

关注美元反弹的风险

——宏观半年度更新

经济周期：美元反弹和库存周期回落

对4-5月美元走低的分析。我们3月报告《[美元反弹](#)》中指出，随着市场对于美联储货币政策边际宽松预期的减弱，类似于2012-2013年开始的Tapering操作，美元指数将开始反弹。但是二季度留给我们的环境是一个“弱美元”的环境，其背后是美国财政支出增加，市场流动性维持在相对宽松而非收紧状态，表现在TGA账户余额的大幅回落。

库存周期回落的判断不变。如果说本轮经济周期中国领先于全球，那么从去年下半年中国央行结束“逆周期”调节，到经济数据和金融财政数据今年一季度见顶、二季度回落，库存周期的下行已是确定性。在这一背景下，若美债期限利差扁平化定价的外部需求冲击开始反馈到宏观账户，那么流动性收紧的风险将进一步加大。

美元反弹：资产负债表和资金流线索

央行对通胀的分歧。长期来看，美联储2020年对货币政策框架的修改意味着全球低通胀的结束，未来加税加薪形成的成本推升将长期持续。短期来看，6月美联储FOMC已经释放了短期对于通胀的关注度上升的信号，库存周期复苏叠加疫情冲击供应链形成的阶段性通胀正在测试美联储的新货币政策框架。而另一方面欧洲在G7妥协下赢得了阶段性继续宽松的政策空间，美欧利差扩张的状态仍将延续。

财政从宽松到谨慎。长期来看，自耶伦就任财长，美国稳健财政的基调就已种下，即财政的扩张从货币化转向税收的增加，这将在短期对经济形成负面冲击，但长期随着经济恢复（8年万亿基建计划）增加财政收入。短期来看，随着疫苗接种推进，美国疫情刺激政策正在退出，形成流动性收紧的影响在增加。而财政重新扩张需要Delta、Gamma变异病毒再次失控等的冲击成立。另一方面，欧洲宽松货币的财政基础是恢复基金达成下的2021年共同财政模型逐渐进入到运行，美欧财政预期分化。

实体复苏的证伪风险。随着应对疫情的财政转移支付的降低，消费者的乐观预期正在回归现实。疫情冲击后留下的除了财政货币部门大幅扩张的资产负债表、私人部门低利率下大幅增加的股票回购，宏观经济部门的杠杆分配没有完成（市场波动率处在低位）。随着市场对“疫情政策退出”和“宏观政策正常化”进行定价，压力上升的风险正在增强，需要关注利差驱动的未来资金流变动，中国央行¹在6月预期管理中提到了下半年美元反弹过程中的人民币贬值压力。

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：

[关注“窗口期”的风险释放](#)

——430政治局会议点评

2021-05-01

[吹响生态文明的号角](#)

——《关于建立健全生态产品价值实现机制的意见》点评

2021-04-27

[当前宏观关注点问答](#)

——美元反弹

2021-03-31

[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](#)

¹ 中国[外汇市场自律机制](#)在6月中提示要“高度警惕人民币汇率的贬值风险”

全球经济周期将迎接顶部

尽管疫情改变了长期的很多事情，工作学习生活的线上化，主要经济体也加强了对于公共医疗卫生的投入，但是在国外通过财政转移支付对冲疫情压力、国内通过“六保六稳”实施金融下行周期调结构的过程中，短期内没有出现杠杆压力事件改变资产负债表的情况下，我们暂时把经济周期的时钟再次调回到疫情前，即：

“2021年年中依然是周期关注的转变点，且随着市场对于政策预期的转变，风险落地的概率也在增强。”

图1：央行货币政策驱动市场预期将转入下行



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图2：政策未退、风险未临，市场处在“高位”



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

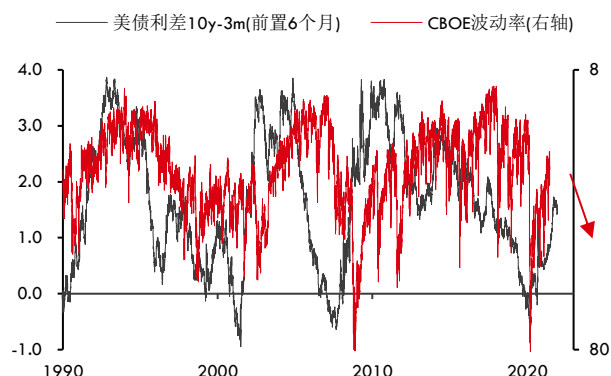
从全球区域经济周期的差异性来看，对疫情的控制情况成为判断的关键点。中国在2020年2月迅速采取封城措施之后，随着2021年疫苗接种的陆续推进，经济活动的正常化正在加速；中国经济首先从疫情的非常态走出也意味着经济复苏周期领先于全球其他经济体，也意味着宏观刺激政策的首先退出。当然中国的宏观政策更往前的一步是在去年四季度进入了“跨周期”的宏观政策框架之中，今年4月政治局会议提出了珍惜“时间窗口”²。

时至7月，我们认为“窗口期”正在接近尾声，调整的风险正在加大。一方面随着海外疫苗的接种，虽然有Delta、Gamma等变种病毒的影响，但是全球市场正在进一步走向开放。这也就意味着疫情应对措施退出。美联储在今年6月初就开启了年内结束“疫情政策”的路径，在今年6月下旬的FOMC议息会议上，美联储也提前了对于未来通胀和加息的预期。

² 参考华泰期货报告《关注“窗口期”的风险释放——430政治局会议点评》指出，未来对于宏观政策继续定调在“调结构”，总量性政策短期调整概率较低。

路径³。随着海外疫情的正常化，对于经济的宏观供需将带来预期上的再次转变，全球市场的开放意味着供给层面的矛盾将得到一定程度的缓和；同时在需求层面，我们已经观察到美债收益率曲线的快速扁平化，意味着市场对于未来需求前景的并不乐观。全球经济周期回落的风险正在加大。

图 3： 期限利差扁平化驱动市场波动率回归



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4： 转移支付的暂停将让消费者直面现实



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 5： 标准化处理后的全球制造业 PMI 现实，当前全球经济暂时维持高景气状态

	2020										2021			
	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May
全球	-5.0	-3.8	-1.6	-0.5	0.0	0.2	0.5	0.8	0.8	0.7	0.8	1.3	1.7	1.7
中国	-0.1	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.3	0.3	0.7	0.5	0.2	-0.2	0.5	0.1	0.1
美国	-3.3	-2.9	-0.5	-0.1	0.4	0.2	1.2	0.8	1.5	1.1	1.6	2.6	1.6	1.7
日本	-3.1	-4.4	-3.8	-2.0	-1.2	-1.1	-0.7	-0.6	-0.2	-0.3	0.3	0.7	1.1	0.8
欧元区	-4.0	-2.7	-1.0	0.0	-0.1	0.4	0.6	0.4	0.7	0.6	1.3	2.3	2.4	2.4
德国	-3.1	-2.8	-1.3	-0.3	-0.1	0.6	0.9	0.8	0.9	0.7	1.3	2.3	2.3	2.0
法国	-4.6	-2.4	0.4	0.4	-0.2	0.1	0.1	-0.3	0.1	0.2	1.3	2.0	1.9	2.0
英国	-5.1	-3.1	-0.7	0.0	0.5	0.2	0.1	0.6	1.1	0.2	0.5	1.4	1.9	3.1
澳大利亚	-2.9	-1.8	0.2	0.6	-0.3	-0.8	1.1	0.3	0.9	0.9	1.6	1.8	2.1	0.2
加拿大	-4.1	-1.8	0.8	1.1	1.0	0.6	-0.1	-0.5	-0.3	-0.1	0.8	1.4	0.4	0.4
韩国	-3.2	-3.4	-2.5	-1.1	-0.5	0.0	0.5	1.2	1.2	1.3	2.2	2.2	1.9	1.5
巴西	-3.3	-2.8	0.3	1.8	3.3	3.3	3.7	3.1	2.6	1.4	1.8	0.6	0.4	0.8
俄罗斯	-6.9	-5.1	-0.3	-0.7	0.3	-0.5	-1.2	-1.4	-0.2	0.2	0.5	0.3	0.1	0.6
越南	-6.2	-2.9	0.0	-1.2	-1.8	0.3	0.2	-0.4	0.2	0.0	0.1	0.8	1.2	0.7

数据来源：Wind 华泰期货研究院

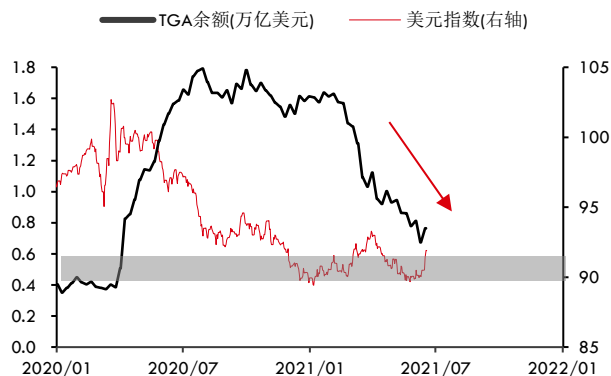
³ 意味着对于市场而言，在“疫情政策”已确定退出的情况下，将更快速的定价“宽松政策”的退出，从量化宽松月度的减量、到基准利率的加息，最后至缩减资产负债表。

周期见顶，关注美元反弹

二季度推动美元走低的因素正在减退。我们 3 月报告《美元反弹》中指出，随着市场对于美联储货币政策边际宽松预期的减弱，类似于 2012-2013 年开始的 Tapering 操作，美元指数将开始反弹。但是二季度留给我们的却是一个“弱美元”的环境，其背后体现出的是由于美国财政支出的增加短期增加，市场流动性维持在相对宽松而非收紧状态，推动美元维持在一个相对较低的水平，资产负债表中表现为美国财政部 TGA 账户余额的大幅回落。而随着 TGA 账户回归至 4000-5000 亿美元的历史正常水平，这部分对市场的流动性冲击将缓解。

充裕的流动性环境也带来了美国市场的资产荒，当前这一环境正面临转变。由于流动性的充沛，一方面是美国上市公司正在趁着当前的低利率环境大幅回购股票，截止 5 月 7 日的美股上市公司已经批准了 5040 亿美元的股票回购计划，创下了 1999 年来同期最高。另一方面是市场安全资产的缺乏，迫使大量的流动性再次回流到了美联储的资产负债表上，截止 6 月份美联储日度的隔夜逆回购规模同样也创下了历史新高，引发了美联储为避免货币市场掉入“负利率”的“加息”操作——6 月抬升了 ONRRP 和 IOER 利率。

图 6： 美国财政部 TGA 账户余额回归正常水平



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

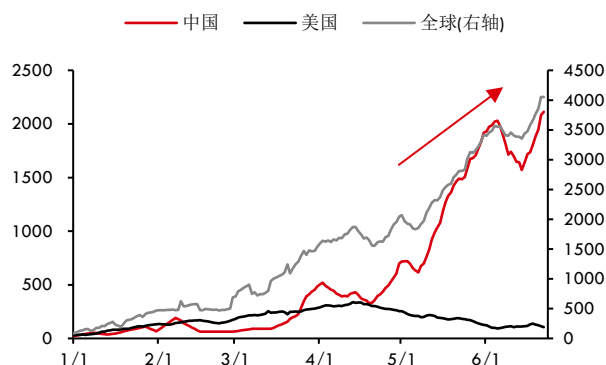
图 7： 美欧利差扩大和美元指数走弱背离



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

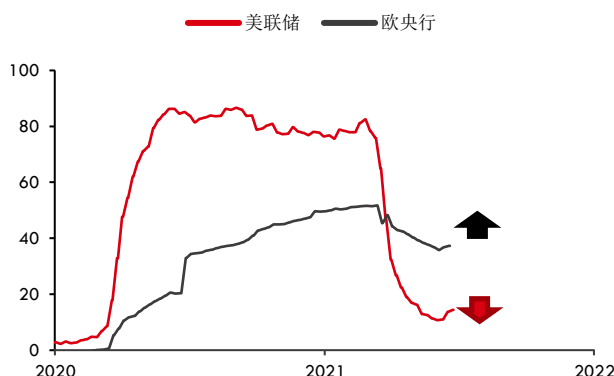
伴随着市场流动性环境的转变，市场的定价将从流动性定价（图 6）转向套息定价（图 7），即从全球市场定价锚的美国流动性宽松预期转变，转向对于在美欧区域性央行货币政策预期分化的背景下的资金流上，继而推动美元进一步反弹。

图 8: 全球疫苗每日接种快速推进 (剂次/日)



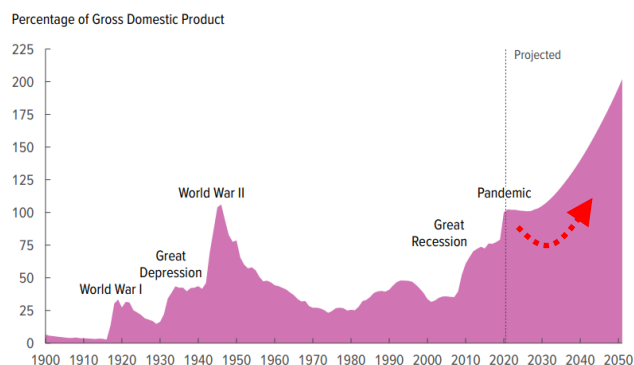
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 美联储资产负债表比欧央行更快收敛 (同比)



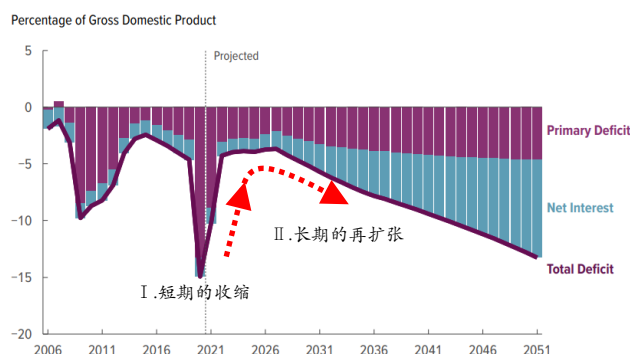
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 10: 美国债务规模/GDP 存在短期修整



数据来源: CBO 华泰期货研究院

图 11: 美国赤字融资展望发生转变



数据来源: CBO 华泰期货研究院

美国政府资产负债表存在短期趋缓但长期上升的结构转变。长期来看, 根据美国预算办公室的预测模型, 美国赤字负担将不断增加, 且利息支付压力也将持续上升 (图 11)。这就意

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_20405

