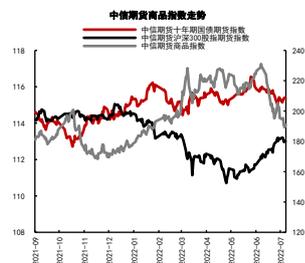


为何低杠杆有利于美国经济“软着陆”？

报告要点

从杠杆视角来看，美联储加息通过增量杠杆和存量杠杆两个渠道调控总需求。目前私人部门的旺盛需求并非债务扩张下的“不良需求”，房地产也未见债务支撑下的价格泡沫，私人部门低杠杆将有利于美联储加息后美国经济“软着陆”。



固定收益团队

研究员：
张菁
021-80401729
zhangjing@citicsf.com
从业资格号 F3022617
投资咨询号 Z0013604

数据点

每周跟踪 [2022-8-1 至 2022-8-5]

- | | |
|------------------|---|
| 1. 中间价分解 | <ol style="list-style-type: none"> USDCNY 8月5日中间价报 6.7405, 较7月29日 上调 32点。 跟踪期内, 各因素对中间价报价的贡献为: 收盘价调整贡献 升值 185点, 隔夜一篮子货币调整贡献 贬值 135点, 逆周期因子贡献 贬值 18点。 8月1日至8月5日, 真实的中间价与彭博预期差异(中间价-预测)分别是: 11点、13点、7点、-2点、-11点。 |
| 2. 成交持仓 | <ul style="list-style-type: none"> CUS2209 8月5日成交量 5712手, 较7月29日 减少 2621手 CUS2209 8月5日持仓量 10228手, 较7月29日 减少 809手 UC2209 8月5日成交量 36692手, 较7月29日 减少 3854手 UC2209 8月5日持仓量 55957手, 较7月29日 减少 4158手 |
| 3. 基差
(期货-CN) | <ul style="list-style-type: none"> CUS2209 8月5日基差 -159pips, 较7月29日 减少 13pips。 UC2209 8月5日基差 -154pips, 较7月29日 减少 8pips。 |
| 4. 展期 | <ul style="list-style-type: none"> 8月5日, CUS2209 空头展期至 CUS2212 的年化收益为 -0.9956% 8月5日, UC2209 空头展期至 UC2212 的年化收益为 -1.1140% |

市场展望

为何低杠杆有利于美国经济“软着陆”？

经验上来看，美联储加息造成经济“软着陆”均对应前期美国政府加杠杆、私人部门去杠杆，“硬着陆”均对应前期美国政府去杠杆、私人部门加杠杆，背后的逻辑是什么？

首先要理解私人部门加杠杆对应什么？居民购房 + 商业资本开支，作为抵押品的土地和房屋是加杠杆过程中最重要的粘合剂；

先贬后稳 波动放大

其次厘清美联储加息来管理总需求的三种渠道：第一，增量杠杆渠道抑制需求扩张；第二，存量杠杆渠道抑制信贷扩张；第三，汇率渠道施压金融环境，降温经济；

最后，本轮美国私人部门旺盛需求并非债务扩张下的“不良需求”，房地产行业也未见债务支撑下的价格泡沫。本次美联储大幅加息更多是纠偏过剩需求，而非摧毁高杠杆带来的“不良需求”，私人部门低杠杆将有利于美国经济“软着陆”。

操作建议

购汇方向建议锁定风险敞口机会，结汇方向可逐步入场。

风险因子

1) 美国通胀超预期；2) 美国经济超预期；3) 中国经济进一步恶化；4) 全球衰退

目 录

周度关注	4
一、外汇现货：人民币汇率走势及成交量	16
二、外汇现货：美元兑人民币中间价定价分解	17
三、外汇期货：成交持仓情况	18
四、外汇期货：基差情况	20
五、外汇期货：展期情况	21
六、外汇期货：远期曲线结构	22
七、外汇期权：隐含波动率与期权曲线	23
免责声明	24

图目录

图表 1： 美国经济“软着陆”（黄色标注）对应前期政府加杠杆、私人部门去杠杆，“硬着陆”（灰色标注）对应前期私人部门加杠杆，政府去杠杆，疫情后的情况属于政府加杠杆，私人部门去杠杆	4
图表 2： 居民加杠杆购房，并推动开放商增加营建支出、回补库存	5
图表 3： 企业通过借贷扩大资本开支	5
图表 4： 房屋销售领先于居民和企业加杠杆，房屋是加杠杆过程中最重要的粘合剂	6
图表 5： 美国信贷脉冲对应着房地产火热	6
图表 6： 信贷脉冲降温、NASDAQ 估值承压	7
图表 7： 私人部门加杠杆往往对应房屋高库存	8
图表 8： 私人部门过度加杠杆往往对应高房屋空置率，也即房地产价格泡沫	8
图表 9： 由于价格泡沫难以维系，银行面临坏账风险，甚至会引发银行业危机	9
图表 10： 各居民收入分位数来看，其股票和共同基金/抵押贷款均处在历史高位	10
图表 11： 各居民收入分位数来看，其（股票和共同基金+房地产）/抵押贷款均处在历史高位	10
图表 12： 虽然企业部门杠杆率一直在上升，但其资产负债率和金融负债/金融资产一直稳定	11
图表 13： 美国成屋中价仍在环比上涨	12
图表 14： 美国房屋租金价格比处在正常位置，即房屋估值并未显著偏离其未来现金流	12
图表 15： 美国新屋开工领先其库存于额半年	13
图表 16： 贷款利率上升，美国居民负担能力下降	14
图表 17： 美国居民积累了约 2.6 万亿的超额储蓄	14
图表 18： 2020 年以来发放的 8 万亿抵押贷款中，购房贷款 3.1 万亿、再融资抵押贷款 4.9 万亿	15
图表 19： 人民币汇率走势及成交量	16
图表 20： 美元及人民币兑一篮子货币表现	16
图表 21： USDCNY 中间价定价分解	17
图表 22： USDCNY 中间价与市场预期差异	17
图表 23： CUS 非季月合约成交、持仓量	18
图表 24： CUS 季月合约成交、持仓量	18
图表 25： UC 非季月合约成交、持仓量	19
图表 26： UC 季月合约成交、持仓量	19
图表 27： CUS 合约基差	20

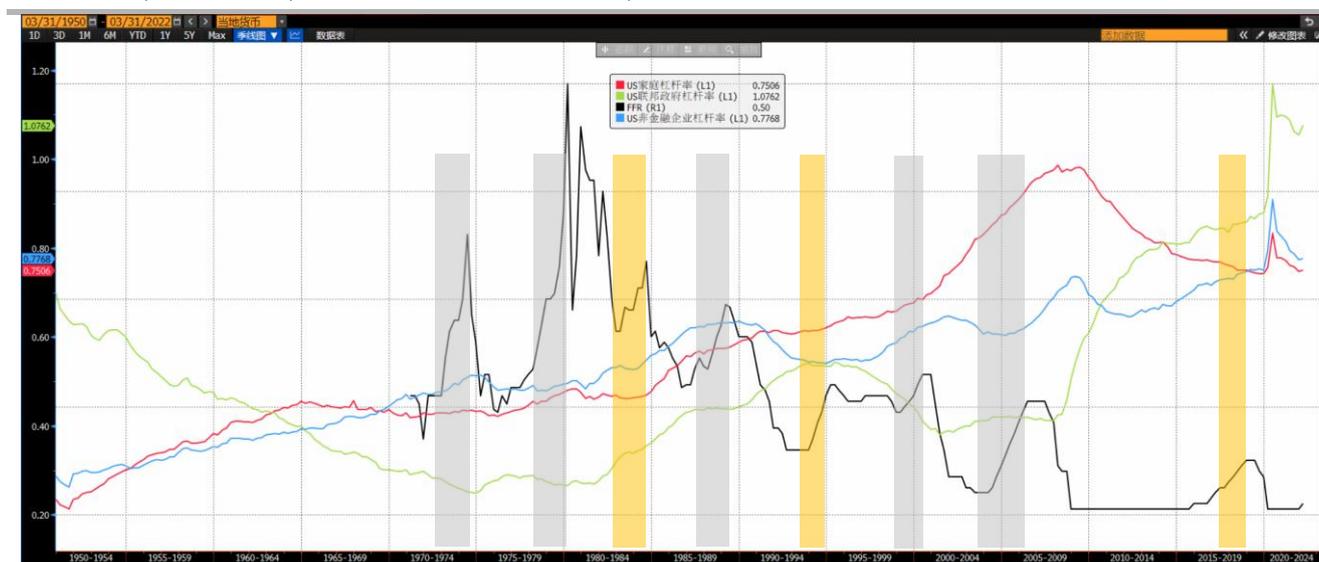
图表 28: UC 合约基差	20
图表 29: CUS 合约展期（正数表示空头展期有收益）	21
图表 30: UC 合约展期（正数表示空头展期有收益）	21
图表 31: CUS 合约远期曲线结构	22
图表 32: UC 合约远期曲线结构	22
图表 33: USDCNY 期权隐含波动率与期权曲线	23
图表 34: USDCNH 期权隐含波动率与期权曲线	23

周度关注

周度关注：为何低杠杆有利于美国经济“软着陆”？

我们曾在周报《后续市场最大的预期差在哪？》指出，从经济软着陆的历史经验看，历史上美联储加息造成的经济“软着陆”，如1984、1994、2019年均对应前期美国政府加杠杆、私人部门去杠杆；“硬着陆”如1974、1980、1990、2000、2007均对应前期美国政府去杠杆、私人部门加杠杆。目前我们处于私人部门去杠杆、私人部门加杠杆的组合，软着陆的概率并不低。我们将进一步详述其背后的逻辑。

图表1：美国经济“软着陆”（黄色标注）对应前期政府加杠杆、私人部门去杠杆，“硬着陆”（灰色标注）对应前期私人部门加杠杆，政府去杠杆，疫情后的情况属于政府加杠杆，私人部门去杠杆



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

（一）私人部门加杠杆对应什么？居民购房 + 商业资本开支，作为抵押品的土地和房屋是加杠杆过程中最重要的粘合剂

对于居民来说，加杠杆主要对应买房。无论中国居民还是美国居民，房地产都是其资产负债表中最重要资产。由于房地产价值较高，对于普罗大众来说难以一次性结清全额房款，所以买房成了居民主要的加杠杆目标。所以我们可以看到，居民的债务增速和房屋销售有着较好的一致性，并带动房屋库存去化、价格上涨，之后房地产开发商营建支出上升以回补库存。同时，由于土地和房屋价格上涨，可以通过其抵押品属性撬动更多信贷，也可以通过其财富效应刺激居民增加支出，减少储蓄。

图表2：居民加杠杆购房，并推动开放商增加营建支出、回补库存



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

对于非金融企业部门来说，加杠杆主要对应资本支出。在利润最大化的前提目标下，企业往往由于自有资金不足难以扩大规模、抢占份额，于是便有了借贷需求。企业获得信贷后，要么科技研发形成专利、要么购置设备和土地以扩张产能、要么补充库存，总的来说都属于资本开支。与之对应，美国 GDP 核算中，设备购置和知识产权投资非住宅私人投资的主要构成部分。因此我们可以看到，非金融企业的资本开支意愿领先于其债务增速。在这里土地和房屋仍起到了重要的作用：一则其抵押品属性决定了非金融企业可获得信贷的额度；二则其财富效应将推动总需求，支撑企业加快资开支。

图表3：企业通过借贷扩大资本开支



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

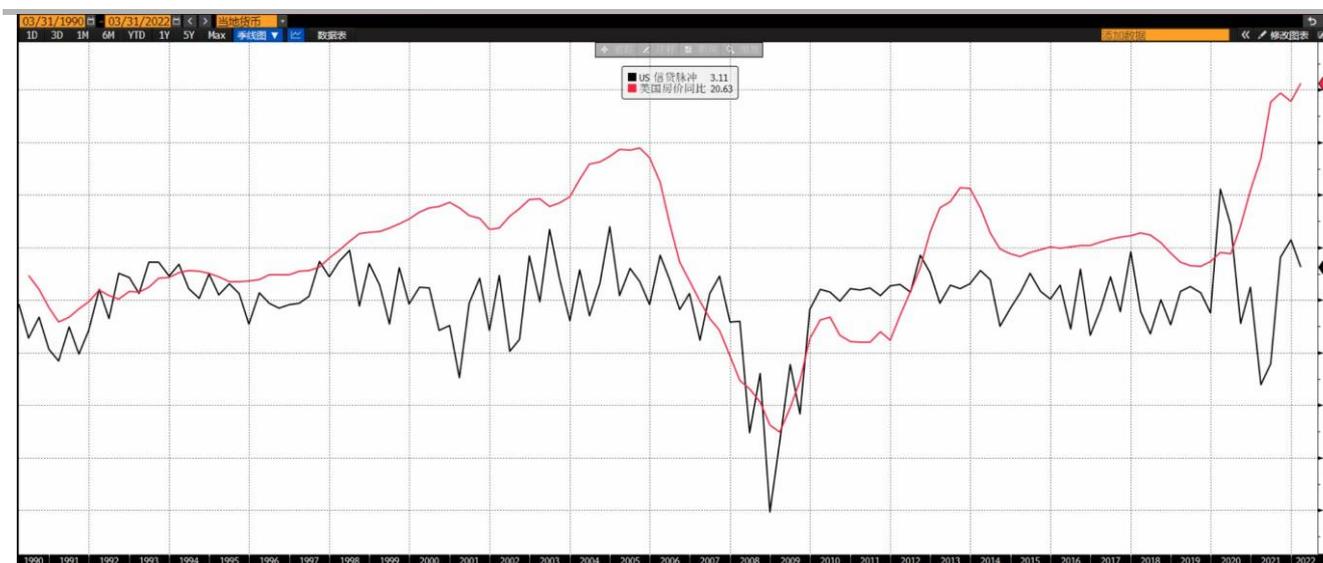
因此我们看到，房屋销售领先于居民和企业部门债务，房屋价格也美国的信贷脉冲同步。私人部门过度杠杆往往对应房地产的火热和一定的价格泡沫。

图表4：房屋销售领先于居民和企业加杠杆，房屋是加杠杆过程中最重要的粘合剂



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表5：美国信贷脉冲对应着房地产火热



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

（二）为什么前期私人部门过度加杠杆后，美联储加息会造成经济“硬着陆”？问题就在于高杠杆本身

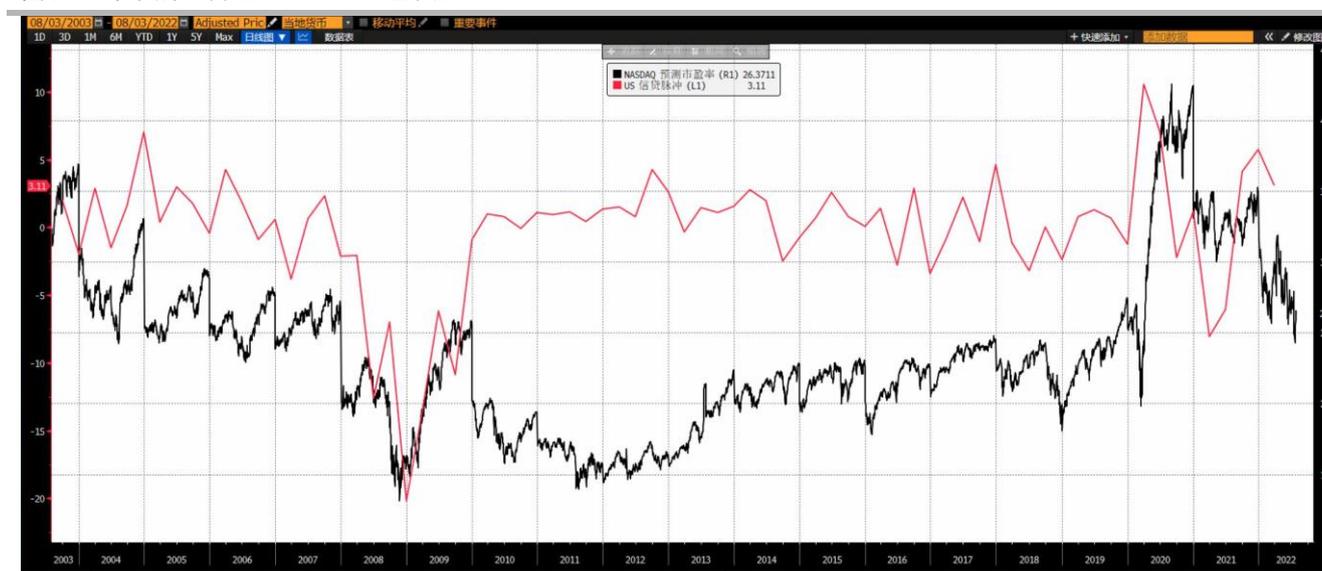
首先，我们要厘清美联储加息来管理总需求的三种渠道：

其一，增量杠杆渠道：美联储加息后金融机构负债成本上升，在净息差基本不变下其资产端收益也会上升，对应私人部门的融资成本上升，体现在信用利差

扩大、贷款利率走高，抑制对利率最敏感的居民的耐用品消费和企业的资本开支需求，从而私人部门加杠杆的速度放缓、总需求下降。

其二，存量杠杆渠道：如上文所述，抵押品价格对撬动信贷和扩大需求起到了关键作用。考虑到所有的资产价格都可以通过现金流折现模型定价，加息直接施压该模型的分母端来抑制资产价格，进而抑制信贷派生，而这一路径的可行的前提便是存在杠杆。拿股票举例：加息抬升了一家企业的负债成本，进而侵蚀利润，其远端的现金流也需要付出更高的机会成本，因此股票价格下跌。**上述逻辑成立的前提是企业有负债。试想在一个不存在借贷关系的世界中，央行加息将对总需求不起作用。**因此，央行加息通过存量杠杆渠道影响资产价格，通过抵押品效应抑制信贷派生，通过财富效应和替代效应影响居民较少支出，增加储蓄，进而调节总需求。

图表6：信贷脉冲降温、NASDAQ 估值承压



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

其三，汇率渠道，央行加息往往对应本币升值，本国金融条件收紧，进而起到给国家经济降温的作用。

因此，我们可以理解为何前期私人部门加杠杆后，经济往往会硬着陆。**第一，增量视角来看，**高杠杆的私人部门对利率更敏感，加息抬升负债成本，前期的债务扩张速度难以维系，与债务扩张对应的支出也放缓，对应总需求放缓；**第二，存量视角来看，**前期加杠杆往往对应资产价格泡沫累积，加息从需求端和分母端共同施压资产价格，但由于负债刚性，私人部门资产负债表受损。**私人部门要么选择节衣缩食积极偿还债务，**对应“资产负债表衰退”和总需求下降；**要么选择违约，**对应银行的不良贷款增加、资本充足率下降、整体信贷收缩，创伤经济。此外，银行拍卖不良贷款对应的抵押品（多为房屋）相当于增加供给，但由于前期泡沫累积过程中开发商已经超额补库，过多供给将进一步压低资产，并形成螺旋。

上述逻辑对应到数据上就是，在前期私人部门过度加杠杆时期，我们往往可以看到伴随着大量的房屋销售和高房价，房屋库存创新高、房屋的自有率和空置率上升、以及商业银行各项贷款的不良率走高。

图表7：私人部门加杠杆往往对应房屋高库存



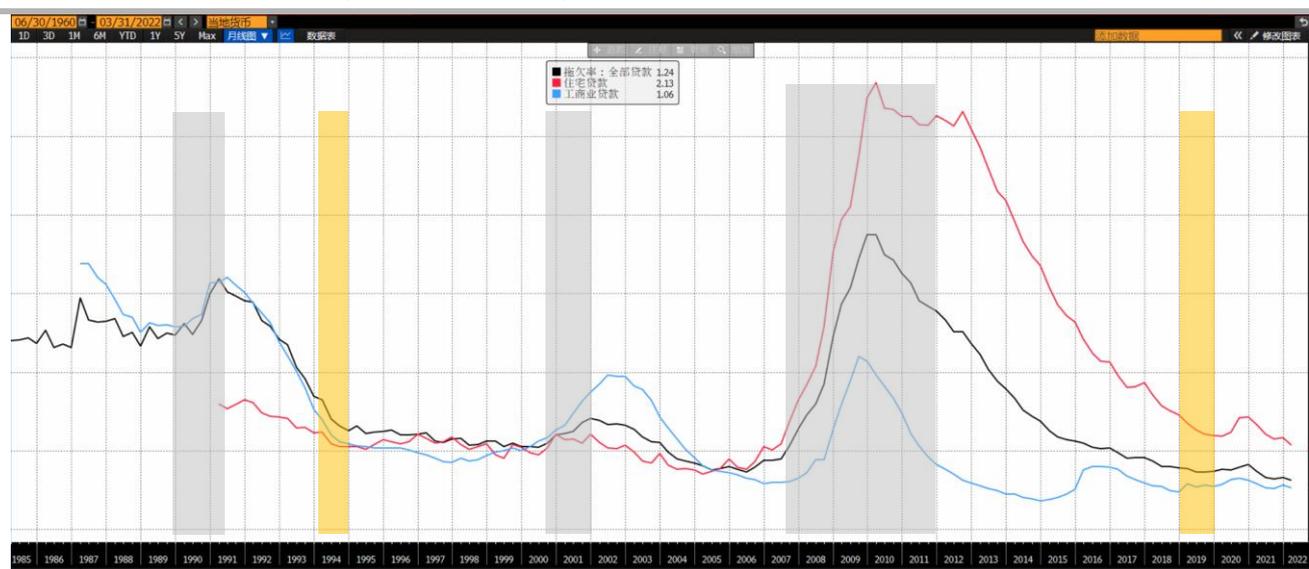
资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表8：私人部门过度加杠杆往往对应高房屋空置率，也即房地产价格泡沫



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表9：由于价格泡沫难以维系，银行面临坏账风险，甚至会引发银行业危机



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

（三）本次的私人部门低杠杆将助力美国“软着陆”吗？

首先，从增量杠杆渠道看，本轮美国私人部门旺盛需求并非债务扩张下的“不良需求”，美联储加息的增量杠杆渠道影响有限。居民方面，22Q1 的最新数据显示其杠杆率为 75%，债务占收入比重为 86%，仍处在金融危机以来的下行趋势中。也即，即便美国的房地产市场经历了 2020-2021 的火热，房屋销量与 2006 年相当，但居民仍处在去杠杆的进程中。进一步观测不同收入分位数居民的资产负债表，对于各个收入分位数的居民来说，持有股票或共同基金/抵押贷款和（持有股票或共同基金+房地产）/抵押贷款两个衡量居民偿付能力的指标都处于历史高位，即不存在结构上的尾部风险。企业方面，虽然其杠杆率在金融危机后稳步上行，22Q1 录得 78%，为历史新高。但如果进一步观察其资产负债率和金融负债/金融资产，可以看到两者在金融危机后处在较为稳定的位置，暗示其资产负债表仍健康。

图表10：各居民收入分位数来看，其（股票和共同基金）/抵押贷款均处在历史高位



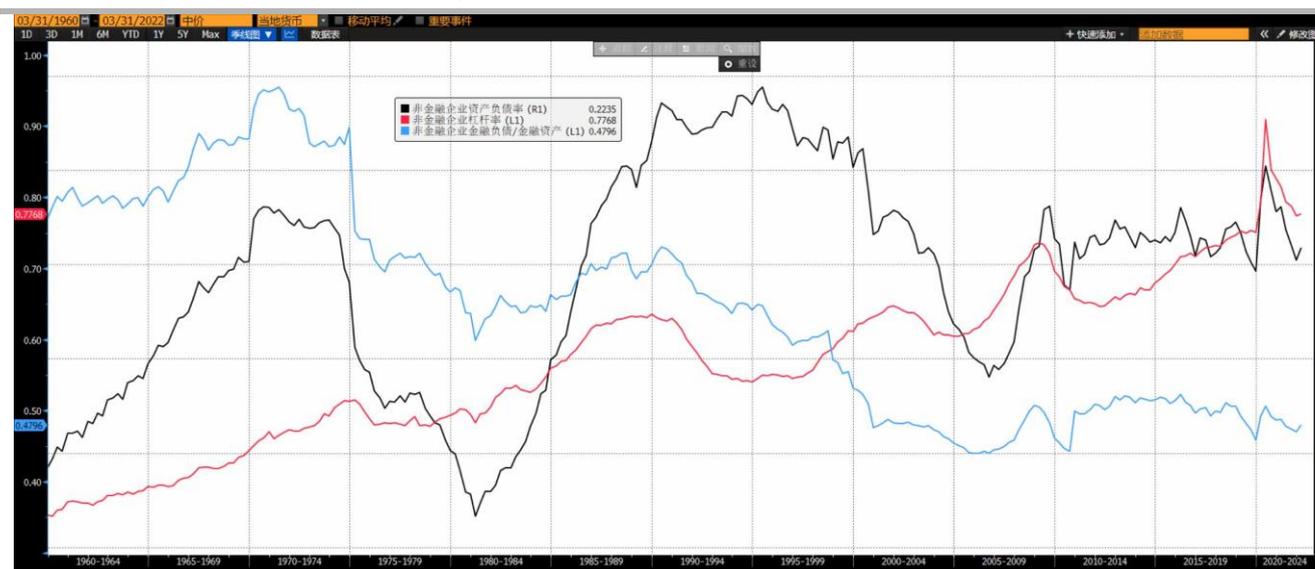
资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表11：各居民收入分位数来看，其（股票和共同基金+房地产）/抵押贷款均处在历史高位



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

图表12：虽然企业部门杠杆率一直在上升，但其资产负债率和金融负债/金融资产一直稳定

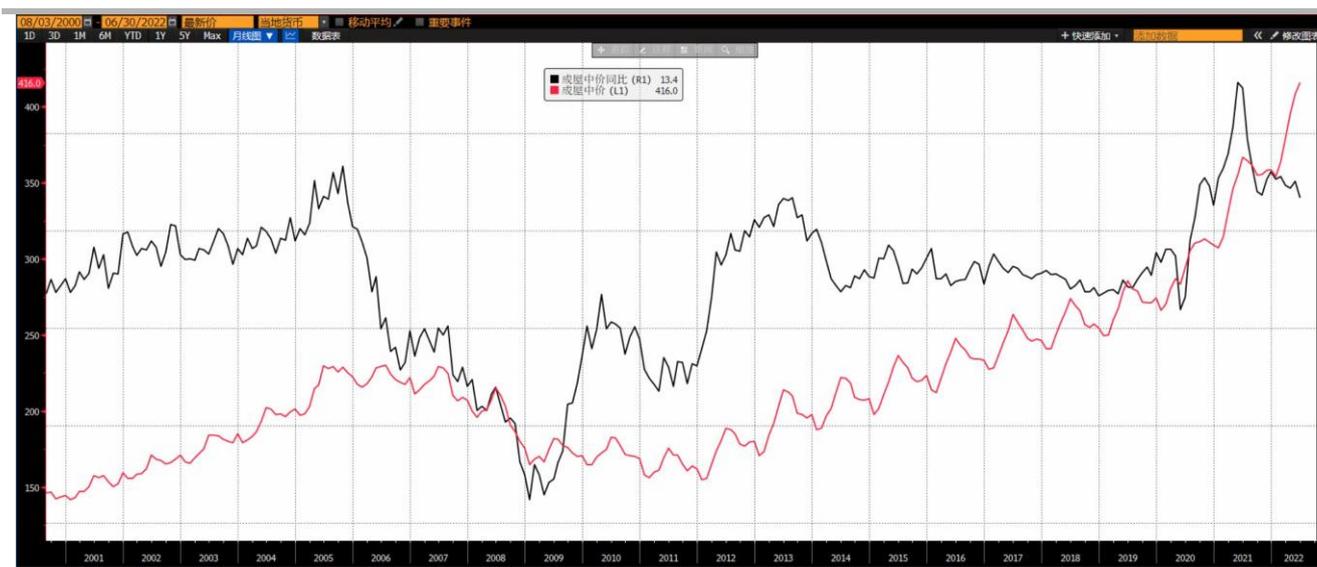


资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

其次，从存量杠杆渠道看，房价增速放缓不代表房价失速下滑，目前美国房地产市场并未形成债务支撑下的价格泡沫，房价和居民购房能力均有合理支撑，对应美联储加息的存量杠杆渠道影响有限。近期，美国贷款软件 Black Knight 的数据显示，美国 6 月房价涨幅从 5 月的 19.3% 放缓至 17.3%，是迄今为止最大的涨幅降温记录，降温程度远大于第二名：在美国 2007-2009 年房地产引爆的经济衰退期间，当时房价的单月最大降温幅度为 1.19 个百分点。

需要注意的是，第一，增速放缓并不代表着房屋价格下跌。从美国全国房地产协会的成屋中价数据来看，目前美国房价同比仍处在高位，环比也在上行，房价只是增速二阶导下降，但仍在涨价。

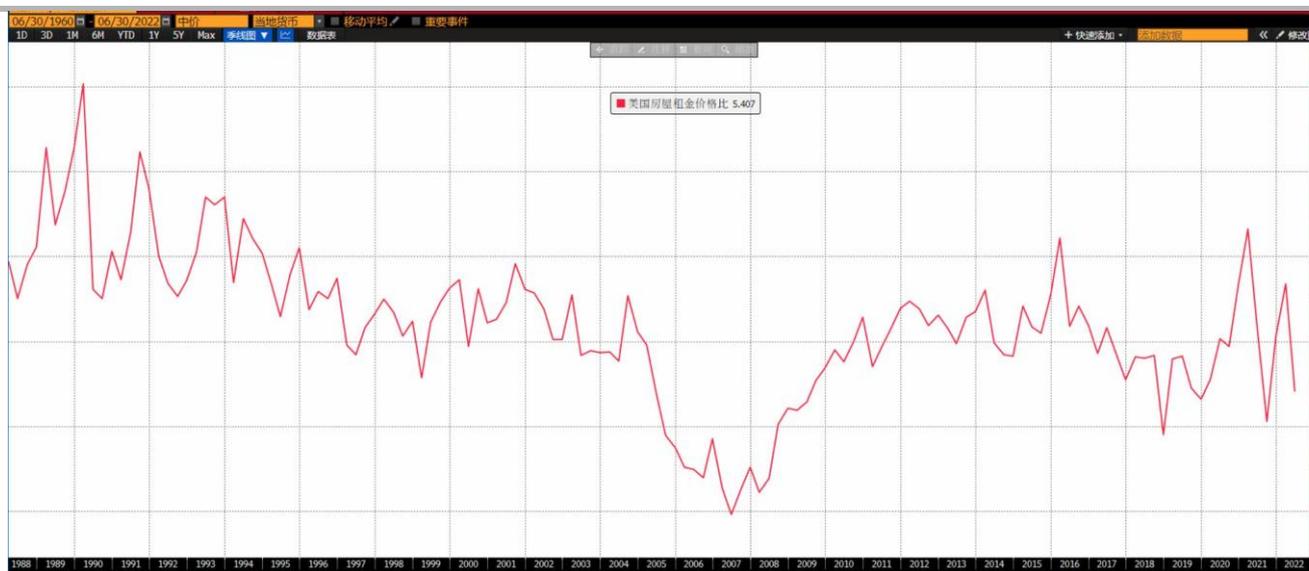
图表13：美国成屋中价仍在环比上涨



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

第二，美国房地产目前并不存在泡沫。目前美国成屋可供月数为 3 个月，房地产库存处在历史极低水平；自有住宅空置率 0.8%、租房空置率 5.6%，位于历史以来的较低水平；房租房价比为 5.4，处在金融危机以来正常水平，表示房屋估值并未显著偏离其未来现金流。

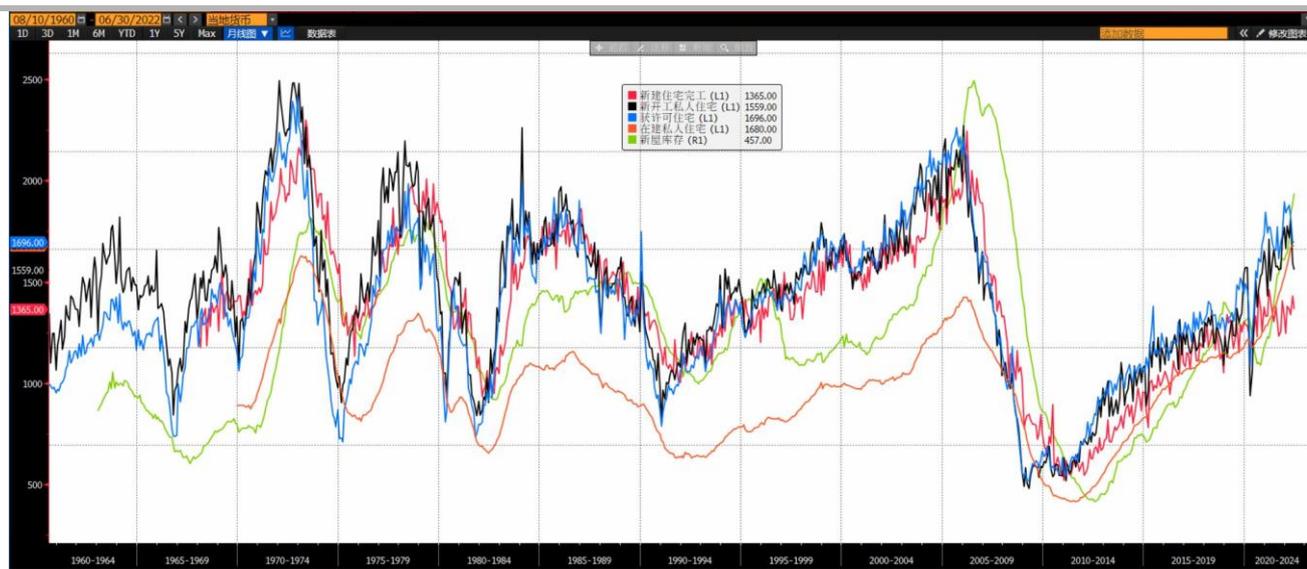
图表14：美国房屋租金价格比处在正常位置，即房屋估值并未显著偏离其未来现金流



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

第三，供给端的收缩仍将给房价带来支撑。美国的新获批准的私人住宅和新开工的私人住宅于 3 月见顶，根据新开工和新屋库存大致半年的领先滞后关系，新屋库存将于今年四季度见顶回落，供给的减少将对房屋价格形成有利支撑。

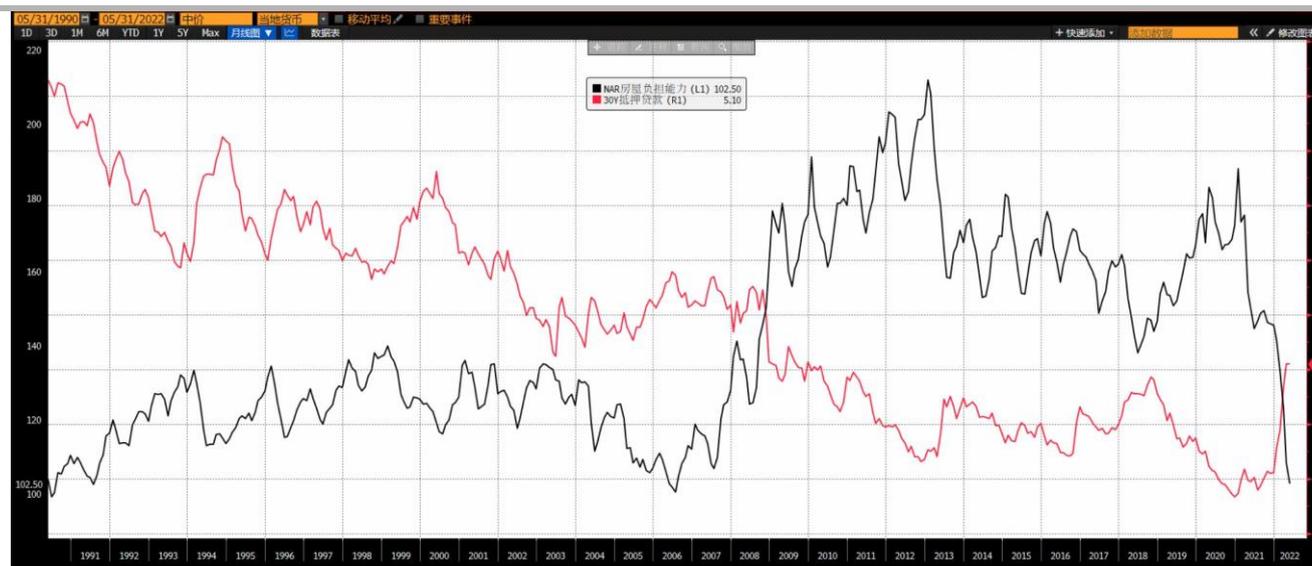
图15：美国新屋开工领先其库存于额半年



资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

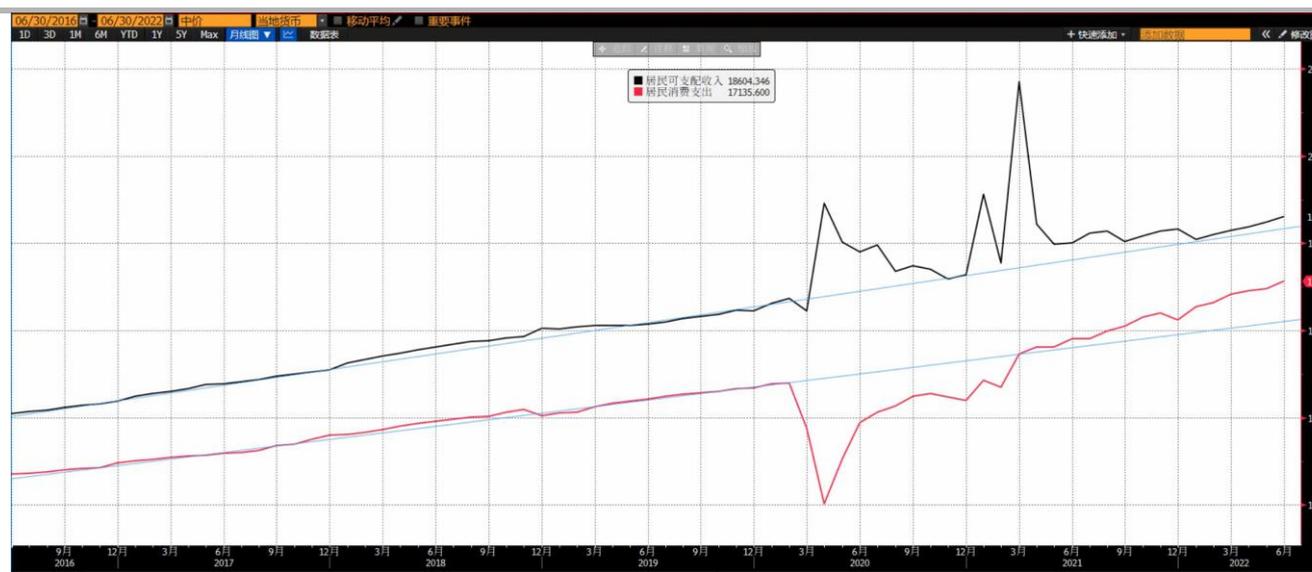
第四，房价韧性和居民的超额储蓄将支撑居民还贷，银行不会面临不良贷款的问题。随着抵押贷款利率上行，NAR 发布的美国居民购房负担能力指数在 5 月录得 102.5，距 2006 年低点 100.4 仅一步之遥，暗示居民负担房贷能力恶化。但这并不会造成居民的大量违约：一则如前文所述美国房地产并未累积泡沫，后续房价也仍有支撑，不会发生房价大幅下挫，造成私人部门资不抵债；二则美国居民在疫情期间积累了约 2.6 万亿的超额储蓄，而 2020-2021 年累计发放购买贷款 3.1 万亿、再融资贷款 4.9 万亿，合计 8 万亿，超额储蓄占购买贷款比例 84%、占全部发放贷款比例 33%，足够覆盖后续的还本付息。根据美国抵押贷款银行家协会数据，在经历 2020 疫情爆发初期抵押贷款拖欠率出现上升后，一直在稳步下滑。

图表16: 贷款利率上升, 美国居民负担能力下降



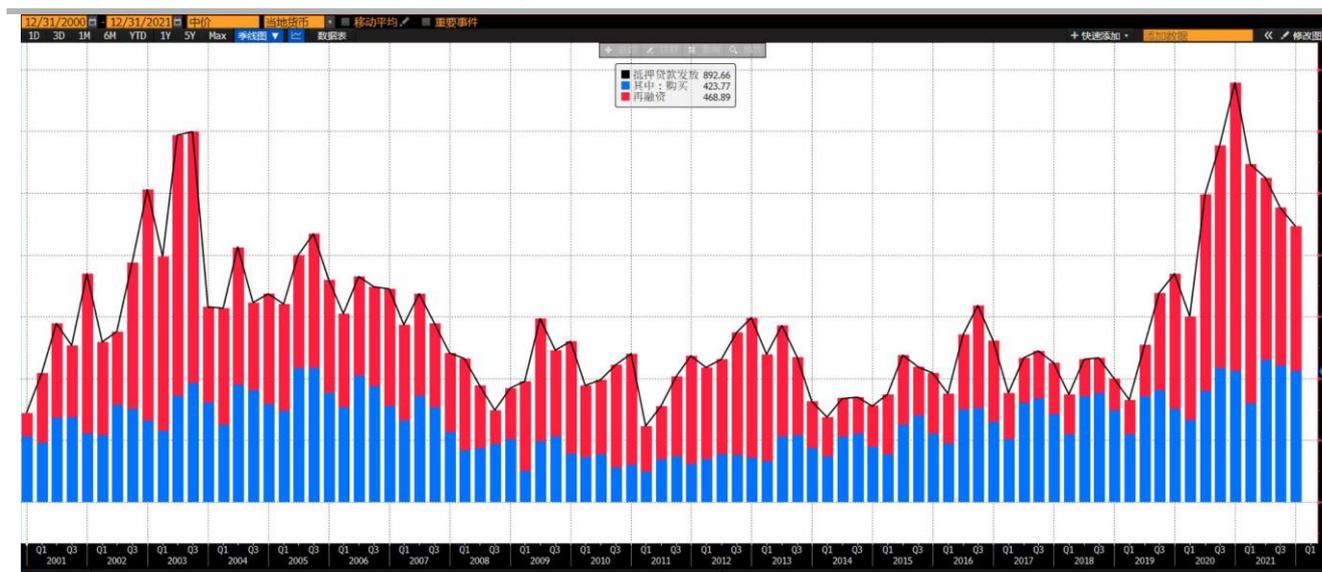
资料来源: BLOOMBERG 中信期货研究所

图表17: 美国居民积累了约 2.6 万亿的超额储蓄



资料来源: BLOOMBERG 中信期货研究所

图表18：2020年以来发放的8万亿抵押贷款中，购房贷款3.1万亿、再融资抵押贷款4.9万亿

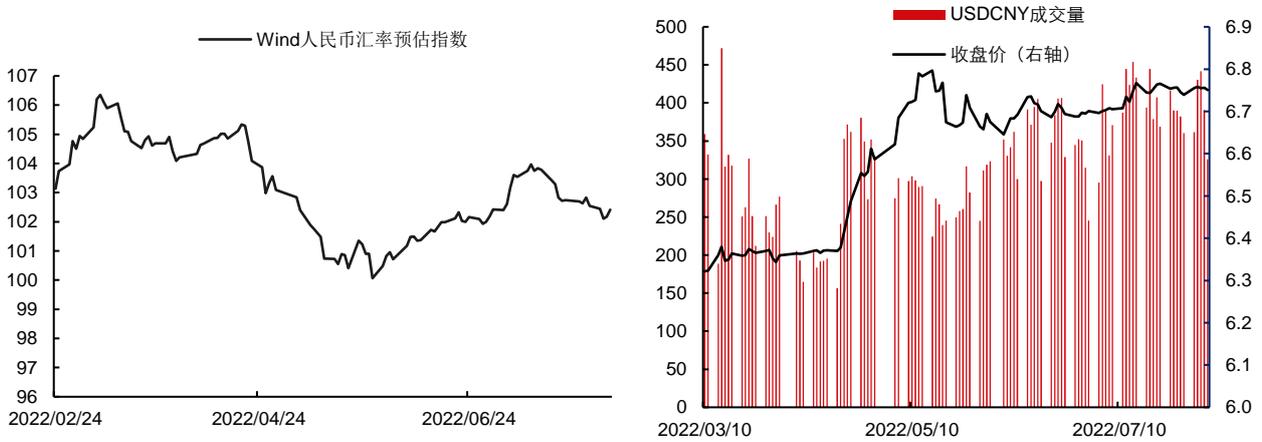


资料来源：BLOOMBERG 中信期货研究所

综上，我们总结了为何私人部门低杠杆将有助于美联储加息后美国经济“软着陆”。从增量杠杆渠道看，本轮美国私人部门旺盛需求并非债务扩张下的“不良需求”，联储加息 → 负债成本上升 → 债务扩张速度难以持续 → 债务支撑的总需求快速下行这一渠道影响有限；从存量杠杆渠道看，目前美国房地产并未出现杠杆催生的泡沫，联储加息 → 泡沫破裂 → 私人部门要么节衣缩食要么选择破产违约 → 前者对应资产负债表衰退、总需求下行，后者对应银行业危机、信贷收缩 → 经济快速冷却这一渠道影响有限。因此，本次美联储大幅加息更多是纠偏过剩需求，而非摧毁高杠杆带来的“不良需求”，私人部门低杠杆将有利于美国经济“软着陆”。

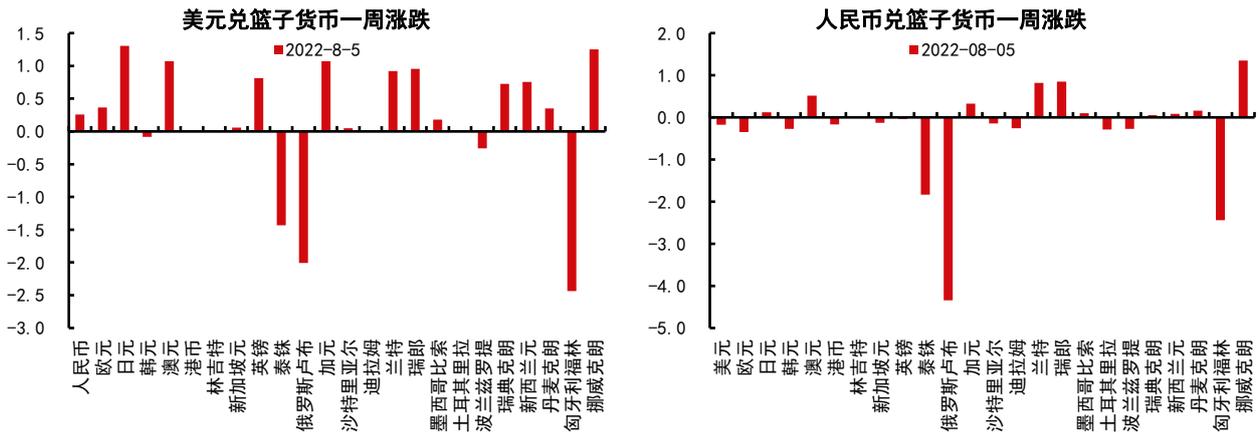
一、外汇现货：人民币汇率走势及成交量

图表19：人民币汇率走势及成交量

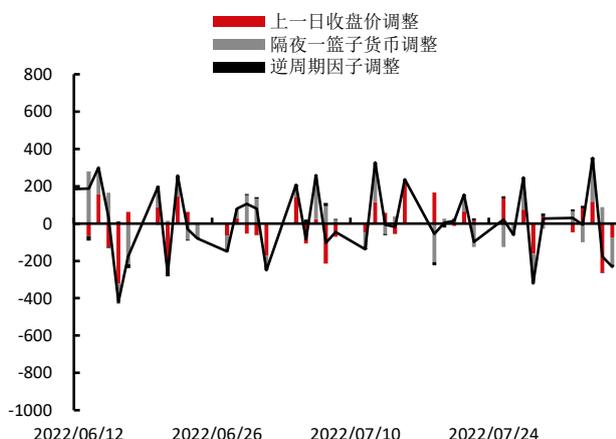


数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图表20：美元及人民币兑一篮子货币表现



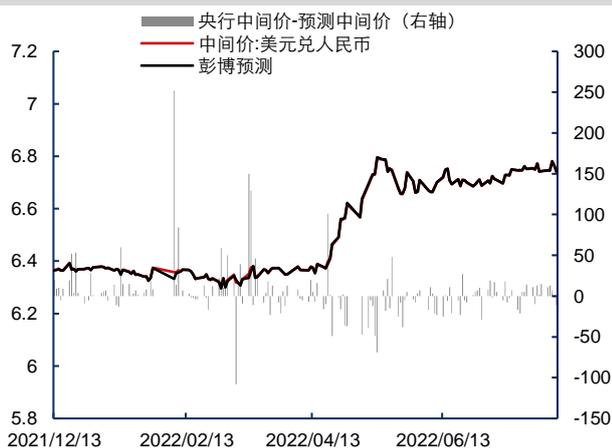
数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

二、外汇现货：美元兑人民币中间价定价分解
图表21：USDCNY 中间价定价分解


USDCNY 8月5日中间价报 6.7405，较7月29日上调 32 点。跟踪期内，各因素对中间价报价的贡献为：收盘价调整贡献升值 185 点，隔夜一篮子货币调整贡献贬值 135 点，逆周期因子贡献贬值 18 点。

注：逆周期因子按真实中间价与彭博预测中间价差简单来计算。

数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

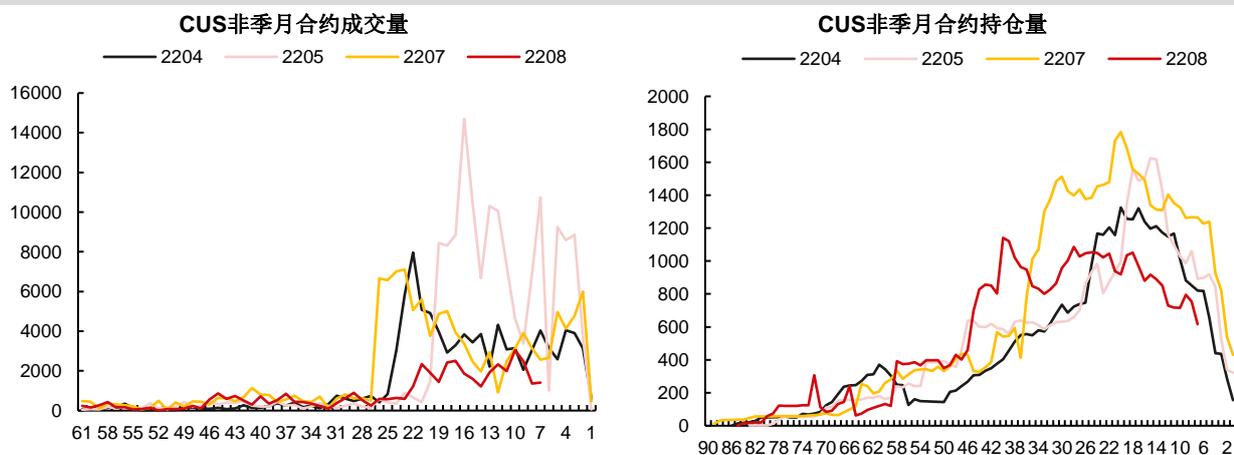
图表22：USDCNY 中间价与市场预期差异


8月1日至8月5日，真实的中间价与彭博预期差异（中间价-预测）分别是：11点、13点、7点、-2点、-11点。

数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

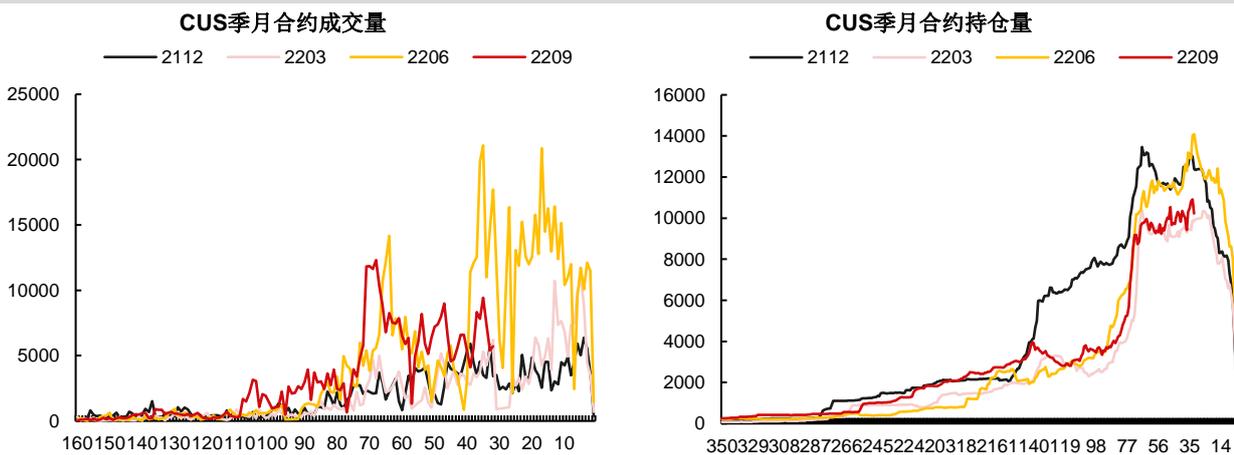
三、外汇期货：成交持仓情况

图表23：CUS 非季月合约成交、持仓量¹



数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

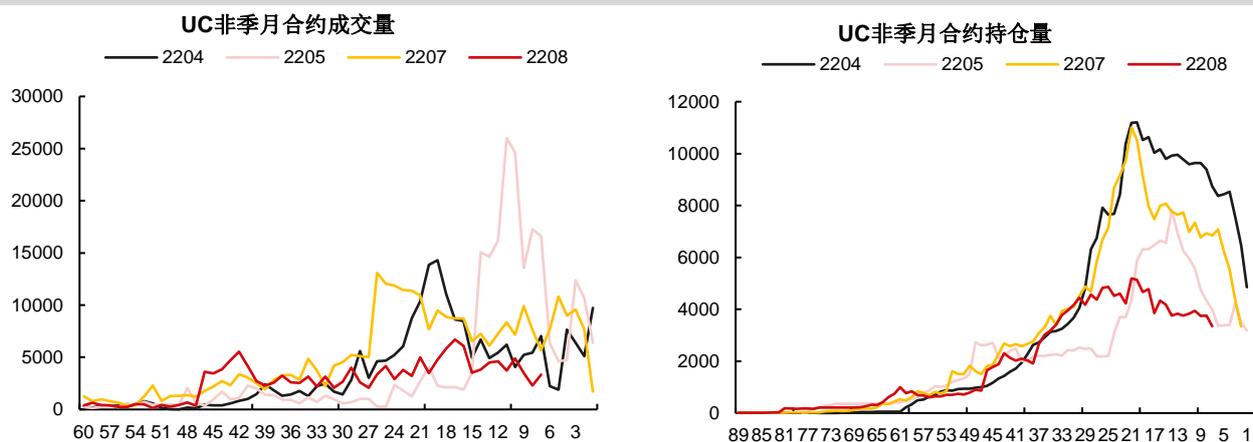
图表24：CUS 季月合约成交、持仓量



数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

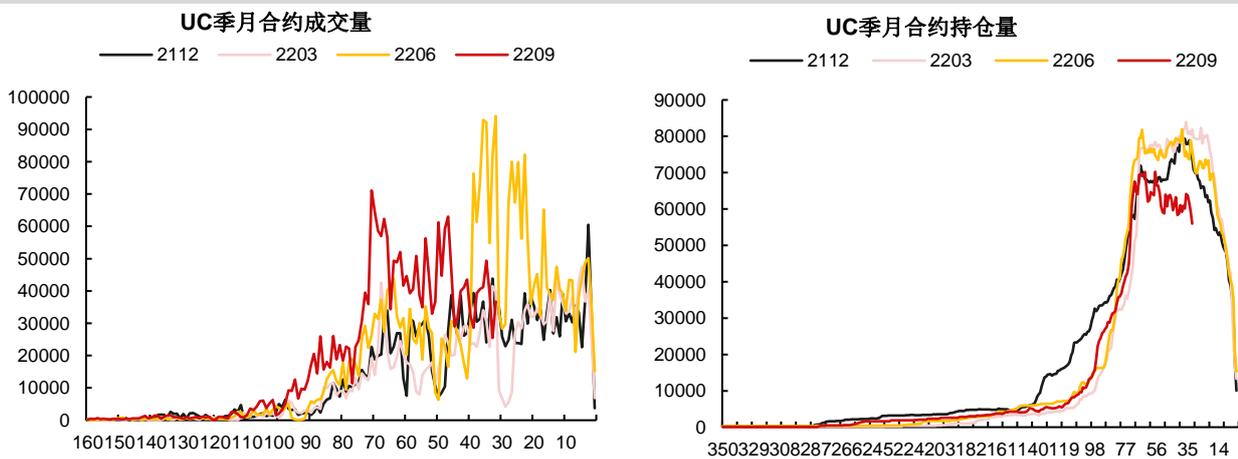
¹ 注：横坐标表示合约倒数第 N 个工作日，下同。

图表25: UC 非季月合约成交、持仓量



数据来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

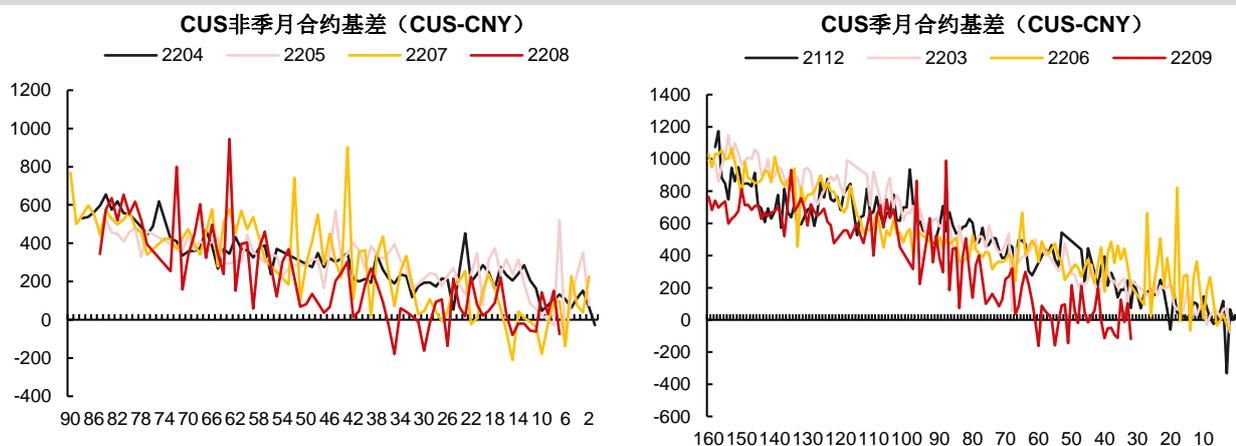
图表26: UC 季月合约成交、持仓量



数据来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

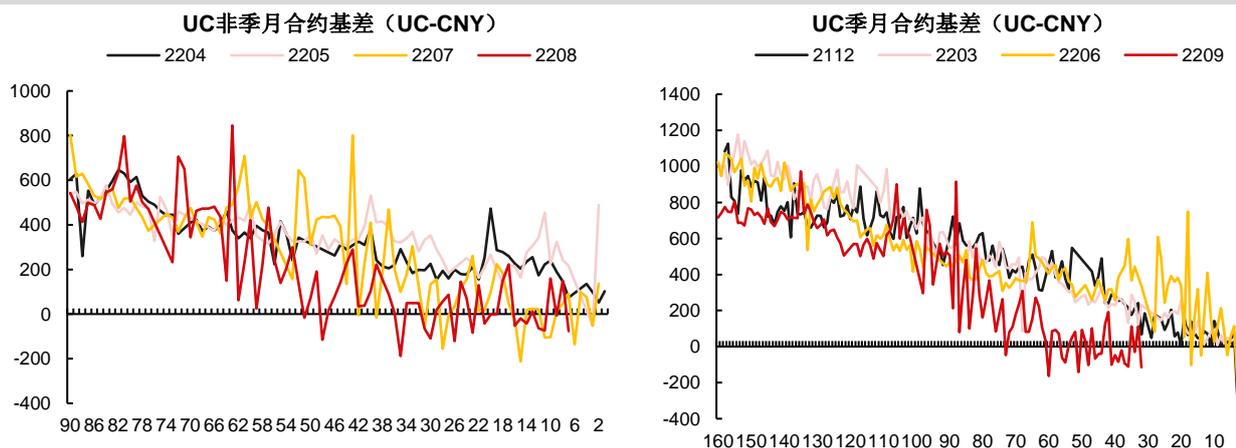
四、外汇期货：基差情况

图表27：CUS 合约基差



数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

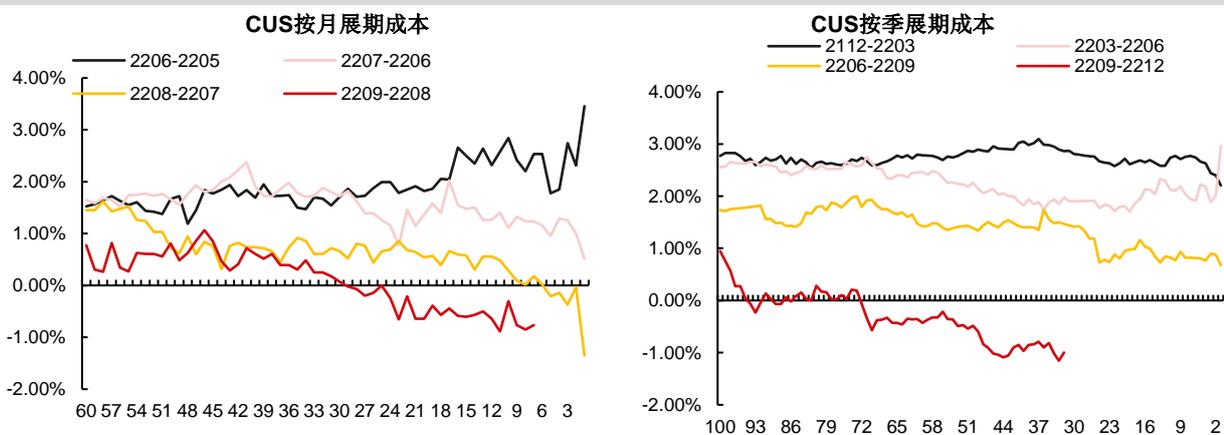
图表28：UC 合约基差



数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

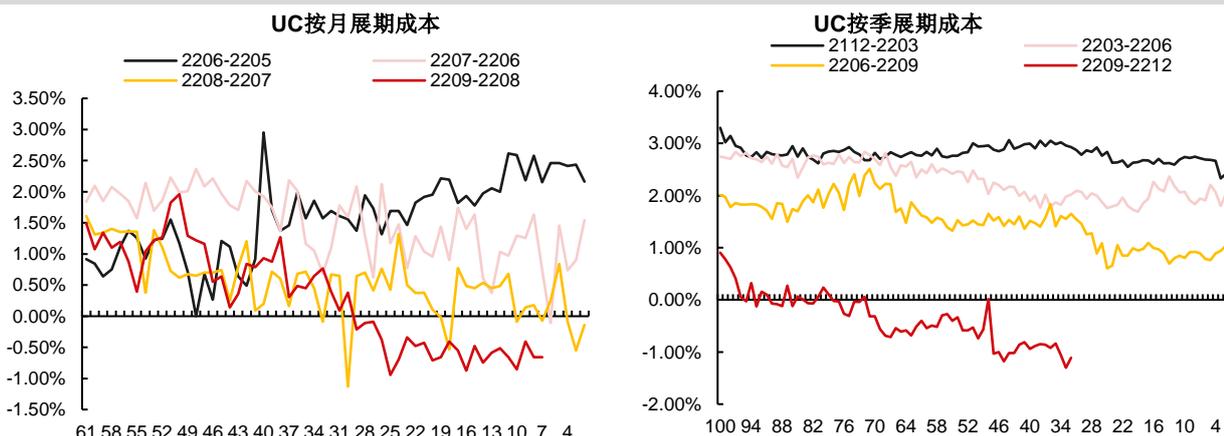
五、外汇期货：展期情况

图表29：CUS 合约展期（正数表示空头展期有收益）



数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

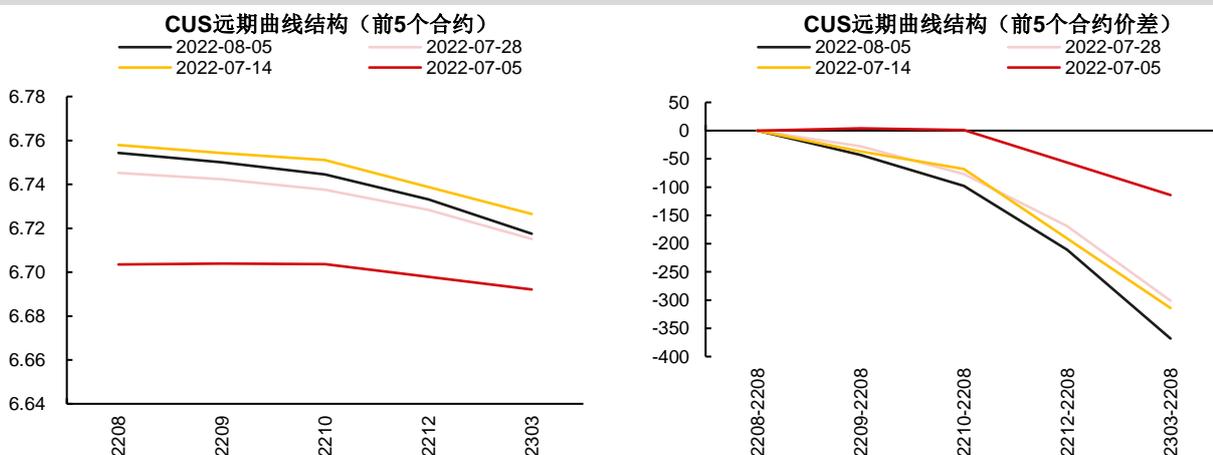
图表30：UC 合约展期（正数表示空头展期有收益）



数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

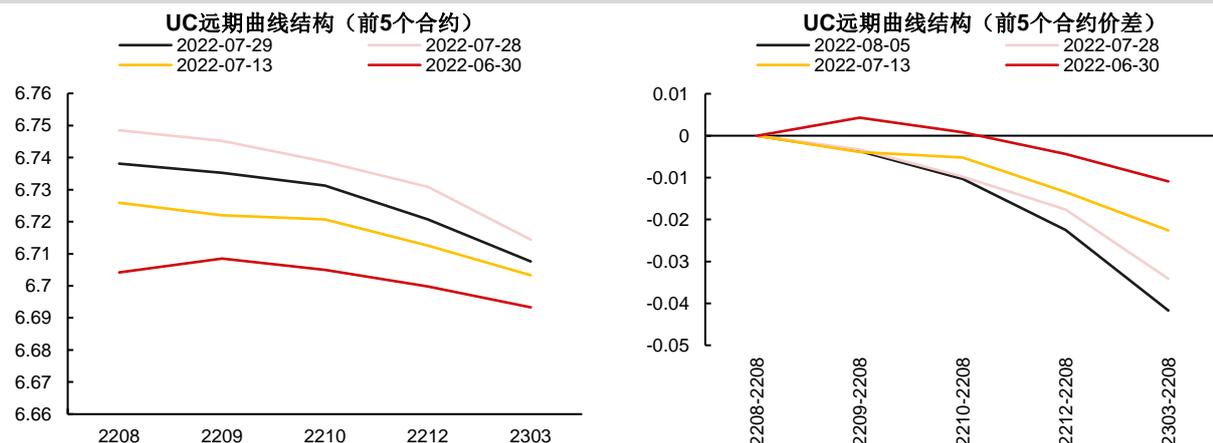
六、外汇期货：远期曲线结构

图表31：CUS 合约远期曲线结构



数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

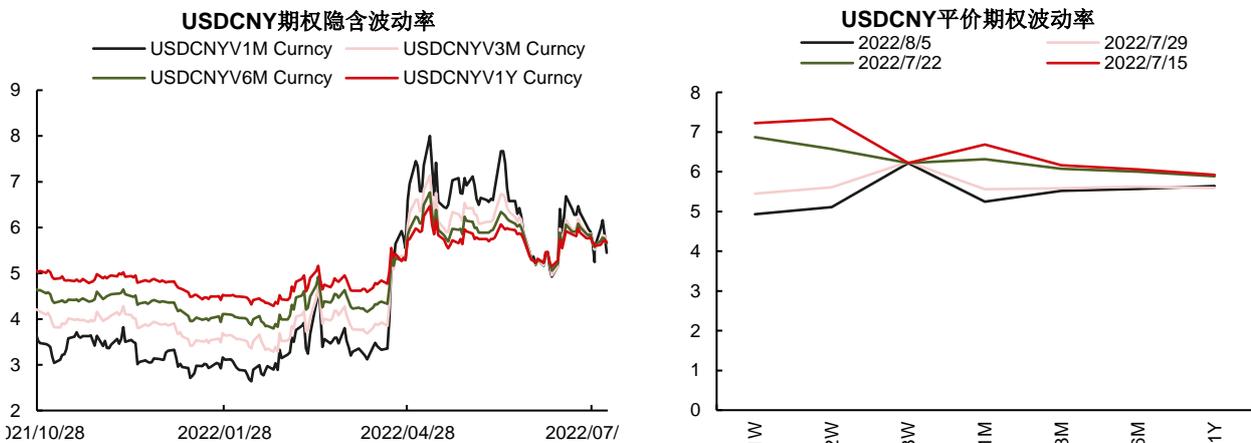
图表32：UC 合约远期曲线结构



数据来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

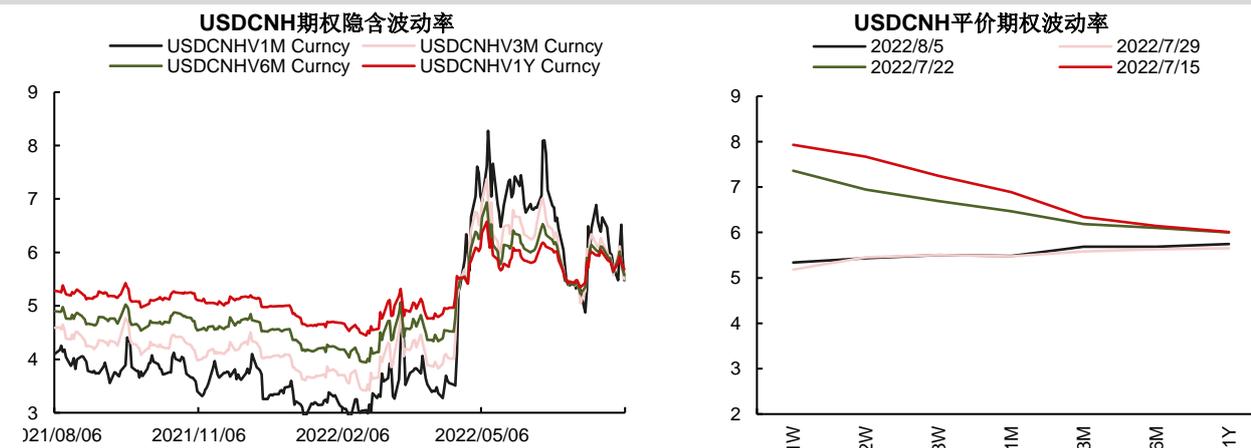
七、外汇期权：隐含波动率与期权曲线

图表33: USDCNY 期权隐含波动率与期权曲线



数据来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

图表34: USDCNH 期权隐含波动率与期权曲线



数据来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826