



钢铁行业研究报告：第五轮美元收缩



别只盯着美联储：美联储货币政策对美元流动性的影响更多局限在其本土货币市场，而对全球实体经济中的美元流动性影响力非常有限，后者主要取决于美元的信用扩张情况。而由于近十余年世界经济呈现明显的周期波动特征，每一轮的全球经济景气下行带来的美元信用收缩均会导致美元流动性冲击，2008 年以来的 4 轮美元指数上行均与此有关，现在我们将迎来第 5 轮。

降准与美元收缩：7 月央行降准，从长期来看准备金率的调整与应对美元流动性的松紧有关。2003 年至 2011 年我国银行准备金率出现了持续的上调，这是因为我国加入 WTO 后持续获得贸易顺差和资本流入，央行外汇占款持续大幅提升，如果不提升准备金率，货币扩张速度将超过经济增长所需并酿成通胀。这一阶段全球美元流动性受益于中国加入 WTO 带来的世界贸易繁荣，且美元持续流入我国，故央行提准以应对美元流动性宽松，人民币呈现趋势性升值。

外汇占款在 2011 年后提升速度放缓，甚至在 2014 年后出现下行，故准备金率转为趋势性下行，以防止通缩。

第五轮美元收缩：前四轮美元收缩分别为 2008 年、2011-2012 年、2014-2015 年、2018-2019 年，我们每隔数年就重复着同样的场景，美元收缩伴随着非美货币的贬值、世界经济景气度和工业品价格的下行、国债利率的下行、银行准备金率的下调。从历史上看首次降准一般在美元上行的过程中出现，基本上是对美元流动性收缩的确认。

恒指与美元：由于实行联系汇率制度，香港股市对全球美元流动性较为敏感，恒生指数与美元指数的高度负相关反映了这一点。恒指自 2 月以来的见顶下行很大程度上是在交易这轮美元收缩。实际上美元指数与很多风险资产都呈现负相关，如钢价、CRB 指数等，逻辑也很好理解。

如何理解钢铁股上涨：目前我们可能已处于这轮美元底部右侧以及钢铁需求周期高点右侧，而近期钢铁股仍在创新高，一方面源自市场对供应端压缩产量政策的美好预期，另一方面新能源汽车用无取向硅钢主题投资发酵。我们预计需求的下行和美元的上行仍可能持续一段时间，此时的钢铁股投资偏短博弈性质。第五轮美元收缩的风险不容小视，全球负债率的高企使得货币系统的脆弱性持续增加，美元上行过程可能远未结束，关注由此带来的风险资产负压。

风险提示：国内需求超预期下行；海外货币政策收紧；海外需求回落；供应限产不达预期。

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_32667

