

前夜渐近：末路狂欢中的经济失衡



走势评级：美元：看跌
报告日期：2020 年 1 月 8 日

★美国：弱势美元开启

美国经济 2020 年继续走弱，实体和金融之间的背离加剧，叠加大选压力，美联储回归降息通道，美元主动走弱。

★欧洲：潜在改变正在发生

欧元区经济依旧处于底部，但是潜在的改变正在发生，企业部门的回升使得通胀预期逐渐企稳。欧央行宽松空间不大，欧元扭转跌势。

★日本：意外的赢家

日本在 2019 年全球经济下行中意外的受到了较少的负面影响，日央行购债的边际空间非常小，日元的驱动力转向美日利差和避险情绪，因此日元有一定的上升空间。

★全球宏观：失衡

2020 年我们预计看到的是全球经济进一步走弱的局面。金融和实体之间的背离更加严重，这种失衡并没有被结构性改革所解决，央行继续注入流动性维持这种脆弱的平衡，但是失衡引起的矛盾在 2020 年更加剧烈。

★投资建议：

年美元将会出现明显的走弱，美联储的货币政策重回宽松，美国经济趋势下行不会改变，欧元区日本的宽松必要性降低，因此美元在 2020 年走弱是比较明显的趋势。我们并不认为 2020 年全球经济会出现趋势性的回升，结构性问题尤其是债务问题的制约导致实体经济依旧疲弱。美国大选叠加贸易摩擦造成的不确定性影响整个市场，推荐持有避险资产。

★风险提示：

全球经济因为贸易摩擦不确定性带来波动影响央行流动性投放节奏。

元涛 资深分析师(外汇)
从业资格号：F0286099
投资咨询号：Z0012850
Tel: 8621-63325888-3908
Email: tao.yuan@orientfutures.com

美元指数和美债的走势



目录

1、美国：弱势美元开启.....	5
1.1、劳动力市场：失业率已至低位，薪资增速难有起色.....	5
1.2、通缩延续.....	7
1.3、金融与实体的背离更加显著.....	8
1.4、美元：弱势美元不可避免。.....	12
2、欧元区和日本.....	14
2.1、欧元区：潜在改变正在发生.....	14
2.2、日本：出乎意料的赢家.....	20
3、全球宏观：失衡.....	23
4、投资建议.....	28
4.1、美元走弱.....	28
4.2、2020 年全球经济不确定性继续上升，依旧推荐避险资产.....	28
5、风险提示.....	29

图表目录

图表 1: 失业率 50 年低位, 但职位空缺数量下降.....	5
图表 2: 薪资增速趋缓, 服务业薪资增速回落.....	5
图表 3: 非农和 ADP 的分化表明新增就业可能被夸大.....	6
图表 4: 失业率降低, 但通胀下降.....	6
图表 5: 劳动参与率没有明显上升空间.....	6
图表 6: 首申人数上升可能表明劳动力市场将要反转.....	6
图表 7: 美国通缩压力持续存在.....	7
图表 8: 降息对于通胀预期改善有限.....	7
图表 9: 居民支出增速降低, 储蓄意愿走强制约通胀.....	7
图表 10: 进口物价, 能源价格对于通胀的影响偏向中性.....	7
图表 11: 美元走弱预计部分提振通胀.....	8
图表 12: 地产和居民债务增速脱钩后很难影响通胀.....	8
图表 13: 宽松货币政策有效性递减.....	9
图表 14: 企业利润处于低位, 居民收入支撑消费.....	9
图表 15: 美国, 逐渐加大的贫富差距.....	9
图表 16: 收入低家庭债务速度上升远高于收入高家庭.....	9
图表 17: 美国企业利润率走低, 但是现金维持高位.....	10
图表 18: 债务增速高于资本支出.....	10
图表 19: 居民部门债务增速先于次贷走弱.....	10
图表 20: 企业部门债务增速先于杠杆贷款价格走弱.....	10
图表 21: 高收益债和杠杆贷款密切相关.....	11
图表 22: 高收益债和信用利差维持一致.....	11
图表 23: 杠杆贷款规模迅速上升.....	12
图表 24: 杠杆贷款价格和风险资产的周期背离反复.....	12
图表 25: 政府部门很难对冲企业和居民的债务增速降低.....	12
图表 26: 债券的期限溢价处于非常低的水平.....	12
图表 27: 美联储采取回购扩表方式解决流动性问题.....	13
图表 28: 信用利差处于低位.....	13
图表 29: 利率曲线由倒挂转向.....	14
图表 30: 产出缺口高位回落, 但联储政策空间有限.....	14
图表 31: 欧元区通胀逐渐企稳.....	15
图表 32: 企业债务增速逐渐回升.....	15
图表 33: 贸易部门受到的负面影响逐渐加大.....	15

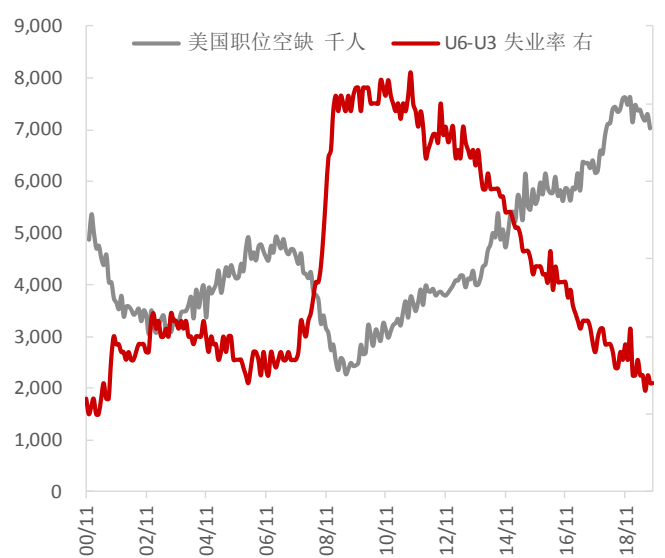
图表 34: 房地产部门对于居民部门形成弱带动效果	15
图表 35: 整体上结构性的通缩压力犹在	16
图表 36: 实体经济继续处于疲弱之中	16
图表 37: 长期再融资操作远低于资产购买	16
图表 38: 宽松货币政策的空间非常有限	16
图表 39: 核心国家工资增速回落	17
图表 40: 失业率下降的空间有限	17
图表 41: 欧央行扩表和财政紧缩形成对冲	18
图表 42: 欧元很难走强, 美欧边际增速依旧在扩大	18
图表 43: 英国 GDP 和 CPI 同时走低	19
图表 44: 领先指数显示经济企稳	19
图表 45: 经常项和资本项都处于较低水平	19
图表 46: 脱欧提振消费者信心, 稳定通胀预期	19
图表 47: 日本 GDP19 年企稳回升	21
图表 48: 通胀依旧走弱, 但是核心通胀企稳	21
图表 49: 日本贸易部门受到负面影响有限	21
图表 50: 居民部门债务增速回升, 家庭支出较为强劲	21
图表 51: 企业贷款回落但资本支出回升	22
图表 52: 通胀预期企稳	22
图表 53: 产出缺口在潜在增长之上	22
图表 54: 美日利差表明日元可能被低估	22
图表 55: 日央行购债空间非常小	23
图表 56: 日央行类似于扭曲操作的购债结构	23
图表 57: 新兴经济体信用扩张明显高于发达经济体	24
图表 58: 中国债务扩张不可忽视	24
图表 59: 全球主要经济体劳生产率进步有限	25
图表 60: 相较于央行资产扩张速度, 黄金价格被低估	25
图表 61: 美国的债务问题小于中国, 这是结构决定的	25
图表 62: 美国主动减少逆差将导致全球贸易走弱	25
图表 63: 中美实际上消费都受到了挤压, 中国尤为显著	26
图表 64: 实体企业利润的下滑不可避免	26
图表 65: 中国滞胀局面对于本币形成贬值压力	27
图表 66: 信用扩张被制约, M2 增速预计中枢下降	27
图表 67: 我们对于 2020 年资产价格的预测	28

1、美国：弱势美元开启

1.1、劳动力市场：失业率已至低位，薪资增速难有起色

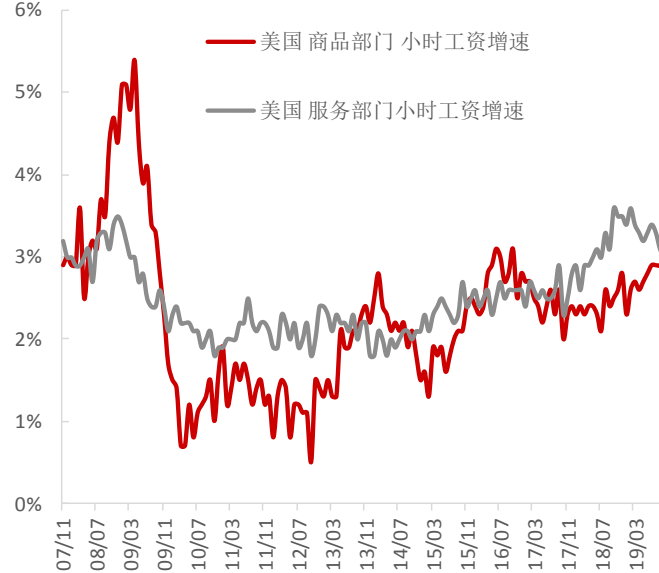
劳动力市场在整个 2019 年出乎意料的维持稳健，成为美国经济支撑的底色。失业率非常的低，目前还看不到失业率反转的迹象。

图表 1：失业率 50 年低位，但职位空缺数量下降



资料来源：Bloomberg

图表 2：薪资增速趋缓，服务业薪资增速回落



资料来源：Bloomberg

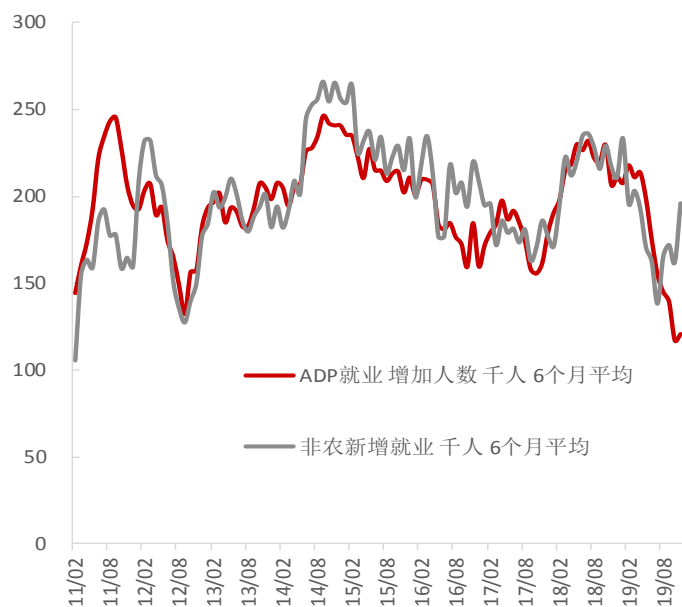
但是我们已经看到了一些不一样的，微妙的信号出现。在菲利普斯曲线逐渐平坦化的情况下，职位空缺的数量出现了边际减少的情况。在低失业率下，职位空缺的高位回落可能预示着整个劳动力市场的过热程度的放缓。考虑到劳动力市场是一个滞后的指标，因此这种信号更加值得密切关注。

在 2020 年，整个劳动力市场的韧性是值得怀疑的，我们认为目前的劳动力市场的结构已经发生了变化，因此劳动参与率并不会出现明显的上升，在 2020 年劳动参与率可能会维持在目前的水平震荡。所以失业率进一步降低的空间是有限的，我们坚持中性的失业率在 3.5%-4% 的水平左右，20 年并不会出现失业率进一步降低的趋势。因此 2020 年整个新增就业中枢继续降低，维持在 10 万左右是可以预见的情况。

菲利普斯曲线会继续保持平坦。由于我们此前已经分析过劳动力市场的结构性问题，因此菲利普斯曲线继续保持平坦是可以预见的，我们甚至认为在经济后周期尾部的现在，薪资增速同比中枢会出现回落的情况，也就是说，薪资增速中枢会随着失业率的见底甚至开始向上上升而出现走低的情况，这往往是经济将要进入到衰退的前兆。20 年整个薪资增速的中枢应该在 3% 左右，不排除随着时间推移，薪资增速跌破 3% 的可能。ADP 就业和非农近期出现的明显背离值得关注，因为我们看到上次非农就业明显好于 ADP 是在 16 年中的情况，随后还是以非农新增就业的走低作为回归，并且目前的失业率降低和通胀的关系出现了改变，失业率走低没有带高通胀，通胀依旧走低，在每次经

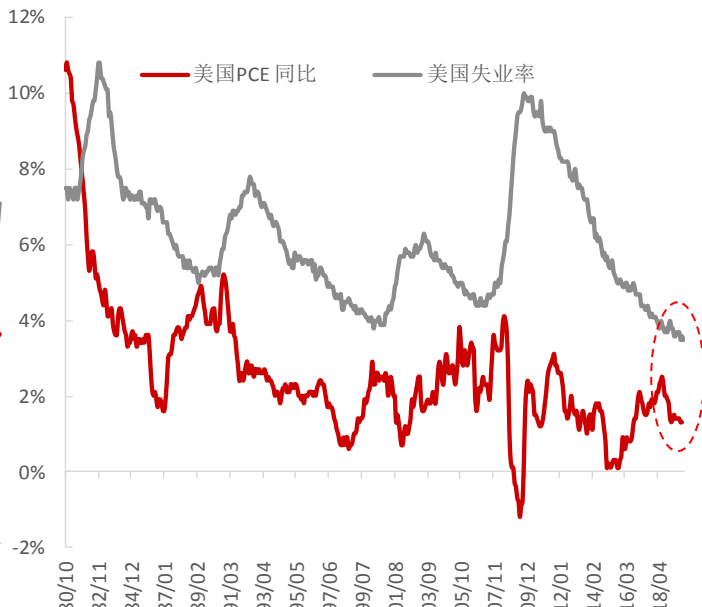
济周期尾部，我们都可以看到失业率和通胀之间的带动关系，而目前这种带动效应非常不明显。通胀已经开始走弱，预计失业率可能出现上升，这意味着劳动力市场的反转，我们密切关注这个信号。

图表 3: 非农和 ADP 的分化表明新增就业可能被夸大



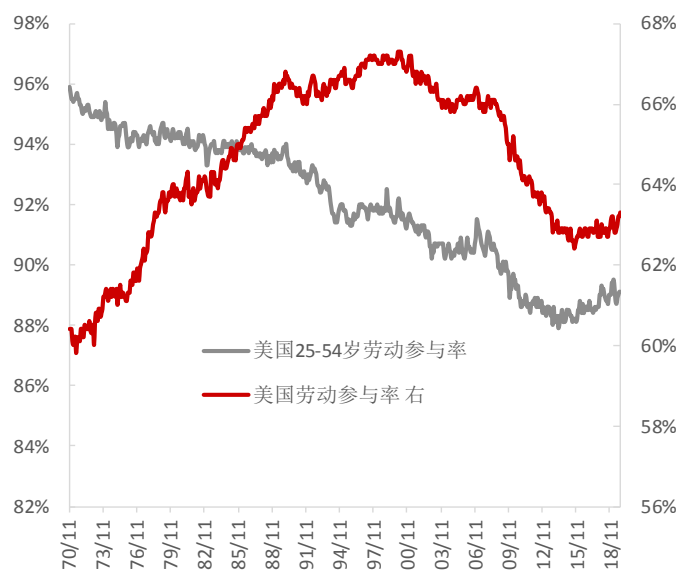
资料来源: Bloomberg

图表 4: 失业率降低, 但通胀下降



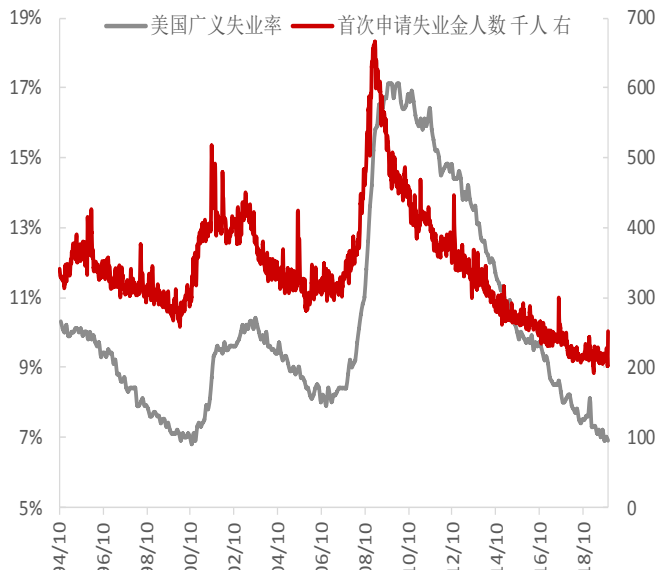
资料来源: Bloomberg

图表 5: 劳动参与率没有明显上升空间



资料来源: Bloomberg

图表 6: 首申人数上升可能表明劳动力市场将要反转

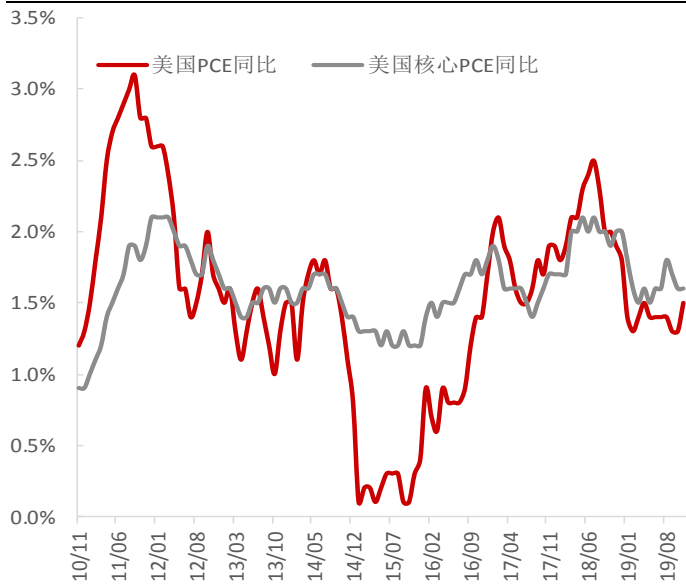


资料来源: Bloomberg

1.2、通缩延续

2020 年美国通胀的形势应该还是通缩。我们应该注意到的一个问题在于美国目前的核心 PCE 一直起不来，这表明目前美国的向下的通缩压力较为顽固。

图表 7：美国通缩压力持续存在



资料来源：Bloomberg

图表 8：降息对于通胀预期改善有限



资料来源：Bloomberg

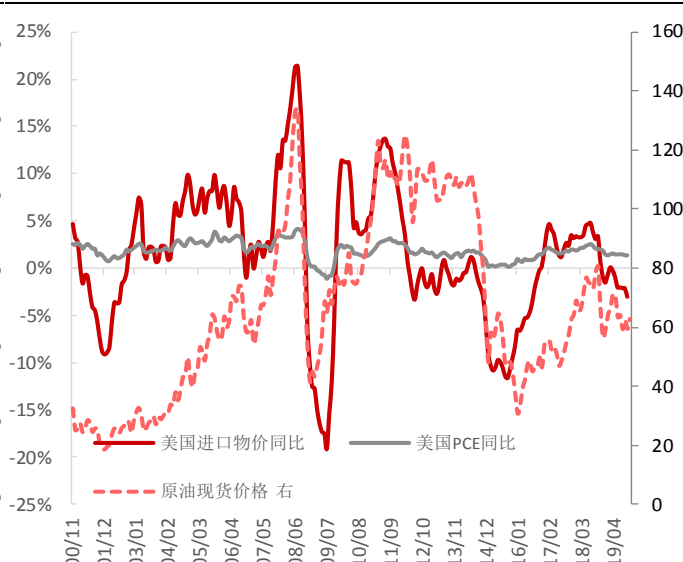
我们认为消费的韧性会逐渐消散，这对于通胀形成了最大的下行压力。除此之外，通胀预期持续维持低位，2019 年美联储的结构性降息并未对于通胀预期带来较大的提振，通胀预期受到的负面影响持续存在。

图表 9：居民支出增速降低，储蓄意愿走强制约通胀



资料来源：Bloomberg

图表 10：进口物价，能源价格对于通胀的影响偏向中性



资料来源：Bloomberg

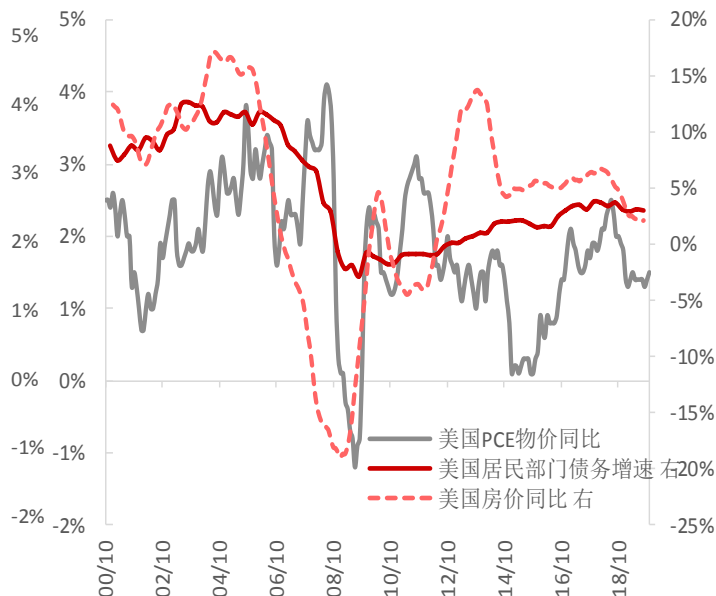
中美贸易再平衡对于进口物价产生的正面影响预计在 2020 年并不会进一步扩大，能源价格预计也会持续维持在较低的水平，外部环境对于美国通胀的贡献依旧是负面的。

图表 11: 美元走弱预计部分提振通胀



资料来源: Bloomberg

图表 12: 地产和居民债务增速脱钩后很难影响通胀



资料来源: Bloomberg

为何中美贸易再平衡带来的依旧是负面的通胀影响，我们认为美国对于中国的贸易逆差在 2020 年并不会得到明显的收窄，因此贸易再平衡对于美国的通胀压力在 2020 年并不会明显上升，进口物价上，人民币贬值和美元走弱相互对冲，能源价格持续处于低位，最终进口物价上升的幅度有限。地产部门和居民债务脱钩后对于通胀的影响不是很显著，因此整体上来看，通胀维持在低位，不超过美联储 2% 的目标是可以预见的。

1.3、金融与实体的背离更加显著

从 2018 年中开始，美国经济的实体部门出现的走弱趋势直到目前也没有结束。之前的报告探讨了很多实体部门走弱的原因。本质上来看，目前的实体部门的走弱，和美联储

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_7924

