

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。

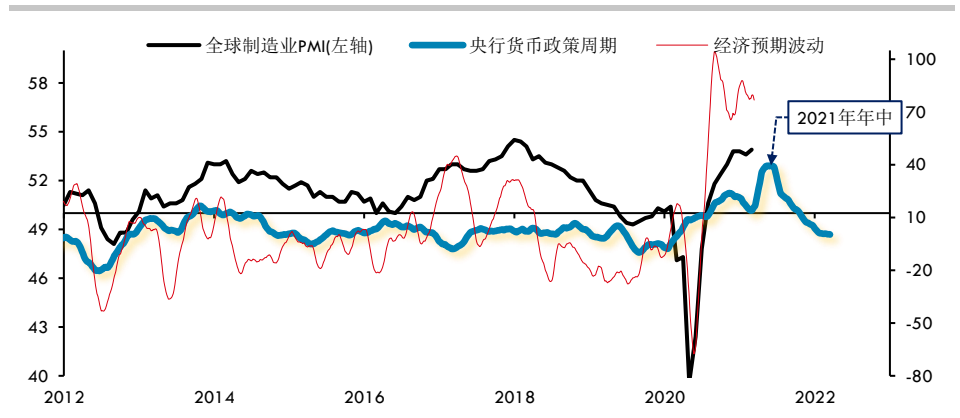
· 全球经济周期在何种状态？

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。

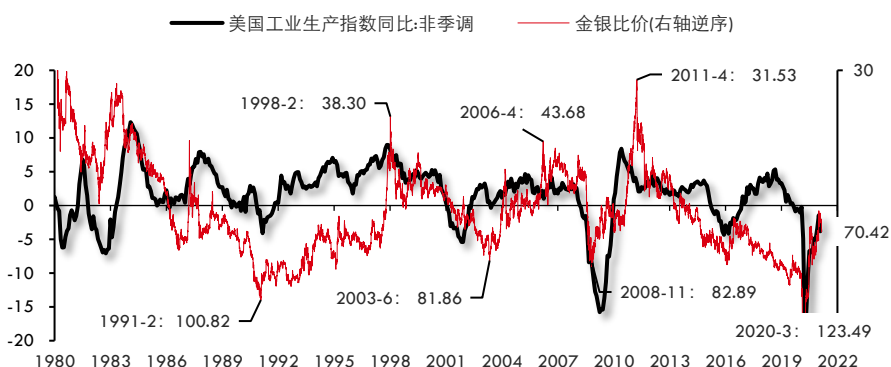
同时由于主要央行或多或少的通过控制收益率曲线的策略，降低利率快速上行对于市场风险负面影响，风险资产类别像权益市场、高收益债市场波动率人为的降至低位，而风险溢价也均处在相对较低的水平。

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



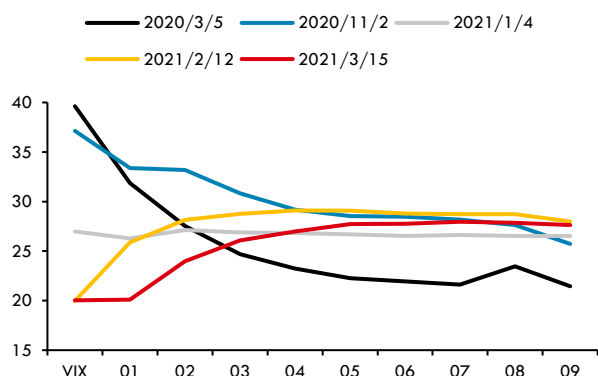
数据来源: Wind 华泰期货研究院

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	-

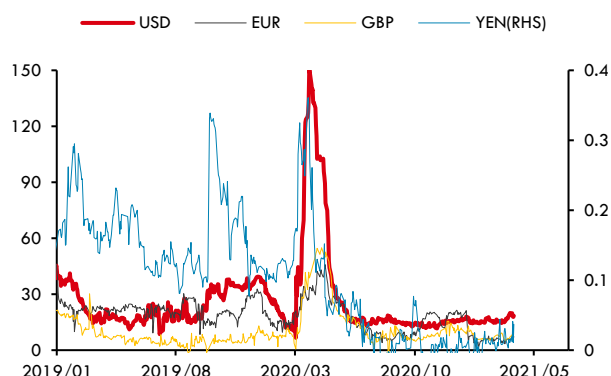
数据来源: Wind 华泰期货研究院

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, 我们暂时可以认为本轮周期的起点在 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。

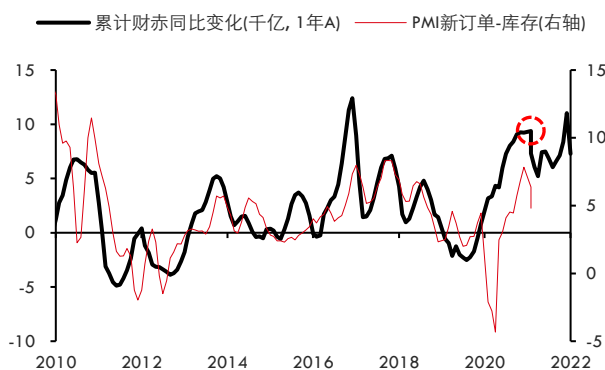
图 6: 以房地产周期驱动的经济波动进入下行风险增大



数据来源: Wind 华泰期货研究院

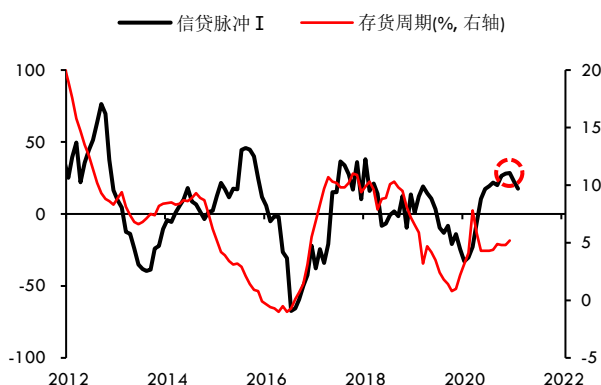
从资金角度，一季度预计将进入到流动性的顶部。2021 年的政府经济增长目标定在了 6% 以上，相比较市场对低基数下经济增长 8% 以上的预测来看，政府保守的经济目标背后隐含着稳杠杆和调结构的需求。年初以来对于房地产市场监管的持续加强，随着时间的推移将传导至实体需求的放缓上来；在这一过程中，尽管央行继续维持对于直达实体政策的续期，但是对于货币政策的表述上不再提“不急转弯”，叠加着连续 11 个月 LPR 利率的维持不变，我们认为政策相对偏紧的状态依然在延续，从而对于经济强劲的预期（一季度央行调查显示企业景气指数继续回升至 56.3，从而创造了旺盛的信贷需求，贷款需求指数再次回升至 77.5，为 2014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

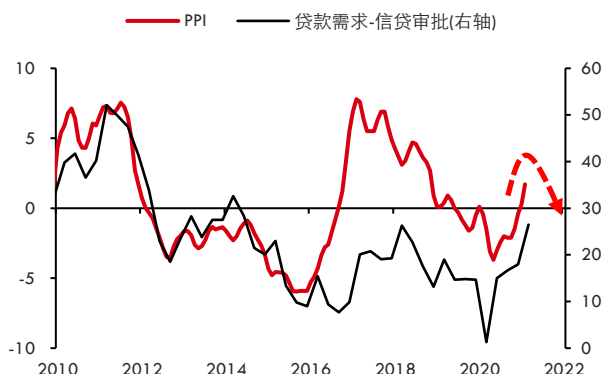
对于未来，市场将逐渐进入到对宏观预期兑现的交易上来，也就是从真实的经济数据层面对于预期进行一个验证。时间点上而言，4 月份依然有超预期的可能性。一个是 3 月信贷数据在当前的政策高压和信贷需求旺盛下是否出现超预期的可能；另一个是 4 月政策层面对于经济的乐观表述超预期，从而生成一个超预期的政策收紧预期。

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。

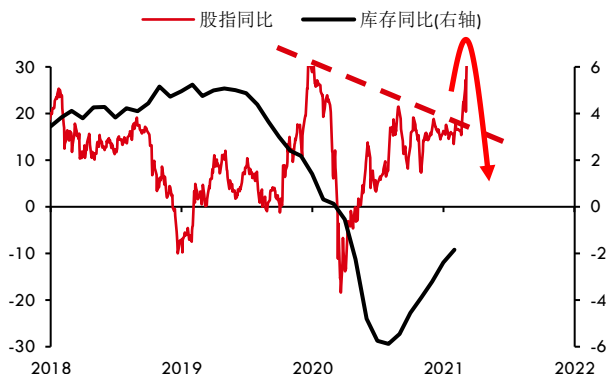
在美国私人部门因为疫情带来的冲击过程中, 通过主权资产负债表扩张填补了这部分空缺, 私人部门短期受到的负面影响降低, 周期延续改善的状态——消费状况的改善和房地产市场在低利率环境下的繁荣, 都推动了美国库存周期在绝对和相对意义上的改善。

图 11: 美国库存投资自疫情冲击后开始改善



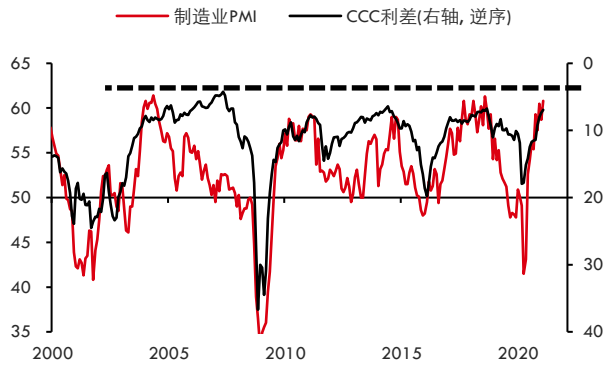
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 库存自 8 月开始回升, 美股定价的乐观延续



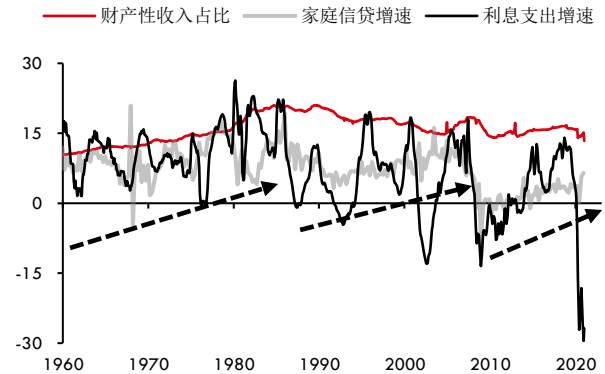
数据来源: Wind 华泰期货研究院

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

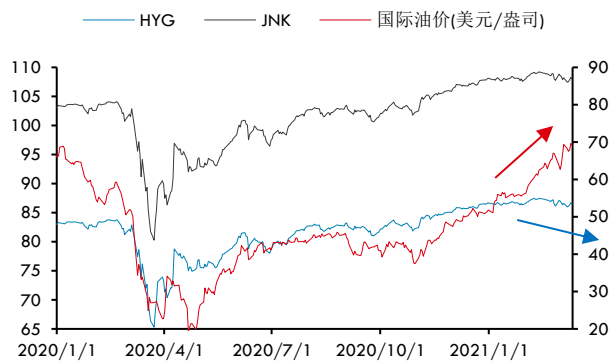
图 14: 疫情政策推动家庭部门的信贷增速在延续



数据来源: Wind 华泰期货研究院

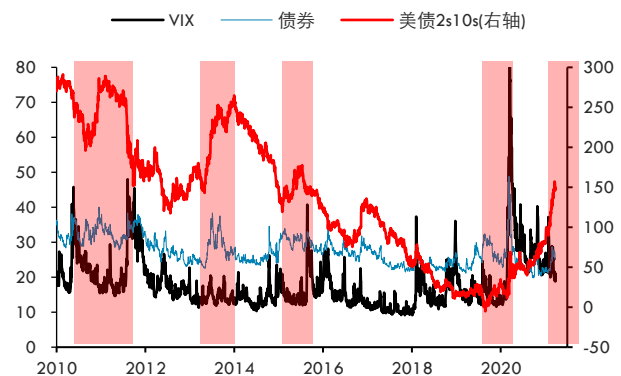
从市场定价角度, 3 月份美股定价的经济周期似乎向上突破了震荡区间, 但是这也是我们值得警惕的地方, 这里的市场突破隐含了去年 3 月份“熔断”创造的低基数因素。以市场的状态来看, 当前美联储和美国财政部都已经公开表示风险资产已经处在较高的状态。未来这个泡沫可以延续的重点在于所谓美元周期驱动的资金流入进行承接, 但是短期不稳定迹象已经开始出现, Archegos 基金的平仓事件已经波及了像野村、瑞信等投行的亏损。

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

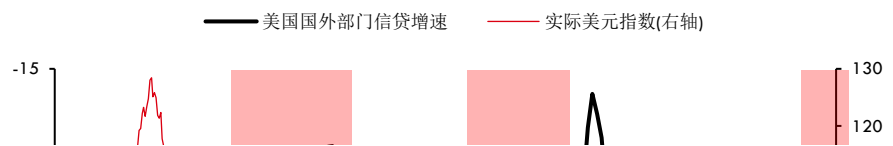
· 对再产能的判断是否改变?

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： 实际美元指数走弱和流动性的继续扩张



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18661



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>