



全球变局推动美元长期走弱

植信投资首席经济学家兼研究院院长 连平

植信投资研究院秘书长 邓志超

2020年11月9日

2020年以来，美元指数经历了一轮暴跌到飙升，再二次下跌的震荡运行过程。随着新冠疫情的发展和美国大选的进行，各界对美元指数的关注与日俱增。对于美元的中长期走势，市场观点大致分为两派。悲观的观点认为，美元可能在不久的将来会有一波大幅度的贬值，甚至有人判断2021年美元指数将暴跌35%。较为乐观的观点则认为，美元的霸权地位在短期内无法根本撼动，美元指数可能还将阶段性坚挺。但无论哪一种观点，似乎都认为美元确实有趋势性走弱的压力。综合多方面因素分析，在全球大变局之下，未来美元很有可能进入一个较大幅度的持续贬值时期。

一、美国经济全球重要性下降的美元效应

美元指数是综合反映美元在国际外汇市场汇率情况的指标，用来衡量美元对一揽子货币汇率变化的程度。其构成中权重货币比例分别为欧元（57.6%）、日元（13.6%）、英镑（11.9%）、加元（9.1%）、瑞典克朗（4.2%）、瑞士法郎（3.6%）



等等。事实上，美元指数走势反映的是美国经济的全球重要性的变化。世界对美国商品和美元资产的需求增大，美国经济的全球重要性就会提高，美元指数就会上升，反之则反是。这一点从美国 GDP 的全球占比变化和美元指数的走势高度吻合以及前者存在明显的引领性中可以得到印证。

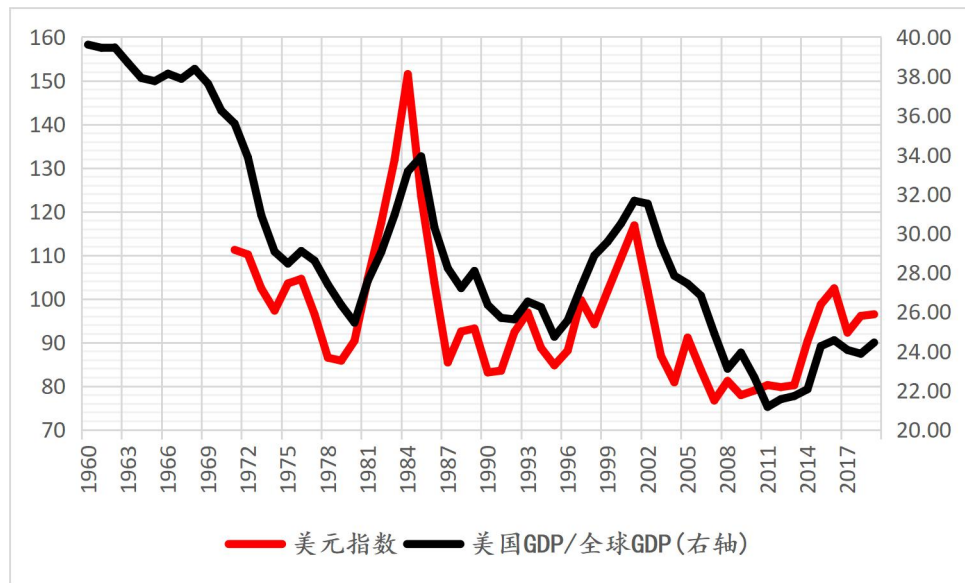


图 1：美元指数与美国 GDP 全球占比

数据来源：wind，植信投资研究院

注：受限于全球 GDP 数据只有年度数据，图中数据以年度为时间单位，频度较低，导致图形上看似美元指数领先美国 GDP 全球占比指标。但如果以美国 GDP 季度数据来看，则经济情况变化主导美元指数。

用美国 GDP 现价占全球 GDP 的比例表示美国经济的全球占比，可以发现美元指数的波动与该指标的运行轨迹几乎一致。上世纪 60 年代后期，日本和欧洲在经历了战后恢复性重建后，经济快速攀升，对美国贸易顺差持续扩张，相应美国经济的全球占比出现快速下滑，由最高时期的 39.61% 下降至 1980 年的 25.45%。期间布雷顿森林货币体系瓦解，美



元指数随之出现了大幅下跌，从 111.12 下降至 85.82。之后，美国进入里根执政时期，经济快速增长，时任美联储主席沃克尔又执行紧缩货币政策，美国经济全球占比与美元指数双双回归高位，而美元指数更是在 1985 年达到历史最高的 164.72。之后，美国经济全球占比与美元指数又于 1995 年触底，分别达到 24.73% 和 84.76。21 世纪初，互联网泡沫将美国经济全球占比再次推高，至 31.66%，美元指数也相应飙升至 116.82。但泡沫的破裂导致美国经济和美元指数一路向下，2008 年次贷危机的爆发更是加剧了这一趋势。直到 2014 年前后，美国经济全球占比企稳并小幅回升，美元似乎进入了一个“升值周期”。2016 年特朗普上台后，美国经济的全球占比大致维持在 24% 左右，美元指数也在区间内小幅徘徊，直到 2020 年新冠疫情全球爆发。

观察美元指数的全景走势，可以发现正是因为美国经济的全球重要性，赋予了美元“关键国际货币”（key currency）的光环。美元相对强势又反哺了美国经济增长，由此形成了相互加强的循环效应，但美国经济变化是主导因素，引领着美元指数亦步亦趋地变化；而美元指数很大程度上是美国经济变化的反映。尽管美国经济的全球占比和美元指数时有波动，例如布雷顿森林货币体系解体后，前者最高达到 33.92%，最低 21.16%，后者最高曾达 164.72，最低 71.31。但有一个



趋势却是比较明确的，即随着美国经济的全球重要性不断下降，美元指数也成趋势性下行。美元的避险功能在全球面临不确定性时可能支撑美元指数的阶段性上行，但却无法改变其整体运行趋势。美国经济全球重要性降低的主要原因，一方面在于全球化给新兴市场国家经济快速发展带来了机会，以中国、印度为代表的新兴市场经济体快速发展；另一方面是发达国家自身经济疲软，美国则是其中的典型代表，由此形成了全球经济格局变化。新冠疫情给美国经济社会带来了巨大而深刻的冲击，未来一个时期美国经济很可能进入持续低速和深度调整的时期。美国经济全球重要性的趋势性下降，美元的光环也将随之进一步褪色，这是判断未来一个时期美元指数弱势的重要宏观经济背景。

二、六大因素推动美元持续贬值

从疫情对美国经济的冲击、量化宽松和零利率货币政策实施、美国财政债台高筑、贸易赤字陡增、美元国际货币地位下降和美元货币估值偏离实际水平等因素来看，尽管短期内可能还有全球避险情绪上升等因素支持美元短暂坚挺的理由存在，但美元出现一轮大幅度贬值的可能性正在增大。

疫情冲击下美国经济大幅负增长。尽管美国公布三季度环比折年率增长 33.1%，但实际上，美国三季度同比下降 2.8%，



1-3 季度累计同比下降 3.8%，可以说是深度衰退。特别是疫情点燃了美国经济运行的内在固有矛盾，从而削弱美国经济基础。近年来，美国社会的收入差距越拉越大。2018 年美国基尼系数为 0.485，攀升至 50 年来新高，最富有的 10% 家庭占有美国全部家庭净资产的近 75%；1989 年至 2018 年，最底层 50% 的家庭财富净增长基本为零。当前美国经济最大的矛盾是精英阶层采取各种手段谋求利益最大化和平民阶层面对上升通道越来越窄之间的矛盾。这一主要矛盾是引发民族主义、民粹主义和贸易保护主义等其他衍生矛盾的根源。疫情爆发前，收入分配差距拉大矛盾已经十分突出；疫情冲击后，在量化宽松政策和 CARES 救济法案的刺激下，拥有大量金融资产的富裕阶层和低收入阶层都有所获益，而约占人口总数 51% 的中产阶级却没有得到实质性救助，这使得收入分配差距拉大矛盾非但没有得到缓解，反而在结构性上越来越严重。而欧洲应对疫情的态度较美国要积极得多。尽管进入 10 月后欧美疫情进入了二次爆发阶段，但以欧美对待疫情态度的截然不同，不难判断疫情后欧洲经济恢复要好于美国。由于欧元在美元指数中的占比超过 50%，欧洲经济形势强于美国可能带来欧元相对强势，会对美元产生压力。

量化宽松和低利率的货币政策正在吞噬美元的内在价值。3 月疫情冲击后，美联储迅速做出反应，推出更大规模



量化宽松。数据显示，自宣布不设额度上限的量化宽松政策应对新冠疫情冲击后，美联储资产负债表两个月内已扩张 2 万多亿美元，总体规模逼近 7 万亿美元大关。同时美联储也将联邦基金利率由 1.6% 左右快速下调至零附近，并于 9 月暗示零利率可能要维持两到三年时间。鉴于上文所述，美国经济可能长期偏弱，美联储货币政策可能长期保持十分宽松的状态。这必将导致美元币值长期被削弱。面对疫情冲击，虽然欧央行也进行了新一轮的量化宽松，但因为早在 2016 年欧央行已经执行了零利率政策并维持到当前，利率水平已经降无可降。美联储货币相对宽松超过欧央行将会增加美元贬值压力。

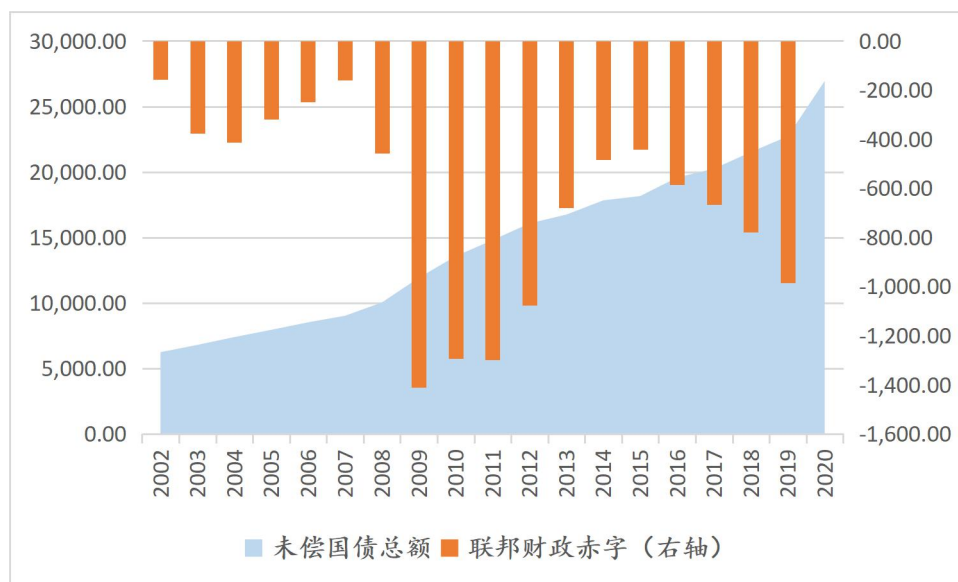


图 2：美国联邦政府长期赤字与未偿国债快速累积

数据来源：wind，植信投资研究院

联邦政府财政赤字大幅增加，美国国债规模飙升，使得投资者越来越质疑美国的偿债能力，由此引发对美元信心的



进一步动摇。2019 年末，美国联邦政府财政赤字累计额已达到 14.6 万亿美元，占同年美国 GDP 的 68.22%。截止 2020 年 9 月，美国联邦政府当年财政赤字已累计至 2.7 万亿美元，美国国会预算办公室估计，2020 年美国联邦政府财政预算赤字将飙升至 3.1 万亿美元，约占 GDP 的比重为 15.2%，创 1945 年以来新高。2019 年末，美国国债未偿余额为 22.7 万亿美元，约占同期 GDP 的 106.02%。截止到 9 月，未偿余额扩张至 26.9 万亿美元，幅度为近五年来的总和，2021 年可能占 GDP 比重达到 130%。按照 30 万亿美元平均 10 年期国债估算，扣除军事医疗等支出之后，未来美国政府财政收入将无法归还利息，严重时返还本金都有困难。而观察外国投资者持有美债这一指标可以发现，2020 年至今，外国投资者持有美债规模增速是在不断下降的，个别月份甚至为负，而占比出现了明显下跌，由 30.1%下降至 26.3%。这一数字可能反应了全球投资者对美元资产偏好程度的下降。自 1971 年美元与黄金脱钩之后，美国的联邦财政就成为支撑美元信用的重要因素，不断恶化的联邦财政状况必将持续削弱美元的信用基础。

贸易赤字快速扩张导致美元贬值压力增大。自上世纪 70 年代后期开始，美国经常项下常年维持逆差，资本项下维持顺差，使得美元完成经常项下逆差输出、资本项下顺差流入



的国际循环。全球贸易之所以接受这一循环，关键在于相信美国经济的“霸主地位”。然而近年来美国经济全球重要性的趋势性下降已成为共识，导致了“霸主光环”在慢慢褪色。新冠疫情下全球贸易骤降，但美国经常项逆差却大幅增加，二季度美国经常项逆差达 1705.4 亿美元，同比逆差扩大 33.56%，三四季度这一状况将持续。面对如此大规模的逆差，再考虑到前述外国投资者持有美债比例的下降，不难想象美元的经常项下逆差输出、资本项下顺差流入的国际循环未来会越来越不通畅。当下全球对于美国的贸易需求和投资需求都在快速下降，从而会削弱美元的全球需求。

美国在国际货币体系的地位下降将抑制全球美元需求增长。二战结束后到布雷顿森林货币体系解体之前，美元是“万人之上，一人之下”的位居核心地位的国际货币。然而随着布雷顿森林货币体系解体，美元经历了第一阶段的国际货币地位下沉，美元指数也随着全球对美元信用的质疑形成了一轮长时间的下跌。进入 21 世纪初期，美国爆发互联网

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_1554

