

## 再论坚定不看空美元的逻辑

自从 11 月 18 日在 Wind 做过题为《坚定不看空美元的逻辑》路演后已经过去 2 个月，美元中期压力不减、仍在不断下挫，但越是在这个万众一心空美元的时候、越需要明确为什么长期不会下跌？如果参与过路演的投资者应当清楚笔者一直的观点：美元不是短期的小反弹、而是长期的不下跌！甚至未来孕育大反转！

### 从政治层次考量：

拜登取胜是建制派重归权利中心的过程，意味着后面以耶伦为代表的职业官僚将重新执掌财政部等要职，从专业角度权衡美元对美国利益最大化的策略。特朗普所代表的主动或默许削弱美元地位的策略，最终导致的不会是所谓贸易优势的获得、而是美元全球货币体系主导地位的丧失。这个比贸易优势大得多的利益，两者孰轻孰重美国的精英阶层清楚的很。在美元全球霸权地位稳定的大环境下，进一步获取贸易优势就是可选的选项，但一旦危及到根本利益就要舍卒保车了。2020 年以来美元不但面临欧元、人民币的压力，甚至比特币也在不断削弱美元的避险地位。

### 从美国货币和财政政策角度考量：

前文（《美债波动率新模式的起点》）已经推演了未来财政为主货币为辅的合力下，此消彼长的财政货币政策如何作用于美债长端收益率波动的，简单来说就是在保证刺激长期持续的情况下，美债利率有坚实底部、是美联储不负利率承诺的有效性，顶部是美联储与市场预期博弈的随机拐点。

图：未来美债收益率在财政刺激和货币刺激你进我退的互动模式下或当出现类似下图模式



数据来源：Refinitiv Ekion

至于 MMT 逻辑，即美联储最终会购买财政发行的美债从而导致最终扩表，这个要观察。其前提必须是其他国家不购买新发行的美债，尤其是在新一轮危机发生的时候更是考验的关键点。这个其实是一个自我证实的逻辑，如果美元美债的霸权地位消失、那么就不会有国家来购买，最终只能是美联储扩表、走向美元大跌，那么最终美元美债霸权地位也将消失。反之如果美元美债的霸权地位存在，那么必然会有资本来流入市场购买，最终巩固了其霸权地位。在不断声讨美元美债地位的历史中、发起过无数轮或明或暗的推翻其霸权地位的努力，现在已经到了真正关键的阶段，但是是否会出现这个大拐点尚需要观察、不能轻易下定论。

从利差角度考量：

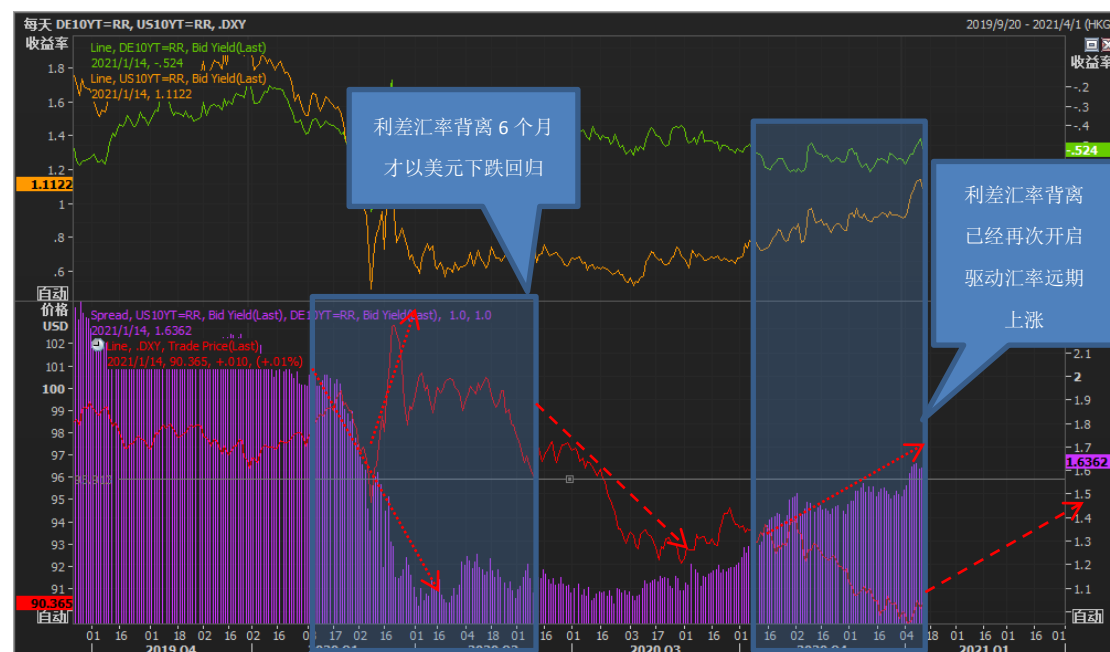
美元是汇率水平的相对估值、不是绝对值。其汇率水平的驱动来自利差，其本质是央行之间货币政策的差异。利差驱动汇率是有长期延迟的、也就是说利差基本面转变后要等待相当时间才会在汇率反应。欧元之外，镑美、美日的利差反应的水平，已经是负利率和即将考虑负利率，最终可能结果是不会有更强的英镑和日元。

在《坚定不看好美元的逻辑》路演中列出了三种模式，来推演各种不确定环境下美元的走势：三种情景模式：

### 1. 美联储在负利率之上+其他央行负利率

这个情景预示的背景是疫情长期缠绕世界、经济艰难复苏，剧烈恶化被疫苗和隔离所控制、也无法彻底治愈，财政货币无法退出、经济缓慢复苏、进入斗争的长期持久战模式。这种背景下，美联储不会轻易负利率，但其他央行（主要是美元指数一揽子六国货币）已经或者正在考虑负利率。这个时候美元兑一揽子货币利差走强、将长期显示出对美元利多的基本面（如下图）。实际上现在美德利差已经自 9 月以来不断上涨，只是美元没有反应而已，上一次我们判断美元下跌（2019 四季度）也是直到 5 月延迟了近六个月才最终从基本面反应的价格上，现在这种背离运行了约四个月，但统计发现其延迟反应并无时间规律可言。

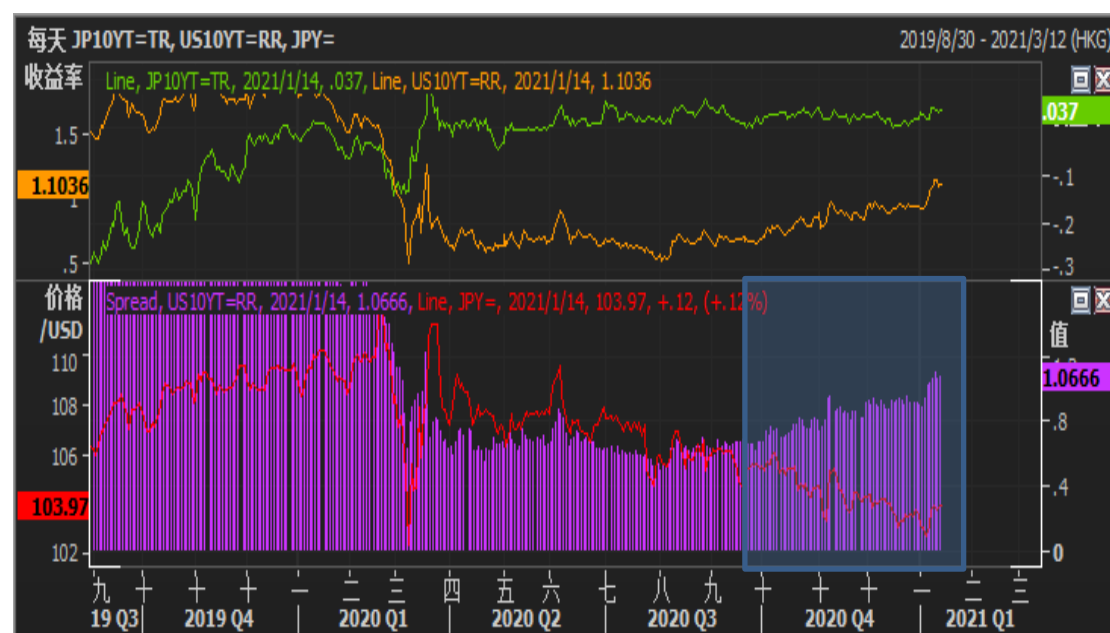
图：美德利差（紫色柱状）已经上涨、显示其与美元指数之间的延迟与背离



数据来源：Refinitiv Ekion

仔细观察其实一揽子货币中第二和第三大权重的日元（13%）和英镑（11%）也已经出现利差与汇率的倒挂，预示着未来汇率向美元利多的方向回归。

图：美日汇率与美日利差之间的倒挂已经出现 3 个月左右时间



数据来源：Refinitiv Ekion

图：镑美与英美利差之间的倒挂也已经出现 2 个月左右时间

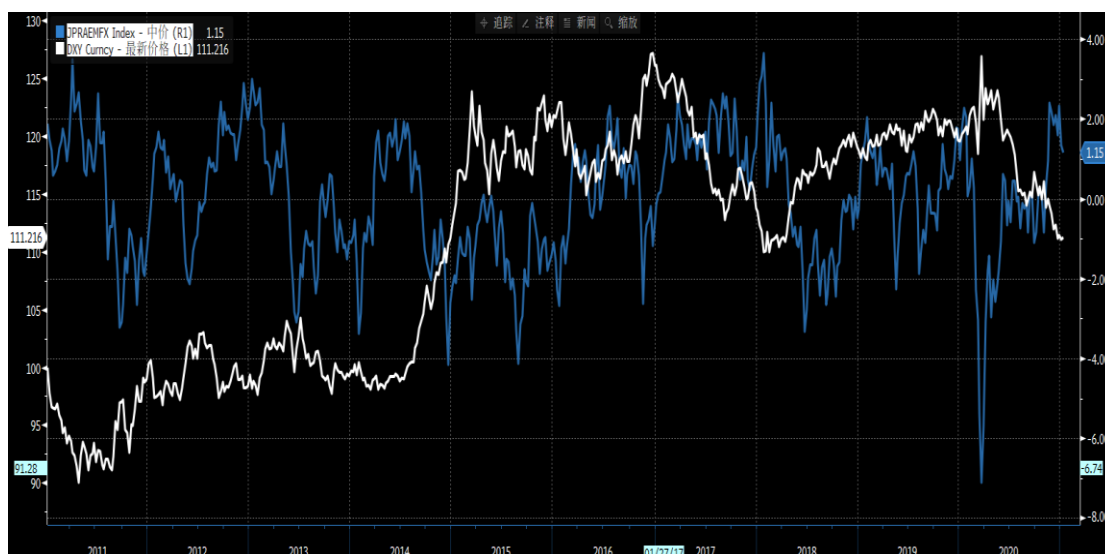


数据来源：Refinitiv Ekion

## 2. 货币财政逐步退出

这个情景预示的是疫苗 + 复苏逻辑主导的世界经济和社会秩序重归正轨，货币政策必然要尽快恢复到常态化阶段，而经济复苏、风险偏好逐步上升之后美元又是怎么运行的呢？

图：从长周期看 JPMorgan 风险偏好指数和美元之间的大趋势级别（年度级别）正向



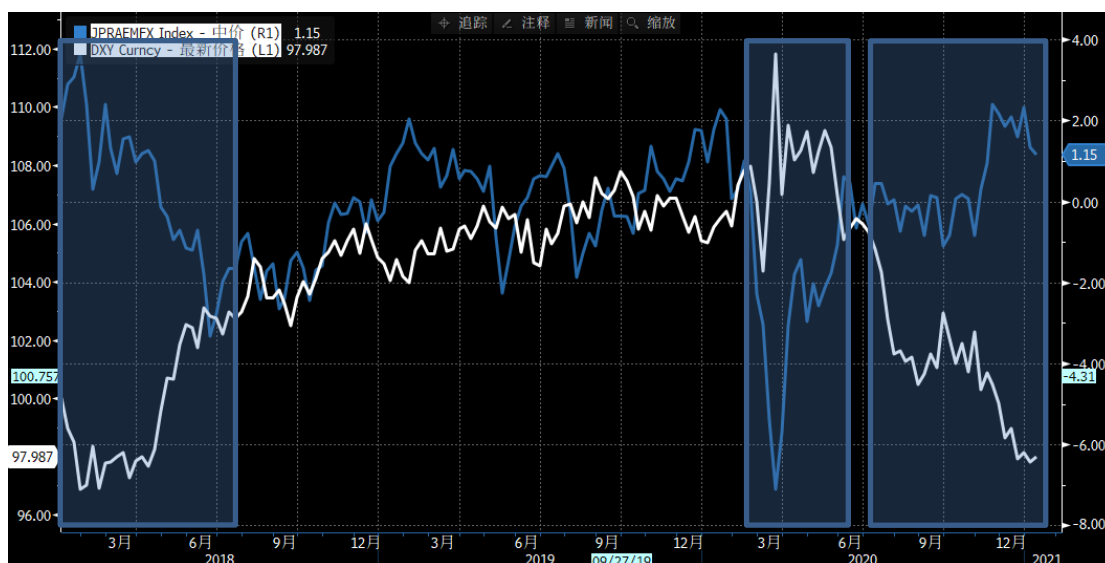
数据来源: Bloomberg

观察发现，两者大趋势级别是正相关的，也就是说风险偏好真正上升了，购买美国资产的需求仍会推升美元缓慢上涨。而现在我们所处的状态有点像从情景 1 到情景 2 之间的过度，又有可能是两者来回往复。所以下行之后缓慢筑底才更接近未来美元的中期走势。

### 3. 负利率 + 无限制财政刺激 + MMT

这个情景预示的背景是疫情突然急剧恶化、触发大经济危机、又或者触发地缘战争等恶劣局面，这个时候有可能美联储也不得不违背承诺进入负利率，全球都进入无限制财政刺激的阶段，那个时候 MMT 也很有可能最终以美联储购买来实现。这个时候美元由于避险的驱动，反而是中期阶段上涨的，风险越强、美元上涨动力越强，统计发现基本是以 3-6 个月为短周期的反向的。也有一份很好的报告做了 2000 年至今的统计分析，即使当美国经济比世界经济还要差的时候，美元仍呈现走强的趋势。

图：JPMorgan 风险资产偏好指数与美元指数阶段级别（3-6 月级别）之间的反向关系



数据来源: Bloomberg

综合以上三个模式分析，美元都没有进一步再大幅下跌的动力、甚至可能孕育着来自避险驱动、利差上涨驱动和资产购买需求的驱动。自 5 月以来的大幅下跌已经充分 Price IN 了疫情以来的极限宽松的利空、甚至包括国内动乱带来的避险功能衰退作用，这个是美元 5 月开启跌势的内在逻辑，路演中已经做了详细阐述，这里不过多描述。中期美元持续下行的压力仍然存在，而上涨的动力已经在缓慢积聚、真正发酵要等到 1.20 日拜登及新政府上台、新财政刺激法案逐渐明确之后，此前都是低位震荡、而非趋势下跌。因此，笔者判断这是美元一个中期缓慢筑底的过程：既不应因可能的短线反弹而有过高期望、更不会认同美元长期下跌至 70 这样的观点。

在看到潜在上涨的驱动的同时还有两个因素需要注意的风险：一个是比特币的作用：从两者的对比中能够看到比特币分流了美元的避险资本、甚至是黄金的避险资本，如果其市场进一步大爆发、可能根本性削弱美元。二是欧日等国家资本流动的限制，如果危机发生、过多的资本从欧洲日本流入美元，控制资本流出政策出台可能限制美元上涨。