

# 2021利率、汇率展望： 坚定不看空美元的逻辑

中粮期货研究院副院长 首席宏观分析师

柳瑾



# 风险揭示与免责声明

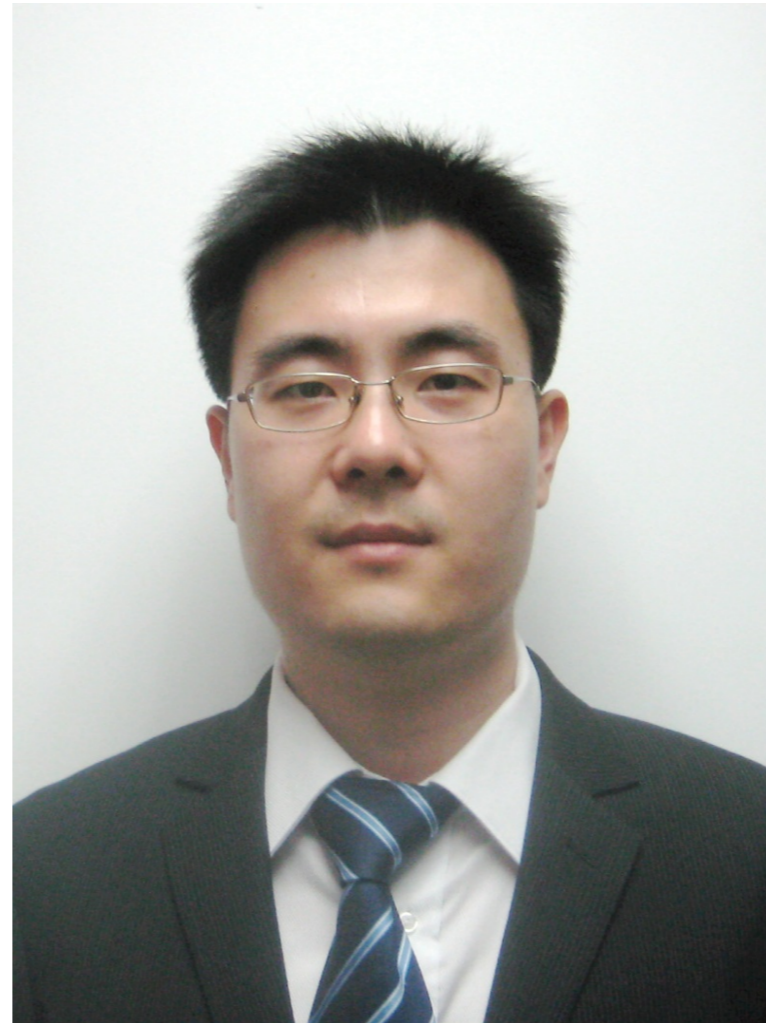


中粮期货  
COFCO FUTURES  
自然之道 和谐共赢

1. 期货、期权、场外以及掉期等金融衍生品业务交易风险性较高，并不适合所有投资者。投资者应在交易前充分了解相关知识和交易规则，依据自身经验和经济实力及投资偏好，谨慎的决定相关交易。
2. 中粮期货有限公司（“本公司”）是上海、大连、郑州三家期货交易所全权会员，也是中国金融期货交易所全面结算会员。
3. 本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格。
4. 本报告系本公司分析师依据其个人认可的公开或实地调研取得的资料做出，反映了分析师个人在撰写与发表本报告期间的不同设想、见解、分析方法及判断，旨在与本公司客户及其他专业人士交流使用。
5. 所有对市场行情的预测皆具有推测性，实际交易结果可能与预测有所不同。本报告的观点和陈述不构成任何最终操作建议。相关人士不得依赖本报告取代其独立判断。**任何根据本报告做出的投资决策及导致的任何后果，均与本公司及分析师无关。**本公司及分析师不保证对市场的预判能够实现。
6. **本公司及分析师对这些信息的真实性、准确性和完整性不做保证。**本公司及其他分析师可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。
7. 在法律允许范围内，本公司或关联机构可能会就报告中涉及的品种进行交易，或可能为其他公司的交易提供服务。本公司的关联机构或个人可能在本报告发表之前已经了解或使用其中的信息。
8. 本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制、歪曲、修改本报告之内容。



- 主讲人：柳瑾
- 英国金融工程学硕士、计算机学士；
- 历任德意志银行旗下外汇交易公司任外汇交易员、西南证券高级投资顾问、银河期货宏观货币及贵金属高级分析师、及中国宏观对冲研究院主任等工作；现任中粮期货研究院总监 首席宏观分析师
- 从事证券、期货行业7年以上，专注于宏观体系下货币、贵金属、股指及其衍生品的研究及交易工作
- 现任新华社、中央人民广播电台、CCTV证券资讯频道及各大报刊等特约评论员；新华社人民币专栏作家

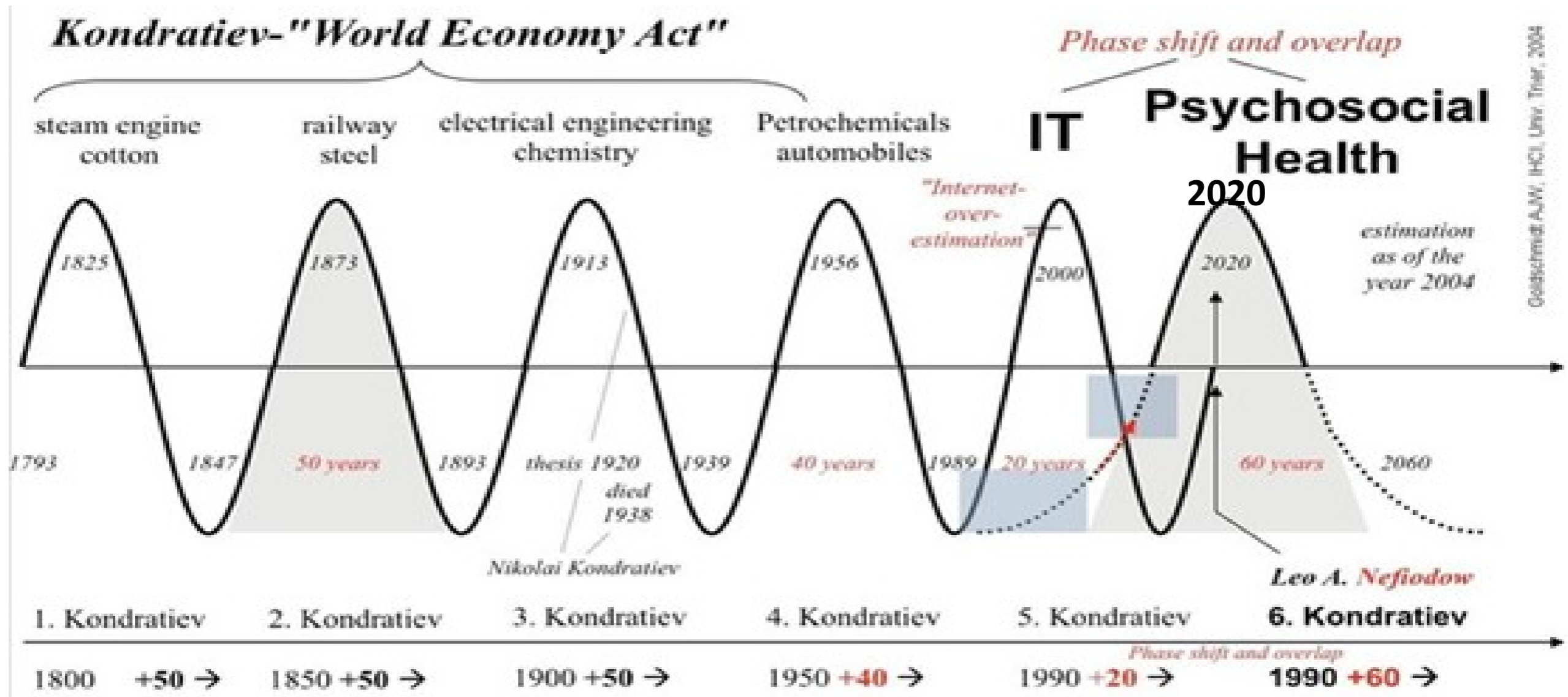


微博：柳瑾的微薄



公众号：柳瑾的财经世界

# 趋势拐点临近：康波长波周期





## 货币体系边界

- 超宽松时代的货币体系的：负利率 -> 财政-> QE；
- 不实行负利率会怎样？
- 负利率真出台汇率就会大跌吗？

## 当前逻辑驱动

- 美元储备地位不变 + 避险 + 利差相对走强
- 美元兑欧日的利差走强的支撑；
- 大选确定性后的变化；

## 市场预期

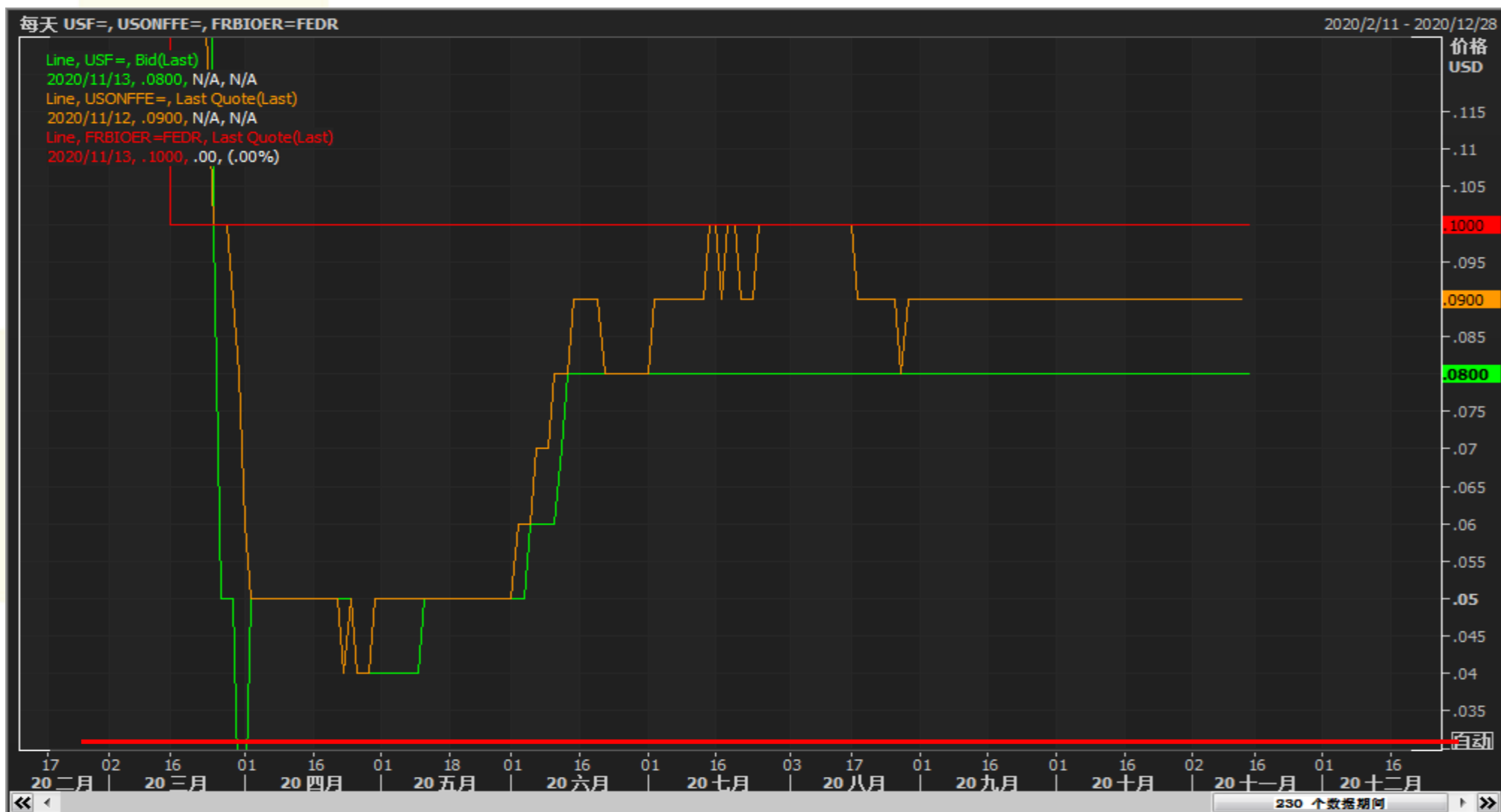
- 美联储无限制宽松必然导致大贬值？
- 拜登财政刺激必然导致大贬值？
- 疫苗出台导致风险偏好上升美元需求走弱？
- 全球贸易萎缩导致美元支付需求减弱？



## ● 超宽松时代 货币政策的边界：负利率 - QE - MMT

### ● 情景1： 美联储在负利率之上 + 其他央行负利率

图：美联储利率走廊反应的利率水平始终在0之上



数据来源：Refinitiv Ekion

- 当前0利率+ QE；  
还差 负利率+  
MMT；
- 美联储不负利率的  
长期逻辑和表态；
- 美联储的利率走廊  
反应的波动区间；



图：FFER – FFTR利差已经逐渐回归正常



- 美联储在危机阶段的应激反应期逐渐过去;
- 市场对继续降息的预期也在逐渐减小;



图：美德利差反应出美元基本面已经逐渐利多

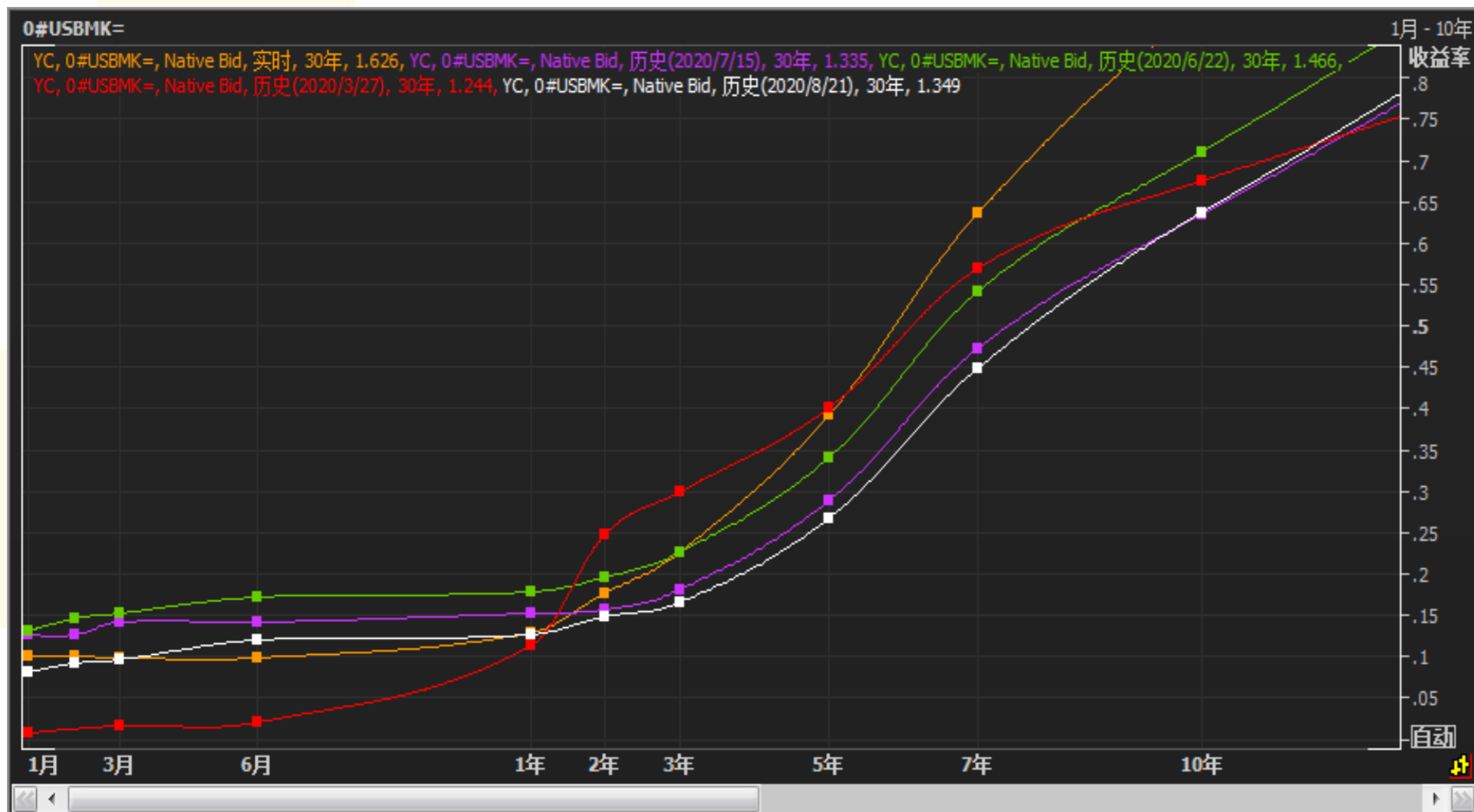


数据来源：Refinitiv Ekion

- 美欧利差反应出的本质是美欧货币政策的差异
- 趋势相同下的节奏差异
- 利差的基本面与汇率本身的延迟效应



图：美债期限结构反映出美债利率的地板效应

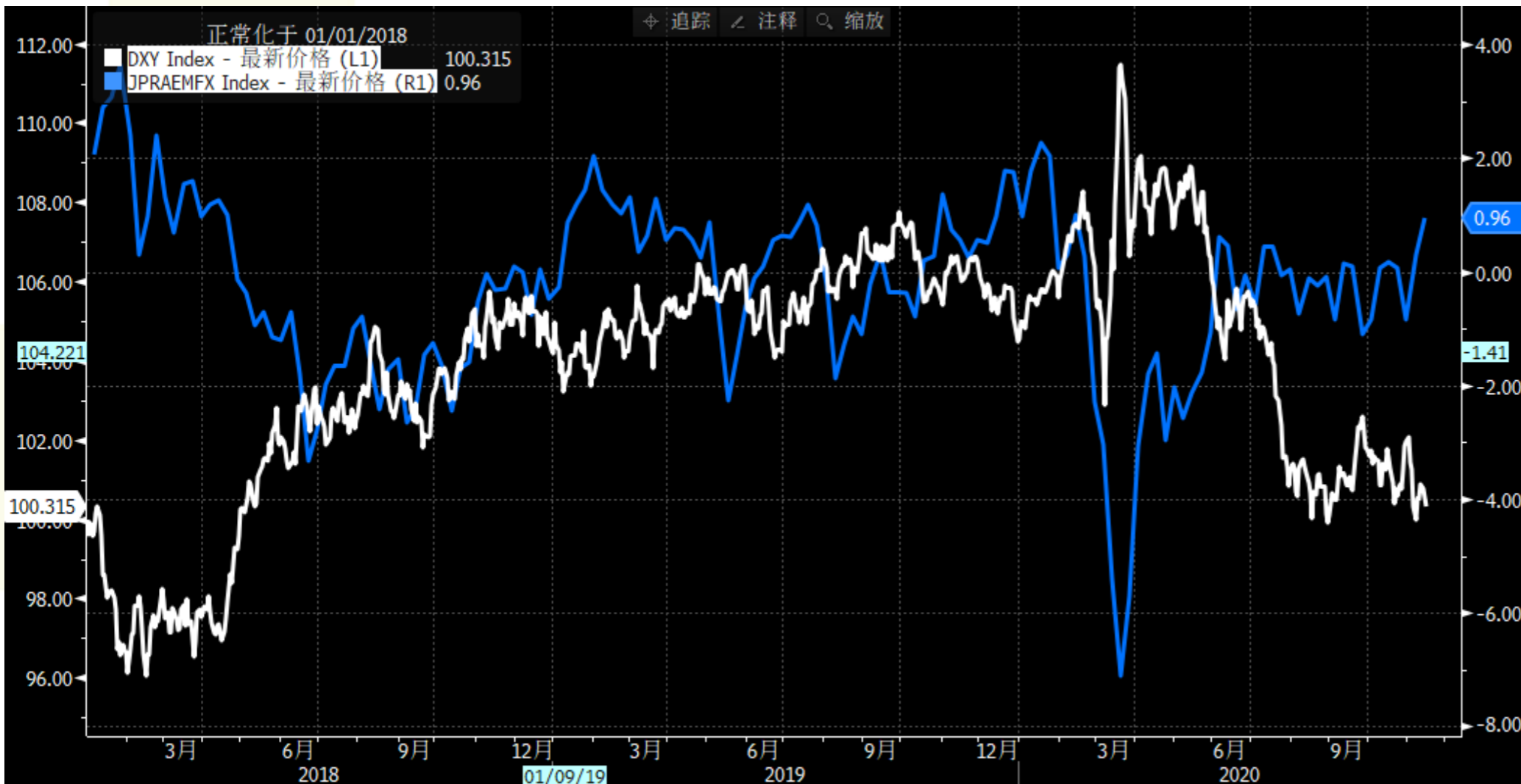


数据来源: Refinitiv Ekion

- 当前阶段美债结构处于危机以来最陡峭阶段;
- 美债收益率的地板效应;
- 当前美债利率走高的逻辑;

## ● 情景2：负利率、财政刺激、MMT

图：美元与JPMorgan风险偏好指数短周期的阶段反向关系



数据来源：Bloomberg

- 财政刺激的利空预期多大程度被PriceIN?
- 什么情况才会发生更大规模的刺激?
- 美元的避险作用的驱动



图：美元与**TED**利差反应的流动性之间的正向关系关系



数据来源: Refinitiv Ekion

- 美元流动性与美元指数之间的正向关系;
- 危机模式下的流动性机制;
- 历史上数次流动性机制导致的美元上涨;



## ● 情景3：疫苗+复苏：美元与风险偏好长周期正向逻辑

图：美元指数与 JPMorgan全球风险偏好指数的正向关系





# 2020利率、汇率与大类资产 — 汇率



中粮期货  
COFCO FUTURES  
自然之道 顺势而为

## 货币体系边界

- 超宽松时代的货币体系的极限：负利率 -> 财政-> QE；
- 不实行负利率会怎样？
- 负利率真出台汇率就会大跌吗？

## 当前逻辑驱动

- 美元储备地位不变 + 避险 + 利差相对走强
- 美元兑欧日的利差走强的支撑；
- 大选确定性后的变化；

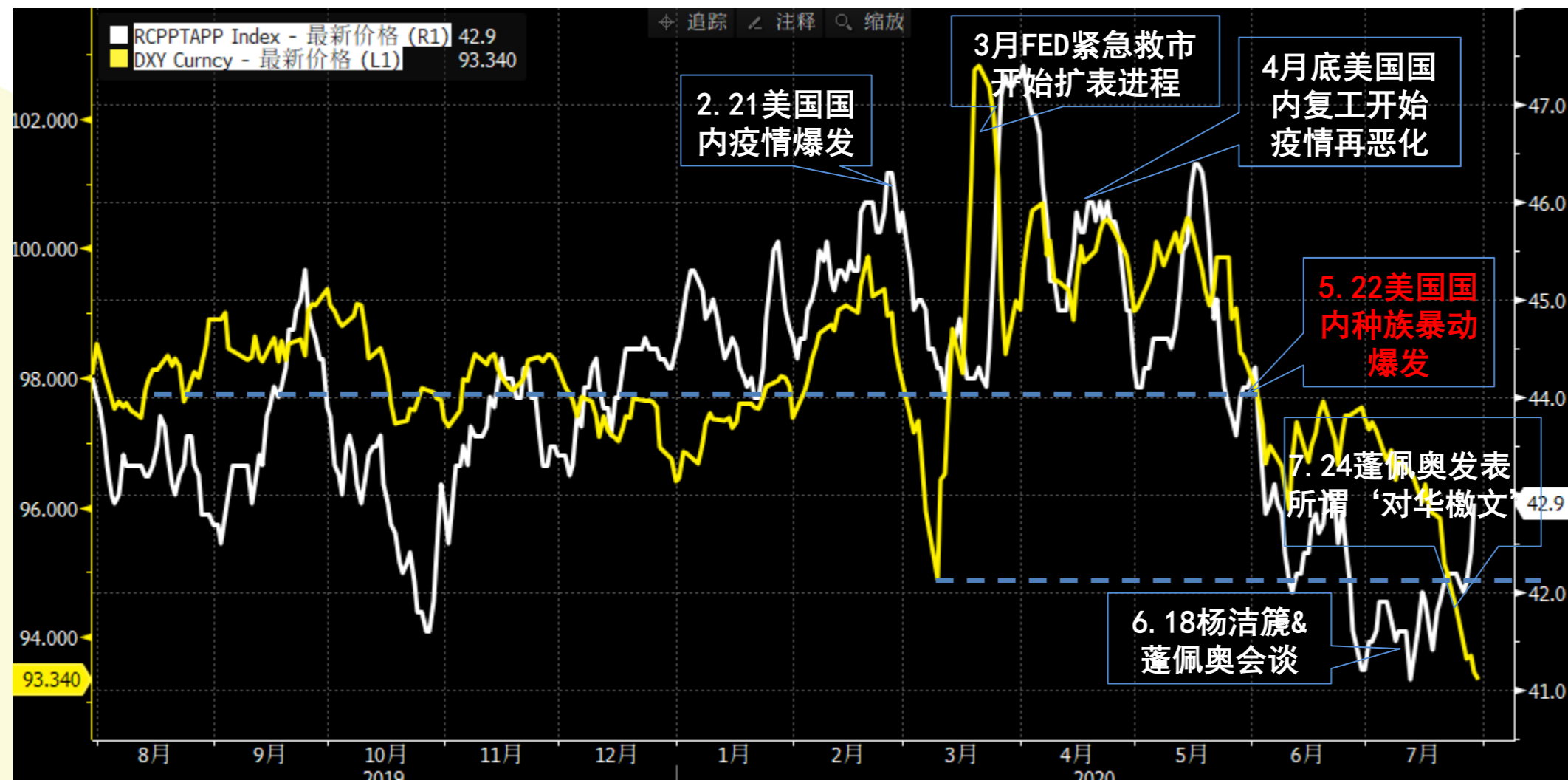
## 市场预期

- 美联储无限制宽松必然导致大贬值？
- 拜登财政刺激必然导致大贬值？
- 疫苗出台导致风险偏好上升美元需求走弱？
- 全球贸易萎缩导致美元支付需求减弱？



## ● 选情逐渐确定后的市场逻辑：避险能力减弱

图：重要时点上特朗普支持率 与美元 DXY

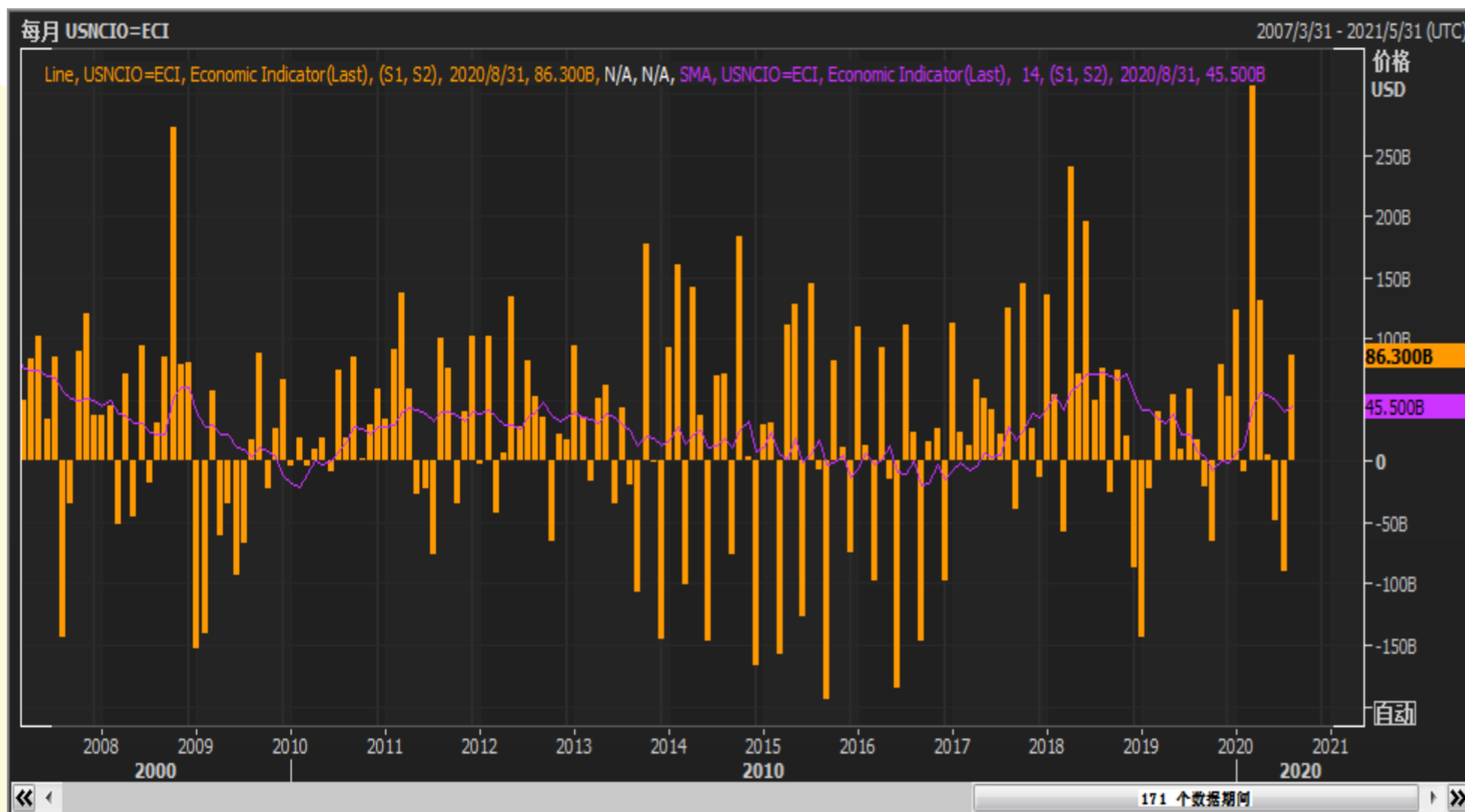


数据来源：Bloomberg

- 支持率与美元正向的隐含逻辑；
- 避险5月消退后的破位下跌；
- 疫情叠二次爆发后的再次破位；
- 大选侯是否发生大规模暴动？



图：美国TIC资本流动数据—长期资本撤出后的逐渐回归

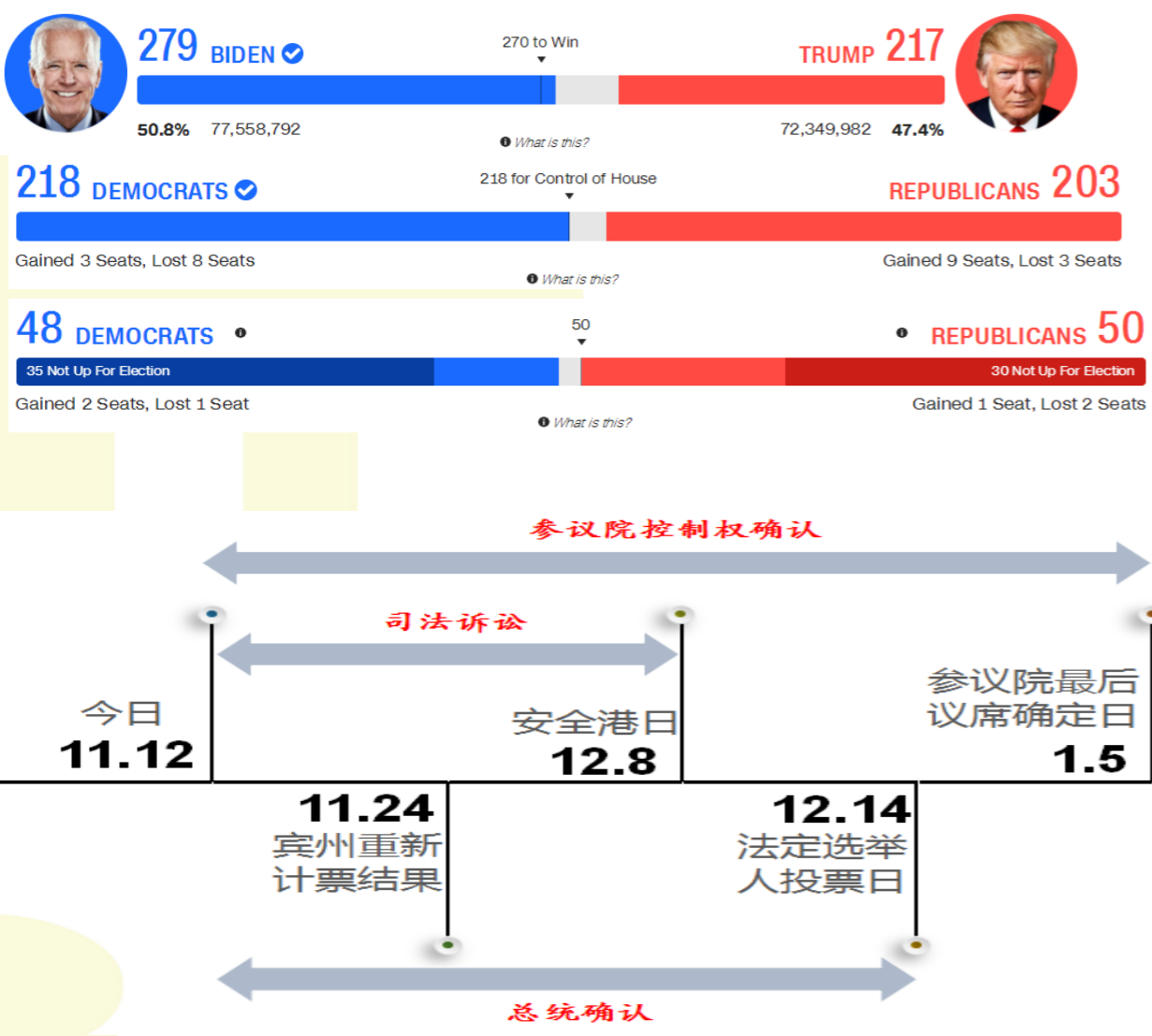


- 长期资本流出美国的三个历史阶段；
- 当前疫情+避险功能减弱后的流出；
- 当前资本流动的逐渐回归；

数据来源：Refinitiv Ekion



# ● 选情逐渐确定后的市场逻辑： 财政刺激将会迅猛出台



选举结果					政策前景				
	总统	众议院	参议院	情况	财政政策	税收政策	贸易政策	外交政策	货币政策
情景1	拜登	民主党	民主党	民主党主导，类似2008年	拜登2万亿投资计划大概率获得通过，市场预期最高	拜登加税政策将大概率获得通过	中美贸易关系紧张，短期内得以缓解；但仍支持制造业回流和美国制造	拜登回归奥巴马时期外交政策，拉拢北约，日本等盟友向中国、俄罗斯等国施压；美国重回巴黎协议，伊朗谈判有望重新启动	拜登大概率再次任命鲍威尔担任美联储主席；货币政策延续性高
情景2	拜登	民主党	共和党	总统民主党，两院分割，类似2012年	将面临一定博弈，但仍基建为两党共识，故仍有通过可能	加税将在参议院遇阻			
情景3	特朗普	民主党	民主党	严重对立，类似2014年	严重对立下，基本难有进展	特朗普进一步减税通过可能性较低	在总统和国会严重对立下，内政举步维艰，可能会加大在外交和贸易上的压力		没有参议院确认支持，替换或难以获得通过
情景4	特朗普	民主党	共和党	维持现状	面临类似于当前的财政刺激博弈的僵局，但也有可能妥协		相比当前紧张局面，对华贸易关系可能回归“可交易的极限施压”，但科技限制难以取消		
情景5	特朗普	共和党	共和党	共和党完胜，类似2016年	特朗普财政刺激法案将大概率获得通过，但此情形概率较低	特朗普进一步减税通过可能性高		特朗普或继续维持“美国优先”的外交态势，但上任初期重心可能放在内政	特朗普有可能在2022年替换美联储主席；影响货币政策连贯性



## 货币体系边界

- 超宽松时代的货币体系的极限：负利率 -> 财政-> QE；
- 不实行负利率会怎样？
- 负利率真出台汇率就会大跌吗？

## 当前逻辑驱动

- 美元储备地位不变 + 避险 + 利差相对走强
- 美元兑欧日的利差走强的支撑；
- 大选确定性后的变化；

## 市场预期

- 美联储无限制宽松必然导致大贬值？
- 拜登财政刺激必然导致大贬值？
- 疫苗出台导致风险偏好上升美元需求走弱？
- 全球贸易萎缩导致美元支付需求减弱？

## ● 美联储无限宽松必然导致大贬值、进而导致大通胀？

图：美联储资产负债表与黄金、原油和农产品的内在逻辑



数据来源：Refinitiv Ekion

- 两次全球危机对应的资产负债表；
- 大通胀逻辑下的大宗商品；
- 加息缩表背后的深层逻辑；





## ● 全球贸易萎缩下美元需求受到抑制？

图：SWIFT美元和人民币在全球支付体系中的比重变化



数据来源：Bloomberg

- 两者整体占比趋势是同向而并非此消彼长；
- 美元和人民币国际支付中的各自角色并未发生根本性改变

了解更多咨询请关注中粮期货研究中心！



感谢各位嘉宾聆听！

中粮期货 增您所托<sup>+</sup>  
WE GROW WHAT YOU ENTRUST

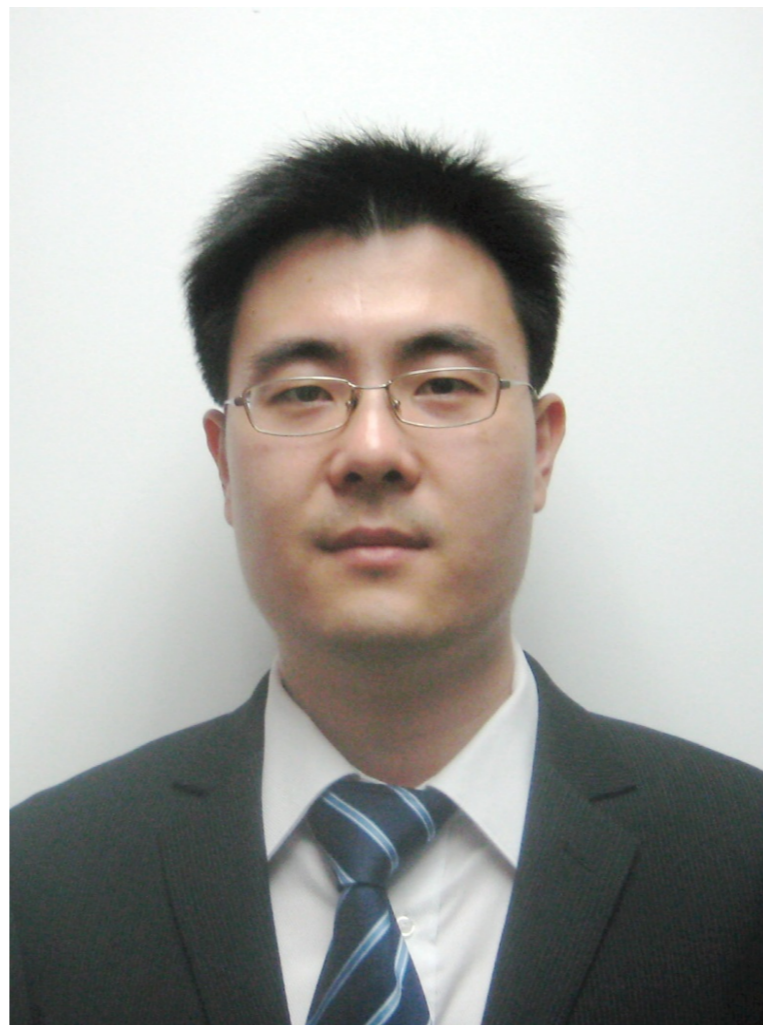
北京市东城区东直门南大街5号中青旅大厦3层、15层

400-706-0158

[www.zlqh.com](http://www.zlqh.com)



- 主讲人：柳瑾
- 英国金融工程学硕士、计算机学士；
- 历任德意志银行旗下外汇交易公司任外汇交易员、西南证券高级投资顾问、银河期货宏观货币及贵金属高级分析师、及中国宏观对冲研究院主任等工作；现任中粮期货研究院总监 首席宏观分析师
- 从事证券、期货行业7年以上，专注于宏观体系下货币、贵金属、股指及其衍生品的研究及交易工作
- 现任新华社、中央人民广播电台、CCTV证券资讯频道及各大报刊等特约评论员；新华社人民币专栏作家



微博：柳瑾的微薄



公众号：柳瑾的财经世界