

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。

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

● 风险提示：海外疫情长期化

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

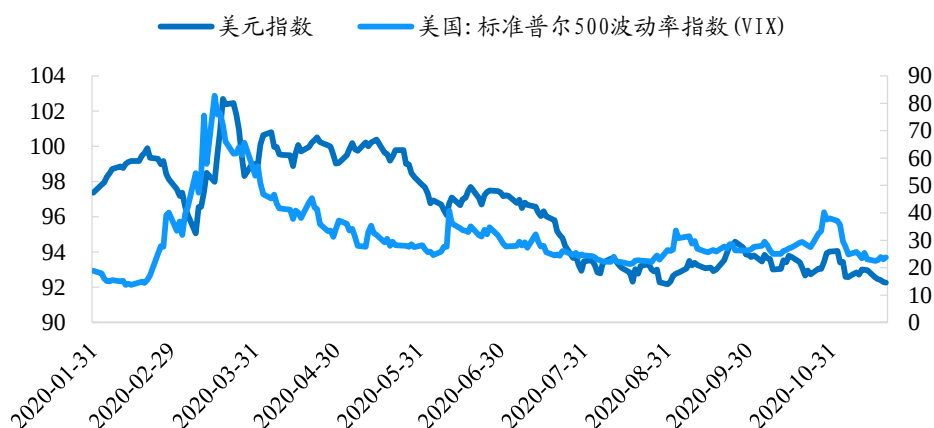
图 1: 疫情之后美元指数随 VIX 变化.....	3
图 2: 次贷危机前不存在明显的美元微笑曲线	4
图 3: 次贷危机后的美元微笑曲线	5
图 4: 次贷危机后日元相对美元的避险属性增强	5
图 5: USD/JPY 随着 VIX 的上升而下降	6
图 6: 高炉开工率下降	7
图 7: 全国焦化企业开工率下降	7
图 8: 汽车全钢胎、半钢胎开工率下降	8
图 9: 商品房周销量同比回落	8
图 10: 猪肉价格基本稳定	9
图 11: 原油价格上升	9
图 12: 货币市场利率下行	10
图 13: 美元指数下降	10

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。

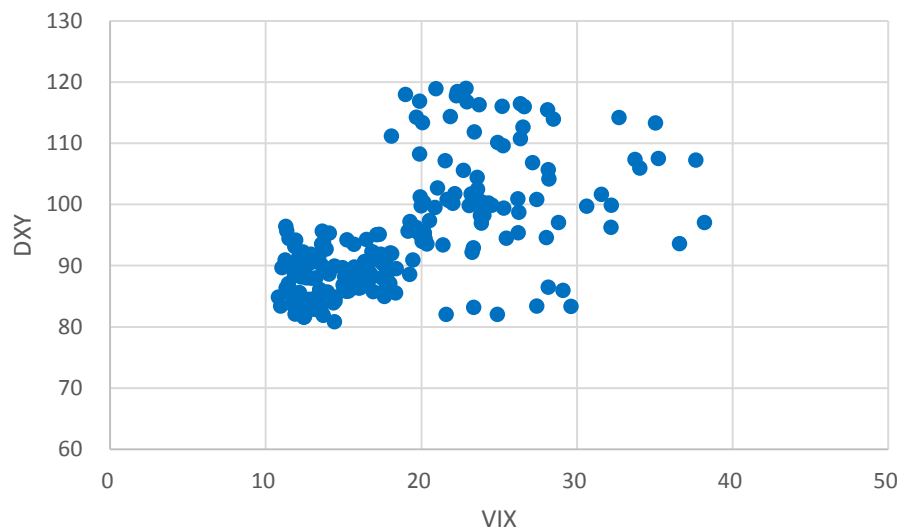
图1： 疫情之后美元指数随 VIX 变化



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。

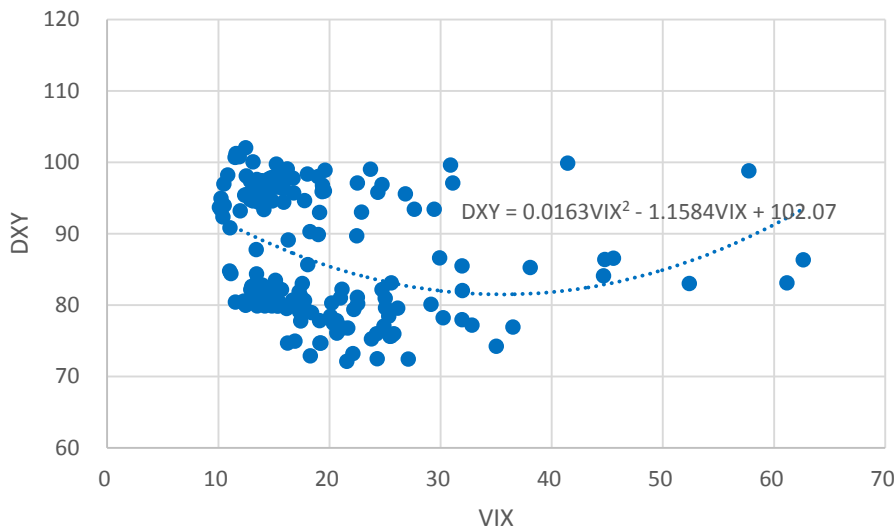
次贷危机之前，风险货币国家有充足的货币政策空间来管理汇率。风险发生时，资金回流美国，风险货币贬值，但是此时风险货币国家可以通过加息来稳定汇率。当风险退去，套息活动重新活跃，风险货币升值、美元贬值，但是风险货币国家可以通过降息来缓解货币升值。此时，套息收益主要是利差构成的，风险货币对美元汇率波动和风险资产收益率的正相关关系弱一些，美元微笑曲线并不明显，甚至不存在。

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。

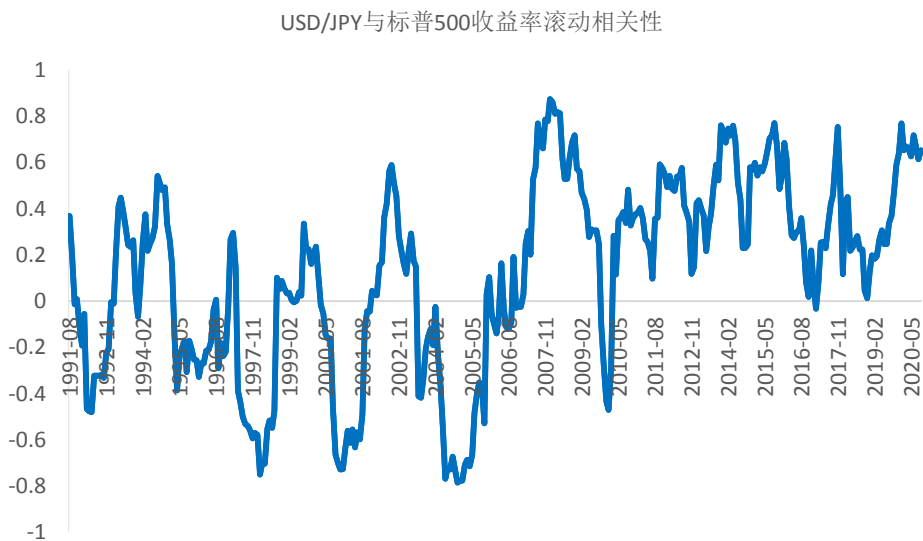
次贷危机之后，美元的避险属性增强了，美元微笑曲线变得向外凹。次贷危机时美国货币政策接近零，降息空间有限；次贷危机后，自然利率下降还导致美国利率中枢低于次贷危机前。同时，风险货币国家管理汇率的空间变小。

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。**

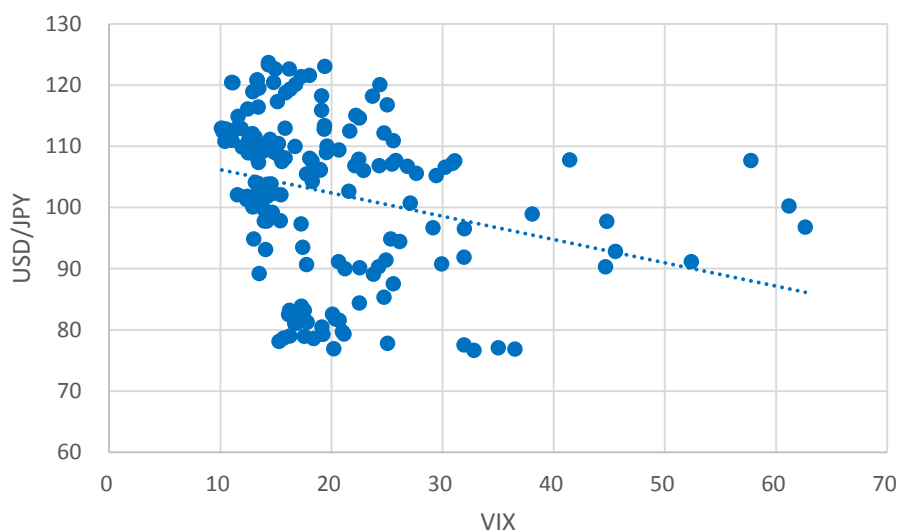
图3： 次贷危机后的美元微笑曲线

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。

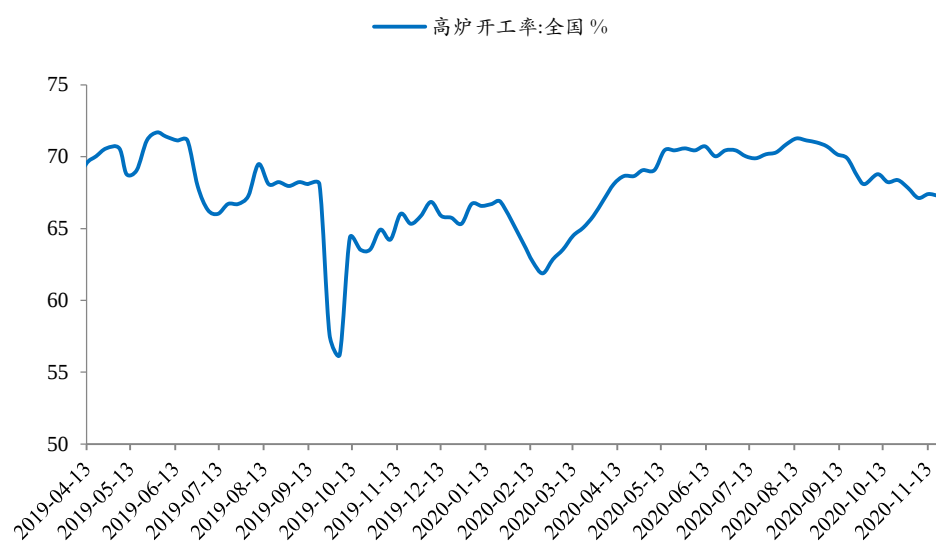
坦白地说，未来美元如何走很难判断，美国及全球经济修复的趋势不变，VIX 指数将下滑，同时，美联储可能会长期维持低利率，这将导致美元走弱，但是如果后面美国经济加快修复，特别是快于欧洲等经济体的话，美元则可能再度走强。

2、国内高频数据观察

2.1、生产指标下滑

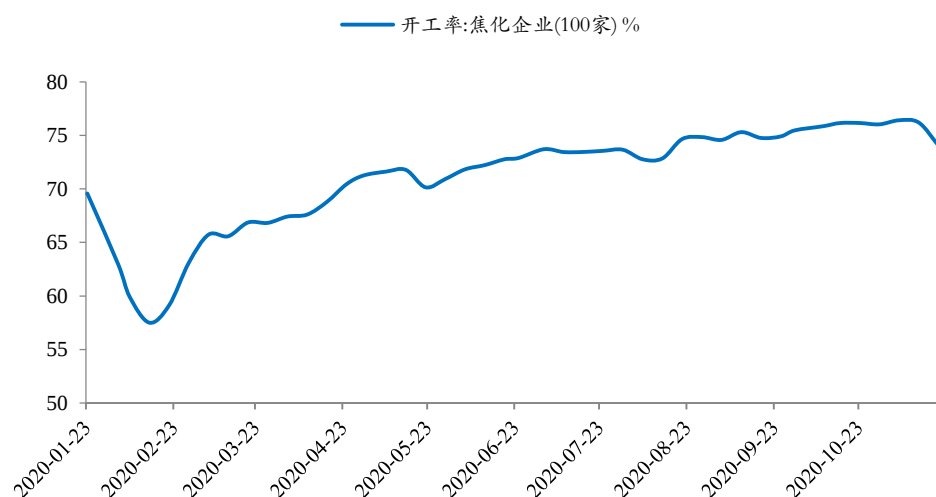
上周，生产指标普降。高炉开工率下降 0.2% 至 67.27%，全国 100 家焦化企业开工率下降 2.83%，汽车全钢胎与半钢胎开工率分别下降 2.3%、0.6%。

图6： 高炉开工率下降

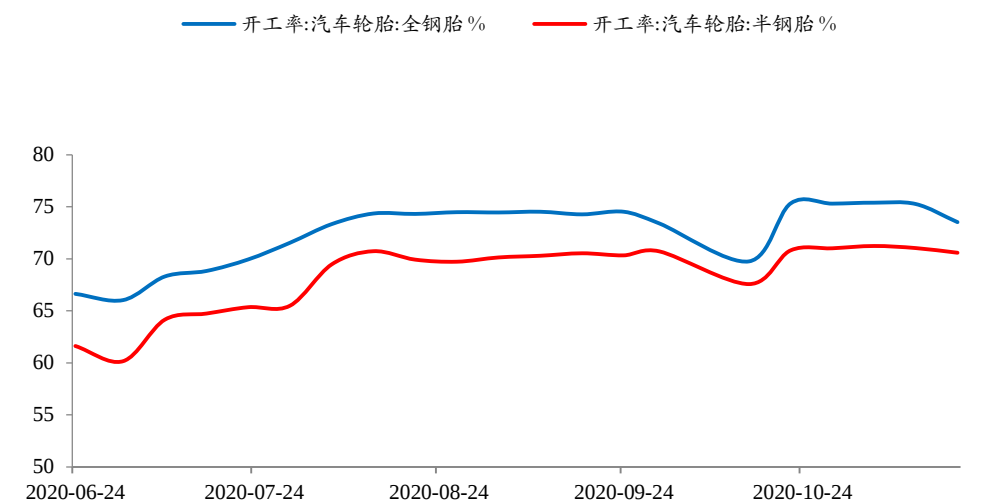


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 全国焦化企业开工率下降



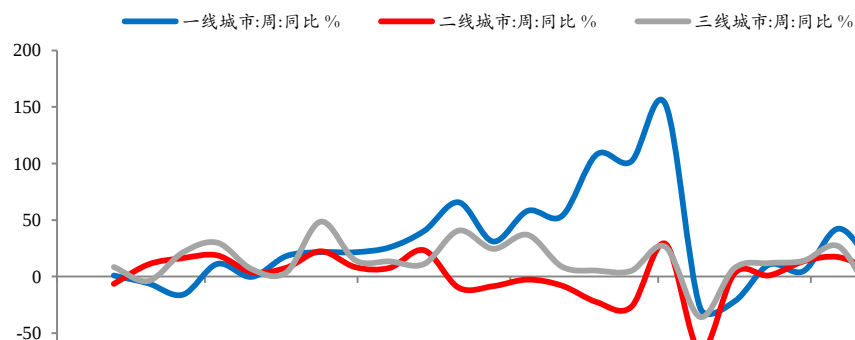
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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

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_1314

