

全球信用周期、美元周期，谁驱动谁？

——宏观经济周度观察

投资周报

上周公布的货币金融数据，验证了中国信用周期向下的到来，这将对全球经济产生重要影响，也会间接影响美元指数。与此同时，美元指数止跌，美元汇率会通过影响其他国家的货币政策、债务风险、外债成本等方面，来影响全球的信用周期。全球信用周期、美元周期之间存在复杂的纠缠关系。那么，全球信用周期、美元周期，谁驱动谁？

次贷危机之后，中国对全球经济的影响加大。中国存在三年半左右的信用周期，中国信用扩张时，一方面从欧日韩增加产业链上游的进口，另一方面从新兴市场、发展中经济体增加产业链下游的进口，最终带动全球经济周期向上。当全球经济好转时，美元的避险属性下降，美元走弱。同时，由于美国是消费国，中国信用周期拉动下，非美经济体表现好于美国经济体，这也会导致美元走弱。可见，中国信用周期对全球经济增长、商品价格、汇率等多个方面都有深远影响。

欧美学者的研究重点更多的是美元如何驱动全球信用周期。汇率波动可以通过贸易等实体经济渠道影响全球经济、金融市场，不过金融渠道越来越受到重视。美元升值时，首先，新兴市场偿债压力增加，自身主动收缩信贷；其次，新兴市场债务风险上升，跨国银行出于防范风险收缩信贷；再次，新兴市场汇率风险增加，货币政策收紧，导致信贷收缩。这些最终导致美元周期和全球信用周期密切相关。

以上两个说法似乎都有些道理，但哪个是正确的呢？我们进行格兰杰因果关系检验。检验结果表明，美元指数变化是新兴市场杠杆率变化的格兰杰原因，但是新兴市场信用周期不是美元指数变化的格兰杰原因。而且交叉相关性检验表明美元指数变化和新兴市场杠杆率变化是负相关，这和理论一致，美元走强抑制新兴市场信用周期扩张，反之亦然。

令人困惑的是，虽然美元指数变化是中国杠杆率变化的格兰杰原因，但是进一步的交叉相关性检验表明，美元指数变化滞后项和中国杠杆率变化正相关，这和前文的理论不一致，也和其他新兴市场不一样，我们认为美元指数和中国杠杆率之间可能存在这么一个机制：内生机制或者外生冲击导致经济周期向下，避险情绪导致美元走强，一两个季度之后，中国逆周期调节下杠杆率增速上升。

从检验结果来看，美元指数对预测新兴市场信用周期有所帮助，但很难通过中国信用周期、新兴市场信用周期来预测美元，原因可能在于美元汇率受到的影响因素比较多。不过这不能否定，中国信用周期对全球经济的影响。2020年12月货币金融数据确认了中国信用周期向下拐点的到来。但是不用过度担心经济快速向下。首先，信用扩张的滞后性还会刺激中国以及全球经济2-6个季度。其次，信用周期对经济的影响还要考虑外部环境。此次疫情后的信用扩张是全球同时进行的，虽然中国已经开始信用收缩，但是由于疫情的错位，欧美仍在信用扩张中，这会抵消中国信用收缩对全球经济的影响。因此，中国经济复苏进入第二阶段，一方面内生动力增强，另一方面海外经济刺激的溢出效应还比较明显。

全球信用周期对美元周期的预测效果不是很好，美元汇率的最核心影响因素仍是美国的潜在经济增速。当前，全球经济修复下避险情绪回落，以及美国经济的相对弱势，暂时会压制美元。但是，毫无疑问，作为科技最强国，疫情后美国的潜在经济增速仍会回升，届时美元将进入上行周期。

● 风险提示：历史不代表未来；经济指标间的逻辑很难判断

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：零利率约束下的美国财政刺激
2021-1-10

投资周报：美国股债关系的演化
2021-1-3

投资周报：商品价格与股票价格关系的演化
2020-12-27

投资周报：股市板块轮动的久期视角
2020-12-13

投资周报：变凹的美元微笑曲线
2020-11-22

投资周报：被忽视的通胀风险溢价
2020-11-15

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

目 录

1、 全球信用周期、美元周期，谁驱动谁？	3
2、 国内高频数据观察	6
2.1、 生产指标分化	6
2.2、 商品房销量上升	7
2.3、 猪肉价格持续上涨	7
2.4、 货币市场利率上升	8
2.5、 人民币小幅贬值	9

图表目录

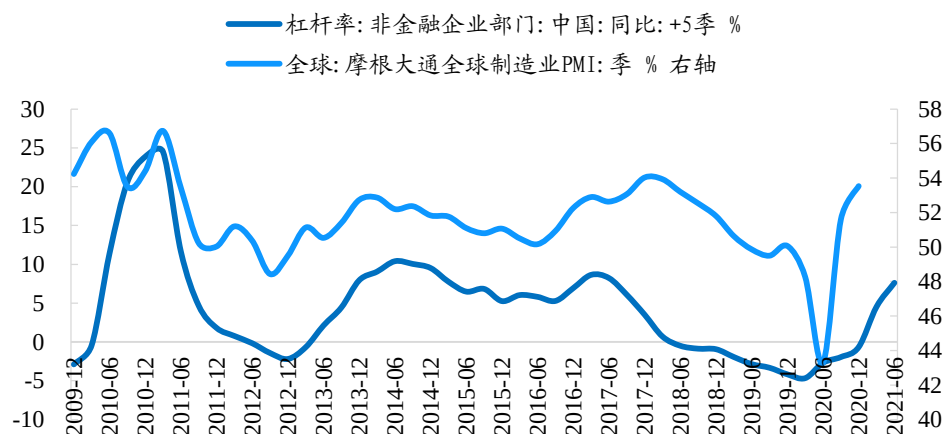
图 1: 中国信用周期领先全球 PMI	3
图 2: 美元指数影响新兴市场信用周期	4
图 3: 美元指数同比滞后项和中国杠杆率同比似乎正相关	5
图 4: 美元指数和美国潜在经济增速同趋势	5
图 5: 经济指标间的逻辑很难判断	6
图 6: 全国高炉开工率下降	6
图 7: 汽车全钢胎、半钢胎开工率上升	7
图 8: 商品房周销量增速下滑	7
图 9: 猪肉价格上升	8
图 10: 原油价格上升	8
图 11: 货币市场利率上升	9
图 12: 人民币小幅贬值	9

1、全球信用周期、美元周期，谁驱动谁？

上周公布的货币金融数据，验证了中国信用周期向下的到来，这将对全球经济产生重要影响，也会间接影响美元指数。与此同时，美元指数止跌，美元汇率会通过影响其他国家的货币政策、债务风险、外债成本等方面，来影响全球的信用周期。全球信用周期、美元周期之间存在复杂的纠缠关系。那么，全球信用周期、美元周期，谁驱动谁？

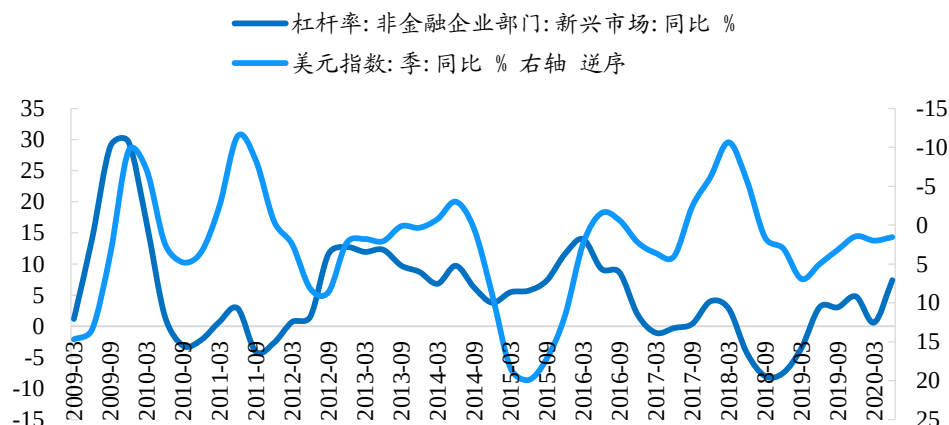
次贷危机之后，中国对全球经济的影响加大。中国存在三年半左右的信用周期，中国信用扩张时，一方面从欧日韩增加产业链上游的进口，另一方面从新兴市场、发展中经济体增加产业链下游的进口，最终带动全球经济周期向上。当全球经济好转时，美元的避险属性下降，美元走弱。同时，由于美国是消费国，中国信用周期拉动下，非美经济体表现好于美国经济体，这也会导致美元走弱。可见，中国信用周期对全球经济增长、商品价格、汇率等多个方面都有深远影响。

图1： 中国信用周期领先全球 PMI



资料来源：Wind，新时代证券研究所

欧美学者的研究重点更多的是美元如何驱动全球信用周期。汇率波动可以通过贸易等实体经济渠道影响全球经济、金融市场，不过金融渠道越来越受到重视。美元升值时，首先，新兴市场偿债压力增加，自身主动收缩信贷；其次，新兴市场债务风险上升，跨国银行出于防范风险收缩信贷；再次，新兴市场汇率风险增加，货币政策收紧，导致信贷收缩。这些最终导致美元周期和全球信用周期密切相关。

图2： 美元指数影响新兴市场信用周期

资料来源：Wind，新时代证券研究所

以上两个说法似乎都有些道理，但哪个是正确的呢？我们进行格兰杰因果关系检验。虽然格兰杰因果关系只是统计意义上的，但是结合逻辑判断，我们可以得到更接近真实情况的因果关系。检验结果表明，美元指数变化是新兴市场杠杆率变化的格兰杰原因，但是新兴市场信用周期不是美元指数变化的格兰杰原因。而且交叉相关性检验表明美元指数变化和新兴市场杠杆率变化是负相关，这和理论一致，美元走强抑制新兴市场信用周期扩张，反之亦然。

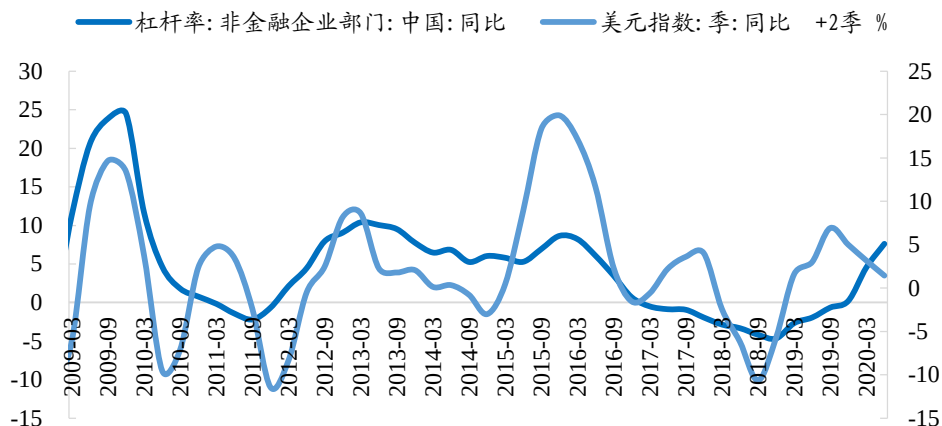
美元指数与全球信用周期的格兰杰因果关系检验

假设	F-Statistic	Prob.
中国杠杆率变化不是美元指数变化的格兰杰原因	0.56245	0.7556
美元指数变化不是中国杠杆率变化的格兰杰原因	2.86104	0.0313
新兴市场杠杆率变化不是美元指数变化的格兰杰原因	1.24995	0.3237
美元指数变化不是新兴市场杠杆率变化的格兰杰原因	7.11030	0.0004

资料来源：新时代证券研究所；注：美元指数是非平稳的，故我们采用平稳的美元指数同比。样本为 2007 年一季度至 2020 年二季度的季度数据。格兰杰因果关系检验滞后阶数为 6。

令人困惑的是，虽然美元指数变化是中国杠杆率变化的格兰杰原因，但是进一步的交叉相关性检验表明，美元指数变化滞后项和中国杠杆率变化正相关，这和前文的理论不一致，也和其他新兴市场不一样，我们认为美元指数和中国杠杆率之间可能存在这么一个机制：内生机制或者外生冲击导致经济周期向下，避险情绪导致美元走强，一两个季度之后，中国逆周期调节下杠杆率增速上升。

由于中国经济体量大、政府调控能力强，中国的信用周期受美元的制约较小，具有相对的独立性，但是其他小型开放新兴经济体信用扩张则会受到美元汇率的影响。

图3： 美元指数同比滞后项和中国杠杆率同比似乎正相关

资料来源：Wind，新时代证券研究所

从检验结果来看，美元指数对预测新兴市场信用周期有所帮助，但很难通过中国信用周期、新兴市场信用周期来预测美元，原因可能在于美元汇率受到的影响因素比较多。不过这不能否定，中国信用周期对全球经济的影响。

2020年12月货币金融数据确认了中国信用周期向下拐点的到来。但是不用过度担心经济快速向下。首先，信用扩张的滞后性还会刺激中国以及全球经济2-6个季度。其次，信用周期对经济的影响还要考虑外部环境。此次疫情后的信用扩张是全球同时进行的，虽然中国已经开始信用收缩，但是由于疫情的错位，欧美仍在信用扩张中，这会抵消中国信用收缩对全球经济的影响。因此，中国经济复苏进入第二阶段，一方面内生动机增强，另一方面海外经济刺激的溢出效应还比较明显。

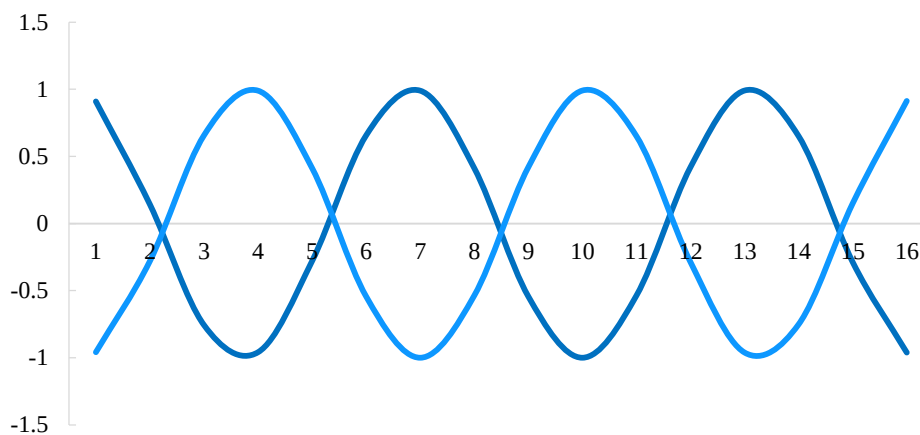
全球信用周期对美元周期的预测效果不是很好，美元汇率的最核心影响因素仍是美国的潜在经济增速。当前，全球经济修复下避险情绪回落，以及美国经济的相对弱势，暂时会压制美元。但是，毫无疑问，作为科技最强国，疫情后美国的潜在经济增速仍会回升，届时美元将进入上行周期。

图4： 美元指数和美国潜在经济增速同趋势

资料来源：Wind，新时代证券研究所

最后要坦白的是，我们并没有完全弄清楚全球信用周期与美元周期的关系，原因在于多数经济指标之间存在稳定关系，尤其是具有周期特征的指标。如下图所示，我们即可以得到两者当期负相关，又可以得到两者滞后正相关，判断两者之间的因果关系比较困难，此时我们尽量辅以经济理论来减少误判。

图5： 经济指标间的逻辑很难判断



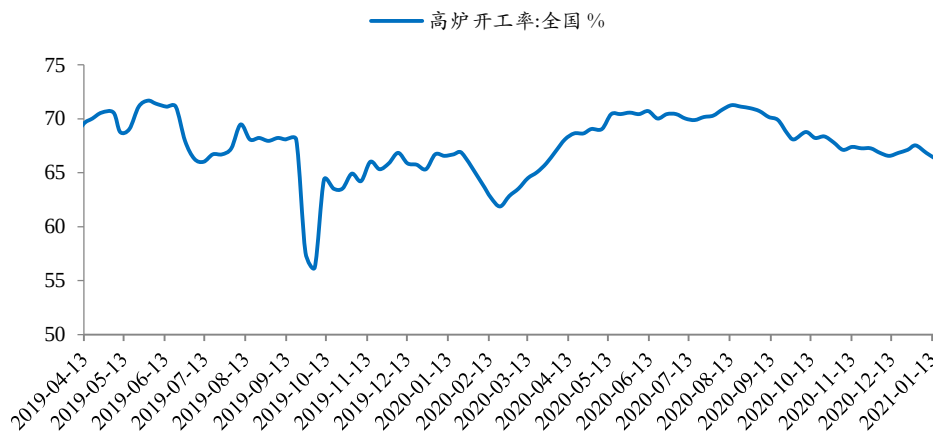
资料来源：新时代证券研究所

2、国内高频数据观察

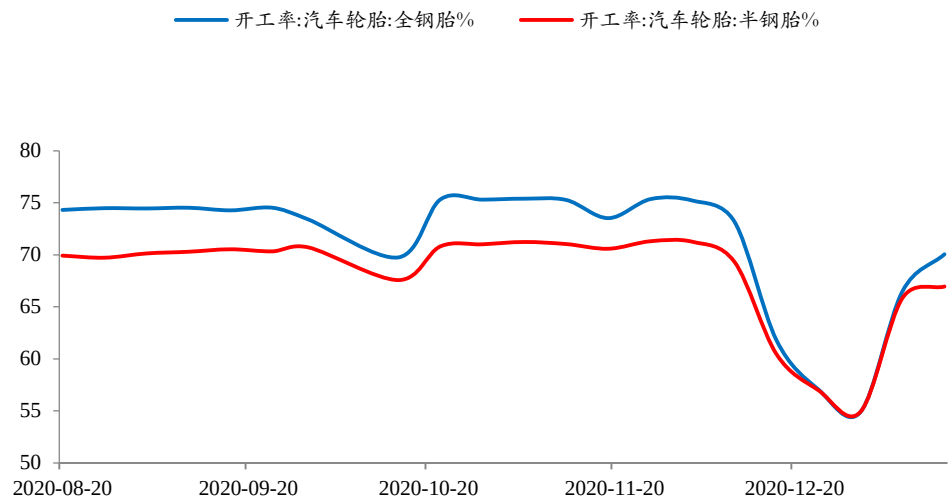
2.1、生产指标分化

上周，生产指标分化。全国高炉开工率下滑 0.55 个百分点至 66.3%。汽车全钢胎与半钢胎开工率分别上升 3.55、1.1 个百分点至 70.05%、66.95%。

图6： 全国高炉开工率下降



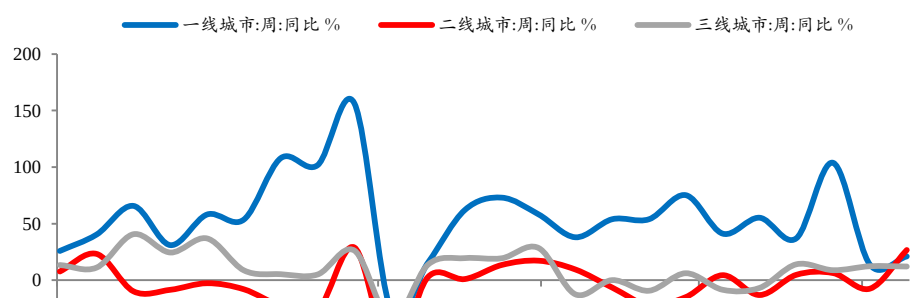
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 汽车全钢胎、半钢胎开工率上升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、商品房销量上升

上周，30 大中城市商品房日均成交面积为 58.78 万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周 53.39 万平方米上升。30 大中城市商品房成交面积同比增长 20.19%，增速上升，其中，一、二、三线城市商品房销售面积分别同比增长 21.08%、26.75%、12.16%。

图8： 商品房周销量增速下滑

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_160

