新时代证券 New Times Securities

全球信用周期、美元周期，谁驱动谁?

——宏观经济周度观察

投资周报

上周公布的货币金融数据，验证了中国信用周期向下的到来，这将对全球经济产生重要影响，也会间接影响美元指数。与此同时，美元指数止跌，美元汇率会通过影响其他国家的货币政策、债务风险、外债成本等方面，来影响全球的信用周期。全球信用周期、美元周期之间存在复杂的纠缠关系。那么，全球信用周期、美元周期，谁驱动谁?

次贷危机之后，中国对全球经济的影响加大。中国存在三年半左右的信用周期，中国信用扩张时，一方面从欧日韩增加产业链上游的进口，另一方面从新兴市场、发展中经济体增加产业链下游的进口，最终带动全球经济周期向上。当全球经济好转时，美元的避险属性下降，美元走弱。同时，由于美国是消费国，中国信用周期拉动下，非美经济体表现好于美国经济体，这也会导致美元走弱。可见，中国信用周期对全球经济增长、商品价格、汇率等多个方面都有深远影响。

欧美学者的研究重点更多的是美元如何驱动全球信用周期。汇率波动可以通过贸易等实体经济渠道影响全球经济、金融市场，不过金融渠道越来越受到重视。美元升值时，首先，新兴市场偿债压力增加，自身主动收缩信贷；其次，新兴市场债务风险上升，跨国银行出于防范风险收缩信贷；再次，新兴市场汇率风险增加，货币政策收紧，导致信贷收缩。这些最终导致美元周期和全球信用周期密切相关。

以上两个说法似乎都有些道理，但哪个是正确的呢？我们进行格兰杰因果关系检验。检验结果表明，美元指数变化是新兴市场杠杆率变化的格兰杰原因，但是新兴市场信用周期不是美元指数变化的格兰杰原因。而且交叉相关性检验表明美元指数变化和新兴市场杠杆率变化是负相关，这和理论一致，美元走强抑制新兴市场信用周期扩张，反之亦然。

令人困惑的是，虽然美元指数变化是中国杠杆率变化的格兰杰原因，但是进一步的交叉相关性检验表明，美元指数变化滞后项和中国杠杆率变化正相关，这和前文的理论不一致，也和其他新兴市场不一样，我们认为美元指数和中国杠杆率之间可能存在这么一个机制：内生机制或者外生冲击导致经济周期向下，避险情绪导致美元走强，一两个季度之后，中国逆周期调节下杠杆率增速上升。

从检验结果来看，美元指数对预测新兴市场信用周期有所帮助，但很难通过中国信用周期、新兴市场信用周期来预测美元，原因可能在于美元汇率受到的影响因素比较多。不过这不能否定，中国信用周期对全球经济的影响。2020 年 12 月货币金融数据确认了中国信用周期向下拐点的到来。但是不用过度担心经济快速向下。首先，信用扩张的滞后性还会刺激中国以及全球经济 2-6 个季度。其次，信用周期对经济的影响还要考虑外部环境。此次疫情后的信用扩张是全球同时进行的，虽然中国已经开始信用收缩，但是由于疫情的错位，欧美仍在信用扩张中，这会抵消中国信用收缩对全球经济的影响。因此，中国经济复苏进入第二阶段，一方面内生动机增强，另一方面海外经济刺激的溢出效应还比较明显。

全球信用周期对美元周期的预测效果不是很好，美元汇率的最核心影响因素仍是美国的潜在经济增速。当前，全球经济修复下避险情绪回落，以及美国经济的相对弱势，暂时会压制美元。但是，毫无疑问，作为科技最强国，疫情后美国的潜在经济增速仍会回升，届时美元将进入上行周期。

- **风险提示：历史不代表未来；经济指标间的逻辑很难判断**

刘娟秀（分析师）
liujuanxiu@xsdzq.cn
证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）
xingshuguang@xsdzq.cn
证书编号：S0280520050003

相关报告

投资周报: 零利率约束下的美国财政刺激
2021-1-10
投资周报：美国股债关系的演化
2021-1-3
投资周报: 商品价格与股票价格关系的演化
2020-12-27
投资周报：股市板块轮动的久期视角
2020-12-13
投资周报：变凹的美元微笑曲线
2020-11-22
投资周报：被忽视的通胀风险溢价
2020-11-15
投资周报：ZLB 约束下的美股风险溢价
2020-9-27
投资周报: 如何正确地理解盈亏平衡通胀率
2020-9-20

目 录

1、 全球信用周期、美元周期，谁驱动谁？ 3
2、 国内高频数据观察 6
2.1、 生产指标分化 6
2.2、 商品房销量上升 7
2.3、 猪肉价格持续上涨 7
2.4、 货币市场利率上升 8
2.5、 人民币小幅贬值 9

图表目录

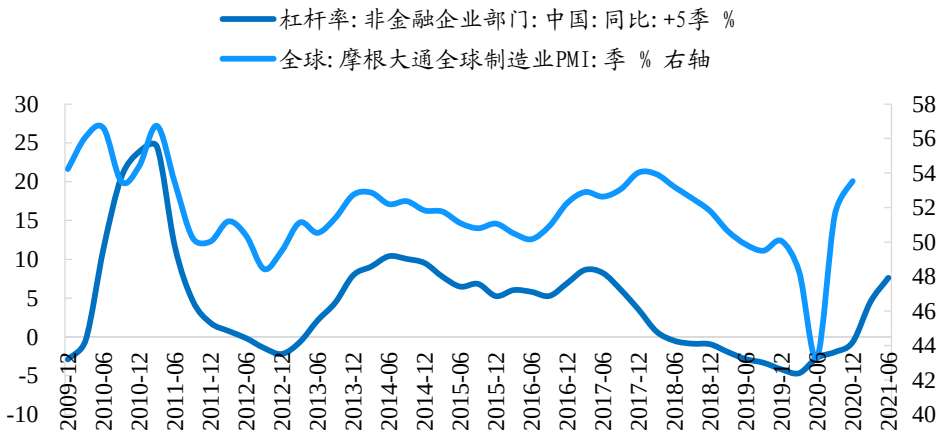
图 1: 中国信用周期领先全球 PMI 3
图 2: 美元指数影响新兴市场信用周期 4
图 3: 美元指数同比滞后项和中国杠杆率同比似乎正相关 5
图 4: 美元指数和美国潜在经济增速同趋势 5
图 5: 经济指标间的逻辑很难判断 6
图 6: 全国高炉开工率下降 6
图 7: 汽车全钢胎、半钢胎开工率上升 7
图 8: 商品房周销量增速下滑 7
图 9: 猪肉价格上升 8
图 10: 原油价格上升 8
图 11: 货币市场利率上升 9
图 12: 人民币小幅贬值 9

1、 全球信用周期、美元周期，谁驱动谁?

上周公布的货币金融数据，验证了中国信用周期向下的到来，这将对全球经济产生重要影响，也会间接影响美元指数。与此同时，美元指数止跌，美元汇率会通过影响其他国家的货币政策、债务风险、外债成本等方面，来影响全球的信用周期。全球信用周期、美元周期之间存在复杂的纠缠关系。那么，全球信用周期、美元周期，谁驱动谁?

次贷危机之后，中国对全球经济的影响加大。中国存在三年半左右的信用周期，中国信用扩张时，一方面从欧日韩增加产业链上游的进口，另一方面从新兴市场、发展中经济体增加产业链下游的进口，最终带动全球经济周期向上。当全球经济好转时，美元的避险属性下降，美元走弱。同时，由于美国是消费国，中国信用周期拉动下，非美经济体表现好于美国经济体，这也会导致美元走弱。可见，中国信用周期对全球经济增长、商品价格、汇率等多个方面都有深远影响。

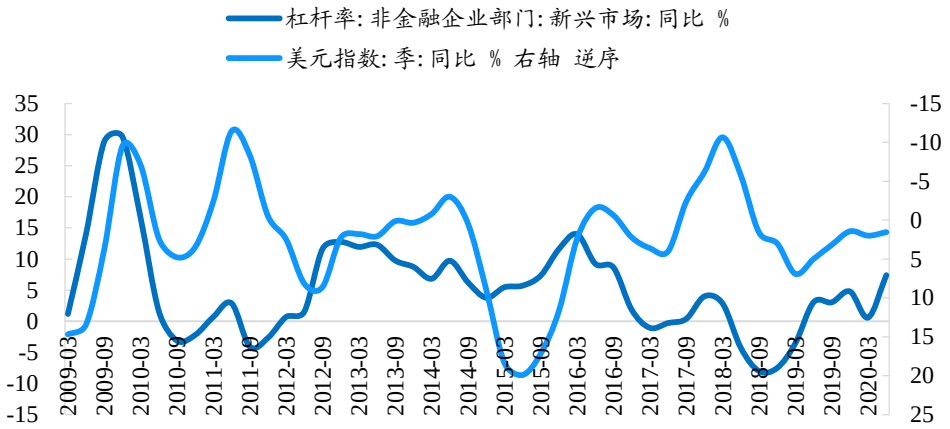
图1： 中国信用周期领先全球 PMI



资料来源：Wind，新时代证券研究所

欧美学者的研究重点更多的是美元如何驱动全球信用周期。汇率波动可以通过贸易等实体经济渠道影响全球经济、金融市场，不过金融渠道越来越受到重视。美元升值时，首先，新兴市场偿债压力增加，自身主动收缩信贷；其次，新兴市场债务风险上升，跨国银行出于防范风险收缩信贷；再次，新兴市场汇率风险增加，货币政策收紧，导致信贷收缩。这些最终导致美元周期和全球信用周期密切相关。

图2： 美元指数影响新兴市场信用周期



资料来源：Wind，新时代证券研究所

以上两个说法似乎都有些道理，但哪个是正确的呢？我们进行格兰杰因果关系检验。虽然格兰杰因果关系只是统计意义上的，但是结合逻辑判断，我们可以得到更接近真实情况的因果关系。检验结果表明，美元指数变化是新兴市场杠杆率变化的格兰杰原因，但是新兴市场信用周期不是美元指数变化的格兰杰原因。而且交叉相关性检验表明美元指数变化和新兴市场杠杆率变化是负相关，这和理论一致，美元走强抑制新兴市场信用周期扩张，反之亦然。

美元指数与全球信用周期的格兰杰因果关系检验

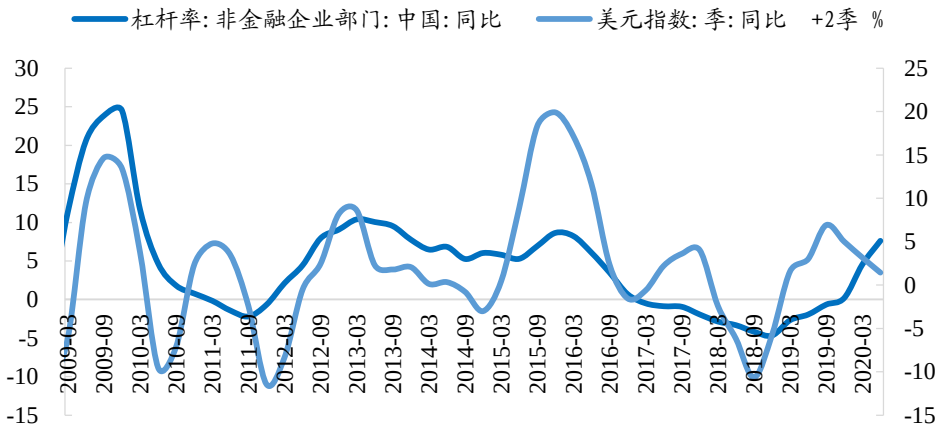
假设	F-Statistic	Prob.
中国杠杆率变化不是美元指数变化的格兰杰原因	0.56245	0.7556
美元指数变化不是中国杠杆率变化的格兰杰原因	2.86104	0.0313
新兴市场杠杆率变化不是美元指数变化的格兰杰原因	1.24995	0.3237
美元指数变化不是新兴市场杠杆率变化的格兰杰原因	7.11030	0.0004

资料来源：新时代证券研究所；注：美元指数是非平稳的，故我们采用平稳的美元指数同比。样本为 2007 年一季度至 2020 年二季度的季度数据。格兰杰因果关系检验滞后阶数为 6。

令人困惑的是，虽然美元指数变化是中国杠杆率变化的格兰杰原因，但是进一步的交叉相关性检验表明，美元指数变化滞后项和中国杠杆率变化正相关，这和前文的理论不一致，也和其他新兴市场不一样，我们认为美元指数和中国杠杆率之间可能存在这么一个机制：内生机制或者外生冲击导致经济周期向下，避险情绪导致美元走强，一两个季度之后，中国逆周期调节下杠杆率增速上升。

由于中国经济体量大、政府调控能力强，中国的信用周期受美元的制约较小，具有相对的独立性，但是其他小型开放新兴经济体信用扩张则会受到美元汇率的影响。

图3： 美元指数同比滞后项和中国杠杆率同比似乎正相关



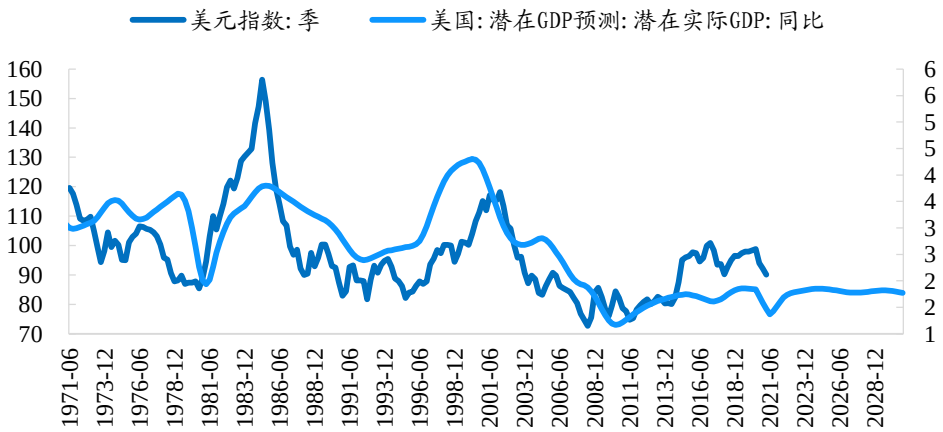
资料来源：Wind，新时代证券研究所

从检验结果来看，美元指数对预测新兴市场信用周期有所帮助，但很难通过中国信用周期、新兴市场信用周期来预测美元，原因可能在于美元汇率受到的影响因素比较多。不过这不能否定，中国信用周期对全球经济的影响。

2020 年 12 月货币金融数据确认了中国信用周期向下拐点的到来。但是不用过度担心经济快速向下。首先，信用扩张的滞后性还会刺激中国以及全球经济 2-6 个季度。其次，信用周期对经济的影响还要考虑外部环境。此次疫情后的信用扩张是全球同时进行的，虽然中国已经开始信用收缩，但是由于疫情的错位，欧美仍在信用扩张中，这会抵消中国信用收缩对全球经济的影响。因此，中国经济复苏进入第二阶段，一方面内生动机增强，另一方面海外经济刺激的溢出效应还比较明显。

全球信用周期对美元周期的预测效果不是很好，美元汇率的最核心影响因素仍是美国的潜在经济增速。当前，全球经济修复下避险情绪回落，以及美国经济的相对弱势，暂时会压制美元。但是，毫无疑问，作为科技最强国，疫情后美国的潜在经济增速仍会回升，届时美元将进入上行周期。

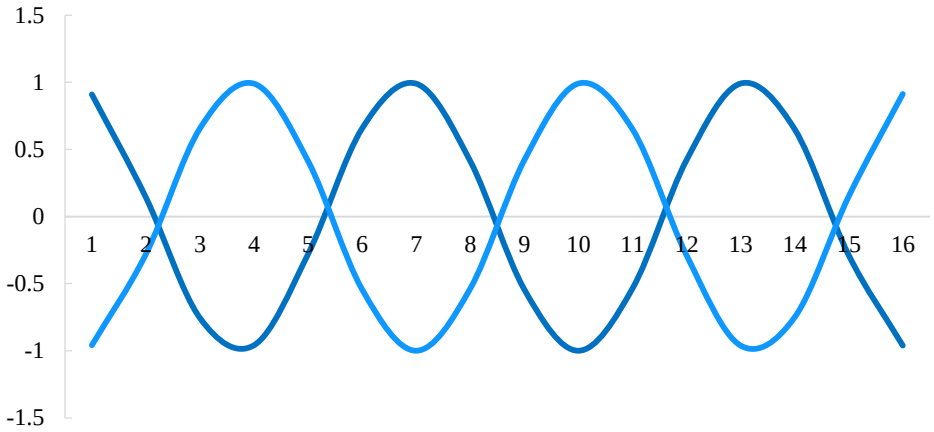
图4： 美元指数和美国潜在经济增速同趋势



资料来源：Wind，新时代证券研究所

最后要坦白的是，我们并没有完全弄清楚全球信用周期与美元周期的关系，原因在于多数经济指标之间存在稳定关系，尤其是具有周期特征的指标。如下图所示，我们即可以得到两者当期负相关，又可以得到两者滞后正相关，判断两者之间的因果关系比较困难，此时我们尽量辅以经济理论来减少误判。

图5： 经济指标间的逻辑很难判断



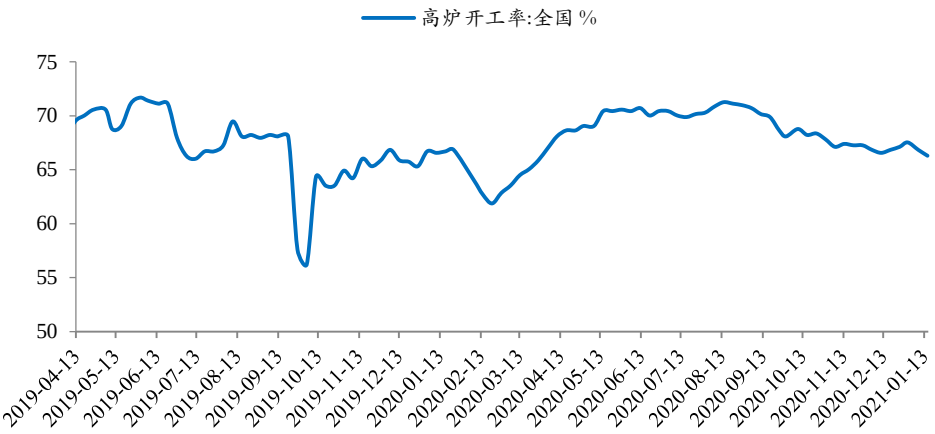
资料来源：新时代证券研究所

2、 国内高频数据观察

2.1、 生产指标分化

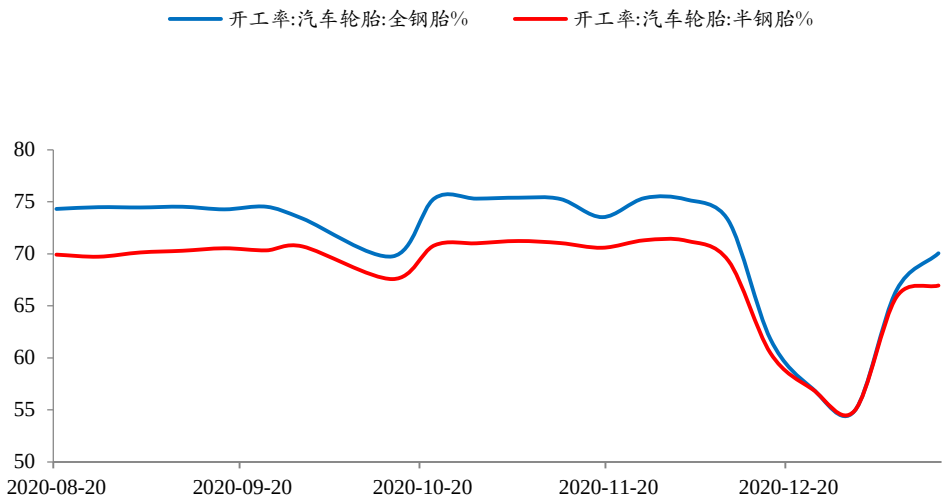
上周，生产指标分化。全国高炉开工率下滑 0.55 个百分点至 66.3%。汽车全钢胎与半钢胎开工率分别上升 3.55、1.1 个百分点至 70.05%、66.95%。

图6： 全国高炉开工率下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 汽车全钢胎、半钢胎开工率上升

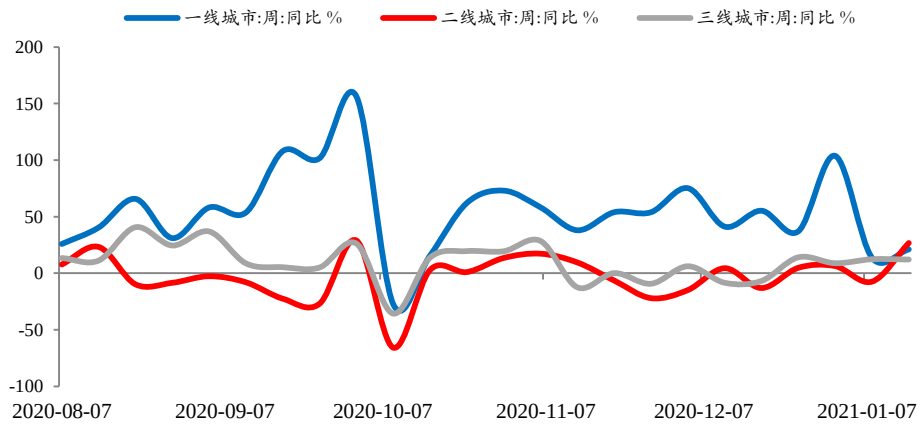


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、 商品房销量上升

上周，30 大中城市商品房日均成交面积为 58.78 万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周 53.39 万平方米上升。30 大中城市商品房成交面积同比增长 20.19%，增速上升，其中，一、二、三线城市商品房销售面积分别同比增长 21.08%、26.75%、12.16%。

图8： 商品房周销量增速下滑

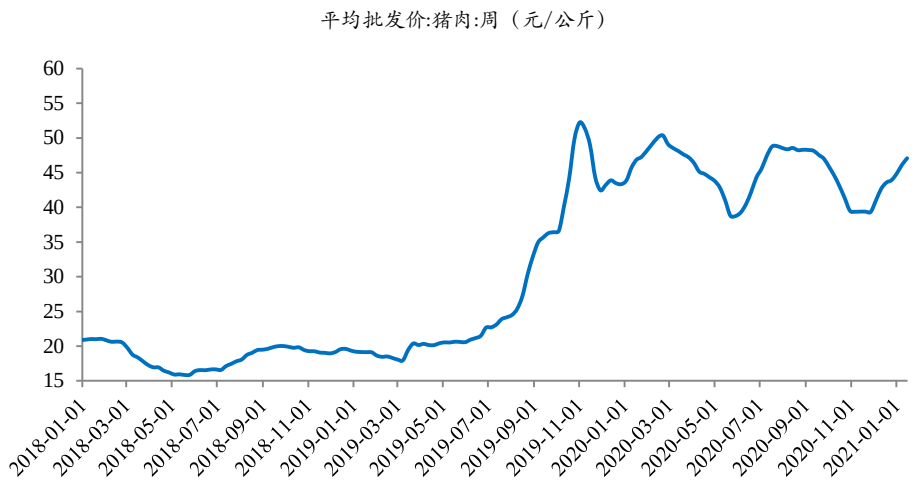


资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

2.3、 猪肉价格持续上涨

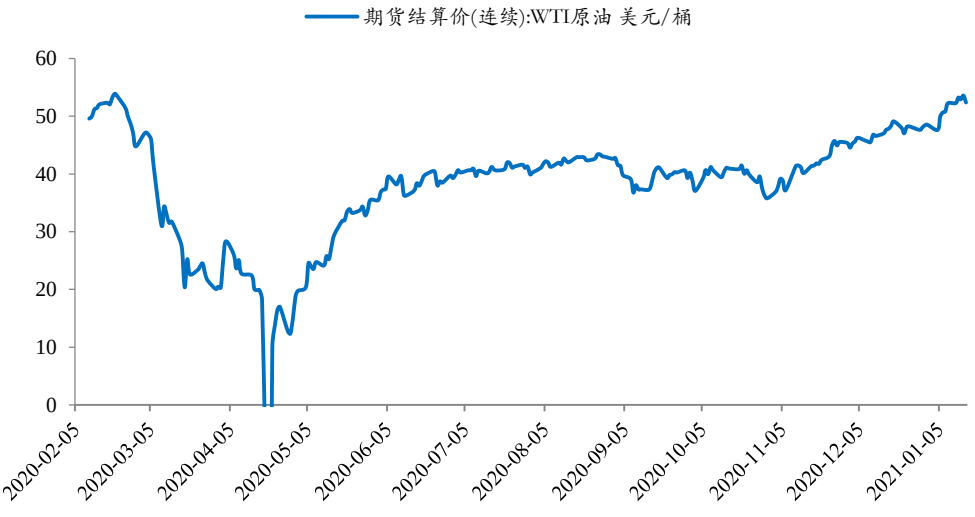
上周，猪肉平均批发价环比上升 2.09%，28 种重点监测蔬菜平均批发价环比上涨 6.36%，但 7 种重点监测水果平均批发价环比下降 0.68%。原油价格分化，WTI 原油价格环比上升 0.23%，布油价格环比下降 1.59%。

图9： 猪肉价格上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 原油价格上升

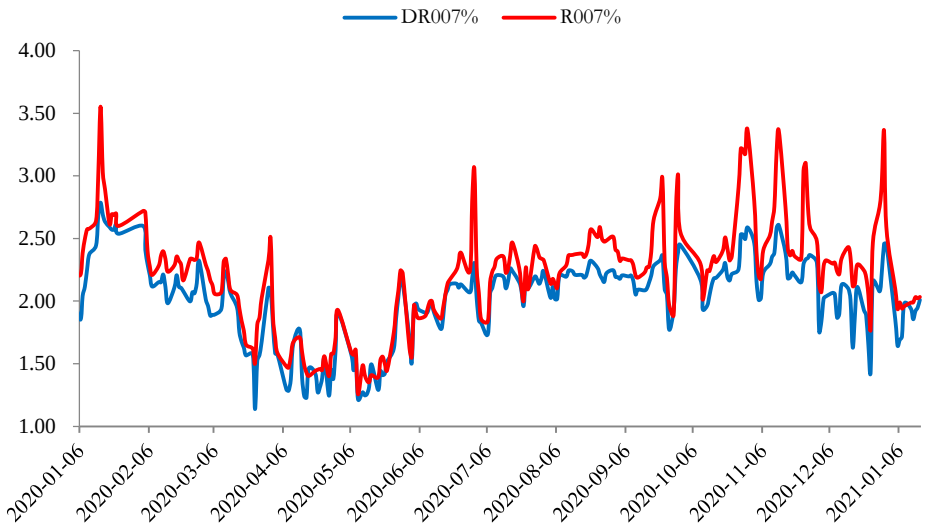


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.4、 货币市场利率上升

上周，央行回购市场净回收资金 390 亿元，MLF 投放 5000 亿元，但 1 月 15 日有 3000 亿元 MLF 到期，1 月 23 日有 2405 亿元 TMLF 到期，此次 MLF 操作是缩量续作。货币市场利率上升，DR007、R007 分别一周小幅上升 3.1、7.5 个 BP。

图11： 货币市场利率上升

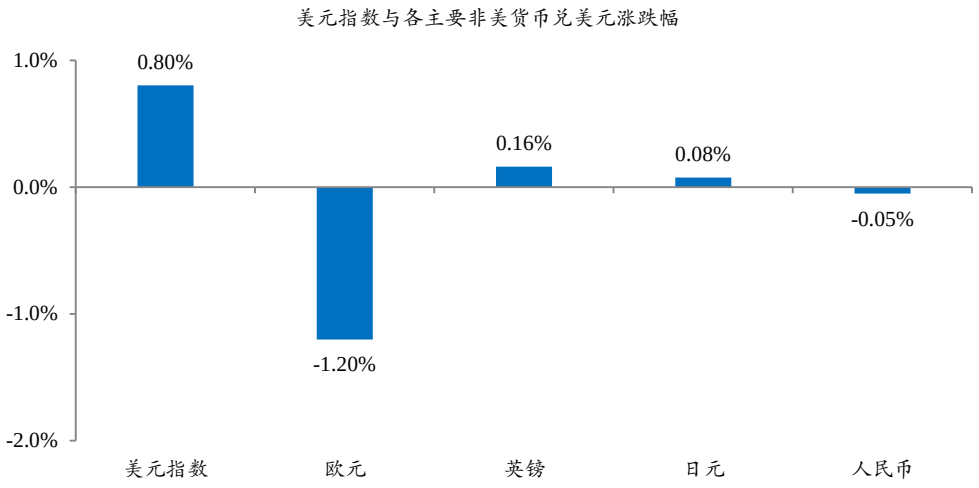


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.5、 人民币小幅贬值

上周，美元指数升值 0.8%至 90.79，英镑、日元兑美元分别升值 0.16%、0.08%，欧元、人民币兑美元分别贬值 1.2%、0.05%。

图12： 人民币小幅贬值



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，多年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖 销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪 销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓 销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/