

分析师：沈彦东
执业证书：S0380519100001
联系电话：0755-82830333 (195)
邮箱：shenyd@wanhesec.com

研究助理：潘宇昕
联系电话：0755-82830333 (198)
邮箱：panyx@wanhesec.com

短期持续贬值概率不大，长期或进入贬值通道

——美元的逻辑框架及走势研判

主要观点：

美元指数近期连续走弱，引发市场对于美元指数是否转向的担忧。本篇将从美元的重要地位、当前国际货币体系存在的问题、汇率的影响因素出发分析美元短期和中长期走势。

从布雷顿森林体系开始，美元确立了国际金融体系的核心地位。美元的核心地位有何种体现？**第一，美元处于全球汇率体系中心地位。**信用本位制以来，在各国自主选择之下，国际货币体系逐渐形成以发达国家为核心，发展中国家和新兴经济体为外围的多种汇率制度并存的格局。发达国家普遍采用浮动汇率。美元欧元之间自由浮动构成全球汇率体系的中心，其国内货币政策的调整对全球具有明显的溢出效应。美元在发展中国家汇率制度选择中处于核心地位。**第二，美元是最主要的国际货币。**美元在国际储备中占有最大比重。接近一半的外汇交易额与美元有关。全球59%的银行贷款以美元提供，40%的国际有价证券市场以美元发行，总体来讲，无论是日元的国际化还是欧元的一体化，都没有真正撼动美元主要国际货币的地位。**第三，美国拥有国际货币基金组织最大投票权。**经过2008年和2010年两次改革后，美国仍享有超过15%投票权，对IMF重大事项拥有一票否决权。

当前国际货币体系有哪些突出问题？第一、特里芬难题仍待解决。特里芬难题描述的是法币作为国际储备货币的供求矛盾问题，也是布雷顿森林体系崩溃的根源。进入信用货币时代后，特里芬难题演变为新的形式，即国际货币的发行国始终面临货币超发。依靠单一的主权货币行使国际储备货币职能的国际货币体系，其本身就存在着内在缺陷，我们现在面临的是一个无解的问题。**第二、经济格局和金融权力错配。**新兴经济体的快速崛起改变了世界经济格局。新兴经济体在世界经济格局中有了举足轻重的地位，金融领域仍延续以美元为关键货币，以发达国家为中心、以发展中国家和新兴市场国家为外围的格局，国际金融机构治理仍然由发达国家来控制，经济格局与金融权力的分配持续失衡。

影响美元指数变动的因素有哪些？美元指数是综合反映美元在外汇市场上强弱程度的指标，由美元对六种主要国际货币的汇率经加权几何平均计算得到，其中欧元的权重为57.6%。从1970年代到现在，美元指数经历了交替下降和上升的六个阶段。由于美国拥有全球最大最深厚的资本市场，所以在资本项目开放的前提下，相比于经常项目的顺差或逆差，我们认为国际资本套利是推动美元汇率变化的主要原因。由于美元指数中影响权重最大的货币是欧元，所以美国和欧元区的收益率的相对变化是影响美元指数的主要原因。**美国的经济周期变化是汇率变化的核心推动力。**美国和德国长端利差的变化基本与美国联邦目标基金的变化周期一致，意味着美联储加息，美德利差扩大，美元对欧元汇率走高，根本的落脚点仍然是在对经济增长的预期，这是美元汇率变动的“正轨”。**在经济周期的不同阶段，资本套利导致美元指数“脱轨”。**在经济复苏阶段，

欧洲权益市场往往有更高的收益预期，从而吸引国际资本在金融市场上套利，导致美元指数在经济复苏阶段表现为下行。之后随着权益市场套利空间收窄，以及经济不断修复，美元资产的吸引力相对提升，表现为美元指数又回归“正轨”，即受利差推动的汇率变化，美联储加息通常是在经济表现强劲甚至过热的阶段，对美元指数有提振的作用，但两者走势也不是一一对应的，总体看是加息在前，美元指数转向在后。随着经济转向衰退阶段，美元发挥避险功能，会短暂的冲高，之后随着各国政府采取宽松的货币政策缓解流动性问题，美元指数又再度回到“正轨”。

短期来看美元企稳，持续贬值概率不大。今年从3月份开始，影响汇率走势的主要就是避险和复苏两个因素的博弈，更具体一些，是疫情、货币、财政三个主要变量的组合变化。从当前来看，**我们认为经济复苏尚未结束。**疫情的二次爆发、财政刺激方案难产以及货币宽松的空间收窄的的确确会对经济增长的节奏产生干扰，但经济复苏的这大方向的预期没有改变，美联储和欧洲央行日前均上调了全年经济预测。疫情方面，欧洲二次疫情爆发是既成事实，但已经有美国作为前车之鉴，显示疫情并不会对经济复苏造成致命影响，避险情绪不至于占主导地位。**美联储鹰派言论显示扩表空间收窄，美元走势从“套利驱动”转向“基本面驱动”，也就是我们前文说的“正轨”。**美联储扩表节奏相对欧央行放缓，我们可以理解为在经济复苏的后期，美元指数过渡到靠基本面预期差异形成的利差驱动。眼下欧洲疫情二次爆发，美国基本面修复节奏有望超过欧洲，长端利差有望向上驱动美元汇率走高。总体而言，**在经济复苏初期金融市场广泛套利带来的美元指数向下的压力已经明显减小，经济复苏的预期即便受到节奏的干扰但大方向没有变，美元指数转向受基本面驱动的轨道，所以美元短期持续贬值的概率较小。**

中长期来看，全球的结构变化或令美元进入贬值通道。第一，通过赋予欧元，以及（在更长时期内）人民币，还有特别提款权（SDR）更大的重要性等途径，改变当前过度依赖美元作为储备货币的治理格局已经成为共识，伴随美元核心地位的下降，美元的价值也应当降低。第二，欧盟通过了7500亿欧元欧盟“共同债券”的议案，为解决欧元区内在缺陷做出了关键性决策，欧元有望迎来价值重估。第三、近年来逆全球化”趋势抬头，对美元结算需求下降，人民币、欧元等区域性货币地位将提升。

风险提示：美国疫情加速恶化、美联储加大放水、财政刺激方案不及预期、贸易摩擦、疫苗研发不及预期等

目录

一、美元占据国际金融体系的核心地位.....	5
（一） 国际货币体系演变体现了经济强国主导的特征.....	5
（二） 美元处于全球汇率体系中心地位.....	7
（三） 美元是最主要的国际货币.....	9
（四）美国拥有国际货币基金组织最大投票权.....	10
二、当前国际货币体系存在的突出问题.....	11
（一）特里芬难题.....	11
（二）经济格局和金融权力错配.....	13
三、美元走势研判.....	14
（一）美元指数构成及历史回顾.....	14
（二）美元指数的影响因素.....	16
（三）美元走势研判.....	19
四、风险提示.....	23

图表 1 国际货币体系演进.....	5
图表 2 各国货币政策名义锚的选择情况.....	8
图表 3 2020 年一季度世界官方外汇储备的货币构成 (万亿美元、%)	9
图表 4 外汇储备结构变化 (%)	10
图表 5 主要国际货币在国际金融领域的地位比较 (%)	10
图表 6 国际货币基金组织主要国家投票权排名比较.....	11
图表 7 美国联邦债务法定限额 (十亿美元)	12
图表 8 发达国家和新兴市场 GDP 增速走势 (%)	13
图表 9 发达国家和新兴市场 GDP 规模 (十亿美元)	13
图表 10 顺差国与逆差国: 经常项目差额 (十亿美元)	14
图表 11 美元指数构成	15
图表 12 美元指数走势	15
图表 13 广场协议和卢浮宫协议主要内容.....	15
图表 14 利差影响汇率	17
图表 15 股市套利影响汇率.....	18
图表 16 避险因素影响汇率.....	18
图表 17 今年汇率走势回顾	20
图表 18 欧美主要国新冠疫情走势: 当日新增.....	21
图表 19 欧美国制造业 PMI 走势.....	21
图表 20 全球商品贸易占 GDP 比重 (%)	22

今年3月新冠疫情全球爆发，美元指数一度冲至103的高位，随着美联储进行了大规模的量化宽松，美元指数近期连续走弱，引发市场对于美元指数是否转向的担忧。本篇将从美元的重要地位、当前国际货币体系存在的问题、汇率的影响因素出发分析美元短期和中长期走势。

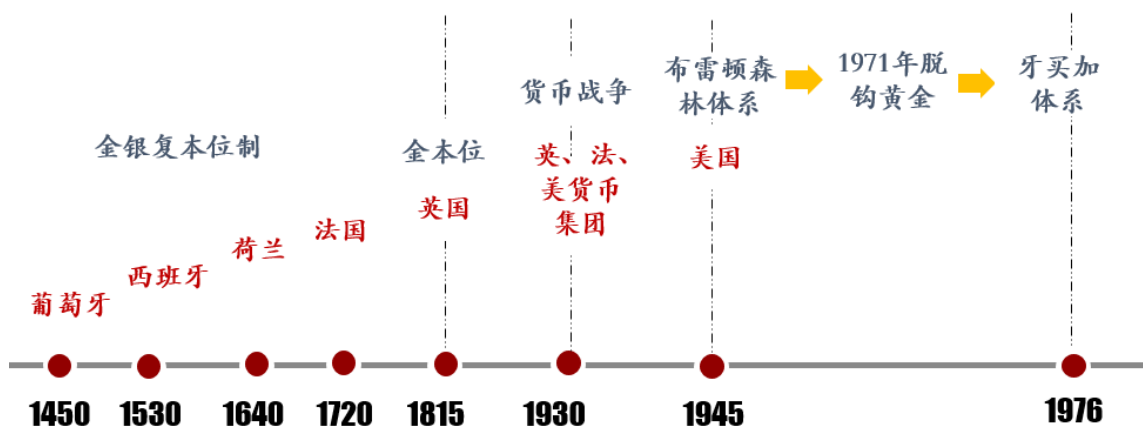
一、美元占据国际金融体系的核心地位

1944年7月，45个国家或政府代表在美国新罕布什尔的布雷顿森林召开会议，决定成立国际货币基金组合和国际复兴开发银行，随后在1945年底，29国代表签署了《布雷顿森林协议》，至此，美国凭借世界第一强国和拥有全球70%的黄金储备的优势，确立了美元在国际金融体系中的核心地位。美元的核心地位有何种体现？我们将从国际金融体系运转的三大支柱——汇率安排、国际储备货币、国际金融组织的治理职能——出发，阐述美元在国际金融体系中的重要地位。

（一）国际货币体系演变体现了经济强国主导的特征

过去六百多年世界经济发展的历史显示，全球货币体系通常是由当时最强大的资本主义国家主导，从葡萄牙（1450年~1520年）、西班牙（1530年~1640年）、荷兰（1640年~1720年）、法国（1720年~1815年）、英国（1815年~1920年）再到美国。根据本位币的不断变化，我们可以将货币体系演变分为三个阶段，第一个阶段是纯商品本位货币体系，包括金银复本位制、金本位制度；第二个阶段是混合商品和信用本位货币体系，包括金汇兑本位制度、布雷顿森林体系；三是纯信用本位货币体系，就是如今的牙买加体系。

图表1 国际货币体系演进



- ◆ **“金银天然足货币”** 正如马克思在《资本论》中所阐述的“货币天然不是金银，但金银天然足货币”，黄金白银作为特殊的商品在漫长的世界货币体系发展中一直承担着一般等价物的作用。16-18 世纪，在新兴资本主义世界里最为广泛采用的货币制度是金银复本位制，该制度以黄金、白银为币材，铸造两种本位币同时流通使用，但由于货币具有排他性、独占性，金银同时执行价值尺度职能导致金银复本位制天然是一种不稳定的货币制度。金银复本位制先后经历了平行本位制、双本位制和跛行本位制三种不同形式的演变，最终被金本位制替代。
- ◆ **金本位制** 进入 19 世纪，工业革命的巨轮推动全球经济发展驶入快车道，与此同时俄罗斯、南非、美国等地先后发现了储量丰富的金矿，为全球进入金本位体系奠定了基础。1816 年，最早实现工业化的英国正式实施金本位制度，到 19 世纪后期，金本位制基本已经在资本主义国家普遍采用，可谓足金本位一统天下的时代。金本位制度的特征是金币自由铸造、自由兑换以及黄金的自由进出，各国货币根据含金量决定汇率。由于英国在当时世界经济中的突出地位，英镑实际上代替了黄金执行国际货币的职能。金本位制可以保证货币汇价的稳定，促进了国际贸易的顺利开展，但在 1914 年第一次世界大战爆发后，各国为了弥补巨额军费支出和财政赤字，大量发行不兑现的纸币，禁止黄金自由输出，各国采取浮动汇率，汇价波动剧烈，金本位制基本宣告结束。
- ◆ **金汇兑本位制** 一战后世界经济格局发生了重大变化，美国经济实力大幅上升，英国则债务缠身。由于战后各国通胀程度不一，均衡汇率难以确定，国际贸易受到极大限制。为了重建国际货币体系，1922 年在意大利热那亚召开的国际货币金融会议确定了金汇兑本位制。实行金汇兑本位制的国家不再铸造金币，而是在另一个实行金本位制的国家存放黄金并使本国货币“盯住”该国货币，国内市场流通的银行券不能兑换黄金但可以自由兑换该国外汇，从而间接实行金本位制。金汇兑本位制是一种削弱了的极不稳定的金本位制，在经历了 1929-1933 年大萧条后全部瓦解。
- ◆ **布雷顿森林体系** 大萧条之后国际货币体系经历了长达十几年的混乱时期，期间以英、美、法三大国为中心的三个货币集团——英镑集团、美元集团、法郎集团——在全球范围内展开了争夺国际货币金融主导权的

货币战争，这种局面一直持续到二战结束。在构建战后国际货币框架体系时，由于美国是全球最大经济体和最大黄金储备国，布雷顿森林会议的参加国共同选择了黄金-美元体系，美元直接与黄金挂钩，其他国家货币与美元保持可调整的固定汇率关系，美国有义务按固定价格将外国的美元储备以黄金进行赎回。这样，美元取得了等同于黄金的地位，成为世界各国的“硬通货”。布雷顿森林体系建立后的二十多年里在全球战后经济和国际贸易增长发挥了作用，但在 60 年代，由于美元储备需求和黄金储备缺口大增、美国经济增长疲软、对外战争等因素，尼克松政府被迫关闭了黄金兑换窗口。1973 年 3 月，欧洲共同市场国家宣布对美元联合浮动，英国和意大利等国货币对美元单独浮动，布雷顿森林体系就此解体。

- ◆ **牙买加体系** 布雷顿森林体系解体后，国际金融体系进入浮动汇率时代。1976 年，国际货币基金组织达成“牙买加协议”，正式承认了浮动汇率制的合法化，作出逐步使黄金退出国际货币的决定，全球进入信用货币时代。

（二） 美元处于全球汇率体系中心地位

汇率制度是国际货币体系的核心要素之一，贯穿于各个时期的货币体系。金本位时期采取的是以英镑和黄金为储备的固定汇率制度，布雷顿森林体系下实行的是可调节的钉住汇率制度，即成员国约定保持 1 盎司黄金兑 35 美元的固定平价，其他国家货币与美元挂钩，上下浮动不超过 1%；采用信用本位制以来，在各国自主选择之下，国际货币体系逐渐形成以发达国家为核心，发展中国家和新兴经济体为外围的多种汇率制度并存的格局。

发达国家普遍采用浮动汇率。从 IMF 最新公布的成员国汇率制度来看，有 34% 的国家或地区采取浮动汇率制，浮动汇率进一步可分为自由浮动和普通浮动，区别在于前者货币当局仅在极端情况下介入汇率市场，货币干预频率低，绝大部分发达国家都落在这一分类中，如美国、欧盟、日本等主要经济体，以及其他主要的工业国，如澳大利亚、加拿大、瑞典、英国、芬兰、挪威和瑞士等。

美元欧元之间自由浮动构成全球汇率体系的中心。自 2002 年欧元正式流通开始，凭借德国马克在国际储备中高额占比以及欧盟的经济实力和政府力量，欧元很快成为了另一个国际货币，一定程度上打破了美元“一币独大”

的格局，美元和欧元之间自由浮动构成全球汇率体系的中心，对全球外汇市场有导向性作用。从IMF成员国货币政策的名义锚选择来看，2019年，192个成员国中有80个国家或地区的官方货币政策采取了以汇率作为名义锚的机制，其中38个国家盯住美元，25个盯住欧元，其余一些宣称采取通货膨胀制的国家，实际的货币政策仍然是锚定美元，譬如埃及、玻利维亚、刚果民主共和国、几内亚、马拉维、尼日利亚、也门等发展中国家，所以欧元区和美国国内货币政策的调整对全球具有明显的溢出效应。

美元在发展中国家汇率制度选择中处于核心地位。处于汇率体系外围的发展中国家和新兴经济体在汇率选择方面差异较大，这些国家在选择汇率制度时，必须考虑中心国家汇率的波动、本国贸易可能受到的冲击以及国内不发达的金融市场等因素，或者为本国货币寻找名义锚而钉住单一或组合货币，或者实行有较强干预的管理浮动制度，也有少部分国家实行单独浮动。许多发展中国家向IMF汇报的是浮动汇率制度，但实际上这些国家经常干预外汇市场，导致实际上的汇率制度呈现出固定汇率制度的特点，也就是存在事实（de facto）汇率制度和法定（de jure）汇率制度的差别，典型的例证是97年金融危机爆发后，许多东南亚国家宣布脱离钉住美元，但实际操作中美元在货币篮子中的权重依然高达80%以上。

图表 2 各国货币政策名义锚的选择情况

汇率制度 (个数)	汇率锚				货币总量目标 (26)	通胀目标 (41)	其他 (45)
	美元 (38)	欧元 (25)	组合 (8)	其他 (9)			
无单独法定 货币 (13)	厄瓜多尔、萨尔 瓦多、密克罗尼 西亚、帕劳、巴 拿马、东帝汶等	科索沃、黑山共和 国、圣马力诺		基里巴 斯、瑞 鲁、图 瓦卢			
货币局制度 (11)	香港、安提瓜和 巴布达、多米尼 加岛等	波斯尼亚和黑塞哥 维那、保加利亚		文莱			
	巴哈马、伊拉	丹麦、摩洛哥与西 非经济货币联盟	斐汶	不丹			

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_2322

