

日期：2020年06月30日



分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 证书编号：S0870510120021

报告编号：

相关报告：

《中国货币变革现状和调控变化》

(2020年6月4日)

《大宗商品价格决定当前汇率走势》

(2020年3月24日)

《海外“新冠”疫情对中国经济、市场影响》

(2020年3月15日)

《期限结构波动中缓降趋势明了》

(2020年1月13日)

后疫情时代的国际金融秩序大变局

■ 主要观点

美元这次是真泛滥了

在金融体系信用扩张能力正常的情况下，FED 规模空前的报表扩张，必然带来流动性的泛滥。相对于 2008 年 QE 时期，广义货币 M2 增速平稳不同，2020 年 M2 出现了暴涨局面，相对于 2019 年平均 5.0%、2019 年末 7.0% 的增速，2020 年 4 月美国 M2 飙升到了 18%，远超过世纪 70 年代、本世纪“911”时期。

美元泛滥吹大美股泡沫

国际金融市场上美元扩张与否，不是看 FED 报表扩张，而是要看最终金融体系创造的美元信用扩张，即广义流动性的增长。由于 2020 年美国金融体系和 2008 年时有着不同境遇，此次 FED 扩张是真给市场“吹泡泡”了。美元流动性的扩张，直接扭转了美国股市的颓势，使得美股在长期牛市终结态势相当明了的形势下，在美国国内疫情不知几时得控、经济冲击不明朗的情况下，在快速下跌后还能快速反弹，并几乎收复失地！

大宗商品价格演变决定国际货币走势

当前石油在国际市场上的变化，正是中短期（3-6 月）决定国际汇率走势的决定性力量。正是前期国际石油价格低迷的局面，短时提升了美元真实购买力，从而推升了美元指数。美元泛滥、美国经济在世界经济版图中的重要性的下降，优势产业信息产业在封闭政策下长期利益受损等局面，都使得美元的强势地位，在后疫情时代很难长期维持！

数字货币发展或成国际支付领域颠覆性创新

疫情极大促进了互联网技术对经济和社会生活方面的普及性应用和全方位渗透，在国际支付领域，颠覆性的国际支付安排技术进步正悄悄地发生变化。现有的国际支付安排体系下，主权货币在国际支付市场上的竞争，难以撼动现有的国际货币主导格局。西方世界进一步滑入负利率，美元泛滥将改变二战以来国际货币格局，传统的“特里芬”难题消失，国际货币地位的重要性下降，使得国际主导货币的优势消失，未来国际货币的竞争或许表现为另一种跨界竞争——数字货币对主权货币的替代！

中国对国际资金吸引力上升

美国股市长牛趋势的终结和疫情给经济造成的冲击，直接导致了美国金融市场的动荡。得益于高效抗疫成果和不断提升的经济地位，2020 年疫情给中国金融市场造成的波动，在全球主要经济体中最为有限，后疫情时代国际资本流入中国市场的现象，将成国际金融领域的一大亮点。

目 录

一、疫情后国际金融环境的变化	3
1. FED “放水” 再创记录速度和规模新双高	3
2. 与 2008 年危机影响的不同	5
3. 美元这次是真泛滥了	6
二、美元的泛滥与美元的“伪紧张”	7
1. 美元泛滥吹大美股泡沫	7
2. 美元指数决定：经济霸权 VS 利率平价	7
3. 大宗商品价格演变决定国际货币走势	8
三、全球央行货币政策格局走向分化	10
1. 欧元区负利率状态进一步确认	10
2. FED 也有滑入负利率倾向	11
3. 中国等新兴市场维持货币政策正常化	12
4. 中外利差将长期存在	12
四、国际货币多元格局稳定中酝酿变化	14
1. 国际货币“双头”垄断格局不变	14
2. 中国对国际资金吸引力上升	15
3. 数字货币发展或成国际支付领域颠覆性创新	16

图

图 1 海外疫情仍未见拐点迹象	3
图 2 FED 的降息进程倾向下沉	4
图 3 FED 资产规模的台阶式跃升格局（百万美元）	4
图 4 全球主要央行货币乘数的变化	5
图 5 美国广义货币超常规增长	6
图 6 美国三大股指的变化(月).....	7
图 7 美元指数的变动（月）	8
图 8 国际原油价格的走势（美元/桶，天）	9
图 9 欧洲央行基准利率的变化	10
图 10 欧元区国家间利差拉开并趋稳定（长期国债收益率）	11
图 11 日本政策目标利率早已为负(无担保隔夜拆借利率).....	12
图 12 主要经济体货币扩张力度的差异化态势（M2 同比增长，%/月）	13
图 13 全球主要国际货币支付份额格局平稳（%）	14
图 14 全球主要国债收益率比较（YTM-10Y，%）	16

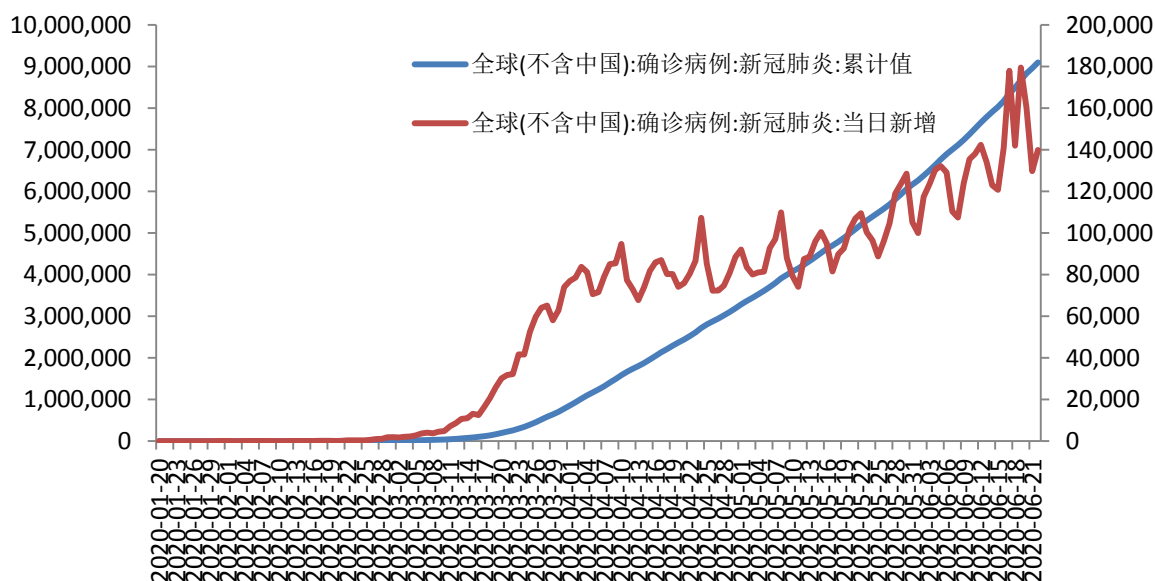
一、疫情后国际金融环境的变化

1. FED “放水” 再创记录速度和规模新双高

海外 Ncov-2019 “新冠” 疫情仍在肆虐中，处于疫情风暴眼的美国日新增病例仍无放缓迹象！6 月 21 日，全球（不含中国）感染新冠肺炎人数突破 900 万，当日新增 12.97 万；从当日新增趋势上看，感染人数仍未有下降趋势，后续随着检测能力上升反而有可能进一步增加，海外新冠肺炎感染人数突破千万已不日可达！疫情虽还未得到控制，封锁控制措施却在海外多地得到不同程度解除——鉴于经济和社会生活的影响，西方对完全医学上所需的切断传染的严格隔离措施，很难长时间施行，未来疫情反复甚至进一步恶化，不仅成了医学专家，也是社会各界有识之士的共同担忧！

此次疫情不仅对当前的经济和社会生活产生了影响，为应对疫情冲击而采取的非常规激励和救助手段，更是对后续经济运行产生了根本性改变，全球经济格局或许因此改变，国际经济和国际金融秩序将发生重大变动。

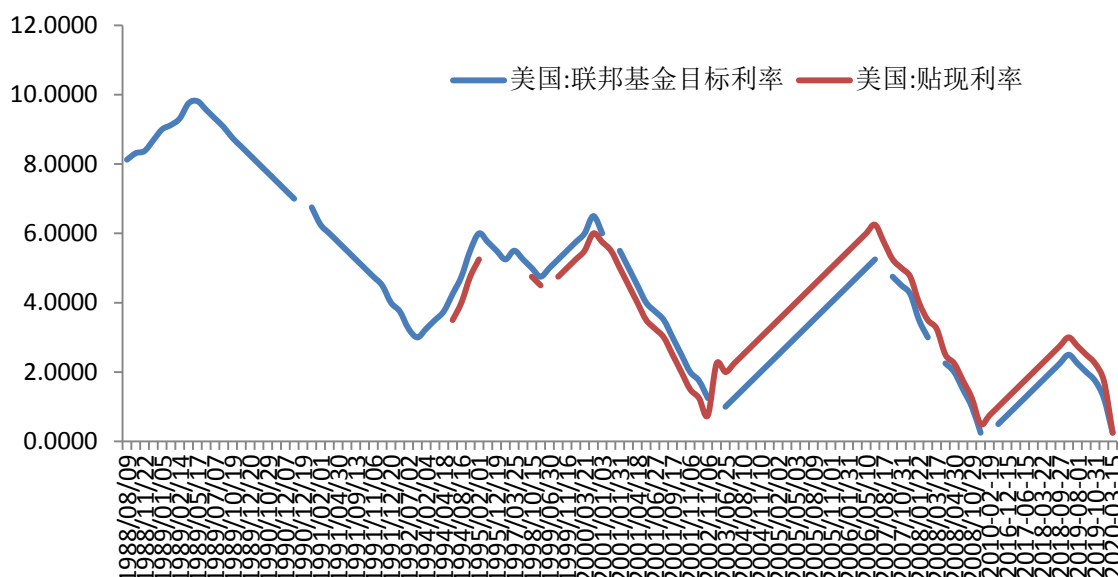
图 1 海外疫情仍未见拐点迹象



数据来源：Wind，上海证券研究所

从 FED 政策出台的节奏看，FED 对股市的关注要远超经济。早在疫情初期之时的 3 月，FED 就采取了超常规、大力度、高频次的降息行为，2 周内 2 次降息，于 3 月 3 日和 3 月 15 日先后降息 50bp 和 100bp，将联邦基金目标利率再次降到 2008 年危机后的记录低点 0.25；自 1982 年 FED 设立联邦基金目标利率以来，这波降息的力度和频度，不仅空前，预计也将绝后。

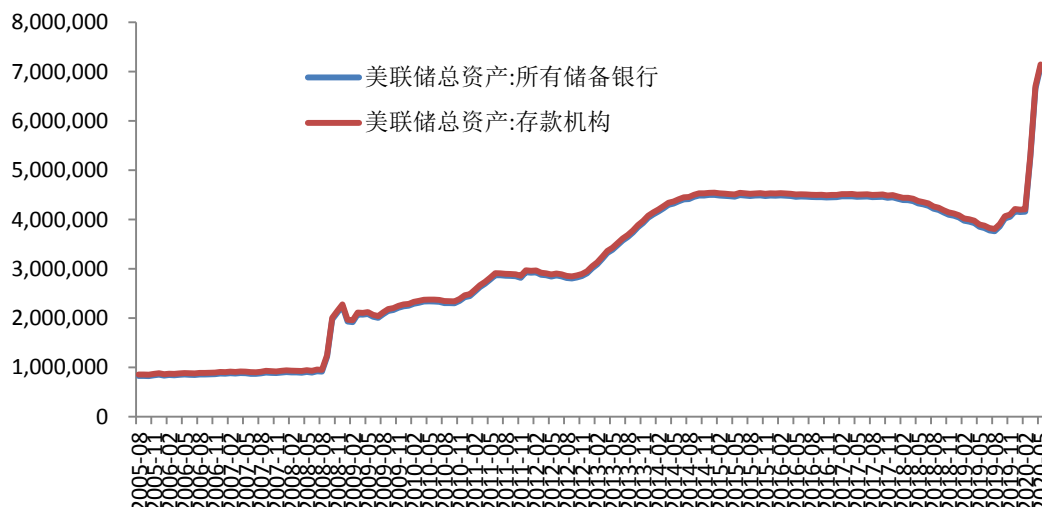
图 2 FED 的降息进程倾向下沉



数据来源: Wind, 上海证券研究所

随着疫情失控态势确认, 美国政府拼命甩锅推卸自身责任, FED 则再度祭出 QE 政策, 且力度大大超越 2008 年危机时期。2020 年 2 月, FED 总资产(所有储备银行)规模为 41586.4 亿美元, 5 月飞速上升到 70973.2 亿美元, 短短 3 个月内增加 29206.8 亿美元, 同比增长 70.66%, 报表扩张速度和力度远超 2008 年危机时期。2008 年危机爆发后 FED 实施 QE1 时期是报表规模上升最快和最猛烈时期, 2008 年 8 月, FED 总资产(所有储备银行)规模为 9114.8 亿美元, 12 月上升到 22409.5 亿美元, 4 个月内增加 13294.7 亿美元, 同比增加 145.86%。

图 3 FED 资产规模的台阶式跃升格局 (百万美元)

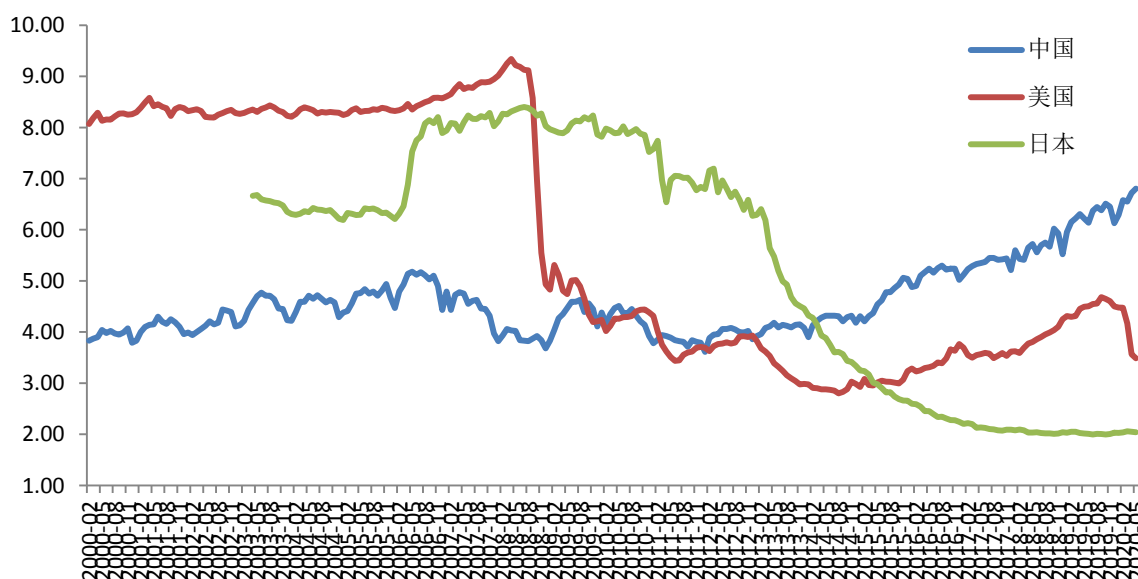


数据来源: Wind, 上海证券研究所

2. 与 2008 年危机影响的不同

但 2020 疫情冲击和 2008 危机影响不同的是，2008 年危机期间，美国金融体系机能受到了很大伤害，信用扩张能力直线下降。我们知道，FED 作为中央银行，其资产负债表规模扩张意味着基础货币投放的增加，报表规模翻倍就意味着基础货币投放翻倍。2008 年，衡量美国金融体系机能的货币乘数——代表信用扩张能力，由危机前的 9.2（2008 年 6 月）断崖式下降到 4.8（2008 年 12 月），之后继续下降，直到 2014 年 8 月的最低点 2.8。从时间对比上看，每次美国货币乘数下降的时期都对应着 FED 报表规模的扩张时期，可见 FED 通过量化政策精确调控着美国流动体系，维护货币平稳；从实际效果看，FED 在 2008 危机期间的 3 轮 QE，并没有带来美国广义货币增长的剧烈变动，而是维持平稳。因此，笔者一直认为美国 QE 是救金融，中国在金融体系扩张一直很强烈（即货币乘数没有变化）情况下，跟随扩张货币势必带推升资产泡沫，损害制造业长期发展基础的投资增长！

图 4 全球主要央行货币乘数的变化



数据来源：Wind，上海证券研究所

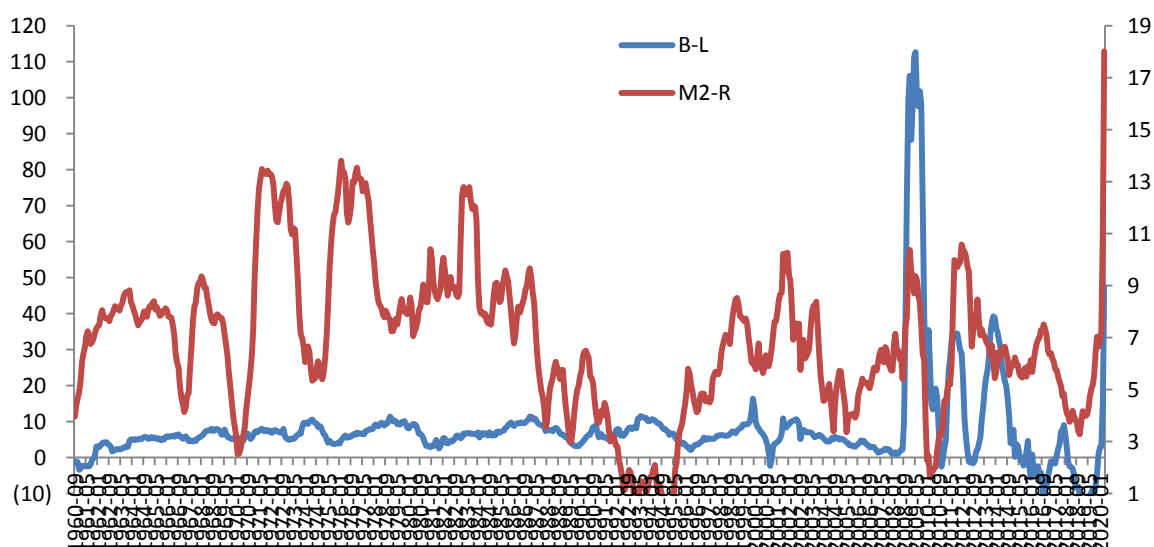
2020 年疫情对美国金融体系影响甚小。从金融体系机能的角度，决定金融信用扩张能力的主要是存款类金融机构，即商业银行。而商业银行的经营性资产主要是信贷资产和债券等固定收益类资产，这也是 2008 年危机时货币乘数快速下降的原因，次贷和基于次贷的各类衍生证券（主要是 ABS）价格大跌，银行的资产负债表严重恶化，导致放贷能力下降。2007 年美国金融市场崩溃主要是债权资产

下跌，即次级按揭贷款风险暴露导致银行信贷资产风险暴露，及建立在其上的证券化资产（各类 ABS\MBS 等衍生产品）信用风险暴露，而存款类金融机构大量持有这类资产。

3. 美元这次是真泛滥了

一般而言，银行等存款类金融机构由监管限制和传统经营习惯，很少持有甚至几乎不持权益类资产，尤其是股票，即使在上世纪 90 年代全球自由化风潮后。即具有创造信用功能的银行资产大部分是自己熟悉的信贷资产和高等级的债权资产，而当时由“两房”担保的各类次级按揭的 ABS 被认为是高安全性的。信用风险暴露后，银行资产质量急剧下降，信用创造能力急剧收缩，美国金融体系的货币乘数由危机前的 9.0 在不到 2 年时间内速降到 3.0 下方——对此局面，除了 QE，别无它法。存款类金融机构是主要的信用创造者，基本不持有交易性股权资产，主持为债券，而债券受 FED 降息影响在此轮波动中直接受益。因此，美国金融体系在当前疫情冲击下技能基本正常，货币乘数仅略有下降，由 2019 年 12 月的 4.5，下降到了 2020 年 4 月 3.6，属于金融机构经营趋向谨慎后主动调节的结果。在金融体系信用扩张能力正常的情况下，FED 规模空前的报表扩张，必然带来流动性的泛滥。相对于 2008 年 QE 时期，广义货币 M2 增速平稳不同，2020 年 M2 出现了暴涨局面，相对于 2019 年平均 5.0%、2019 年末 7.0% 的增速，2020 年 4 月美国 M2 飙升到了 18%，远超上世纪 70 年代、本世纪“911”时期。

图 5 美国广义货币超常规增长



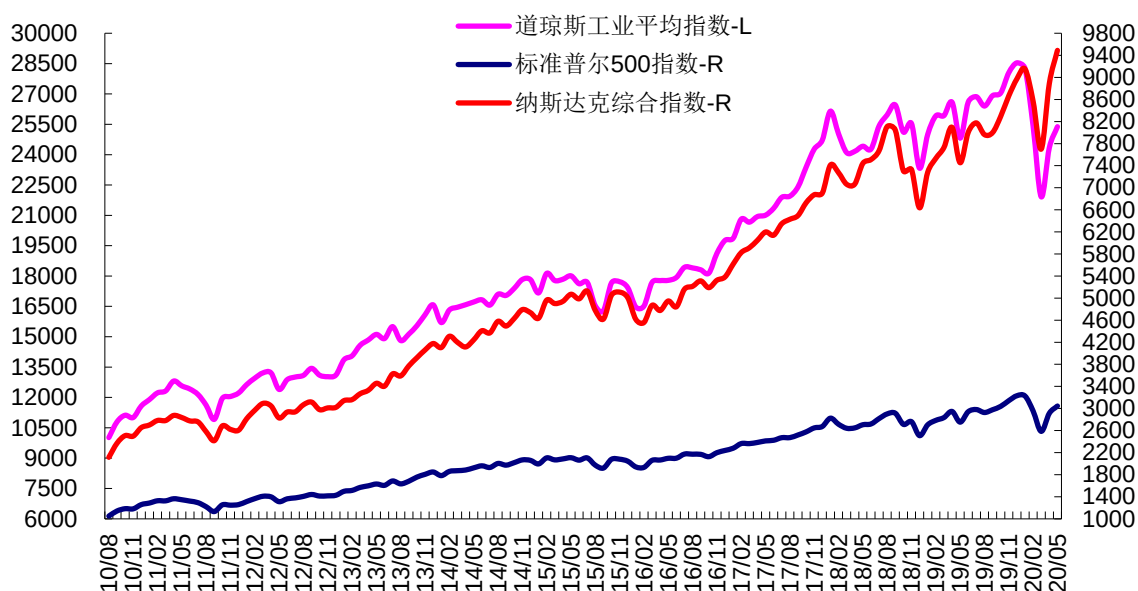
数据来源：Wind，上海证券研究所

二、美元的泛滥与美元的“伪紧张”

1. 美元泛滥吹大美股泡沫

国际金融市场上美元扩张与否，不是看 FED 报表扩张，而是要看最终金融体系创造的美元信用扩张，即广义流动性的增长。由于 2020 年美国金融体系和 2008 年时有着不同境遇，此次 FED 扩张是真给市场“吹泡泡”了。美元流动性的扩张，直接扭转了美国股市的颓势，使得美股在长期牛市终结态势相当明了的形势下，在美国国内疫情不知几时得控、经济冲击不明了的情况下，在快速下跌后还能快速反弹，并几乎收复失地！

图 6 美国三大股指的变化(月)



数据来源：Wind，上海证券研究所

美股持续 10 余年长期牛市的基础有二：始于 2003 年的“去股权化”

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_4249

