

美元国际地位难以撼动，但疫情后或 迎来弱美元与信用风险

宏观经济深度报告

2020 年 05 月 25 日

摘要

- 美国对资本市场、债券和支付体系的控制奠定了美元广泛而持久的融资能力，以及美联储行动对其他国家的影响力。尽管美元的国际地位自全球金融危机以来有所下降，但总体上仍占主导地位。
- 美元的近期走势会和疫情的发展挂钩。短期内，在疫情没有全面缓解之前，美元指数仍将保持相对强势。考虑到此次刺激计划导致的本国政府的借贷规模和随后要偿还的债务，疫情后，美国当局并不会很快升息，且极有可能寻求美元大幅贬值以激励美国出口，并鼓励消费者用美国制造的产品代替进口产品以有效地促进最大就业和稳定价格。
- 受制于需求端的萎缩，央行资产负债表规模的增加预计在短期内不会造成严重的通货膨胀。但如果中长期内，美国经济产出增长持续疲弱，而美联储超常规宽松的货币政策不能有效退出，依然需要警惕经济体滞胀的风险。
- 同时，为了应对危机，当前联邦储备系统的资产负债表开始充斥商业票据、ABS、企业债券、ETF 等高风险低质量、高波动低流动性的资产，而联储资产质量的下降在令市场对美元信心下降的同时，也会导致华盛顿政府更倾向于追求美元的疲软来解决本国的经济问题。这一全球最稳定货币当前自身风险敞口开始加大，为未来可能出现的危机埋下伏笔。而质量不断下降的大量公司债务的积累会加剧下一次的衰退。

股市有风险入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中
航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

目录

一、美元的世界地位.....	3
1.1 美元：影响力持续扩张的途径	3
1.1.1 以美元为基础的债权制度.....	3
1.1.2 强大的资本市场.....	4
1.1.3 控制商品贸易与国际支付体系	5
1.2 新兴市场和欧元不足以撼动美元的地位	5
二、疫情及美联储的大幅宽松，对美元会有哪些影响？	6
2.1 疫情期间避险情绪主导美元走势	6
2.2 疫情后回归基本面	7
2.3 政府的态度将决定美元的走势	7
三、高昂债务或引发下一次全球危机.....	8
3.1 通货膨胀的危险	8
3.2 高昂私营部门债务或诱发全球经济危机	9
3.3 美国或面临信用降级风险	12
3.4 美国和全球商业周期的同步将使美国信用危机蔓延全球.....	12

一、美元的世界地位

自 1944 年布雷顿森林体系确立以来，美元取代英镑，世界货币体系步入了美元时代。该体系主要内容除货币储备机制、汇率安排机制和国际收支调节机制外，最重要的是“双挂钩”机制：即美元与黄金挂钩、各国货币与美元挂钩。

虽然布雷顿森林体系在 1971 年宣告结束，但美国凭借随后建立的石油美元体系，令美元国际货币的地位得以继续保留并进一步稳固。如今，美元作为世界第一大货币，不仅仅和石油、大宗商品、贵金属的走势密切相关，而且还深刻地影响全球范围内的通胀形势、新兴市场的热钱流动以及众多国家外汇储备的组合策略。

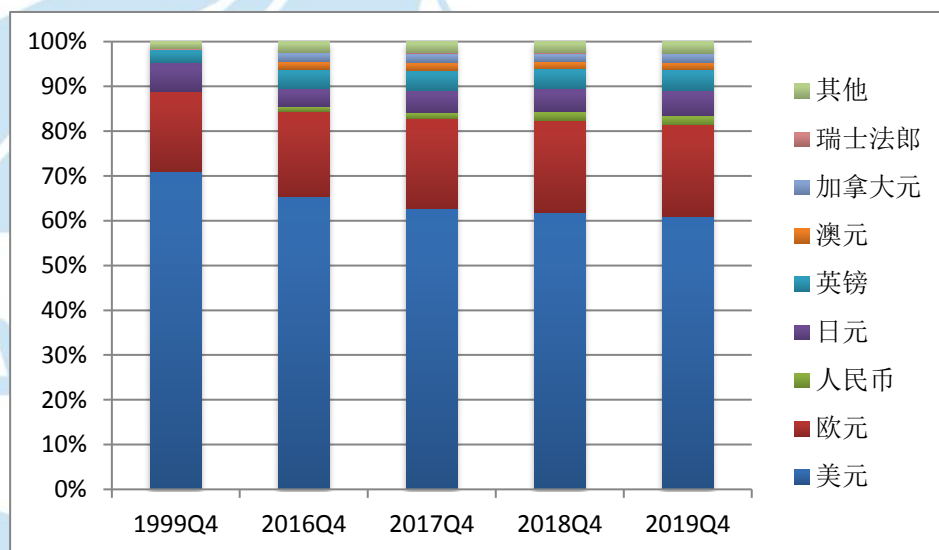
美国对资本市场和支付体系的控制奠定了美元广泛而持久的影响力，而目前的 COVID19 并没有从根本上改变以美元为核心的金融贸易体系，因此无法撼动美元的国际地位。

1.1 美元：影响力持续扩张的途径

1.1.1 以美元为基础的债权制度

外国中央银行和货币当局持有的全球外汇储备中，超过 60% 仍为美元。约 90% 的全球外汇交易涉及美元交易，在美国以外的全球贸易中约 40% 以美元计价和结算，将近 60% 的美元纸币作为全球性的价值存储和交换媒介在国际上流通。近年来，这些数据并未发生重大变化，并且在某些情况下有所增加。

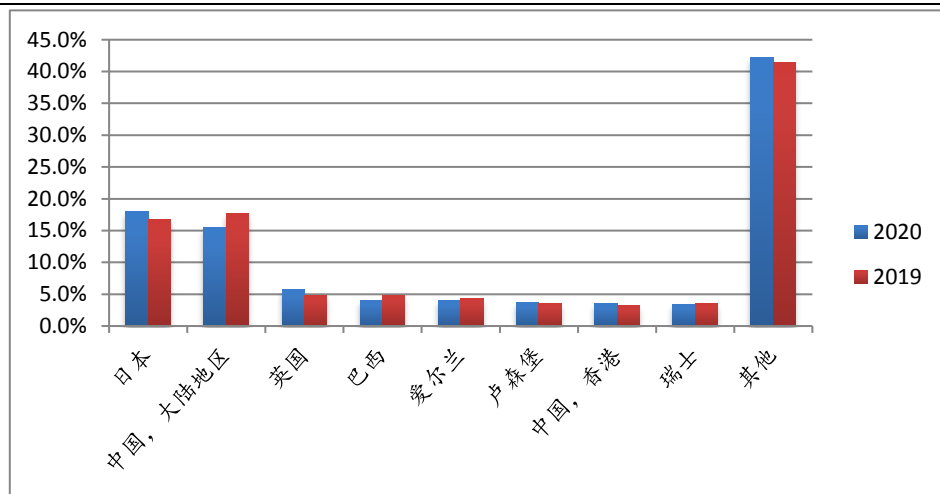
图 1：外国各中央银行和货币占全球外汇储备比例



资料来源：官方外汇储备的货币构成（COFER），国际金融统计（IFS），中航证券金融研究所

自全球金融危机以来，各国中央银行已更广泛地积累了官方储备，有助于美元资金市场免受干扰。实际上，许多外国投资者和中央银行都是美国国债的主要持有人。

图 2： 主要国家持有美国国债的情况



资料来源：美国财政部数据，中航证券金融研究所

1.1.2 强大的资本市场

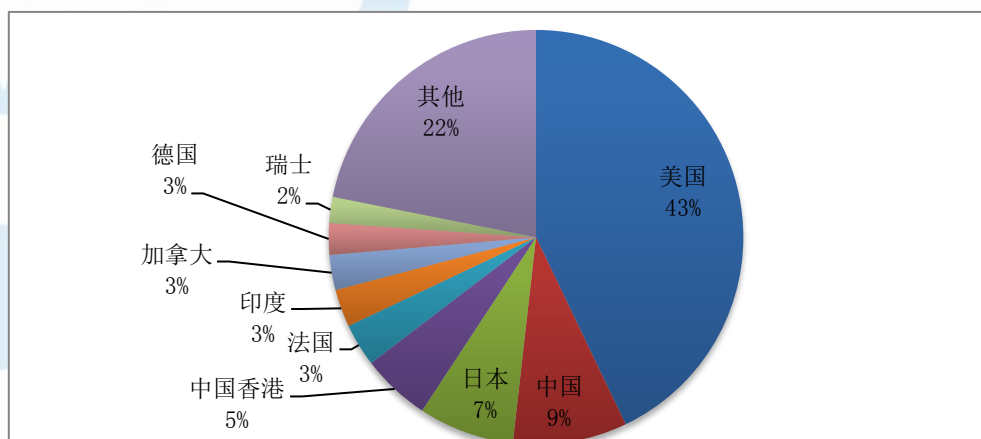
如图 3 中可见：

- 1) 美国股市的体量是它最接近竞争对手的 5 倍，约占世界股市的 43%；
- 2) 中国以 6.32 万亿美元成为最大的新兴股票市场。

美国资本市场已成为全球大部分储蓄提供了投资场所。以美元计价的债券发行使国内外公司都可以利用美国深厚且流动性强的资本市场。根据 2018 年初欧洲央行的数据，国际债务证券发行量的 62%、所有债务证券发行量的 49% 和所有跨境银行债权的 48% 都是基于美元的。根据 2019 年统计，美元占全球未偿还证券债务的 63%。

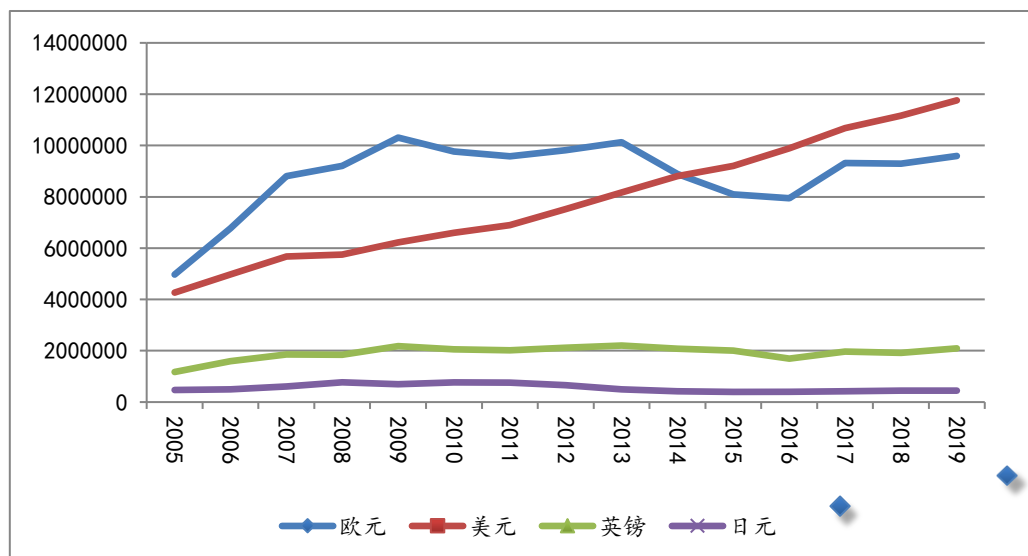
与以其他货币筹集资金相比，借助强大的资本市场，美元筹资更受市场青睐。

图 3： 世界各国股市规模占比（2018 年）



资料来源：世界银行，中航证券金融研究所

图 4：全球各类货币的未偿债务规模（百万美元）



资料来源：国际结算银行数据库，中航证券金融研究所

1.1.3 控制商品贸易与国际支付体系

商品和服务的国际贸易主要以美元计价，截止 2019 年，美元在至少 40% 的美国以外国家/地区的进口交易中被广泛使用。根据 SWIFT 的统计，2019 年美元占外汇市场交易量的 88%，占所有外汇结算的 91%。

国际美元金融交易最终会在美国由美国金融机构进行清算，或者在符合美国法律的美元清算中心进行离岸清算。世界各地的金融机构都需要依靠美国的美元支付清算系统，从而使美国政府和监管机构可以有效地控制大部分国际支付体系。

1.2 新兴市场 and 欧元不足以撼动美元的地位

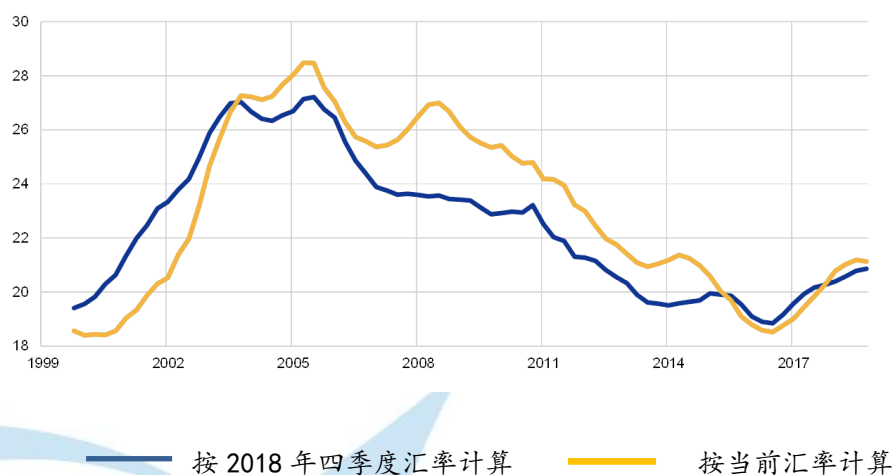
随着新兴经济体的加入和欧盟的成立，美元的国际地位发生了一些变化。

- 1) 美元在全球官方储备中的份额逐渐下降，从 1999 年的 71% 下降至 2019 年底的约 61.8%。(图 1)
- 2) 近年来，随着各国寻求在低利率环境下提高投资组合收益，投资组合中出现了其他货币的身影。
- 3) 人民币作为储备货币的地位有所提高，在 2015 年成为第二大贸易融资货币和第五大世界最受欢迎的支付货币（仅次于美元，欧元，英镑和日元）。

单一欧元货币在 1999 年出现，市场期待欧元能在“储备”货币地位和国际贸易中与美元媲美。然而统一货币并没有成为欧洲经济实力的来源，许多成员国家的经济反而受到负面影响。单一货币限制了各国利用货币政策消化宏观市场冲击的能力，同时，欧元区各国在财政方面依然各自为政。由于政府应对能力的减弱，2008 年金融危机后，欧洲主权债务市场陷入了欧债危机的巨大冲击，导致以欧元为计价的

资产并不被视为避险资产。根据 SWIFT 数据，2012 年至 2019 年期间，欧元在全球支付中所占的份额从 44% 下降至 34%，下降了 10 个百分点。欧洲央行关于欧元国际角色的综合指数用于反映欧元在国际货币体系中所占的份额，该指数在 2006 年之后出现明显下降（图 5）。

图 5：欧元在国际上地位的综合指数(百分比，过去四个季度移动平均值)



资料来源：国际清算银行，国际货币基金组织，CLS 国际银行和欧洲央行的计算，摘自 2019 年欧洲央行报告，中航证券金融研究所

IMF 的报告显示，截止到 2019 年底，全球各国或地区的外汇储备以美元或美元资产规模已经达到 6.75 万亿美元，约为全球已分配外汇储备总量的 61.78%。而排名第二的欧元仅占 20.07%。这虽然与历史上超过 70% 的高峰期不能相提并论，但美元依然是全球最大的外储币种。各国央行的多元化的发展进程导致了美元储备的下降，但由于美元在国际贸易和结算中的地位，它将继续代表大部分的外汇储备。

二、 疫情及美联储的大幅宽松，对美元会有哪些影响？

2.1 疫情期间避险情绪主导美元走势

经验法则告诉我们量化宽松增加了货币的供应量，通常会降低货币价值。所以 08 年金融危机后，每一次 QE 都阶段性削弱了美元（图 6）。

图 6：美元指数随 QE 的变化



资料来源: Bloomberg, 中航证券金融研究所

最近,美联储宣布开始实施无上限的量化宽松政策。但是,疫情期间,美元走势的主导逻辑是避险,出于对避险货币的需求,美元总体上走强。因此,我们判断,尽管各国采取的应对危机政策和08年类似,但美元在这次COVID19危机中的走势会和08年略有不同。这次美元的发展,很大程度上取决于疫情是否得到控制,这在我们看到的美元近期走势中得到了印证。

由此推断,如果COVID19危机恶化,我们或将看到美元被大量买入,汇率升高。如果情况好转,那么随着量化宽松的影响逐渐浮现,美元汇率或将出现下降。

2.2 疫情后回归基本面

除避险情绪外,美元汇率还主要受利率、资本流动等因素的驱动。疫情发生后资本市场、大宗商品价格下跌以及由于COVID19而造成的全球贸易减少,导致了美元流动性的快速下降,这也是各国需要美联储提供流动性便利的主要原因。为了解决美元的流动性问题,美联储将基准利率下调至零并建立了与其他主要央行的货币互换,但这一切也为美元的下跌埋下伏笔。通常中央银行降息或量化宽松对应其货币汇率会走弱。但双边汇率也取决于两国之间的对比,在疫情结束后,全球经济逐步恢复,则美国经济和货币宽松在全球的相对表现将决定美元汇率的走势,如果美国经济衰退程度较重,且美联储目前大幅放出的流动性不能实现有效回收,则美元可能面临较大的贬值压力。

2.3 政府的态度将决定美元的走势

美元未来走势另一重要的决定因素是美国政府对自身货币贬值的态度。美元的走强意味着美国制造业更加艰难和贸易逆差进一步加大。即使在正常的经济环境下,美国总统特朗普也屡次抱怨美元的走强。

考虑到此次刺激计划导致的政府借贷规模，以及随后必须偿还的债务。在疫情过后，美国当局并不会很快升息，且极有可能寻求美元大幅贬值以激励美国出口，并鼓励消费者用美国制造的产品代替进口产品以有效的促进最大就业和稳定价格。在近期油价暴跌的帮助下，长期宽松而导致的通货膨胀压力得到一定程度的缓解，美联储可能更希望制造出疲软的美元来帮助美国经济复苏。基于历史上美国政府无视他人异议的态度（如 1972 年美元和黄金脱钩），且目前特朗普政府又奉行美国优先的原则，如果疫情后美国政府想让美元走弱，那么市场将会更大概率迎来一个走弱的美元。

三、高昂债务或引发下一次全球危机

3.1 通货膨胀的危险

美联储的数万亿美元宽松让很多人质疑最终会不会导致通货膨胀上升。影响通货膨胀的一个核心因素是货币供应量的变动，但还有一些其他重要的影响因素，包括货币的流通速度、股票市场的涨跌以及企业总体经营状况等。

08-09 年次贷危机时，美国股票损失超过了 50% 的价值，人们的退休计划价值蒸发，失业率飙升，由于担心失去工作或者房产，民众不再花钱购买非必需品。由需求急速下降引起的瀑布效应使更多企业被迫关闭、裁员，失业率又进一步恶化，支出减少，货币流通速度急剧下降。同时，市场崩盘本身具有通货紧缩效应。除了普通的退休账户外，中产阶级以上人群的很大一部分财富来自股票市场。股票价格的下跌即代表着“财富”的摧毁。

因此，在多因素的共同作用下，08 年的量化宽松并没有给美国带来恶性通货膨胀。

回到目前的美国：

股票市场方面，根据 Gallup 统计报告，2019 年底，约 55% 的美国人持有股票，美国人的家庭金融资产平均高达 26 万（图 7），而美国股票市场的总市值超过 36 万亿美元。疫情爆发后美股一度下跌超过 30%，巨大的财富损失可能将带来通缩效应。

GDP：2019 年美国的 GDP 为 21.4 万亿美元。而目前大多数经济学家预测美国关闭经济后，每停一个月会导致全年 GDP 下降 5%（Makridis and Hartley, 2020）。如果按照 2019 年的 GDP 来计算，那么用于抗击大流行的前两个月的经济损失将达到 4.28 万亿美元（占 2019 年 GDP 的 10%）。即便美国近期开始全面复工复产，经济衰退仍难以避免，注入的数万亿美元可能仍不足以让通货膨胀率保持在合理水平。

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_4930

