

# 美元货币体系“失灵”与美国两宽政策的逆转

## 宏观驱动型大类资产配置研究系列五

证券研究报告

2021年10月17日

### ● 核心结论

**美元货币体系的建立与“运转”。**1) 美元体系建立经历了四个阶段：建立三大体系的同时锚定黄金；货币体系自由化；自由贸易体系下锚定石油；提升外储规模，稳固美元体系。2) 美元货币体系的稳定需要两个基础：美联储与非美央行货币政策框架的统一是全球经济稳定性与周期运转的基础；美债的稳定性、安全性与美股的高回报率是美元流动性循环的基础。

**金融危机后，财政被纳入美联储政策框架，全球央行政策框架开始分化。**美联储QE操作均发生在财政赤字率高于名义增长之际，表明金融危机后财政因素已被纳入美联储政策框架。进而，美联储与只能以“经济—通胀—汇率”为锚的央行的货币政策框架分化，这也是金融危机后全球稳定性下降的主因之一。但金融危机后的数年全球通胀保持低位，因此非美央行货币政策节奏与美联储并未明显脱钩，看上去美元货币体系一如从前。

**疫后美国财政刺激与全球高通胀并存，令美国与非美货币框架分化局面显现化，美元体系仿佛“失灵”。**疫后在美国财政刺激全面退出前各国已现通胀压力。进而，部分国家央行已加息，美联储却尚未Taper，美联储与非美央行货币政策框架分化局面显现化。该局面又打破了此前美元体系的诸多规律。比如，美股跑赢非美权益阶段通常对应美元升值周期，美股跑输非美权益阶段通常对应美元贬值周期。疫后则相反，去年3月以来美元指数中枢下移，但美股相对非美权益表现则更为强劲。此外，疫后全球已确认外储中美元占比跌破60%，若美债规模进一步大幅攀升，美联储就将面临放弃美债市场稳定性亦或者与非美央行政策完全脱钩的抉择。

**疫情是美国重返加税周期、结束双宽政策的催化剂。**以拜登当选为标志性事件，美国政治光谱开始左倾，重回大政府时代与加税周期，背后的宏观驱动力是贫富分化严峻、中产占比偏低的社会结构。但美国中产占比低点出现在2012年，为什么疫后美国才迎来期政治周期拐点？因为疫情全面透支了美国财政空间并导致美元体系“失灵”。进而，防止美债规模加速扩张、为政府去杠杆就成为当前美国政府的重要选择。这也是我们理解美国政府势必会进入加税周期、结束QE政策并且“欢迎通胀”的关键。

**以修复美元体系为前提分析美国政策前景。**第一，疫情成为美国政府结束减税周期、进入加税周期的催化剂；第二，适度通胀将被“欢迎”，这也是拜登发展新能源战略的背景之一；第三，10年期美债收益率中枢或已进入长期回升通道；第四，美国实现美元体系修复的前提或是民主党在2022年中期选举及2024年大选中继续保持竞选优势。

风险提示：美国疫情变化超预期；美国财政政策超预期；美国货币政策超预期。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

相关研究

## 索引

## 内容目录

一、美元货币体系的建立与“运转”.....	3
(一) 美元货币体系的建立.....	3
(二) 美元货币体系稳定性与周期性的两个基础.....	4
二、金融危机后美联储政策框架的变化及其影响.....	6
(一) 金融危机后，财政被纳入美联储政策框架，全球央行政策框架开始分化.....	6
(二) 疫后全球央行政策框架分化加剧，美元体系“失灵”.....	7
1. 疫后美国财政刺激与全球高通胀并存，令美国与非美货币框架分化局面显现化.....	7
2. 美元体系的异常变化与挑战.....	8
三、疫情是美国重返加税周期、结束双宽政策的催化剂.....	10
(一) 美国社会结构是美国政治周期与税收周期切换的宏观驱动力.....	10
(二) 疫情透支了美国财政空间并进一步降低了美元体系的稳定性.....	11
四、以修复美元体系为前提分析美国政策前景.....	12
五、风险提示.....	12

## 图表目录

图 1: SWIFT 体系下的美元份额.....	3
图 2: 全球已分配外储中美元占比.....	4
图 3: 全球已确认美元外储规模同比增速与全球商品贸易金额同比增速.....	4
图 4: 非美央行持有美债占比.....	4
图 5: 美国通胀与失业率：充分就业的经济晚周期往往对应通胀回升.....	5
图 6: 美国财政赤字率与名义 GDP 增速差值.....	6
图 7: 全球经济政策不确定性指数 (EPU).....	6
图 8: 美元指数 VS 标普 500 指数/MSCI 全球指数比值.....	8
图 9: 图 8 中两个指标的 150 周滚动相关性.....	9
图 10: 美债持有人结构.....	9
图 11: 非美持有美债规模与全球美元外储之比.....	10
图 12: 美国不同收入家庭占比.....	11
图 13: 大萧条以来美国政府杠杆率与 10 年期美国国债收益率.....	11
表 1: 疫后已有众多央行上调基准利率.....	7

美国政治周期、税收周期与社会结构有关。贫富分化形势严峻、中产占比极低的阶段，政治光谱左倾、民主党影响力上升，开启大政府时代，美国通过加税、反垄断、提高无风险利率等手段优化社会结构；社会达到橄榄型后，公平让位效率，政治光谱右倾、共和党影响力上升，开启小政府时代，美国进入减税周期，政府杠杆率上升压制无风险利率回落。我们在此前的报告和路演中经常说，以特朗普败选与拜登当选为标志美国政治光谱开始左倾，进入加税周期，贫富差距、提升中产占比将成为未来若干年美国内政的核心。

但事实上，金融危机后美国中产占比就已经降至历史极低水平、贫富分化程度也接近大萧条时代，为什么过去12年美国政治周期与税收周期没有逆转？因为疫后财政空间被彻底透支，美元货币体系已经出现裂痕。唯有财政与货币双宽政策的逆转才有望扭转美元系统“失灵”的现状。换言之，社会结构虽是美国政治周期与税收周期切换的宏观背景，但这一切的触发仍需要催化剂，疫情就是本次美国重返加税周期的导火索。

## 一、美元货币体系的建立与“运转”

### （一）美元货币体系的建立

二战后美元货币体系的建立经历了四个阶段：建立三大体系（美国牵头建立了联合国、关税总协定以及布雷顿森林体系）的同时锚定黄金；货币体系自由化（以1971年8月15日尼克松宣布美元与黄金脱钩为标志）；自由贸易体系下锚定石油（以1973年10月石油输出国组织接受美元作为全球石油交易结算货币为标志）；提升外储规模，稳固美元体系（以上世纪80年代美国推动金融自由化以及90年代初美国推动《自由贸易协定》为标志）。其实质是以黄金储备为美元信用背书；通过“石油美元”令美元逐步成为国际贸易结算货币，进而将美元变成贸易国的储备货币；再推动自由贸易深化美元货币体系、用统一的货币政策框架通过经贸、利差与汇率等途径对非美形成政策约束。

图1：SWIFT体系下的美元份额



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图2：全球已分配外储中美元占比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

## （二）美元货币体系稳定性与周期性的两个基础

美元储备是众多发展中国家投放基础货币的重要依据，进而许多新兴国家基础货币投放也会受到美元外储规模的约束。理论上，全球美元外储规模与美国贸易逆差、全球经贸活跃度、全球通胀水平乃至美元周期等因素皆有关。我们在报告《Taper 将至，跨境资金如何影响人民币汇率？》中也阐述了跨境信贷对于新兴国家信用、经济及汇率的影响机理。此外，美元外储在非美各国央行资产负债表的资产端往往以“美债”形式存在。简言之，美国贸易逆差形成了各国的美元外储，美元外储为部分国家实现了基础货币投放甚至信用创造，各国美元外储又通过增持美债等形式回流美国。

图3：全球已确认美元外储规模同比增速与全球商品贸易金额同比增速



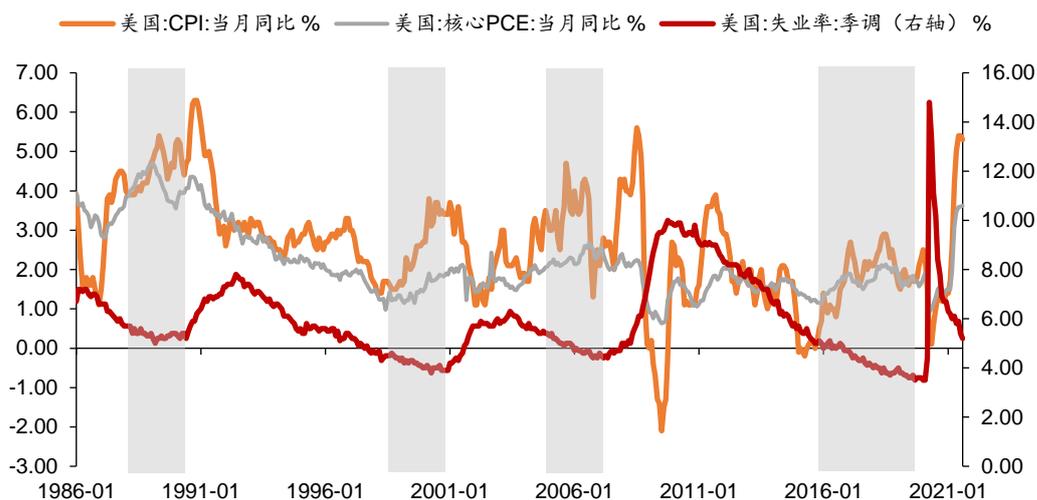
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图4：非美央行持有美债占比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图5：美国通胀与失业率：充分就业的经济晚周期往往对应通胀回升



资料来源：Wind，西部证券研发中心

进而，美国经济通过影响贸易逆差而约束全球美元外储，美联储货币政策通过影响美国经济、跨境信贷、利差以及汇率影响非美经济体的货币政策选择。金融危机前美联储的货币政策目标是充分就业以及通胀“达标”。就业与通胀看似是双重目标，但却由菲利普斯曲线联系。尽管金融危机后，很多学术讨论认为美国的菲利普斯曲线已经失效，但60年代以来美国经济处于晚周期阶段（也即：失业率降至极低水平时）菲利普斯曲线仍然有效。而包括发展中国家在内的多数非美经济体亦主要以通胀作为货币政策目标，因此金融危机前，美联储与非美央行的货币政策目标相对统一，这也是美元货币体系下全球经济稳定、周期性运行的基础。另一方面，美债资产的安全性与美股的高回报成为外储乃至离岸美元回流美国的保障。

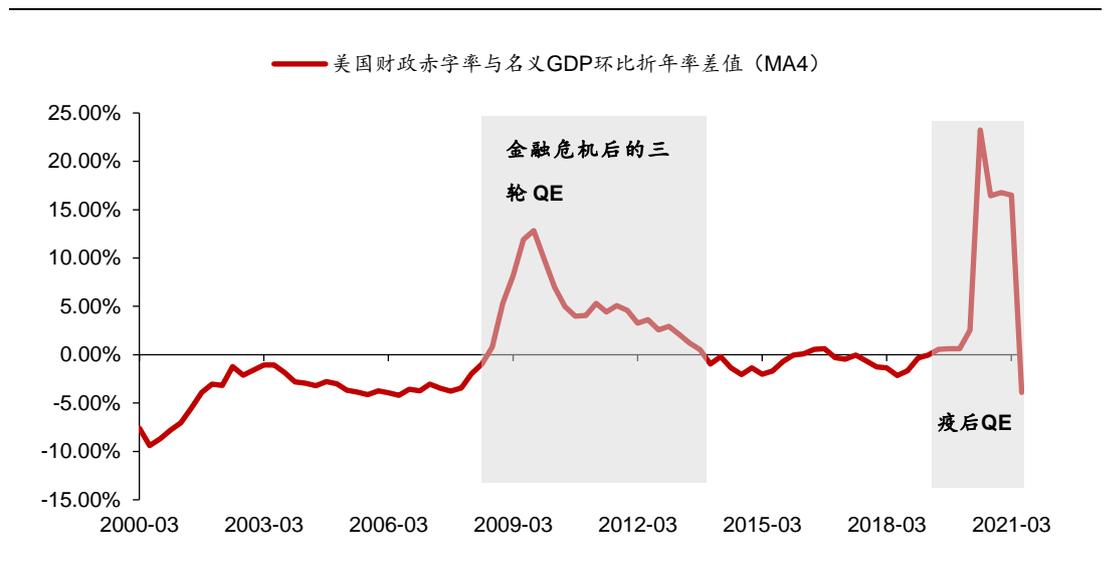
简言之，美元货币体系的稳定需要两个基础：一方面，美联储与非美央行货币政策框架的统一是全球经济稳定性与周期运转的基础；另一方面，美债的稳定性、安全性与美股的高回报率是美元流动性循环的基础。

## 二、金融危机后美联储政策框架的变化及其影响

### (一) 金融危机后，财政被纳入美联储政策框架，全球央行政策框架开始分化

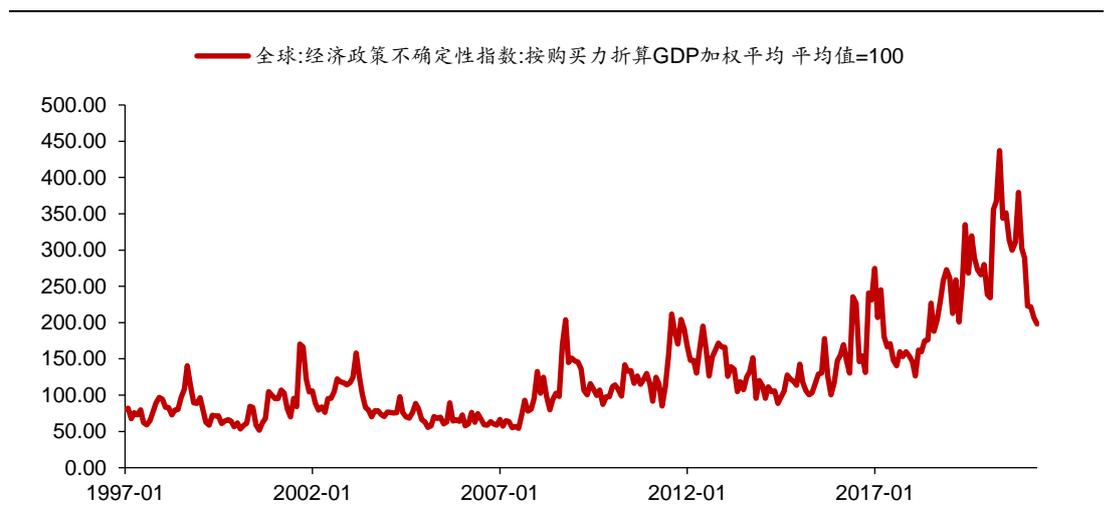
金融危机后以及疫后美联储实施资产购买计划（QE）的时间与图6中阴影部分重合，均发生在财政赤字率高于当期名义GDP环比折年率之际。这就是我们反复强调的美联储量化宽松的本质是财政赤字货币化，在财政需要大量增发美债时帮助财政压低债务支出成本。也就是说，金融危机后财政因素已被纳入美联储货币政策框架，但这就意味着金融危机以来美联储与发展中国家央行的货币政策框架出现分化。

图6：美国财政赤字率与名义GDP增速差值



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图7：全球经济政策不确定性指数（EPU）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

首先，除美欧日等发达经济体外，多数国家与地区的货币并非国际储备货币进而无法实现财政赤字货币化。在此背景下，美联储（包括欧日央行）可以实施量化宽松以缓解财政压

力。但发展中国家与地区仍沿用此前的“经济—通胀—汇率”框架：也即通胀走高或者汇率存在贬值压力时往往收紧货币政策、加息；通胀走低、汇率无贬值压力时则往往宽货币、降息。其次，在 QE 期间，为了防止美债曲线倒挂，无论通胀是否走高、经济是否过热，美联储都无法加息。唯有 QE 结束，“就业—通胀”的货币政策框架才重新显效。美联储与众多非美央行货币政策框架的分化也是金融危机后全球不确定性指数中枢显著高于危机前的主因之一，如图 7 所示。

## （二）疫后全球央行政策框架分化加剧，美元体系“失灵”

### 1. 疫后美国财政刺激与全球高通胀并存，令美国与非美货币框架分化局面显现化

尽管金融危机就是美联储与众多非美央行货币框架分化的分水岭，但金融危机后的数年全球通胀中枢始终保持低位，因此非美央行货币政策节奏与美联储并未明显脱钩。也即：在美联储结束 QE 前，全球通胀水平仍低，因此各国也鲜有加息。进而，看上去美元货币体系一如从前。

然而疫后的情况则更为复杂。疫情约束生产、财政刺激助长需求，各经济体新能源战略又全面约束了能源等资源品供给，供需不匹配之下在美国财政刺激全面退出前通胀压力已至。高通胀之下，众多新兴国家甚至个别发达国家也已上调基准利率。但美国疫后财政刺激直至 9 月初才全面结束，因此至今美联储尚未开始 Taper，进而高通胀亦不能令联储加息。换言之，疫后美国高财政赤字率与全球高通胀并存之下，美联储与非美央行货币政策框架分化局面已经显现化。

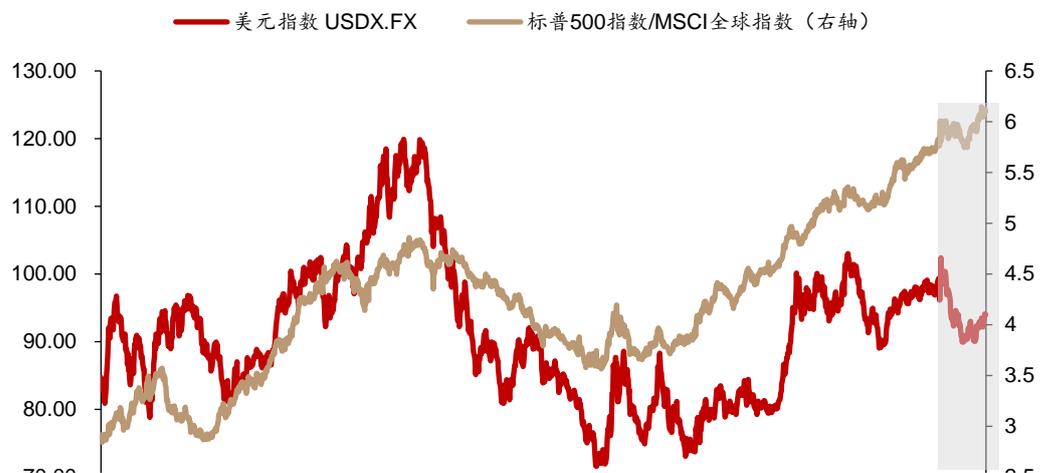
表 1：疫后已有众多央行上调基准利率

国家	日期	货币政策
印度	2021-02-05	印度央行行长宣布印度的存款准备金率将分两个阶段从 3% 上调至 3.5% 和 4%。
塔吉克斯坦	2021-02-06	塔吉克斯坦央行将再融资利率从 10.75% 上调至 11.0%。
乌克兰	2021-03-03	乌克兰央行将再融资利率从 19.5% 上调至 30%，创过去 15 年以来最高值。
巴西	2021-03-17	巴西中央银行宣布将基准利率从 2% 上调至 2.75%，此为巴西央行自 2015 年 7 月以来首次加息。
	2021-09-22	巴西央行将基准利率上调 1 个百分点至 6.25%，同时预计该委员会下次会议还将进行相同幅度的调整
土耳其	2021-03-18	土耳其央行将基准利率从 17% 上调至 19%。截至今年 2 月土耳其年化通胀率已升至 15.6%，土耳其里拉对美元汇率与 2018 年年初相比贬值逾 50%。
	2021-09-24	土耳其央行宣布降息至 18%
俄罗斯	2021-03-19	俄罗斯中央银行宣布将基准利率从 4.25% 上调至 4.5%，此为俄罗斯自 2018 年年底以来首次提高基准利率。俄央行指出可能在未来某次会议上继续加息，需求的快速复苏和通胀压力的上升要求回归中性货币政策。
	2021-04-23	俄罗斯中央银行宣布将基准利率从 4.5% 上调至 5%。
	2021-06-11	俄罗斯中央银行宣布将基准利率从 5% 上调至 5.5%。
	2021-07-23	俄罗斯央行将关键利率加息 100 个基点至 6.5%
	2021-09-10	俄罗斯央行本月将指标利率上调至 6.75%，该央行并暗示可能会进一步加息
巴基斯坦	2021-09-20	巴基斯坦央行将基准利率从 7% 上调 25 个基点至 7.25%

波兰	2021-10-06	波兰央行当日宣布将主要利率从 0.1%上调至 0.5%
哥伦比亚	2021-09-30	哥伦比亚央行加息至 2.00% (之前为 1.75%)，为最近五年来首次
墨西哥	2021-06-24	墨西哥央行将基准利率上调 25 个基点至 4.25%
	2021-08-12	墨西哥央行将基准利率上调 25 个基点至 4.5%
巴西	2021-09-23	巴西央行将关键利率上调 100 个基点至 6.25%
	2021-08-05	巴西央行将关键利率上调 100 个基点至 5.25%
	2021-06-17	巴西央行将关键利率上调 75 个基点至 4.25%
	2021-05-06	巴西央行将基准利率从 2.75%上调至 3.50%
	2021-03-18	巴西央行将基准利率上调 75 个基点至 2.75%，为近六年来首次加息
斯里兰卡	2021-08-19	斯里兰卡央行将常备存款便利利率和常备贷款便利利率分别上调 50 个基点至 5%和 6%
韩国	2021-08-27	韩国央行当日宣布加息 25 个基点,将基准利率上调至 0.75%
新西兰	2021-10-06	新西兰储备银行(央行)当日将基准利率上调 25 个基点至 0.5%
匈牙利	2021-06-22	匈牙利央行将基准利率上调 30 个基点至 0.9%
捷克	2021-09-30	捷克央行周四将主要利率上调 75 个基点
	2021-06-23	捷克央行将基准利率上调至 0.5%

资料来源：各国央行，西部证券研发中心

图 8：美元指数 VS 标普 500 指数/MSCI 全球指数比值



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\\_27913](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27913)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn