



宏观专题

兑现“衰退预期”需要分几步？

——大类资产比价关系研究之四

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号：S0120121110003

邮箱：wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《怎样看中美元差收窄下的汇率贬值压力？——大类资产比价关系研究之一》

《本轮人民币贬值的合理位置在哪里？——大类资产比价关系研究之二》

《人民币隐含波动率高企意味着什么？（上）——大类资产比价关系研究之三》

投资要点：

- **日元汇率贬值的蕴意。**从中期经济因素来看，是由于疫情以来日本经济修复进度缓慢导致内需疲弱、能源和食品价格上涨抬高输入型通胀压力，导致日本经常账户赤字；从短期金融因素来看，日本央行为了继续扶持脆弱的内需，抵御2022年全球“竞争性加息”的浪潮而坚持量化宽松货币政策，导致美债和日债利差大幅走阔，交易性套息头寸推动日元汇率大幅贬值。
 - 央行负有“稳定价格水平”的使命，输入型通胀压力下，日本央行应适当收紧货币政策以抗击通胀上行的势头。但是日本经济产出缺口并未修复至疫情前水平则意味着，日本央行不具备紧缩的条件。
 - 日本央行加息或触发债务风险：日本央行在收益率曲线控制（Yield Curve Control, YCC）的政策基调下，为了维持10年期日债收益率稳定在央行承诺的目标水平，只能持续买入，导致日本央行成为最大的日本主权债券持有主体，日本央行一旦放弃YCC政策、提高日本国债收益率水平，会提高政府和私人部门的偿债压力，增加本就脆弱的经济体爆发债务风险的概率。
- **打破货币政策和日元汇率“囚徒困境”的核心还在于输入型通胀压力的回落。**美元兑日元汇率强劲升值推动美元实际有效汇率升高、美元实际有效汇率水平上升通过压制进口商品需求抑制大宗商品价格。2022年6月，在美联储通胀超预期并引致美联储加息75个BP之后，美元流动性显现退潮，“溢价”回落和商品需求回落，开始分化大宗商品价格走势。当“衰退”风险从预期兑现为现实，大宗商品价格或修复与美元实际有效汇率之间的持续背离走势，输入型通胀压力或回落、缓解日元汇率的空头抛压。
- **兑现衰退预期总共分几步？**2022年6月，市场确信美联储坚定加息抗通胀、并且开启缩减资产负债表进程，美元流动性显现退潮迹象，赋予大宗商品的“流动性溢价”回落，叠加供需格局变化，大宗商品走势震荡分化。日元汇率贬值以及背后凸显的“二律背反”是“衰退交易”的集中显现，目前日元汇率贬值正在推升美元实际有效汇率、驱动商品价格和美元实际有效汇率回到2020年12月以前的负相关模式，商品需求下滑带动铜金比值初破位，从传导次序来看，服务业需求见顶推动油金比值向铜金比值收敛靠拢之时，衰退预期或进阶为现实的经济信号。
- **风险提示：**（1）欧洲经济在全面通胀的压力下进入危机模式，逼迫欧洲央行再度进入扩表宽松的节奏，经济总需求以危机模式坠落；（2）中国经济复苏节奏偏慢，对原材料需求超预期减弱；（3）地缘政治冲突等风险事件再度干扰商品供需，加剧供给短缺，提升“滞胀”风险。

内容目录

1. 日元汇率贬值的蕴意	3
2. 大宗商品是否在“交易衰退”？	7
2.1. 流动性退潮下金融属性褪色	7
2.2. 美股已经提前交易经济周期见顶	9
2.3. 总结：兑现衰退预期总共分几步？	10
3. 风险提示	11

图表目录

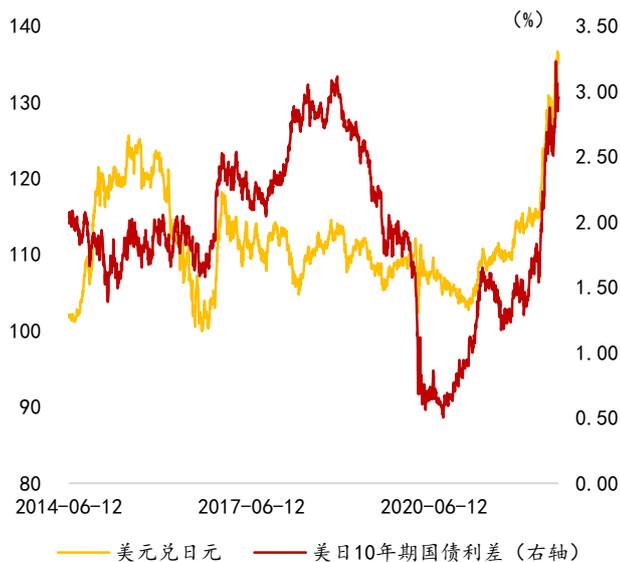
图 1：美日 10 年期利差大幅走阔、推升美元兑日元汇率	3
图 2：“输入性通胀”扩大日元国际收支逆差规模	3
图 3：疫情以来日本经济修复偏慢，产出缺口占 GDP 比例较低，或难以支撑日本央行紧缩货币政策	4
图 4：市场押注日本央行放弃 YCC 政策	4
图 5：日本央行持有政府债券规模接近余额的 50%	4
图 6：美联储“扩表”脉冲性提升金铜比值	5
图 7：日本 CPI 上升主要由能源和商品项目贡献	5
图 8：原油价格上涨推高日债 30y-10y 利差	5
图 9：5y 通胀互换继续走高、日元汇率难逆转	5
图 10：日元对美元大幅贬值推升美元实际有效汇率	6
图 11：2020 年 12 月以来大宗商品价格和美元有效汇率背离	6
图 12：2020 年疫情以来，铜金比值领涨/领跌油金比值变动	7
图 13：以黄金度量，国际定价商品比价持续走高	8
图 14：以黄金度量，国内定价商品比价保持相对平衡	8
图 15：美联储“扩表”脉冲性提升金铜比值	8
图 16：美联储“扩表”脉冲性提升油金比值	8
图 17：2021 年 4 月至 12 月美股隐含 ERP 与风险偏好之间的“背离”从年初开始修复 ..	9
图 18：铜金比值下行带动美股隐含股权风险溢价（ERP）上升	9
图 19：2021 年 12 月底开始美股非必需消费/必需消费比值下降隐含“衰退”预期	10

我们在4月25日发布的研究报告《本轮人民币贬值的合理位置在哪里?》中提及4月份人民币汇率贬值的蕴意:人民币汇率是反映经济总需求的一面镜子,作为上游和中游经济体的连接,人民币汇率开始贬值指向经济总需求或趋于回落、大宗商品需求以及全球出口增速面临下行风险。在5月中旬美联储加息75个BP抗击通胀、6月份美联储正式“缩表”的压力下,有色和能源价格大幅下跌,向着4月至5月人民币汇率指引的方向前进,带动金融市场从3月份俄乌冲突以来因担忧供给短缺的“滞胀”预期切换至总需求下滑的“衰退”隐忧。在此过程中,日元汇率成为最早反映“衰退预期”和大宗商品下跌压力的风暴眼,从当前的经济增长趋势来看,“交易衰退”还仅仅停留在预期风险层面,目前大宗商品走向弱势更多体现流动性溢价的减弱,日元汇率贬值的风险传递还正在进行。

1. 日元汇率贬值的蕴意

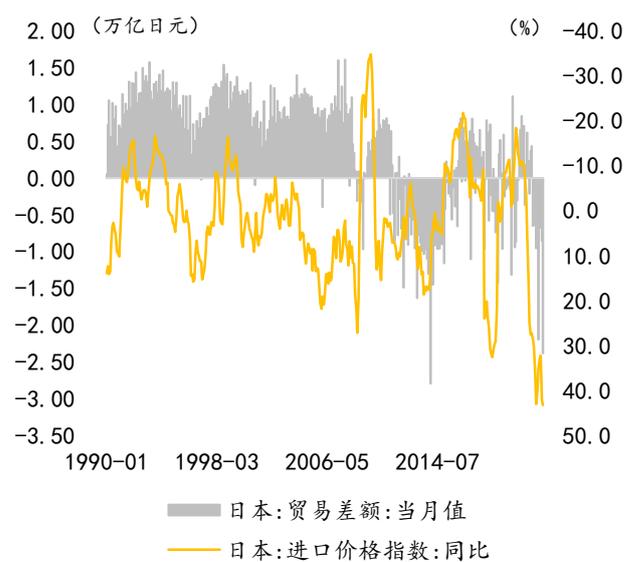
6月份以来日元汇率突破5月上旬的阶段顶部,美元兑日元汇率涨破2002年的高点,向着1998年亚洲金融危机时期147、甚至1990年代160的点位进发,成为2022年年内贬值幅度高达18.61%的“最惨”发达经济体货币,其次则是早于美联储加息、但贬值幅度次高的英镑(年内贬值幅度达到10.43%)。日元汇率的大幅贬值,从中期经济因素来看,是由于疫情以来日本经济修复进度缓慢导致内需疲弱、能源和食品价格上涨抬高输入型通胀压力,导致日本经常账户赤字;从短期金融因素来看,日本央行为了继续扶持脆弱的内需,抵御2022年全球“竞争性加息”的浪潮而坚持量化宽松货币政策,导致美债和日债利差大幅走阔,交易性套息头寸推动日元汇率大幅贬值。

图1: 美日10年期利差大幅走阔、推升美元兑日元汇率



资料来源: Wind, 德邦研究所

图2: “输入性通胀”扩大日元国际收支逆差规模

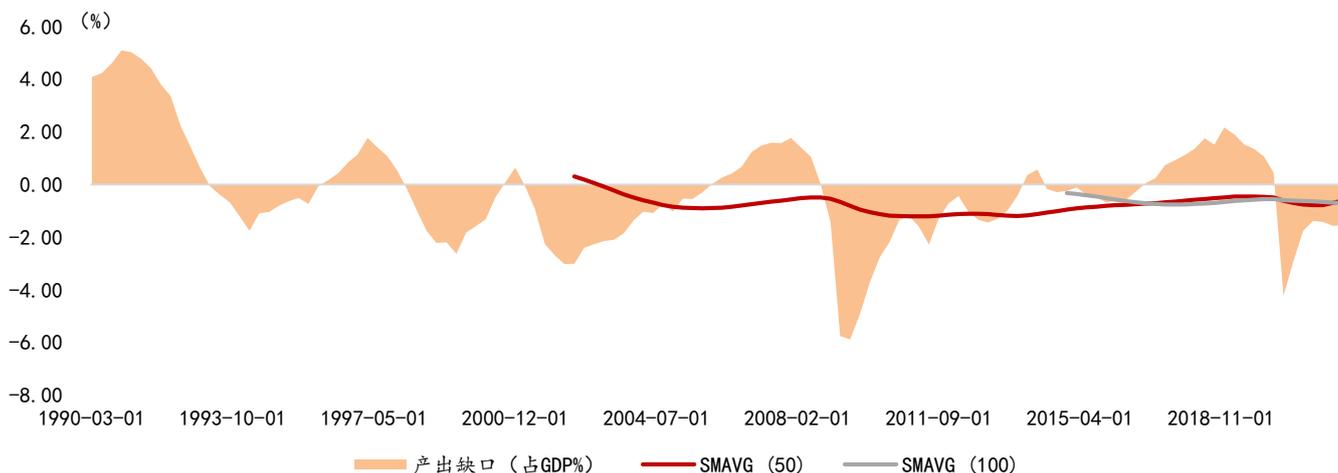


资料来源: Wind, 德邦研究所

在此过程中，日本央行的行为产生两条“二律背反”：一条是输入型通胀和坚持收益率曲线控制政策（Yield Curve Control, YCC）之间的矛盾；另一条是调整 YCC 政策和维持金融稳定之间的冲突。

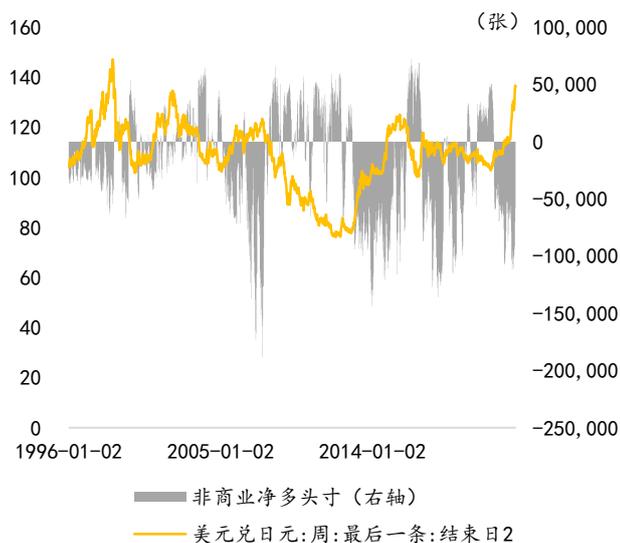
- ◇ 央行负有“稳定价格水平”的使命，输入型通胀压力下，日本央行应适当收紧货币政策以抗击通胀上行的势头。但是日本经济产出缺口并未修复至疫情前水平则意味着，日本央行不具备紧缩的条件。
- ◇ 日本央行加息或触发债务风险：日本央行在收益率曲线控制（Yield Curve Control, YCC）的政策基调下，为了维持 10 年期日债收益率稳定在央行承诺的目标水平，只能持续买入，导致日本央行成为最大的日本主权债券持有主体，日本央行一旦放弃 YCC 政策、提高日本国债收益率水平，会提高政府和私人部门的偿债压力，增加本就脆弱的经济体爆发债务风险的概率。

图 3：疫情以来日本经济修复偏慢，产出缺口占 GDP 比例较低，或难以支撑日本央行紧缩货币政策



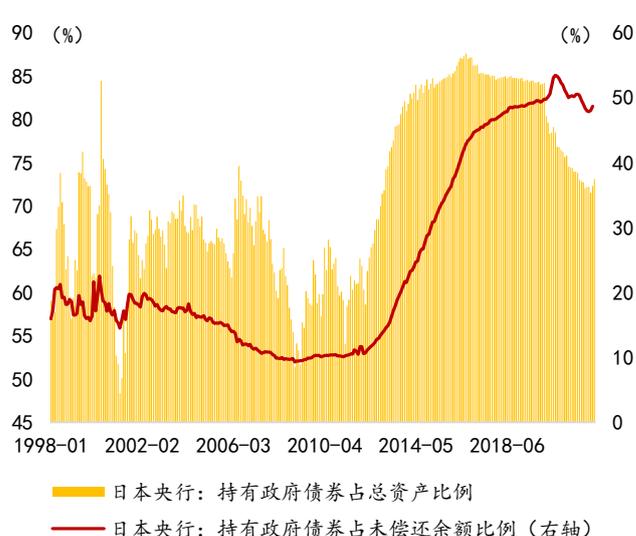
资料来源：Bloomberg，德邦研究所

图 4：市场押注日本央行放弃 YCC 政策



资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：日本央行持有政府债券规模接近余额的 50%

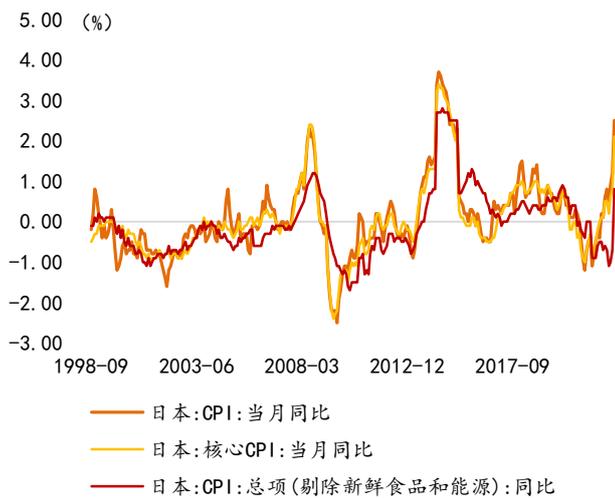


资料来源：Wind，德邦研究所

日本央行累积的“债务堰塞湖”风险。在以上两条“二律背反”的冲突下，日本央行陷入“输入性通胀推升长债利率——央行持续买入债券压低利率——市场预期政策干预不可持续而做空日元资产”的循环。根据6月20日日本央行披露的数据，日本央行已经持有政府债券规模占未偿还余额的49%，尽管巅峰值是在2021年三季度时高达53%，但是在市场做空和央行干预的动态博弈下，日本央行只能继续扩大债券买入量，以6月10日相比5月20日增持3.68万亿的买入速度推算，到2023年一季度末，也就是今年财年结束之时，日本央行持有的日债规模或将攀升至历史最高。当日本央行越来越多的持有政府债券，就越难以通过放弃收益率曲线控制来抵御通胀。当6月13日至15日，日元大幅贬值的同时，日债期货触发下跌熔断，市场即警觉债务风险是否会重现。

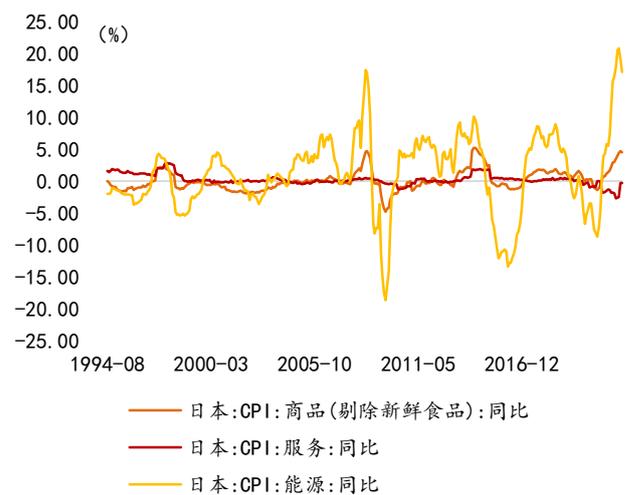
疏导日债“堰塞湖”风险的核心在于输入性通胀。截止5月份数据显示，日本CPI同比增长2.50%，不包括生鲜食品的核心CPI同比增长2.10%，剔除生鲜食品和能源的“超核心”CPI同比增长0.80%。贡献日本CPI上升的主要力量来自能源和商品两项，而代表经济内生复苏的服务项目，5月份同比增长还是-0.30%。

图6：美联储“扩表”脉冲性提升金铜比值



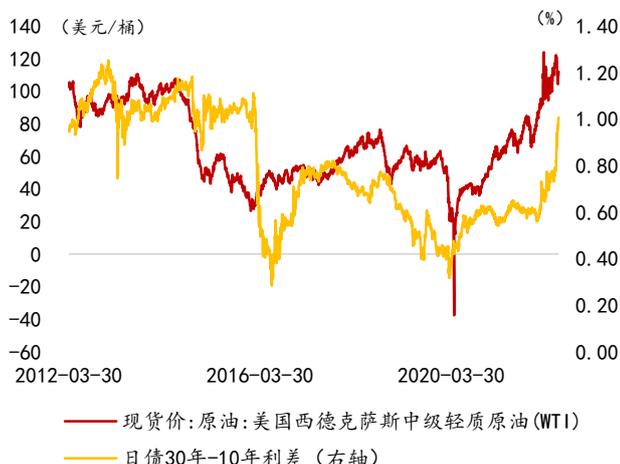
资料来源：Wind，德邦研究所

图7：日本CPI上升主要由能源和商品项目贡献



资料来源：Wind，德邦研究所

图8：原油价格上涨推高日债30y-10y利差



资料来源：Wind，德邦研究所

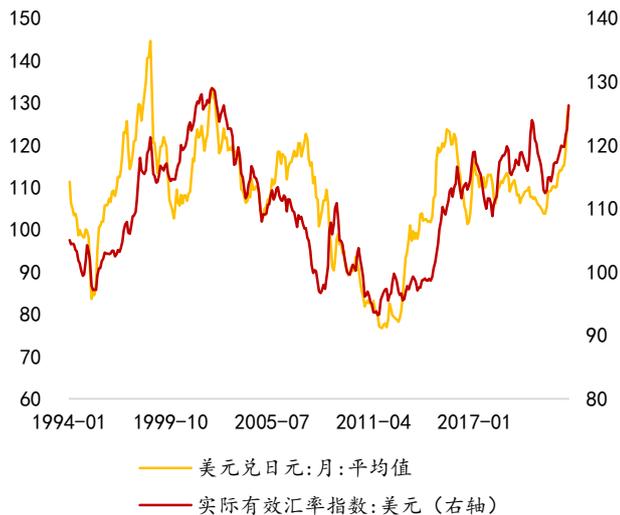
图9：5y通胀互换继续走高、日元汇率难逆转



资料来源：Bloomberg，德邦研究所

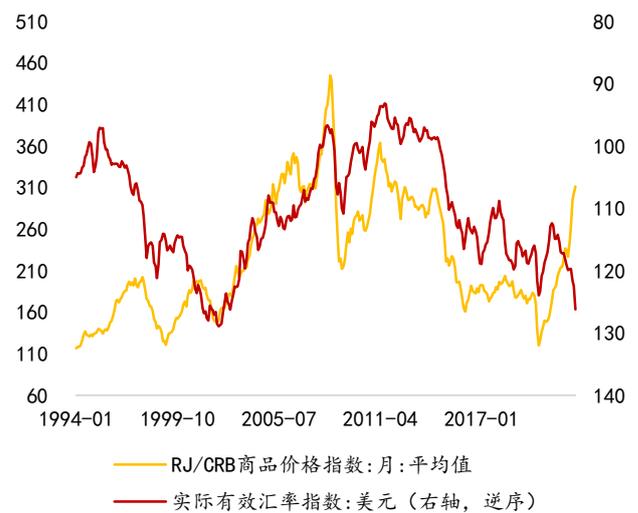
在疫情以来产出缺口修复缓慢的情形下，日本央行收紧货币政策抗击通胀或只会加快债务风险的暴露，打破货币政策和日元汇率“囚徒困境”的核心还在于输入型通胀压力的回落。实际上，这一把解锁的钥匙也在日元手中。如同我们在此前的报告中强调，人民币汇率贬值并不仅仅是人民币资产的事情，日元作为传统的套息交易货币，其汇率变动对美元实际汇率、大宗商品价格均会产生负反馈的影响，当 2020 年疫情以及 2022 年 2 月份地缘政治冲突引起的供需之间的矛盾趋于平衡，输入型通胀压力回落，日元资产的困局或得到暂时缓解。

图 10：日元对美元大幅贬值推升美元实际有效汇率



资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：2020 年 12 月以来大宗商品价格和美元有效汇率背离



资料来源：Wind，德邦研究所

尽管日元在美元指数中的占比仅有 13% 左右，但是对美元来说，重要的并不是名义美元指数的波动，而是能够综合反映贸易优势的美元实际有效汇率指数，在美元兑日元汇率强劲升值的推动下，美元实际有效汇率也在提高；当美元实际有效汇率水平上升时，会通过压制进口商品需求抑制大宗商品价格，因此美元实际有效汇率往往和大宗商品价格负相关，但是从疫情以来的情形看，2020 年 12 月份以来，美元实际有效汇率指数见底回升，而大宗商品价格指数却并未保持和实际有效汇率稳定的负相关关系，我们认为 2020 年 12 月至今大宗商品指数和美元实际有效汇率之间正相关走向，一方面源自供给充裕的美元流动性赋予“溢价”；另一方面则是在疫后复苏支撑商品需求和供给始终面临短缺风险的作用下，大宗商品价格维持了较强的韧性。但是 2022 年 6 月，在美联储通胀超市场预期并引致美联储加息 75 个 BP 之后，美元流动性显现退潮，“溢价”回落和商品需求回落，开始分化大宗商品价格走势，其中商品价格中枢系统下移被视为“衰退交易”兴起，当“衰退”风险从预期兑现为现实，大宗商品价格或修复与美元实际有效汇率之间的持续背离走势，输入型通胀压力或回落、缓解日元汇率的空头抛压。

2. 大宗商品是否在“交易衰退”？

从铜和原油等商品价格下跌、金铜和油铜等比价、CFTC 披露的非商业投机仓位多空变化等众多维度来看，大宗商品下跌指向经济总需求下滑，伴随美债市场期限利差倒挂，金融市场确立起美联储更加坚定加息、势要通过抑制需求控制通胀上行势头的流动性紧缩路径。6月20日至25日当周工业品、农业品和能源类价格普遍下跌，但是在经过充分的利空宣泄后，6月27日至29日商品价格又迎来全面反弹，铁矿石反弹达到9.32%、上海原油反弹7.79%……从“交易衰退”到6月末价格反弹，大宗商品的供需结构并未发生显著改变，供需基本面对商品价格波动的解释力较弱，在“预期将弱”和“现实不弱”的博弈中，大宗商品市场走向震荡分化。

2.1. 流动性退潮下金融属性褪色

大宗商品的绝对价格本身隐含了通胀的影响，绝对价格水平的涨跌并不能完全反映商品估值的变化，因此我们需要为所有大宗商品找一个共同的度量衡，黄金的重要性就此凸显，把不同品种商品价格转化为以黄金价格计量的相对比价，剔除流动性的影响，就得到商品间的相对估值，最典型的运用是铜金比值和油金比值的变化。在过去每一轮通胀上行周期以及基本面反转后的下跌周期，铜金比值和油金比值都是同向变化的趋势，从不同商品属性来看，铜等有色金属下跌隐喻新兴市场经济体需求下降、原油等能源价格下跌则是指向发达经济体需求回落；铜对应制造业需求下滑、原油对应交通运输等服务业需求转弱。6月份铜金比值在从2021年5月份震荡长达一年之后，跌破震荡区间下沿，与全球制造业PMI下滑的趋势一致。但是油金比值还维持原来的上行势头，指向交运等需求和供给短缺的基本面还未彻底翻转。

图 12：2020 年疫情以来，铜金比值领涨/领跌油金比值变动



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_43484

