新时代证券 New Times Securities

变凹的美元微笑曲线

——宏观经济周度观察

投资周报

由于美国的政治经济军事实力以及美元在国际金融中的地位，美元是传统的避险货币，这造就了美元微笑曲线的存在，也就是经济风险上升时，美元升值，随着风险减弱，美元逐渐贬值，当美国经济相对优势增强、避险情绪进一步缓解时，美元资产更有吸引力，美元再次升值。次贷危机使美元避险属性增强，美元微笑曲线变得向外凹，疫情同样改变了美债收益率，这可能会使美元微笑曲线变得更凹。这可以从套息活动来解释，市场可以通过借入低利息美元，买入高利息的风险货币资产，套息收益也就是汇率风险溢价，由利差、预期汇率波动两部分构成。次贷危机后风险货币国家管理汇率的模式发生了变化，进而导致了风险货币汇率波动幅度的增强。

次贷危机之前，风险货币国家有充足的货币政策空间来管理汇率。风险发生时，资金回流美国，风险货币贬值，但是此时风险货币国家可以通过加息来稳定汇率。当风险退去，套息活动重新活跃，风险货币升值、美元贬值，但是风险货币国家可以通过降息来缓解货币升值。此时，套息收益主要是利差构成的，风险货币对美元汇率波动和风险资产收益率的正相关关系弱一些，美元微笑曲线并不明显，甚至不存在。危机之后，美元的避险属性增强了，美元微笑曲线变得向外凹。次贷危机时美国货币政策接近零，降息空间有限；次贷危机后，自然利率下降还导致美国利率中枢低于次贷危机前。同时，风险货币国家管理汇率的空间变小。

当出现危机时风险货币贬值，风险货币国家出于其他目标约束并不会加息。为什么呢？次贷危机后风险货币国家的利率也出现了较大幅度下滑，有些同样面临零利率约束，本来为了刺激经济可能要将利率降到 0 以下，但是由于零利率约束，并不能如此。此时的利率实际上仍是不能刺激经济的，如果为了稳定汇率而加息，那更不利于经济增长，所以次贷危机之后，很多风险货币国家不再通过货币政策来干预汇率。当避险情绪褪去时，风险货币升值、美元贬值，次贷危机之后越来越多国家的利率面临或者接近零利率约束，这些国家也不会降息来阻止货币升值。这样就导致风险货币对美元汇率波动和风险资产收益率的正相关关系变强，此时，套息收益主要由汇率波动构成

我们预测疫情将增强美元的避险属性，也就是美元微笑曲线将变得更凹。主要是因为疫情将降低美国的自然利率，美联储货币政策利率或将长期保持低位，即使未来加息也可能回不到疫情前。首先，疫情将使美国预防性储蓄进一步增加。其次，疫情更利于数字经济的发展，这将一方面导致垄断能力增加进一步提升储蓄率，同时，数字经济将减少投资需求。再次，此次危机美国企业没有去杠杆，相反杠杆率大幅提升，这意味未来美国企业加杠杆的空间也不会很大。最后，除非疫苗大规模应用，否则疫情将增加经济运行的摩擦。

在美国低利率下，日元-美元套息活动会减弱，同时，新的美元-风险货币（尤其是新兴市场货币）套息活动或许会兴起。疫情影响了世界各国，风险货币国家将把货币政策的重点放在稳定本国经济上，持有风险货币的汇率风险溢价将主要由汇率波动构成，而这会体现美元的避险属性。风险发生时风险货币对美元加速贬值，以便未来获得更大的升值空间，风险褪去时则是美元对风险货币加速贬值。

坦白地说，未来美元如何走很难判断，美国及全球经济修复的趋势不变，VIX 指数将下滑，同时，美联储可能会长期维持低利率，这将导致美元走弱，但是如果后面美国经济加快修复，特别是快于欧洲等经济体的话，美元则可能再度走强。

- **风险提示：海外疫情长期化**

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：被忽视的通胀风险溢价
2020-11-15

投资周报：出口屡超预期
2020-11-8

投资周报：经济仍在爬坡
2020-11-1

投资周报：2021 年经济增速怎么看
2020-10-25

投资周报：2021 年通胀怎么看
2020-10-18

投资周报：美国财政刺激才是关键，市场逐渐计价拜登当选
2020-10-11

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

投资周报：下半年 CPI 增速下滑对企业利润冲击不大
2020-9-13

投资周报：人民币汇率怎么看
2020-9-6

目 录

1、 变凹的美元微笑曲线.....3
2、 国内高频数据观察.....6
2.1、 生产指标下滑.....6
2.2、 商品房销量下滑.....8
2.3、 猪肉价格基本稳定.....8
2.4、 货币市场利率下行.....9
2.5、 人民币兑美元升值.....10

图表目录

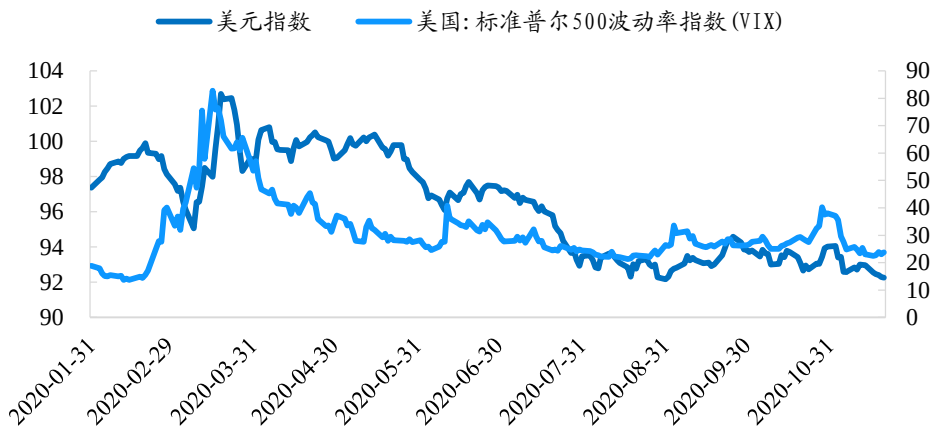
图 1: 疫情之后美元指数随 VIX 变化.....3
图 2: 次贷危机前不存在明显的美元微笑曲线.....4
图 3: 次贷危机后的美元微笑曲线.....5
图 4: 次贷危机后日元相对美元的避险属性增强.....5
图 5: USD/JPY 随着 VIX 的上升而下降.....6
图 6: 高炉开工率下降.....7
图 7: 全国焦化企业开工率下降.....7
图 8: 汽车全钢胎、半钢胎开工率下降.....8
图 9: 商品房周销量同比回落.....8
图 10: 猪肉价格基本稳定.....9
图 11: 原油价格上升.....9
图 12: 货币市场利率下行.....10
图 13: 美元指数下降.....10

1、 变凹的美元微笑曲线

由于美国的政治经济军事实力以及美元在国际金融中的地位，美元是传统的避险货币，这造就了美元微笑曲线的存在，也就是经济风险上升时，美元升值，随着风险减弱，美元逐渐贬值，当美国经济相对优势增强、避险情绪进一步缓解时，美元资产更有吸引力，美元再次升值。

疫情发生后，避险情绪增强，美元指数上升至 100 以上，随着美联储以及美国政府救市，避险情绪缓解，美元指数逐渐下降。11 月美国大选前，市场波动率又增加，美元指数再次上升，随着大选落地，市场波动率下降，美元指数再次下跌。

图1： 疫情之后美元指数随 VIX 变化

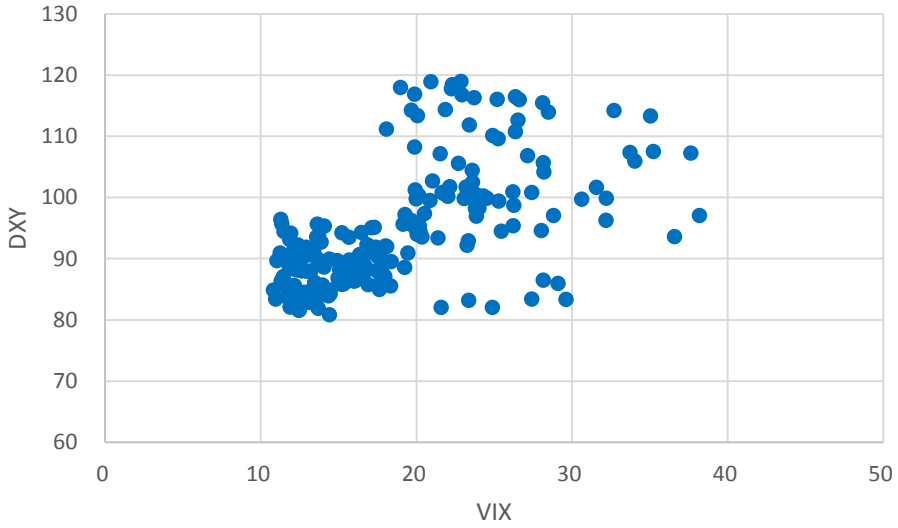


资料来源：Wind，新时代证券研究所

美元作为避险货币长期存在，但是次贷危机使美元避险属性增强，美元微笑曲线变得向外凹，疫情同样改变了美债收益率，这可能会使美元微笑曲线变得更凹。这可以从套息活动来解释，市场可以通过借入低利息美元，买入高利息的风险货币资产，套息收益也就是汇率风险溢价，由利差、预期汇率波动两部分构成。次贷危机后风险货币国家管理汇率的模式发生了变化，进而导致了风险货币汇率波动幅度的增强。

次贷危机之前，风险货币国家有充足的货币政策空间来管理汇率。风险发生时，资金回流美国，风险货币贬值，但是此时风险货币国家可以通过加息来稳定汇率。当风险退去，套息活动重新活跃，风险货币升值、美元贬值，但是风险货币国家可以通过降息来缓解货币升值。**此时，套息收益主要是利差构成的，风险货币对美元汇率波动和风险资产收益率的正相关关系弱一些，美元微笑曲线并不明显，甚至不存在。**

图2： 次贷危机前不存在明显的美元微笑曲线

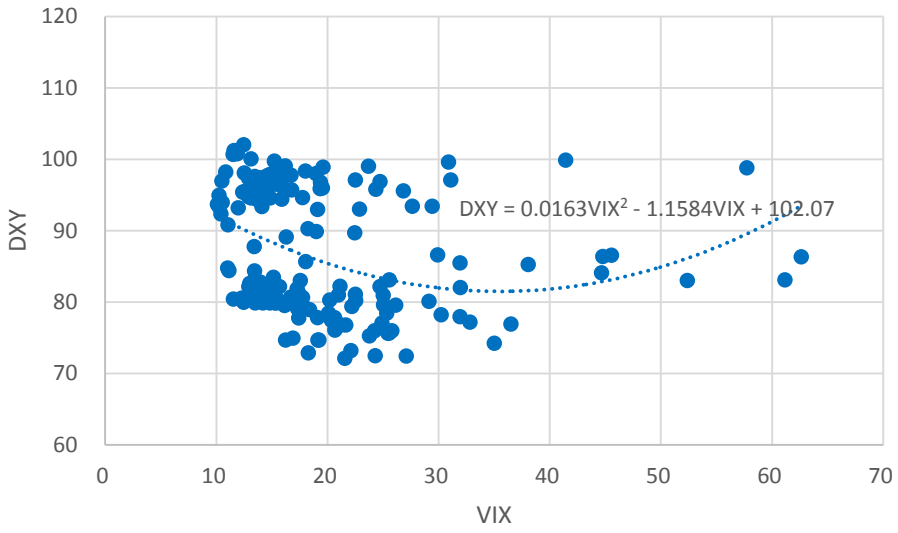


资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：美元指数 DXY 和标准普尔 500 波动率指数 VIX 均为月度数据，时间为 1990 年 1 月至 2006 年 12 月。

次贷危机之后，美元的避险属性增强了，美元微笑曲线变得向外凹。次贷危机时美国货币政策接近零，降息空间有限；次贷危机后，自然利率下降还导致美国利率中枢低于次贷危机前。同时，风险货币国家管理汇率的空间变小。

当出现危机时风险货币贬值，风险货币国家出于其他目标约束并不会加息。为什么呢？次贷危机后风险货币国家的利率也出现了较大幅度下滑，有些同样面临零利率约束，本来为了刺激经济可能要将利率降到 0 以下，但是由于零利率约束，并不能如此。此时的利率实际上仍是不能刺激经济的，如果为了稳定汇率而加息，那更不利于经济增长，所以次贷危机之后，很多风险货币国家不再通过货币政策来干预汇率。当避险情绪褪去时，风险货币升值、美元贬值，次贷危机之后越来越多国家的利率面临或者接近零利率约束，这些国家也不会降息来阻止货币升值。**这样就导致风险货币对美元汇率波动和风险资产收益率的正相关关系变强，此时，套息收益主要由汇率波动构成。**

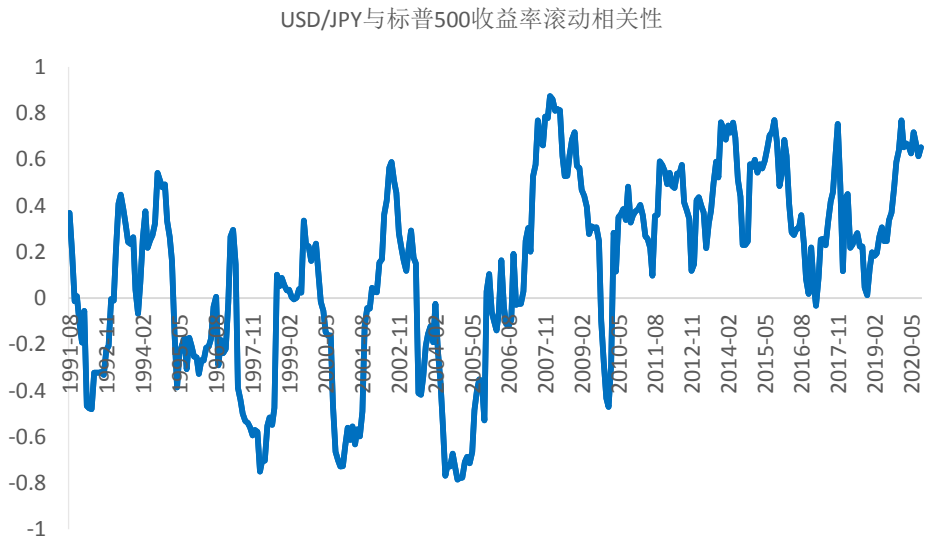
图3： 次贷危机后的美元微笑曲线



资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：美元指数 DXY 和标准普尔 500 波动率指数 VIX 均为月度数据，时间为 2007 年 1 月至 2020 年 10 月。

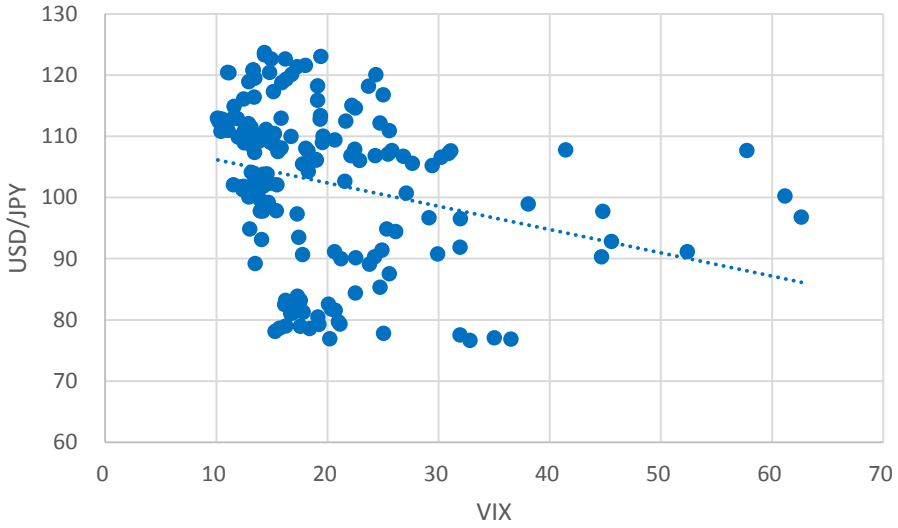
这里主要说的是美元对风险货币的避险属性增强，但是美元对日元并不如此。实际上，次贷危机后日元对美元的避险属性也增强了。虽然美国将货币市场利率降至接近 0，但是日本实施负利率，且长端利率也低于美国，平时可以通过借入低息日元买入高息美元资产进行套息交易。在次贷危机之前，美元对日元汇率变动和美股收益率时而正相关时而负相关，日元相对美元并没有明显的更强的避险属性。事实也是如此，次贷危机之前，日元并不广泛地被接纳为避险货币。次贷危机之后，美元对日元汇率变动和美股收益率几乎完全正相关，USD/JPY 随着 VIX 的上升而下降，这意味日元避险属性要强于美元。

图4： 次贷危机后日元相对美元的避险属性增强



资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：样本为 1990 年 9 月至 2020 年 9 月月度数据，USD/JPY 与标普 500 收益率均为环比变化，滚动相关系数窗口期为 12 个月。

图5： USD/JPY 随着 VIX 的上升而下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：USD/JPY 和标准普尔 500 波动率指数 VIX 均为月度数据，时间为 2007 年 1 月至 2020 年 10 月。

我们预测疫情将增强美元的避险属性，也就是美元微笑曲线将变得更凹。主要是因为疫情将降低美国的自然利率，美联储货币政策利率或将长期保持低位，即使未来加息也可能回不到疫情前。首先，疫情将使美国预防性储蓄进一步增加。其次，疫情更利于数字经济的发展，这将一方面导致垄断能力增加进一步提升储蓄率，同时，数字经济将减少投资需求。再次，此次危机美国企业没有去杠杆，相反杠杆率大幅提升，这意味未来美国企业加杠杆的空间也不会很大。最后，除非疫苗大规模应用，否则疫情将增加经济运行的摩擦。

在美国低利率下，日元-美元套息活动会减弱，同时，新的美元-风险货币（尤其是新兴市场货币）套息活动或许会兴起。疫情影响了世界各国，风险货币国家将把货币政策的重点放在稳定本国经济上，持有风险货币的汇率风险溢价将主要由汇率波动构成，而这会体现美元的避险属性。风险发生时风险货币对美元加速贬值，以便未来获得更大的升值空间，风险褪去时则是美元对风险货币加速贬值。

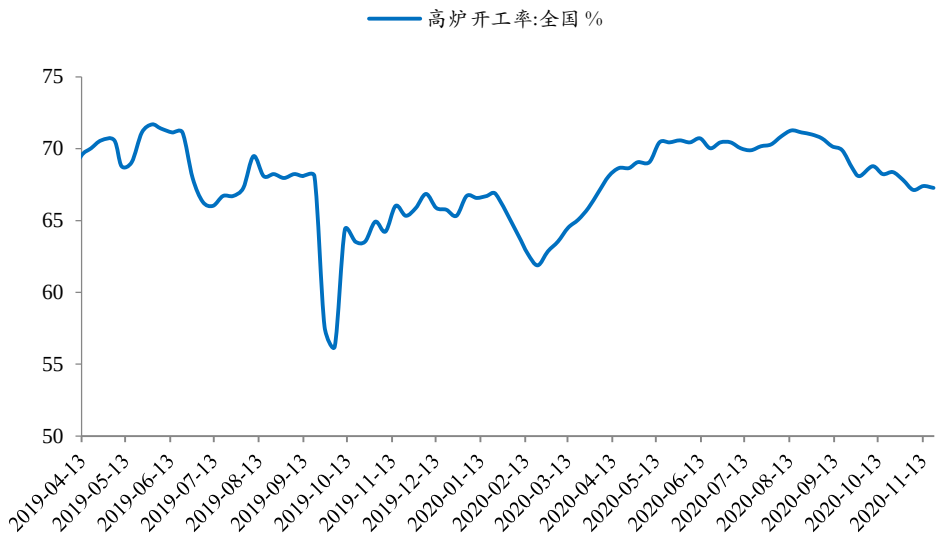
坦白地说，未来美元如何走很难判断，美国及全球经济修复的趋势不变，VIX 指数将下滑，同时，美联储可能会长期维持低利率，这将导致美元走弱，但是如果后面美国经济加快修复，特别是快于欧洲等经济体的话，美元则可能再度走强。

2、 国内高频数据观察

2.1、 生产指标下滑

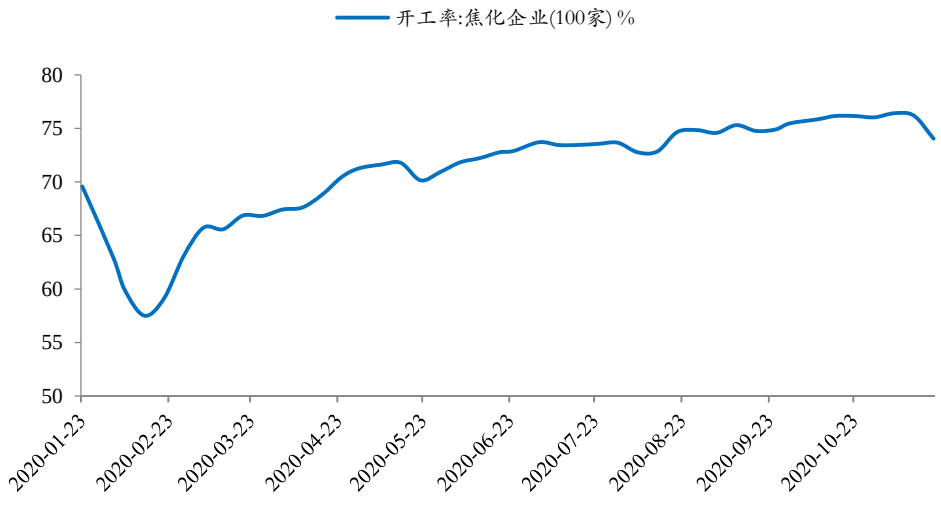
上周，生产指标普降。高炉开工率下降 0.2%至 67.27%，全国 100 家焦化企业开工率下降 2.83%，汽车全钢胎与半钢胎开工率分别下降 2.3%、0.6%。

图6： 高炉开工率下降



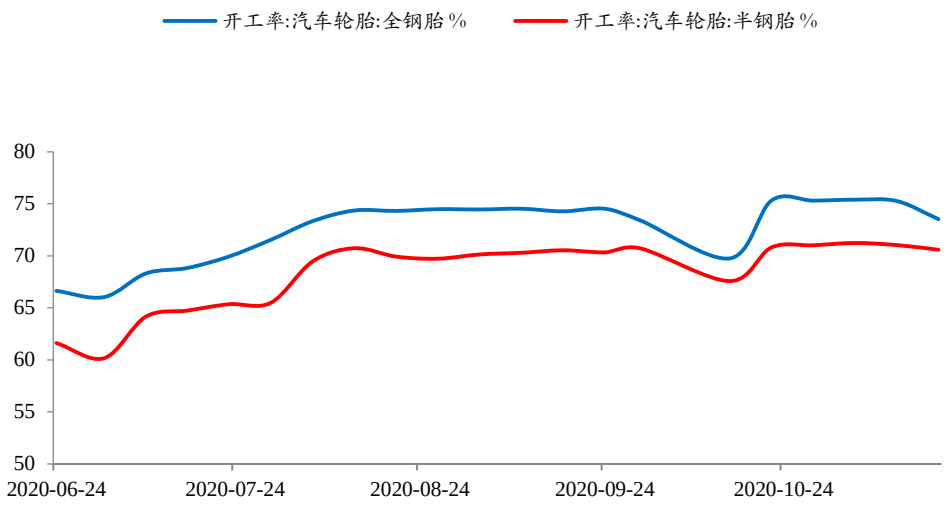
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 全国焦化企业开工率下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 汽车全钢胎、半钢胎开工率下降

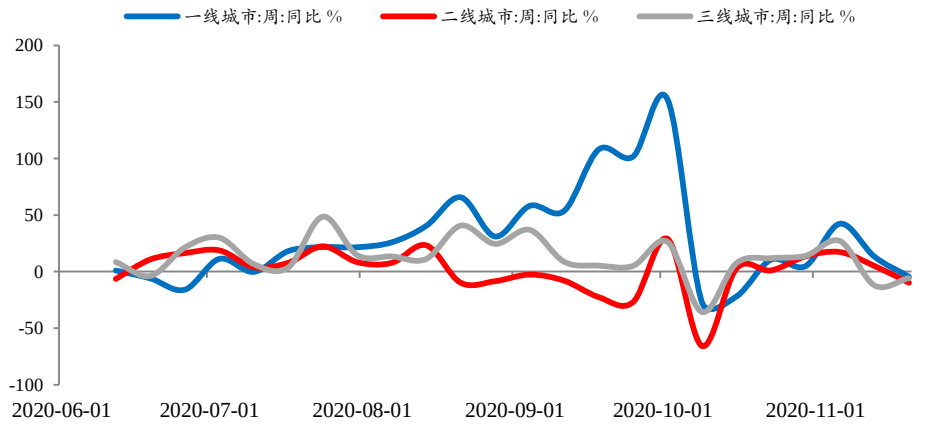


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、 商品房销量下滑

上周，30 大中城市商品房日均成交面积为 47.09 万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周 51.86 万平方米下降。30 大中城市商品房成交面积同比下降 7.44%，其中，一二三线城市商品房销售面积分别同比下降 4.52%、9.78%、5.72%。

图9： 商品房周销量同比回落

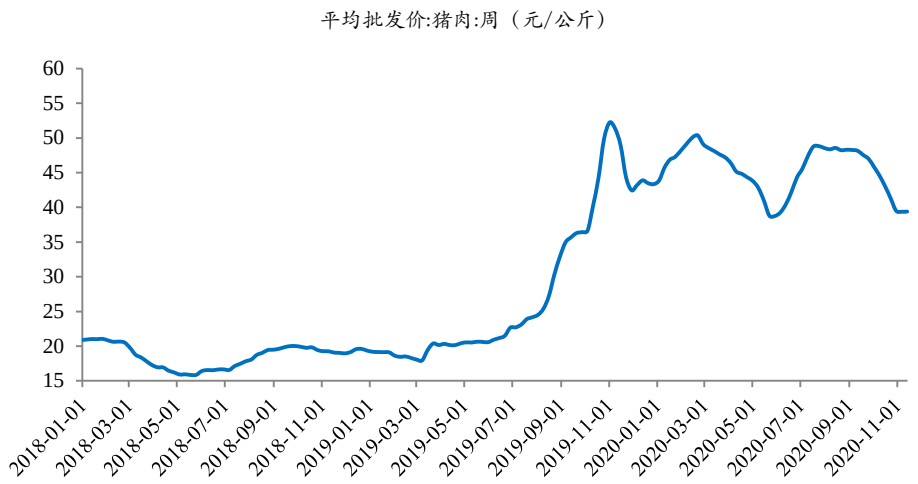


资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

2.3、 猪肉价格基本稳定

上周，28 种重点监测蔬菜价格环比下降 0.27%，7 种重点监测水果价格环比上升 2.44%，猪肉批发价环比略升 0.02%，基本保持平稳。原油价格上升，WTI 原油价格环比上涨 5.71%，布油价格环比上涨 5.1%。

图10： 猪肉价格基本稳定



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 原油价格上升

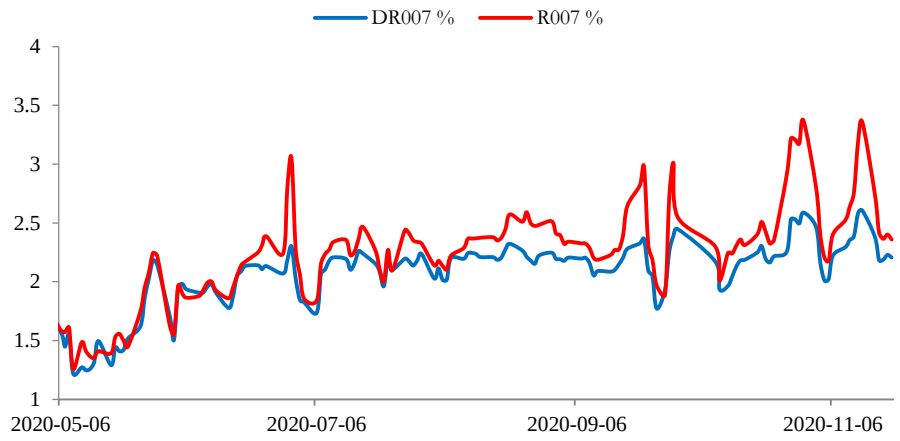


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.4、 货币市场利率下行

上周，虽然央行回购市场净回收资金 2300 亿元，但 MLF 投放 8000 亿元，其中 6000 亿元是续作，货币市场利率大幅下降，DR007 一周下降 40BP，R007 一周下降 100BP。

图12： 货币市场利率下行

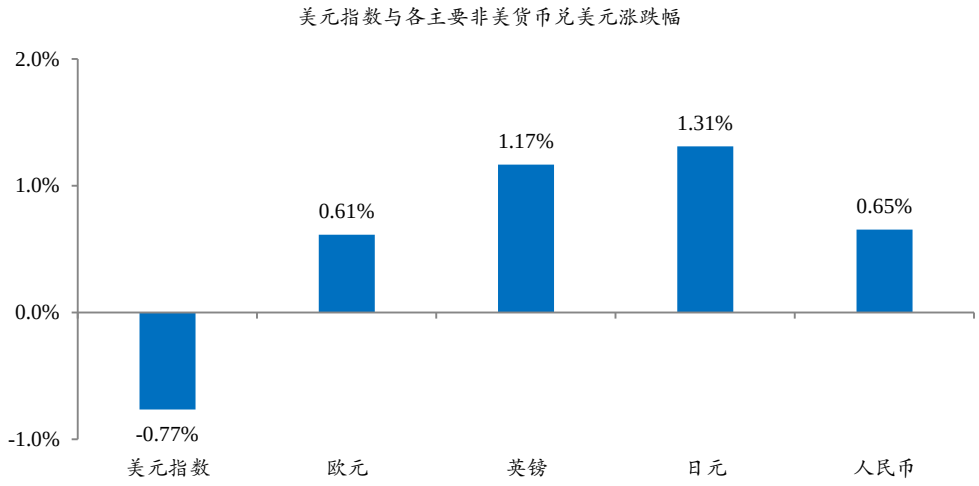


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.5、 人民币兑美元升值

上周，美元指数下降 0.77%至 92.25，欧元、英镑、日元、人民币兑美元分别升值 0.61%、1.17%、1.31%、0.65%。

图13： 美元指数下降



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/