

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

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

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奔溃的根源。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，金融领域序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，但经济复苏的这一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。眼下欧洲疫情二次疫情爆发，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。

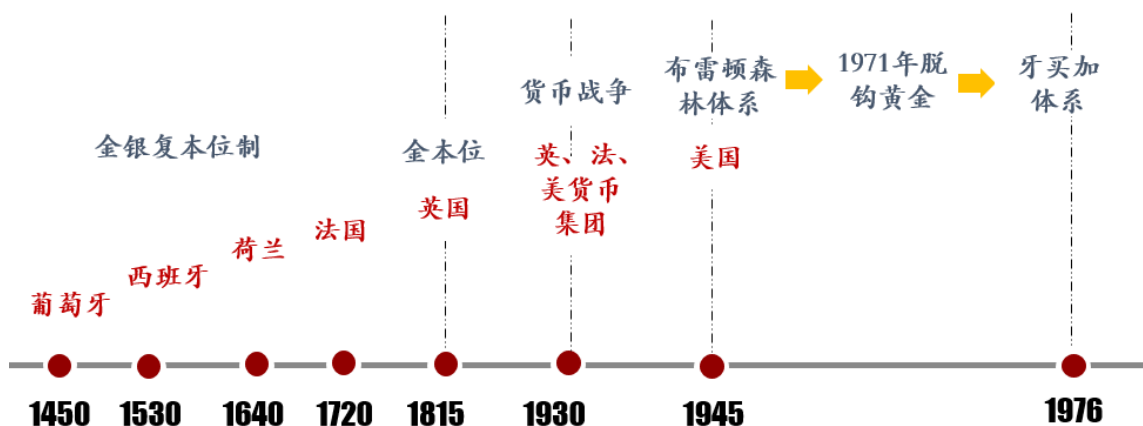
一、美元占据国际金融体系的核心地位

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



- ◆ **“金银天然是货币”** 正如马克思在《资本论》中所阐述的“货币天然不是金银，但金银天然是货币”，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，可谓是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、瑙鲁、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			
传统钉住 (42)	巴哈马、伊拉克、约旦、阿曼、卡塔尔、沙特阿拉伯、阿联酋等	丹麦、摩洛哥与非经济货币联盟、几内亚比绍、喀麦隆、中非、乍得共和国、刚果共和国、加蓬等	斐济、科威特、利比亚	不丹、纳米比亚、尼泊尔等	萨摩亚		所罗门群岛
稳定化安排 (25)	圭亚那、伊朗、黎巴嫩、马尔代夫等	克罗地亚、北马其顿共和国	摩洛哥、越南		玻利维亚、刚果民主共和国、几内亚、也门等	亚美尼亚、危地马拉、罗马尼亚、塞尔维亚、	阿塞拜疆、埃及、苏丹、塔吉克斯坦等
爬行钉住 (3)	洪都拉斯、尼加拉瓜		博茨瓦纳				
准爬行 (18)	利比里亚		新加坡		阿尔及利亚、孟加拉国、埃塞俄比亚、卢旺达、坦桑尼亚等	多米尼加共和国巴拉圭	海地、老挝、斯里兰卡、南苏丹、突尼斯、乌兹别克斯坦等
水平区间钉住 (1)							汤加

其他有管理 汇率 (13)	柬埔寨	叙利亚	阿富汗、安哥 拉、中国、緬 甸、冈比亚等	肯尼亚、蒙古国、巴 基斯坦、委内瑞拉等
浮动 (35)		阿根廷、白罗 斯、马达加斯加 岛、塞舌尔、津 巴布韦	巴西、哥伦比亚、捷克 共和国、匈牙利、冰 岛、印度、印度尼西 亚、以色列、牙买加、 哈萨克斯坦、韩国、摩 尔多瓦、新西兰、秘 鲁、菲律宾、南非、泰 国、土耳其、乌干达、 乌克兰、乌拉圭等	马来西亚、毛里求 斯、莫桑比克、瑞 士、赞比亚
自由浮动 (31)			澳大利亚、加拿大、智 利、日本、墨西哥、挪 威、波兰、俄罗斯、瑞 典、英国	索马里、美国、欧洲 经济与货币联盟

资料来源：IMF、万和证券研究所

（三）美元是最主要的国际货币

国际货币是作为在一国之外乃至世界市场范围被私人部门或官方机构普遍接受并使用的货币，承担了国际交易媒介、计价尺度和储藏手段等货币职能，在外汇储备、贸易结算和国际金融市场中的被广泛使用。

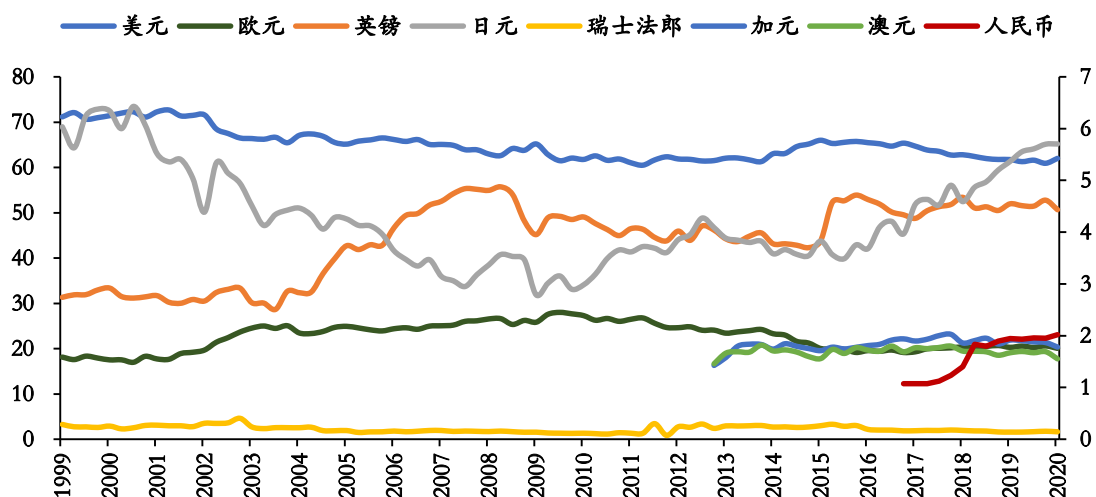
美元在国际储备中占有最大比重。进入信用本位以来，国际储备资产主要是各国货币当局发行的法币、黄金、各国在 IMF 头寸和 SDR，其中，外汇储备的占储备资产的比重超过 80%，大大超过黄金和 SDR 的占比。2020 年一季度全球外汇储备中美元的占比约 60%，较本世纪初下降约 10 个百分点，其次是欧元，约占 20% 左右，2009 年后呈现下降趋势。人民币在外汇储备中的占比创出了 2016 年四季度 IMF 报告该数据以来的新高，达到 2.02%，高于澳元的 1.55% 和加元的 1.78%，表明人民币吸引力不断提高，但绝对水平跟美元、欧元仍有显著差距。

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、%)

官方外汇储备中的主要储备货币	金额	所占比重
世界官方外汇储备总计	11.73	
美元	6.79	61.99
欧元	2.20	20.05
日元	0.62	5.7
英镑	0.49	4.43
人民币	0.22	2.02
加元	0.20	1.78
澳元	0.17	1.55
瑞士法郎	0.02	0.15
其他货币	0.26	2.33
未分配的外汇储备	0.77	6.57

资料来源：IMF COFER 数据库、万和证券研究所

图表 4 外汇储备结构变化 (%)



资料来源：WIND,万和证券研究所

接近一半的外汇交易额与美元有关。据国际清算银行的报告显示，2019 年 4 月全球外汇日交易量额 6.6 万亿美元，其中美元交易额占比高达 88.3%，欧元交易量占比为 32.3%，欧元在 2001-2010 年占比曾高达 38%，随着欧债危机的发酵，占比逐渐回落。日元的占比，则从 1999 年的 28% 降至 2019 年的 16.8%，日元在外汇市场的国际影响几乎腰斩。人民币的占比则从 2007 年的 0% 攀升到 2019 年的 4.3%。

此外，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。

图表 5 主要国际货币在国际金融领域的地位比较 (%)

	美元	欧元	日元
外汇交易	88.3	32.3	16.8
贷款 (2013 年)	59	18	4
有价证券发行未清偿额 (2013 年)	39.1	41.8	21.2

资料来源：BIS、万和证券研究所

(四) 美国拥有国际货币基金组织最大投票权

在现行多元化的全球金融治理体制中，国际货币基金组织(IMF)作为少数正式的全球性政府间国际组织，其地位和作用不可小觑。基金组织作为“全球最后贷款人”，其职能是对成员国的经济与金融政策进行监督、实施危机预防和救助，以达到避免收支危机、维持国际金融稳定的目的。基金规模是决

定贷款能力的重要因素，其主要资金来源是成员国的认缴份额，份额也决定了一国在全球金融规则制定中投票权。

2008 年国际金融危机以来，以中国为代表的新兴经济体通过 G20 峰会等多边平台，要求对现有的国际金融治理结构进行重新评估，重点评估包括中国在内的发展中国家和新兴经济体在基金组织份额中的普遍低估问题。但经过 2008 年和 2010 年两次改革后，IMF 主导权仍掌握在少数国家手中，其决策结构仍未发生根本性变化，美国仍享有超过 15% 投票权，对 IMF 重大事项拥有一票否决权，给包括中国在内的新兴市场国家带来的实质利益也十分有限。

图表 6 国际货币基金组织主要国家投票权排名比较

排名	国家名称	投票权 (%)
1	美国	16.51
2	日本	6.15
3	中国	6.08
4	德国	5.32
5	法国	4.03
6	英国	4.03
7	意大利	3.02
8	印度	2.63
9	俄罗斯	2.59
10	巴西	2.22

资料来源：IMF、万和证券研究所

二、当前国际货币体系存在的突出问题

（一）特里芬难题

“为全世界提供储备资产和流动性超出了一个国家的能力范围。”

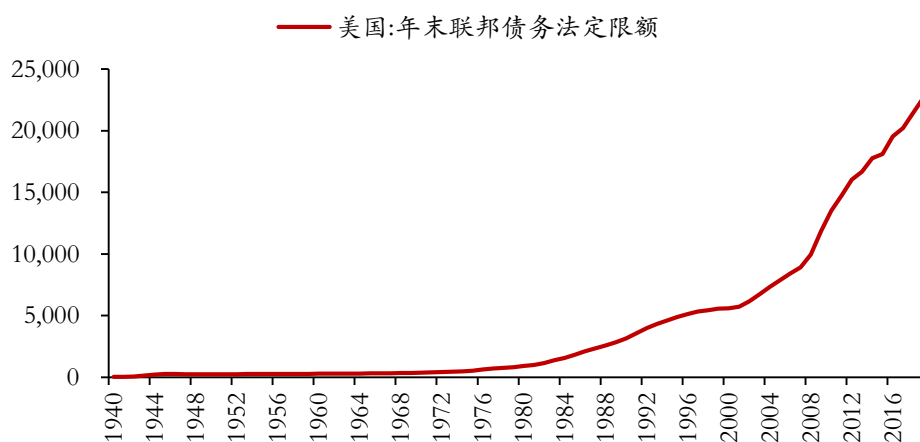
——美国前财政部长 Henry H Fowler

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。在布雷顿森林体系时期，因为资本账户没有完全开放，金融市场也不够发达，国际货币的主要职能是作为国际贸易的支付手段和价值尺度。世界各国获得美元的途径除了通过“马歇尔计划”中美国向欧洲援助的美元以外，主要是通过美国经常项目顺差，随着德国和日本等国积累了大量的经常项目盈余，表现为美元外汇储备的形式，使得美国不得不增加其对外负债。由于美国自身黄

金储备有限，适应由全球经济增长带来的外债增加和维持美元与黄金固定比例兑换的承诺难以长期相容，从而为布雷顿森林体系的奔溃埋下了根源。1960年，美国的国外负债首次超过其黄金储备，此后美元负债与黄金储备比率不断上升，美国政府被迫在1971年关闭了黄金兑换窗口。

进入信用货币时代后，特里芬难题演变为了新的形式，即国际货币的发行国始终面临货币超发。国际货币发行国有动机以牺牲全球利益来实现国内目标，以美国为例，美联储实施的货币政策具有多重目标，包括就业率、物价、利率水平等等，在其国内目标尚且难以实现的情况下，保持美元币值稳定、保护美元使用者的利益更是无从谈起。布雷顿森林体系时期由于美国承诺维护固定平价，所以在黄金供给有限的情况下，美国不能通过无限制印钞或者无节制发债来满足各国美元储备需求。从1941年至1962年，美国联邦债务法定限额基本维持在年均3000亿美元以下，可见这一财金纪律在布雷顿森林体系下是相当有效的。在浮动汇率下，法币充当的储备货币主要是以政府债券形式提供，政府发债变得相对容易，所谓的预算约束在特殊时期并不具备约束力。自20世纪70年代中期以来，美国联邦债务法定限额不断上调，特别是从2008年金融危机开始，这一限额上调速度加快。这就形成一个矛盾问题，发展中国家和新兴经济体的快速崛起以及这些国家的出口导向政策，造成外汇储备大幅度积累，伴随美元逆差的积累，美元币值是受到损害的，并且债券发的越多，债券清偿能力受的影响越大。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。

图表 7 美国联邦债务法定限额（十亿美元）

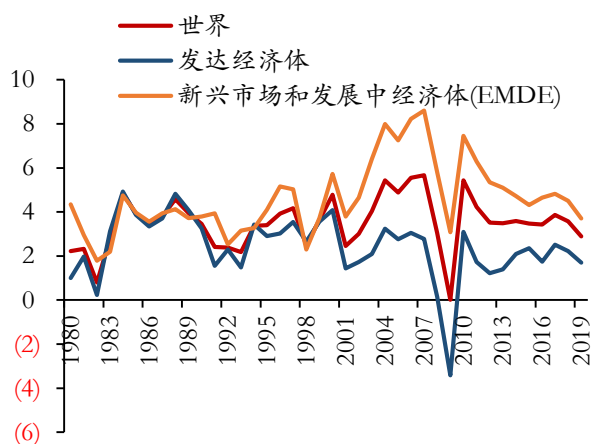


资料来源：Wind，万和证券研究所

(二) 经济格局和金融权力错配

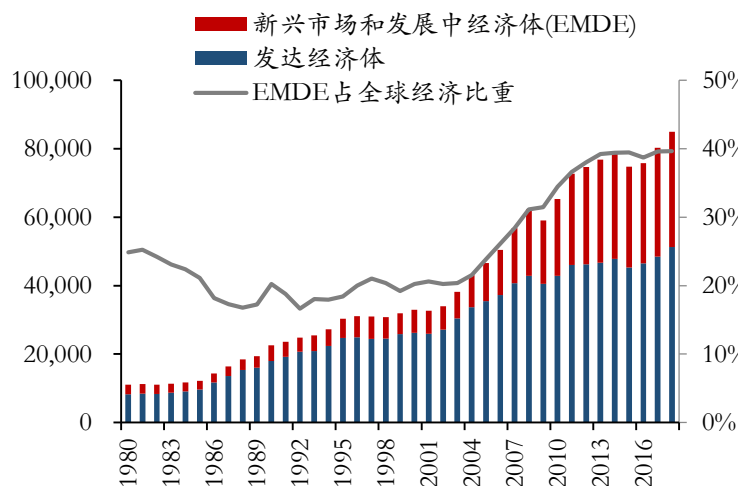
新兴经济体的快速崛起改变了世界经济格局。世界经济结构在长期发展中日趋多元化,随着新兴市场经济体的壮大,其与发达经济体之间的差距也越来越小。根据IMF的数据,从90年代至今,发展中国家和新兴经济体(EMDE)的经济增速高于全球平均水平,2000年来,EMDE的经济增速已大幅超越发达经济体,且在2007年世界金融危机之前呈现不断加快的趋势,而发达经济体增速则始终较为缓慢。从占世界GDP的比重来看,发展中国家和新兴经济体的经济比重经历了“U”字型的变化,90年代以来呈上升趋势,目前占全球GDP的份额已经达到40%,发达国家在经济领域的绝对统治地位日趋下降。从贸易地位来看,随着经济全球化不断深入,新兴市场占全球贸易的份额不断增长,特别是贸易流向方面,新兴市场成为重要的顺差国家,随着新兴市场外汇储备规模的扩大,抵御资本冲击的能力也明显提高。

图表 8 发达国家和新兴市场 GDP 增速走势 (%)



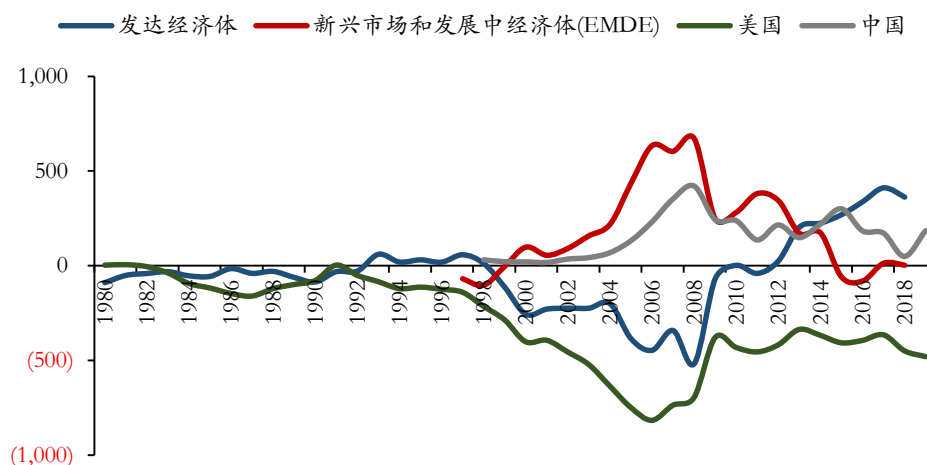
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 9 发达国家和新兴市场 GDP 规模 (十亿美元)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 10 顺差国与逆差国：经常项目差额（十亿美元）



资料来源：WIND, 万和证券研究所

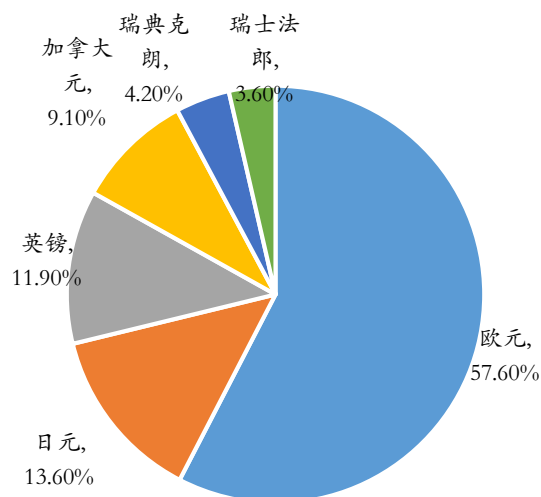
然而，经济格局与金融权力之间形成明显的错配。即便新兴经济体在世界经济格局中有了举足轻重的地位，金融领域序仍延续以美元为关键货币，以发达国家为中心、以发展中国家和新兴市场国家为外围的格局，国际金融机构治理仍然由发达国家来控制，经济格局与金融权力的分配持续失衡。

三、美元走势研判

（一）美元指数构成及历史回顾

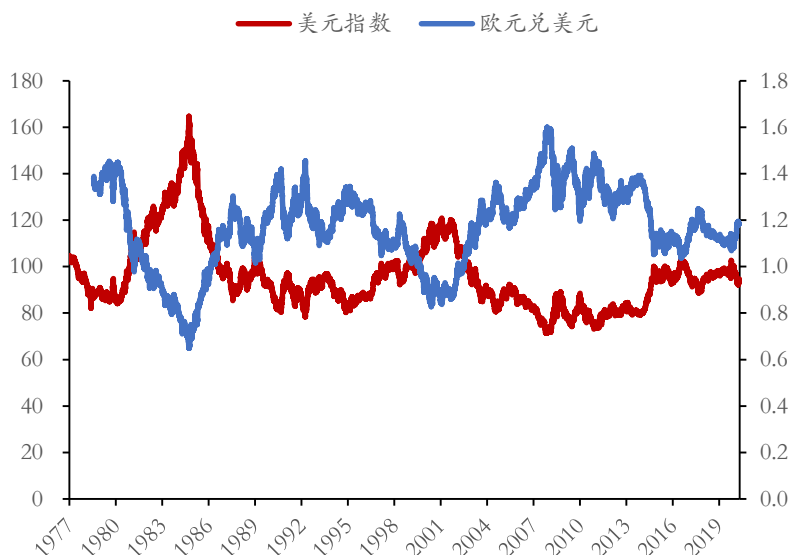
美元指数是综合反映美元在外汇市场上强弱程度的指标，由美元对六种主要国际货币的汇率经加权几何平均计算得到，其中，欧元、日元、英镑、加拿大元、瑞典克朗与瑞士法郎的权重分别为 57.6%、13.6%、11.9%、9.1%、4.2%与 3.6%。

图表 11 美元指数构成



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 12 美元指数走势



资料来源：Wind，万和证券研究所

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：

- ◆ 第一阶段是从 1971 年 1 月到 1978 年 10 月。以《史密森协定》为标志，美元开始对黄金贬值，同时美联储拒绝向国外中央银行出售黄金，1973 年因固定汇率制的取消，美元再度贬值，再次引发了欧洲抛售美元、抢购黄金的风潮。
- ◆ 第二阶段是从 1978 年 10 月至 1985 年 2 月。面对投资者狂抛美元，1978 年美国发起“拯救美元一揽子计划”，同时，由于第二次石油危机导致美国通胀率不断走高，联邦基金利率也不断攀升，美国经济在“里根经济学”的指导下保持快速增长，美元指数上涨至 164。
- ◆ 第三个阶段是从 1985 年至 1995 年 4 月。为了解决美国庞大的贸易赤字和财政赤字，美国和日本、德国签署“广场协议”，要求其他主要货币相对美元升值。美元指数快速下跌，但赤字问题仍未解决，且引起了他国不满。1987 年 G7 国家达成“卢浮宫协议”，同意在宏观和外汇市场加强合作，保持美元汇率基本稳定。此后，美元指数开启弱势震荡。

图表 13 广场协议和卢浮宫协议主要内容

名称	时间	主要内容
----	----	------

广场协议	1985	1.各国尽力实现无通货膨胀基础上的均衡增长 2.削减公共开支，将经济增长方式转化为以内需和民间投资为主，而非过分依赖外需 3.促进金融自由化和汇率弹性化，各国汇率应当充分反映各国经济基本面； 4、推动市场开放，贸易开放，遏制贸易保护主义 5、日本和德国应当密切关注本国货币政策，日本实现日元汇率自由化，使得日元汇率能够反映其强劲的经济增长基本面的力量，而美国则力争降低财政赤字。
卢浮宫协议	1987	一是日本、德国和美国加强实现外部平衡； 二是适时干预汇率，秘密保持美元兑日元和德国马克汇率在浮动区间，如果汇率波动超出预期目标 5%，则各国要联合干预。

资料来源：万和证券研究所

- ◆ 第四阶段是从 1995 年 4 月至 2001 年 6 月。克林顿政府期间，美国财政赤字出现好转甚至出现了盈余，与此同时，美国在高新技术产业的发展带动下，经济高速增长，吸引国际资本回流，导致 1997 年亚洲金融危机，美元的避险功能进一步推高美元指数。
- ◆ 第五阶段是从 2001 年 6 月至 2011 年 4 月。为了挽救科技股泡沫带来的经济低迷，联邦基金利率从 2000 年 12 月的 6.60% 下跌至 2004 年 5 月的 0.96%。同时，2002 年欧元强势崛起，美元的核心地位受到挑战。再加上 2008 年次贷危机全面爆发后，美联储接连推出量化宽松政策，在以上因素的作用下，美元指数不断下滑至 2011 年 4 月的 73.03 点。
- ◆ 第六阶段是从 2011 年 4 月至今。2011 年，受地震和核电事故影响，日元对美元比价暴涨。为帮助日本渡过难关，G7 宣布联手卖出日元、买进美元。自此，美元指数开启上升进程。此后，受美联储推出 QE3 与 QE4 的影响，美元指数经历震荡，但随着美国经济基本面的好转以及 QE 的逐步退出，2014 年年中美元指数再次强势上扬，2016 年底美联储开启加息周期，期间除了在 2017 年下半年出现回调外，美元汇率整体保持强势。

（二）美元指数的影响因素

什么原因驱动汇率波动？传统的国际收支理论认为，经常项目逆差使本币贬值，经常项目顺差使本币升值。但美国的贸易差额情况和美元汇率走势并不存在一一对应的情况，这与美元国际储备货币的地位有关，外汇储备大多以美国国债的形式存在，所以美元才能有贸易逆差和汇率强势并存的情况，其根本还是在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，相比于经常账户的顺差或逆差，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。

资本套利具有多层含义，首先是两国货币政策的差异导致的利差变化进而导致汇率变动。也就是说，如果欧美利差大于两国远期与即期的汇差，资金便会由利率较低的国家流向利率较高的国家进行套利，从而抬高利率较高国家的汇率，从这个角度讲，汇差和利差应该是同步变化的。

但是回顾 1997 年以来美德十年期国债利差和美元兑欧元走势，我们发现六个阶段汇率和利差走势出现了背离，其背后原因我们认为是金融市场的广泛套利导致的汇率变动。

图表 14 利差影响汇率



资料来源：万和证券研究所

第一段是 2000 年初到 2001 年年中，互联网泡沫破裂引发股市下跌，美元发挥避险功能，在金融市场动荡时期，“现金为王”的避险策略也可以算作一种套利；第二个阶段是 2002 年 9 月到 2004 年 12 月，全球经济逐渐恢复，美联储从降息周期步入加息周期，美德十年期利差扩大，然而美元指数却明显走低，表明美元资产在这一阶段的吸引力相对较弱，其背后原因一方面在于欧元的正式推出造成美元地位下降的预期，另一方面主要是欧洲股市的走势更强，对国际资本的吸引力更大。第三个阶段从 2009 年 3 月到 2009 年 12 月，以及第四个阶段 2012 年 7 月到 2014 年 5 月，背景跟第二个阶段有都类似之处，都是在经济复苏初期，利差走阔而美元指数走低，同样考虑是受到权益市场套利驱动。第五个阶段是 2017 年 11 月到 2018 年 2 月，当时美国经济表现强势，并且美联储处于加息周期，而美元对欧元却贬值，背后的原因可能仍然金融市场套利，因为当时包括桥水基金等在内的投资机构普遍

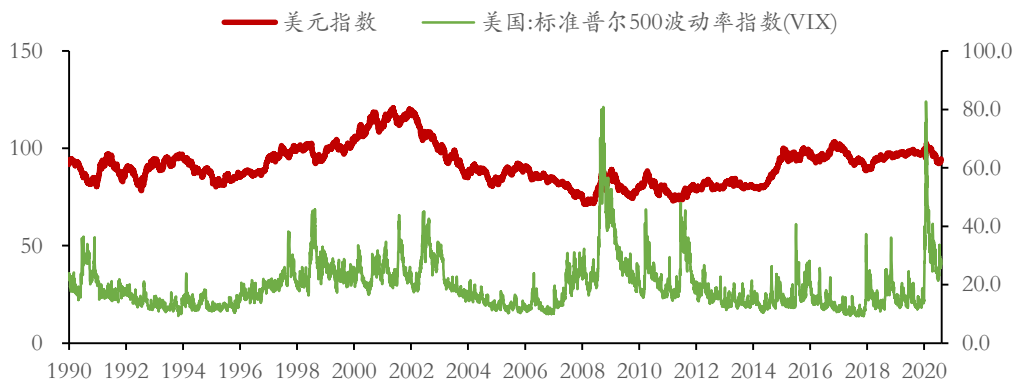
看好欧洲股市，所以资金流向更多可能反映股票市场套利，但后来欧洲股市并没有表现更好，美元又重回升值通道，利差和汇差表现趋于一致。第六个到阶段是2018年11月到2020年3月，全球经济增长疲软，美联储进入降息周期，美股大幅增长，在美股高收益和避险因素的共同作用下，美元指数保持上升趋势，并且在今年3月疫情爆发时突破100。

图表 15 股市套利影响汇率



资料来源：万和证券研究所

图表 16 避险因素影响汇率



资料来源：万和证券研究所

总结一下，美国的经济周期变化是汇率变化的核心推动力。美国 and 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”。

（三）美元走势研判

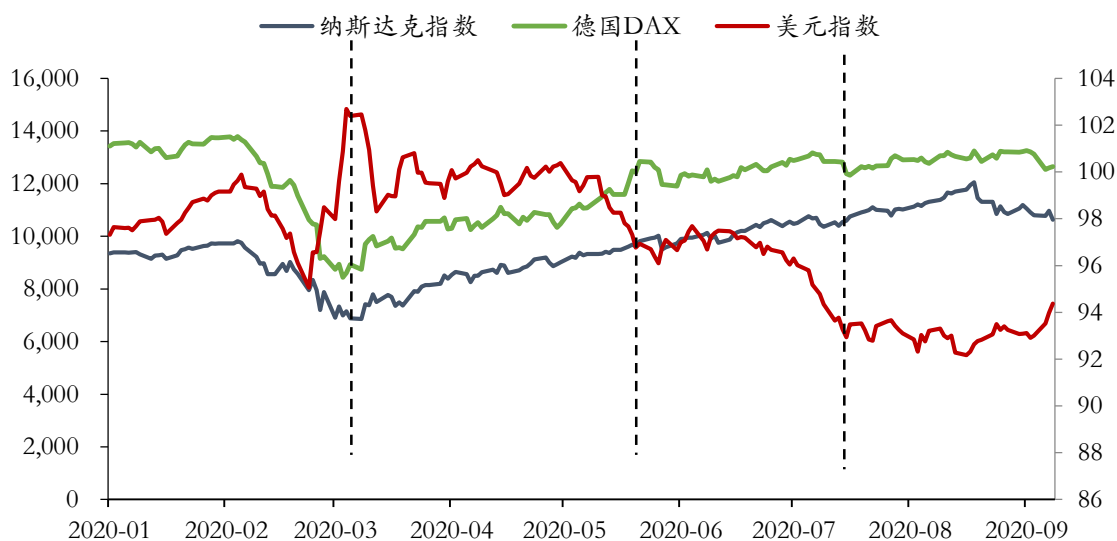
1.短期来看，美元持续贬值的概率不大

经过以上分析，我们又回到了问题最初的原点，判断美元短期的走势还是要对欧美经济情况作出预期。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。

- ◇ 3月疫情在海外爆发时美元避险功能主导了美元汇率。美联储迅速扩表向全球敞口供应美元，2月底至6月10日高峰时期，美联储总资产一度增加3万亿美元，全球“美元荒”迅速缓解，美元流动性转为相对充裕，避险情绪缓解，美元指数回落。
- ◇ 4-5月是经济边际复苏的阶段，美国财政出台补贴政策应对疫情期间遭受损失的价格和企业，同时疫情出现放缓的趋势。同时，全球主要经济体股市大涨，复苏阶段的金融市场套利明显，驱动美元指数下行。
- ◇ 6月中旬美国爆发第二波疫情，财政补贴尚未退出，市场预期美联储会出台更大规模的货币政策，与此同时，欧洲疫情控制良好，复工复产进度已赶超美国。整体来看，复苏的预期超过了疫情二次爆发带来的避险情绪，美元指数加速下行。
- ◇ 7月底开始复苏的节奏再度受到干扰。首先是美国新一轮财政政策由于两党分歧而迟迟不能落地，在加上大法官R.B.G (RESPECT) 辞世，特朗普为保证自身和共和党的利益，力主在大选前完成新任大法官的提名，使得的财政刺激方案短期通过的概率再度下降。其次，美联储官员在公开讲话中阐述货币政策功能有限的观点，并且释放“存在提前加息可能”的信号。于此同时，欧洲出现第二波疫情，美国疫情同样有抬头趋势。财政和货币难以期待，疫情又出现反复，经济复苏预期承压，资本市场也出现震荡，套利空间收窄，美元指数整体呈现震荡

态势。

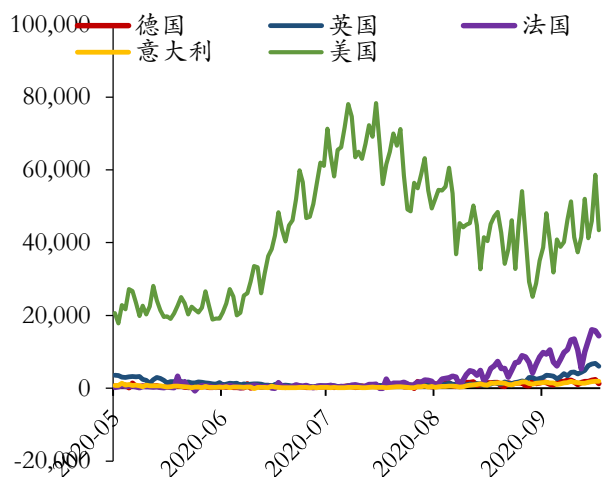
图表 17 今年汇率走势回顾



资料来源：Wind，万和证券研究所

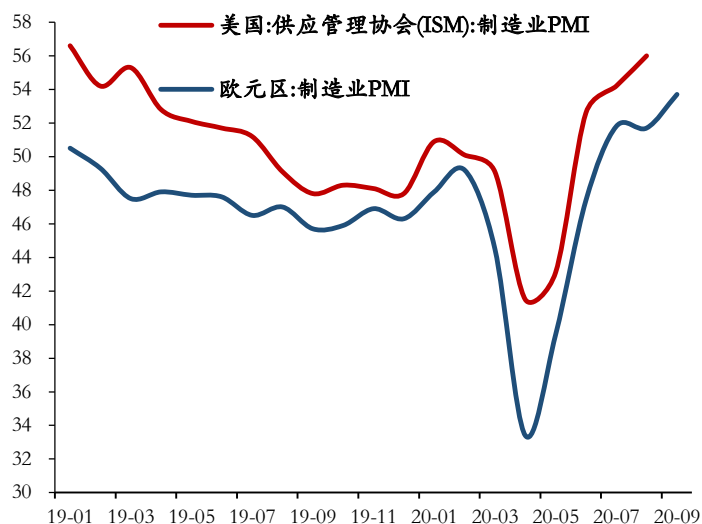
站在这个时点往后看，我们认为经济复苏尚未结束。疫情的二次爆发、财政刺激方案难产以及货币宽松的空间收窄的的确会对经济增长的节奏产生干扰，但经济复苏的这一大方向的预期没有改变，美联储和欧洲央行日前均上调了全年经济预测。疫情方面，欧洲二次疫情爆发是既成事实，但已经有美国作为前车之鉴，显示疫情并不会对经济复苏造成致命影响，避险情绪不至于占主导地位。美联储鹰派言论显示扩表空间收窄，美元走势从“套利驱动”转向“基本面驱动”，也就是我们前文说的“正轨”。美联储扩表节奏相对欧央行放缓，我们可以理解为在经济复苏的后期，美元指数过渡到靠基本面预期差异形成的利差驱动。眼下欧洲疫情二次疫情爆发，美国基本面修复节奏有望超过欧洲，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轨道，所以美元短期持续贬值的概率较小。

图表 18 欧美主要国新冠疫情走势：当日新增



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 19 欧美国制造业 PMI 走势



资料来源：Wind，万和证券研究所

2. 中长期来看，全球的结构化变化或令美元进入贬值通道

1) 国际货币体系从“单极”向“多极”改革已成共识

尽管美元在布雷顿森林体系崩溃 40 多年后的今天仍然在国际货币体系中占据统治地位，但储备货币多元化的多极国际货币体系架构已经受到了政学界关注。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，这也是解决全球失衡问题的关键所在，相应地，伴随美元核心地位的下降，美元的价值也应当降低。

2) 欧盟解体风险显著下降，欧元有望迎来价值重估

7 月 21 日，欧盟通过了 7500 亿欧元欧盟“共同债券”的议案，发行欧盟主权信用债券，筹集的资金用于帮助欧盟成员国修复新冠疫情的冲击，其中受疫情冲击最大、财政也较为困难的欧元区边缘国家，如意大利、西班牙等获得的资金占比较大。这 7500 亿“共同债券”的象征意义远高于其具体规模大小，是为欧盟和欧元区摆脱解体风险做出的关键举措。

欧元区统一的货币政策和分散的财政政策间的矛盾一直被认为是欧元区的内在缺陷，也是引发欧债危机的原因之一。由于在统一的货币政策下，成员国只能通过财政政策调整本国经济，由于欧盟建立初期并未建立“财政联盟”，竞争力较弱的成员国在财政负担上升后，因为无法通过货币贬值来增强出口竞争力，只能举债进行融资。在经济繁荣时期，南欧边缘国家的举债成本接近法德等核心国家，在财政赤字和公共债务缺乏严格纪律的情况下，

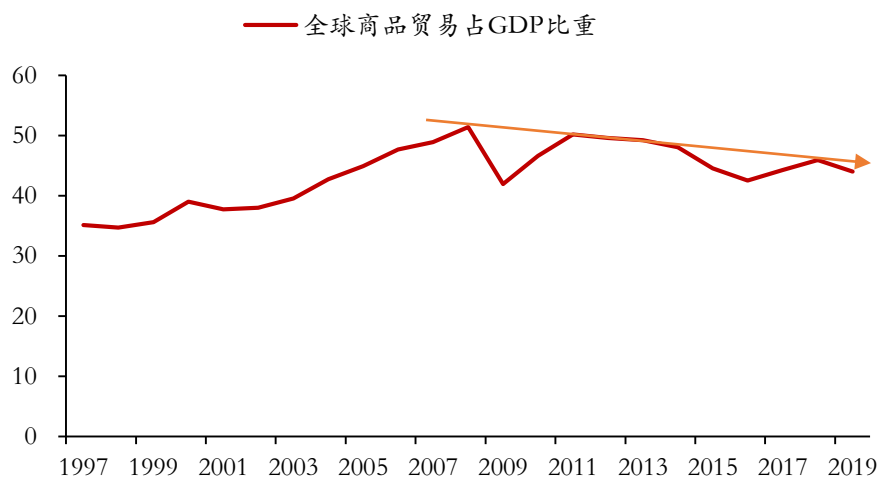
这些国家债务规模非理性扩张，在经济紧缩时，债务危机就在所难免。

此次在新冠疫情导致的更严重的压力威胁下，欧盟尤其是此前极为保守的德国转为支持发行欧盟共同偿还债券，实际上是为欧盟迈向财政联盟从而克服欧元区设计缺陷而迈出的历史性关键的一步，也令长期以来压制欧元的欧盟解体风险显著降低。因而，我们认为欧元有望迎来历史性的“价值重估”。

3) “逆全球化”趋势抬头，对美元结算需求下降

2008年金融危机以来全球贸易开放程度开始出现下滑，多边经贸协商机制弱化，地区经贸机制加强。二战结束后的全球化浪潮带来全球贸易大发展，贸易中广泛使用美元作为结算货币，从而导致全球对美元需求上升。然而，全球贸易开放程度在2008年后达到峰值之后呈现波动下滑趋势，欧美、日本等发达经济体开始实行促进制造业回流的各项计划，中国也在推进广泛的国产替代，全球化生产向区域化生产集中。2020年12月以来WTO争端解决机制基本陷于瘫痪，多边贸易体制遭受沉重打击，而另一方面是地区性经贸协定的不断推出，亚太国家的“全面与进步跨太平洋伙伴关系协定”（CPTPP），日本与美国的新日美贸易协定，东盟十国与中、日、韩、澳大利亚、新西兰等国共同参加的区域全面经济伙伴关系（RECP），美国、加拿大和墨西哥达成美墨加三国协议等。

图表 20 全球商品贸易占 GDP 比重 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

贸易摩擦和新冠疫情使全球贸易价值链进一步受挫。2019年下半年开始，美国不断升级关税政策，美国的平均关税从2017年的不到2%上升到贸易摩擦巅峰期的14%。中美签署第一阶段经贸协议以来，美国对中国的打压也并未停止。同时，此次新冠疫情让全球化大生产的弊端暴露无遗，位于全

球价值链中心节点的国家一旦停摆，就会对全球供应链造成严重打击。中长期来看，在风险和收益平衡考量之下，全球产业链或进一步收缩，转向区域化集中。我们认为，随着全球贸易退潮，也将令美元贸易结算需求减少，人民币、欧元等区域性货币地位将提升。

四、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

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告由本公司研究所撰写,报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>