转移企业科网泡沫，在弱美元的延续过程中创造了格林斯潘繁荣。而在 2010 年中国金融周期向下，无法作为美国外部杠杆承接方的情况下，美国通过多德弗兰克法案收紧了对于杠杆的监管，以 2011 年欧债危机、2014 年石油危机、2015 年中国股市危机为杠杆去化的节点，开启了强美元的周期。

图 17： 实际美元指数的走弱和流动性的继续扩张



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 18： 中国经历了 2010 年以来的去杠杆之后，杠杆增速逐渐改善



数据来源：Wind 华泰期货研究院

展望未来，经历了强监管背景下的杠杆收缩，监管政策一定意义上的结构放松应是题中之意。未来进行这种扩张，美联储货币政策在 2020 年进行了框架性的修改，为了改善就业和名义经济增长，美联储货币政策增加了对于通胀上行的容忍度。这里需要区分政策的逆周期和跨周期，前者对应的是库存周期维度的周期熨平，而后者针对的是更长周期维度的经济和金融结构调整。

美元反弹

针对短周期的库存波动，周期的错配也加剧了美元反弹的可能。而美元反弹即是这种错配的镜像，也将通过风险的形式，加速了错配的修正。

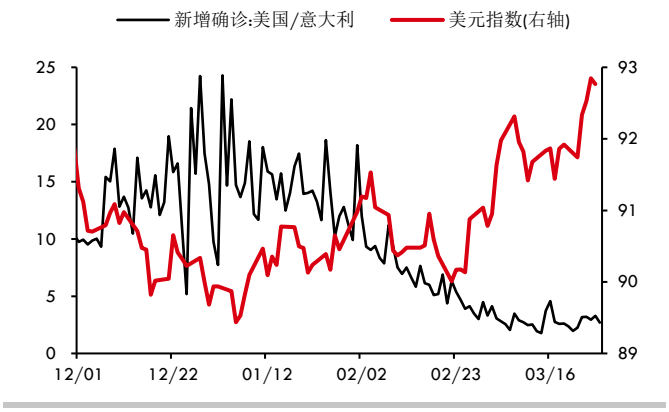
- **美元反弹的宏观背景是什么？**

回答：年初以来美元反弹，背后反馈的是主要经济体之间经济和货币政策分化的现实。

伴随着中国库存周期逐渐进入到回落的过程，宏观流动性也将继续进入到收缩的进程中，但信用的供给和需求之间的矛盾加大了涨价的压力——宏观上形成了“滞胀”的环境。而这种由于全球生产和消费的错配形成的“滞胀”风险对于产业链上游的国家冲击更为明显，即开始符合新兴市场危机模型。

新冠肺炎疫情对于经济活动最明显的影响是生产停滞，只有在严格的防疫措施下生产才会开启。因而，相比较全球而言，中国由于处在持续防控状态下，生产优先于消费恢复。但是全球经济运行过程中，疫情的持续发酵对于生产端带来很大影响。供给的断裂投射在大宗商品市场上便是2020年我们看到的原油市场的“负油价”以及黄金市场的现货“高溢价”。而需求端如果把视角聚焦在产业链下游国家，我们注意到美国等发达经济体进入到了史无前例的财政货币刺激状态之中，这种政策的应对措施形成需求端的快速改善（图14中美国家庭信贷增速并没有伴随着疫情出现断裂），即下游消费国的经济呈现出“V”型修复。但是上游生产国之中，除了中国对接于消费国的出口需求外，其他主要生产国和原材料国家的经济活动并没有改善。也就是说这种生产停滞对于全球总量上来说造成了供不应求的供需错位，驱动价格上涨；对于上游国家来说造成了经济产出的下滑，驱动市场预期的回落。

图 19： 12 月以来疫情发展状态对比美元指数



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 20： 7 月以来美国经济预期差对比美元指数



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

政策预期的分化驱动新兴市场风险增强。从目前的状态看，如果叠加着油价继续上行预期不转变的话，其实依然是货币政策转向预期延续的表达，对于市场而言将进一步的去强化美元资产的上升或者说反弹。而对于新兴市场，目前则是在疫情这一主导因素下，下游由于货币财政刺激推动需求的快速改善和上游由于有限开工带来的供给削弱，驱动了主要资源品价格上行带来的市场高通胀预期下，叠加着上游弱生产降低的经济产出下降，在和美国为代表的消费国利差的进一步缩减、引发资本流出驱动的新兴市场被动加息，也就是第三代的债务危机模型正在加强。

- **货币政策可比的是哪段时间？**

回答：上一轮可比的货币政策区间为 2012-2013 年，彼时美联储开始尝试退出宽松。

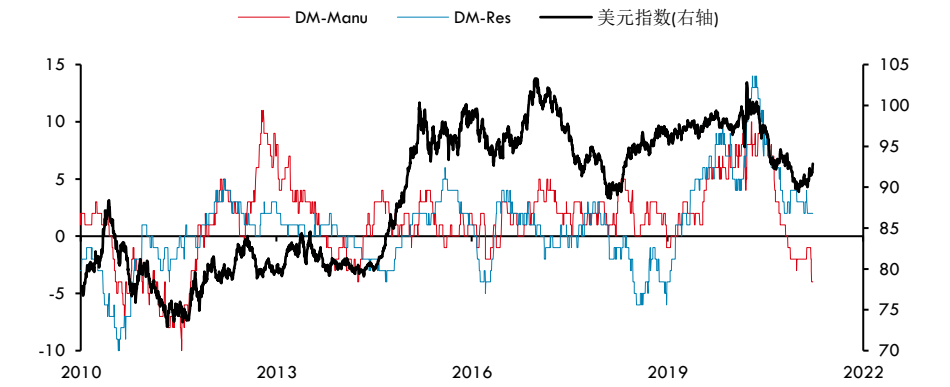
货币政策记忆：回到 2012-2013 年。库存周期的角度来看，以美联储货币政策视角，美国经济的错位复苏，创造了当前的宏观环境进入到需求端被财政转移支付填补，呈现出相对火热状态，美联储货币政策——1 月 FOMC 货币政策会议纪要开始导入缩表预期，3 月鲍威尔将货币政策中继续导入未来将降低债券购买的预期，而在这个阶段美联储对于美国国内的经济关注开始强于国外——有了类似于当年伯南克时期的收缩预期：

美联储从 QE3 之后，第一个货币政策转向的信号发生在 2012 年 6 月，美联储货币政策操作中用 OT 替代了市场一致预期的 QE4；随后在 2013 年的“沟通失误”造成的缩减恐慌中继续导入未来退出货币政策宽松的预期。

从市场的反馈来看，从 2012 年美联储货币政策 OT 开始，上一轮美联储货币政策的收紧驱动了 2013 年 4 月黄金价格大幅回落、到 2014 年 9 月美联储公布货币政策正常化路线图油价开始显著回落。风险在于美国主权债务的更加不可持续性将继续放大。

在新兴市场经济体中从巴西到俄罗斯、在发达市场经济体中从日本到加拿大，目前随着后疫情阶段经济的逐渐改善，除了欧洲央行阶段性的扩大了宽松规模，其他各大央行都在不同程度上描绘着宽松政策退出的蓝图。只是不同经济体他的货币刺激政策退出存在着主动和被动的差异——从核心驱动来看，美联储对长端利率快速上行表现出的似乎漠不关心，容忍利率的上行，以及从 1 月份的会议纪要表达 Tapering 到 3 月份鲍威尔声明缩减购债，都在继续释放未来货币政策从紧的路径预期。

图 21： 发达经济体和制造国、资源国之间货币政策差异对比美元指数



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

对于美国而言，目前的政策导向是稳定就业和拉升名义经济增长，因而我们看到在民主党掌控了两院之后，新一轮刺激持续在推出的路上。按照耶伦稳健财政的推进基调，我们认为供给侧的实行加税政策和需求侧的拉拢顺差国金主是新刺激能否顺利推行的两个关键因素。因为加税在缩小贫富分化的同时对经济产生短期的压力，所以对于短期的名义经济增长平滑需要顺差国金主的资金供给，而这部分目前在中美阿拉斯加分歧中缺乏正面效应，短期可能只剩下从名义价格效应来达到这种经济的稳增长——通过继续推升油价驱动价格效应改善名义增长。从时间上来看，需要关注的是 4 月初召开的 OPEC 峰会上沙特等作出的减产决策还会否延期，以及到 4 月下旬的气候峰会——对于碳中和来说高油价的现实背景可能成为推进“环保主义”的一个有利变量。

市场担心高通胀预期和高利率对于风险资产的压力增加。我们确实从美债利率的这一轮反弹过程中，已经看到了美股价值板块和成本板块之间的分化。同时对于高估值下美股风险

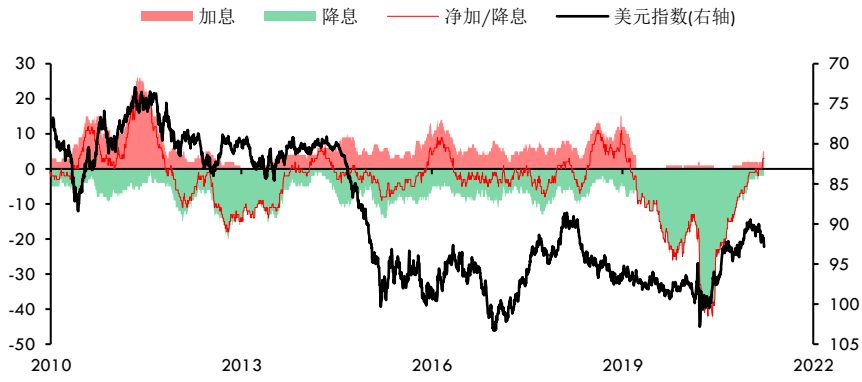
资产的稳定需要新的资金，3 月国会听证会上耶伦已经相对明确表达了放松年中银行等金融机构开展美股回购。但是从政策落地到金融机构实施回购操作，需要的是一个触发其进行股债配置切换的原因——在今年以来美国高收益债和油价的相关性转弱的转变已经发生的情况下，股市波动的不稳定因素降低（去风险）需要的可能是一个高油价以及风险因素来得以实现——关注 Archegos 基金事件是否会成为一个触发点。

- **宏观环境可比的是哪段时间？**

回答：上一轮可比的宏观环境为 2018 年，彼时中国在去杠杆的同时面临中美贸易冲突

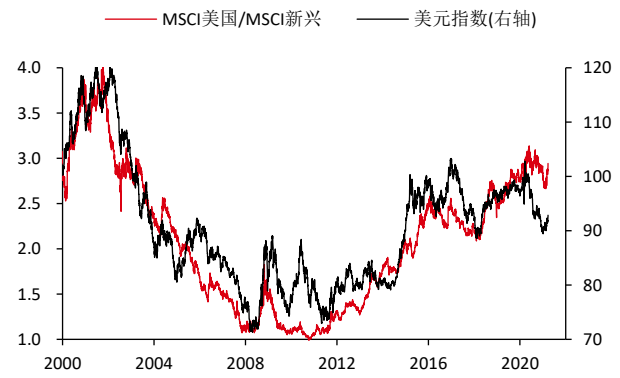
宏观冲突记忆：回到 2018 年。货币周期的角度来看，以大国博弈的视角，随着全球库存周期的回升，再次为国家竞争创造了良好的宏观背景。对内政策上中国在 2018 年进入到金融去杠杆阶段，以理财新规的出台为代表进行影子银行的压降，在 2020 年进入到“房住不炒”的紧信用阶段，以三道红线的实施进行房地产金融的转型。而对外政策上，2018 年和 2020 年均面临着中美冲突的至少阶段性升级。内外需求预期的回落预计将再次构筑本轮库存周期的顶部。

图 22： 全球主要经济体加减息变化对比美元指数



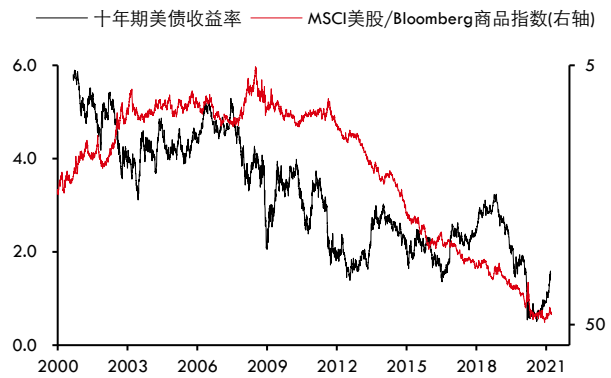
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 23： 美元指数反弹关注新兴市场风险



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 24： 宏观周期调整，关注需求端的影响



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

免责声明

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准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com