

宏观动态跟踪报告

如何看待“去美元化”热潮？

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

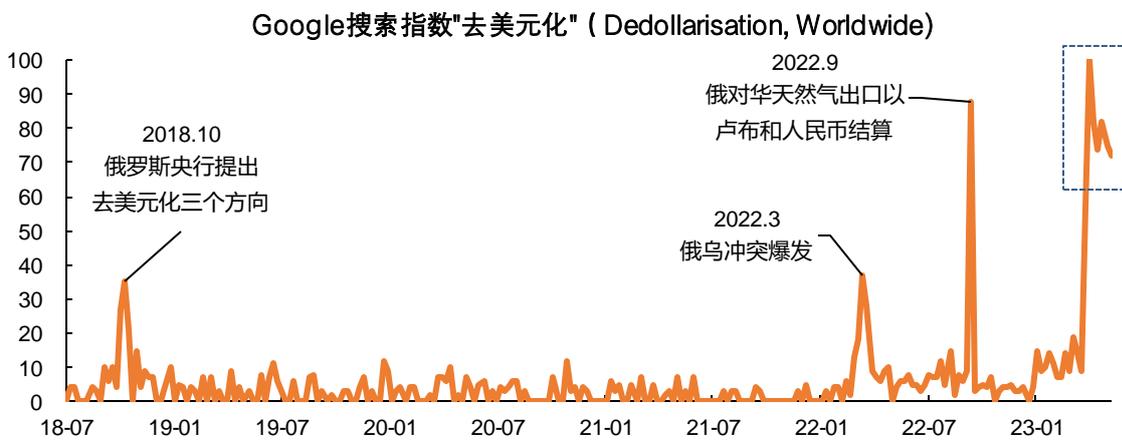
- **“去美元化”热潮迭起。**2023年3月以来，“去美元化”相关讨论急剧升温。“去美元化”的 Google 搜索指数创下 2004 年有数据以来最高。3 月上旬至 5 月上旬，期货市场看空美元（看多欧元）情绪升温，美元指数跌约 4%，国际金价上涨超 10%，比特币价格上涨约 40%。
- **“去美元化”情绪高涨有多重原因。**一是，近期数据显示，各国减持美元资产、增持黄金，“去美元化”从讨论加速转化为行动。截至 2022 年四季度，美元外汇储备全球占比下滑至历史新低；截至 2023 年 2 月，中日等国仍在减持美债；2022 年以来至 2023 年一季度，各国央行明显增持黄金，创同期历史新高。二是，人民币等非美元货币结算高歌猛进，对美元地位有所撼动。今年 3 月以来，东盟、俄罗斯、印度、马来西亚等多地区采取了新的行动，尝试以本币结算。今年 3 月，中国跨境贸易中人民币结算金额刷新历史新高，且占比首度超过美元。巴西总统一句“为什么所有国家都要用美元来结算？”更是引发国际热议。三是，美国中小银行危机爆发，削弱美联储紧缩的定力以及美元保值能力。一方面，美联储本轮加息受到牵制。另一方面，美联储为化解银行危机而“被迫”扩表。虽然美联储仍在继续减持资产，但临时增加了各类信贷（包括一级贷款、BTFP 项目下借款、向 FDIC 临时提供的借款等）。市场担忧未来金融风险再度迫使美联储扩表。四是，美国债务上限闹剧威胁美债信誉。首先，美国“X 日”因税收下降而提前；其次，银行危机放大市场对美国政府财务压力的担忧，美联储 TGA 账户大幅缩水；再次，耶伦提出 51 万亿美金的债务上限引发公众不满；最后，目前两党谈判仍然僵持，放任债务违约风险发酵。
- **“去美元化”或将阶段性退潮。**当“去美元化”情绪极致演绎时，是时候对这一情绪的可能退潮加以防备。首先，“去美元化”的实现还有很长的路要走。从绝对水平看，美元的储备和结算功能在全球仍保持“一枝独秀”。中国“有序”推进人民币国际化，不寻求立即“取代”美元。其次，美国银行危机和债务上限风波或不会持续太久，待风险平息市场对美国经济和美元信誉的恐慌有望退潮。美国债务实质性违约仍是小概率事件。最后，美国政府和美联储很可能为捍卫美元地位而采取更多行动。拜登政府 2021 年已明确表示不寻求弱势美元；美联储可能采取的行动是，更加坚定地维护物价稳定，不过早地降息和停止缩表，尽力稳住美元汇率。“去美元化”情绪降温可能触发部分资产价格调整。届时，美元指数可能阶段性企稳或反弹，黄金、加密货币等“美元替代货币”价格可能出现回调。
- **风险提示：**美国政府债务违约，美国金融风险超预期，美国经济下行超预期等。

2023年3月至5月，“去美元化”问题备受国际热议，看空美元情绪升温，黄金、加密货币等价格上涨。我们认为，本轮“去美元化”热潮的背景颇为复杂，既有美元资产国际储备下滑的残酷事实，也有人民币国际化的高歌猛进，还离不开美国银行危机和债务上限风波的频频扰动。然而，当“去美元化”情绪极致演绎时，市场应对这一情绪的可能退潮加以防备。

一、“去美元化”热潮迭起

今年3月以来，国际社会有关“去美元化”的讨论急剧升温。Google数据显示，全球关于“去美元化”(Dedollarisation)的搜索指数在今年4月达到满分“100”，相关讨论热度创下2004年有数据以来最高。

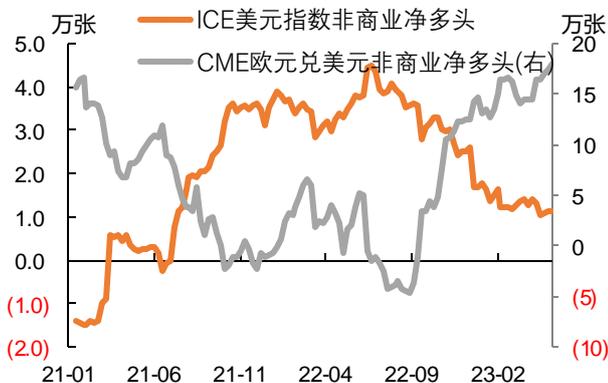
图表1 2023年3月以来，全球关于“去美元化”的搜索频率急剧上升



资料来源: Google, 平安证券研究所

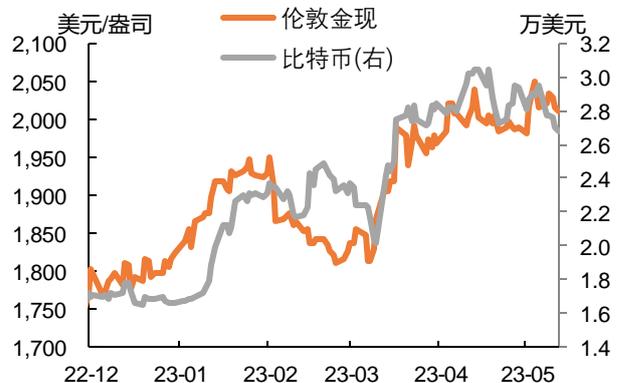
“去美元化”助燃看空美元情绪，也助推黄金、加密货币等“美元替代货币”价格上涨。今年3月上旬至5月上旬，美元指数由105上方下跌至101左右，在两月时间里下跌约4%。更值得关注的是，看空美元情绪快速升温，3月14日至5月2日，ICE美元指数非商业净多头数量减少17%（2407张），同期CME欧元兑美元非商业净多头数量增加了24%（3.35万张）。3月上旬至5月上旬，国际金价由1800美元/盎司左右跃升至2000美元/盎司以上，涨幅超10%，5月4日盘中曾创下2081.8美元/盎司的历史新高；同期，比特币价格由2.2万美元一度升破3万美元，创2022年6月以来最高，涨幅约40%。

图表2 期货市场看空美元（看多欧元）情绪升温



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 今年3月以来黄金、比特币价格跃升

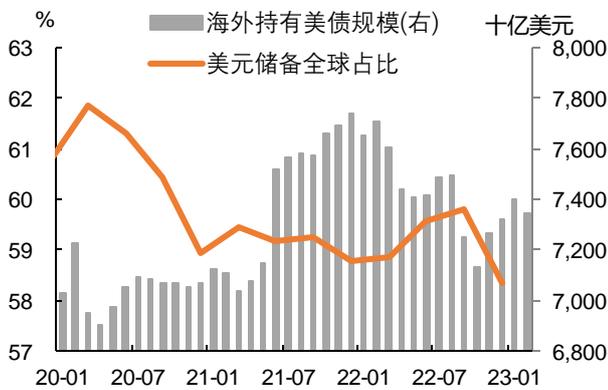


资料来源: Wind, 平安证券研究所

“去美元化”并不是一个新话题，但不同宏观环境下这一议题受到的关注程度不尽相同。近年来，当美元和美元资产价格不稳，或者美国频繁动用“美元霸权”时，“去美元化”的呼声便增多。譬如 2022 年俄乌冲突爆发后，美国实施各类经济金融制裁，进一步引发了国际社会对美元地位的质疑。今年 4 月 16 日，美国财长耶伦公开表示，美国对俄罗斯及其他国家的制裁可能会破坏美元的主导地位。但是，近期“去美元化”热潮到达这般历史高度，或不能仅用美元霸权这一“慢变量”加以解释，还包括一系列更为复杂的宏观背景。

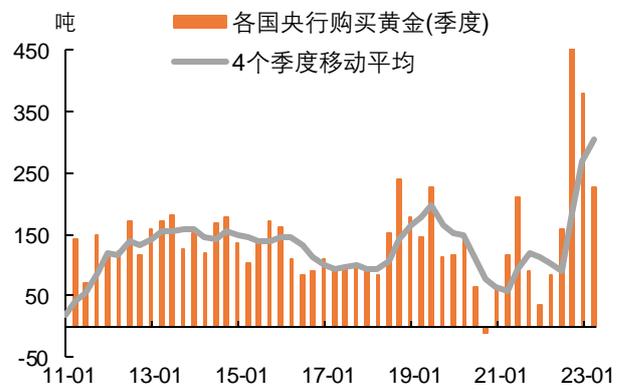
一是，近期公布的数据显示，各国减持美元资产、增持黄金，“去美元化”从讨论加速转化为行动。美元储备方面，IMF 3 月 31 日公布数据显示，截至 2022 年四季度，美元外汇储备全球占比下滑至 58.4%，创下 1995 年有数据以来的最低水平。美债储备方面，美国财政部 4 月 19 日数据显示，截至 2023 年 2 月，外国投资者环比减持美债 590 亿美元，其中中国已经连续 7 个月减持；近一年，海外已经累计减持美债超 3600 亿美元，其中日本和中国大陆两大“债主”分别累计减持 2212 和 1799 亿美元。黄金储备方面，世界黄金协会 4 月 13 日发表题为《为何全球央行持续“+黄金”》的报告称，全球央行 2022 年购金量达 1136 吨，创历史新高；5 月 5 日其最新发布的《2023Q1 全球黄金需求趋势报告》显示，2023 年一季度全球央行黄金储备增加了 228 吨，继续刷新同期历史新高。

图表4 近一年美元储备占比下滑、海外美债持有下降



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表5 2022 年以来，各国央行明显增持黄金



资料来源：世界黄金协会, 平安证券研究所

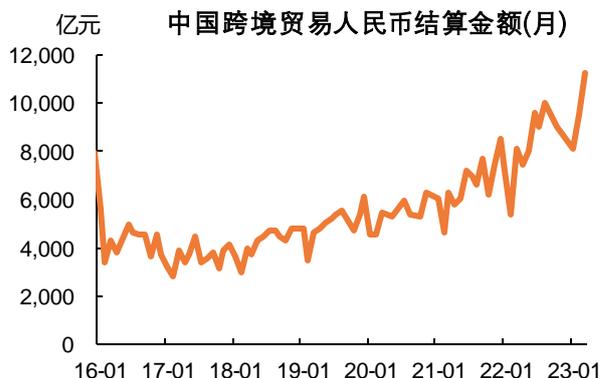
二是，人民币等非美元货币结算高歌猛进，对美元地位有所撼动。今年 3 月以来，东盟、俄罗斯、印度、马来西亚等多个国家和地区都采取了新的行动，尝试在国际贸易中以本币（非美元）结算。其中，人民币国际化的进展备受关注。Google 搜索指数显示，今年 3 月以来，全球对“人民币”的搜索频率伴随“去美元化”的讨论而显著上升。消息层面，3 月 28 日，中国海洋石油总公司和法国道达尔能源公司完成了首次以人民币结算的进口液化天然气采购；3 月 29 日巴西宣布，与中国直接以本币进行贸易结算，取消使用美元作为中间货币；4 月 26 日，阿根廷宣布把从中国进口商品的结算由美元改为人民币。数据层面，今年 4 月上旬公布数据显示，3 月中国跨境贸易中人民币结算金额达 11271 亿元，刷新历史新高，1-3 月累计同比大幅增长 40%。4 月 26 日，彭博社发布报告指出，3 月人民币在中国跨境贸易交易中的占比首度超过美元。5 月 11 日，俄罗斯央行公布数据显示，截至 2023 年 3 月俄罗斯进出口人民币结算总额由 2022 年同期的 19 亿美元大幅上升至 146 亿美元。舆论层面，4 月 13 日，巴西总统访华时称，“为什么所有国家都要用美元来结算呢？为什么不能是人民币或其他货币成为国际结算货币呢？”，引发国际热议。5 月 5 日，美国之声中文网以《人民币“逐渐地、然后突然地”撼动美元》为题撰文指出，数字人民币的发展快于数字美元，且中国央行与其他央行积极签订货币互换协议，这些都可能逐渐撼动美元地位。

图表6 今年3月以来“人民币”搜索频率上升



资料来源: Wind,平安证券研究所

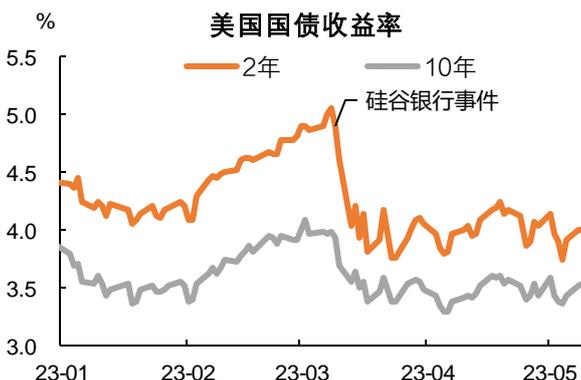
图表7 中国跨境贸易中人民币结算金额创新高



资料来源: Wind,平安证券研究所

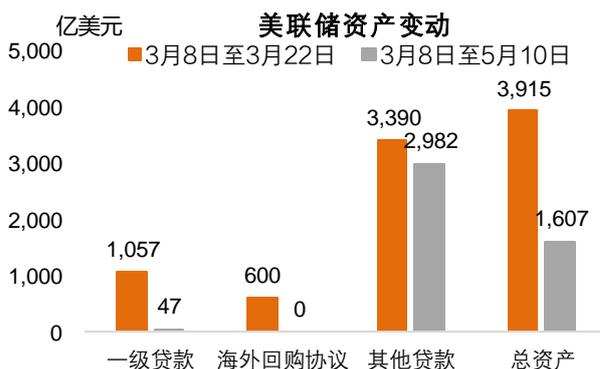
三是，美国中小银行危机爆发，削弱美联储紧缩的定力以及美元的保值能力。今年3月上旬以来，美国硅谷银行、第一共和银行等相继出现危机，干扰了美联储紧缩以抗击通胀的进程，并增大了美国经济和美元资产前景的不确定性。一方面，中小银行危机的出现牵制了美联储加息步伐。反映加息预期的2年期美债利率由本轮危机前的5%左右下跌至目前的4%附近，10年美债利率同期也由4%左右下跌至目前3.5%附近。另一方面，美联储为化解银行危机而“被迫”扩表。美联储虽然仍在继续减持国债和MBS等资产，但临时增加了各类信贷，主要包括一级贷款、BTFP项目下借款（为银行提供流动性支持）、海外回购协议（支持瑞信收购案等）、以及向FDIC临时提供的借款（用于问题银行的接管与收购等）。3月8日至22日银行危机期间，美联储总资产扩大了3915亿美元（增长4.7%）；截至5月10日仍较危机前扩大了1607亿美元（增长1.9%）。美联储的支持行动帮助缓解了中小银行危机，但也令美国金融条件暂时转松。如果未来爆发新的金融危机，美联储将继续“放水”救市，正如2020年初的“美元荒”引发美联储大幅扩表那般。而这意料之外的“插曲”无疑会威胁美联储的信誉和美元的价值稳定。

图表8 中小银行危机后，美债利率大幅下降



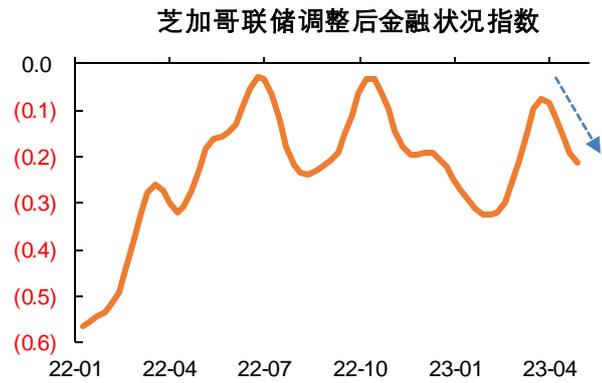
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表9 中小银行危机后，美联储扩表



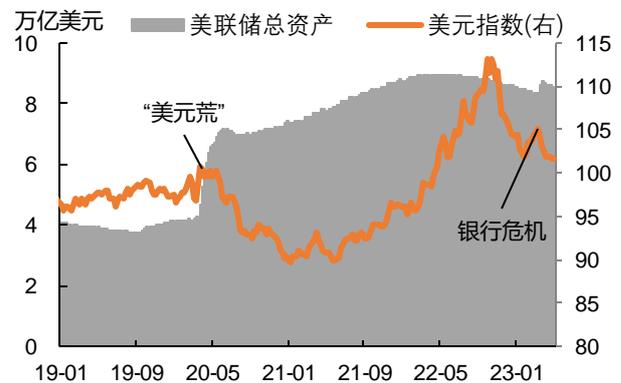
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表10 今年4月以来美国金融条件转松



资料来源: Wind, 平安证券研究所

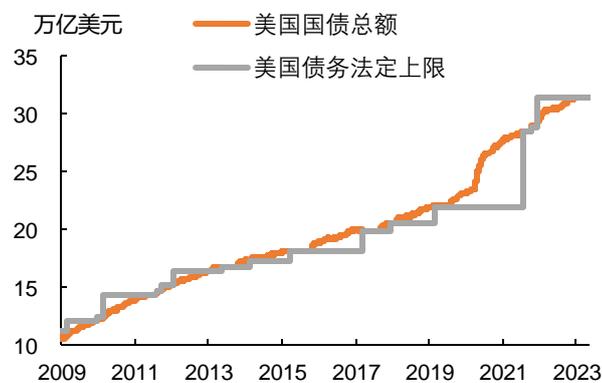
图表11 流动性风险下美联储扩表、美元承压



资料来源: Wind, 平安证券研究所

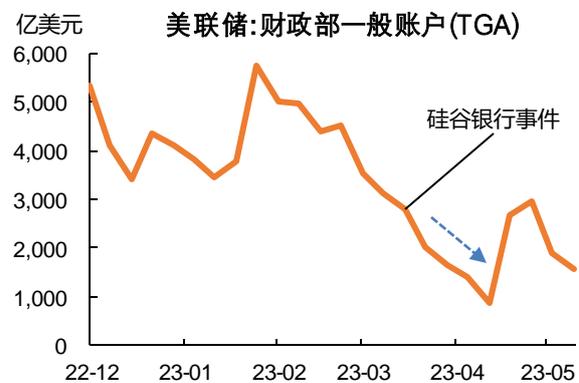
四是，美国政府债务上限闹剧仍在演化，威胁美债信誉。今年1月美国政府债务规模已到达法定上限的31.4万亿美元，美国财政部被迫采取“非常措施”暂时避免债务违约，并等待国会通过新的债务上限。按照历史经验，国会成员大概率仅是借此问题拉锯，但仍会在最终到期日前提高政府债务上限，不会允许债务违约。然而，4月以来，关于美国“债务悬崖”的担忧显著上升。首先，美国“X日”因税收下降而提前。4月以后，美国进入纳税高峰季节，财政部和市场都将基于最新纳税数据，更精确地估算“X日”（不提高债务上限且能够确保不发生债务违约的最晚期限）。由于税收情况不佳，加上美国部分地区因风暴灾害而延期纳税，耶伦5月1日表示“X日”最早可能在6月1日，较市场主流预期更为提前。其次，银行危机放大市场对财政压力的担忧。3月12日，美国财政部与美联储、FDIC 联合化解银行危机，其中财政部最多可能提供250亿美元的资金支持。令市场关注的是，美联储TGA账户在银行危机后大幅缩水，3月8日至4月12日累计减少了2252亿美元（或72%），截至5月10日仍较银行危机前减少了50%。虽然尚无证据证明美国财政部因银行危机而增加了支出，但银行危机的出现放大了市场对于财政可持续性的担忧。再次，耶伦最新债务上限提议过于激进。耶伦4月1日在国会听证会上称，希望将债务上限从31.4万亿美元提高到51万亿美元，新上限有效期至2033年。虽然只是一个“设想”，但足以引发公众对美国政府挥霍无度的不满以及对美债贬值的担忧。最后，两党谈判僵持并放任债务违约风险。共和党希望民主党同意大规模削减开支，以换取他们对提高债务上限的支持，但民主党表示应“无条件”提高债务上限。共和党领袖麦卡锡4月19日公布《限制、节约、增长法案》，法案在4月26日获众议院通过，但拜登明确表示即便国会通过法案也将行使总统的一票否决权。截至5月15日，拜登与麦卡锡的谈判进展仍有限。路透社5月5日报道，欧洲评级机构Scope Ratings将美国部分债务信用评级置于“可降级审查”之列，并表示美国长期滥用债务上限工具助长经济风险。

图表12 今年1月美国债务到达上限



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 中小银行危机后，美联储TGA账户余额触底



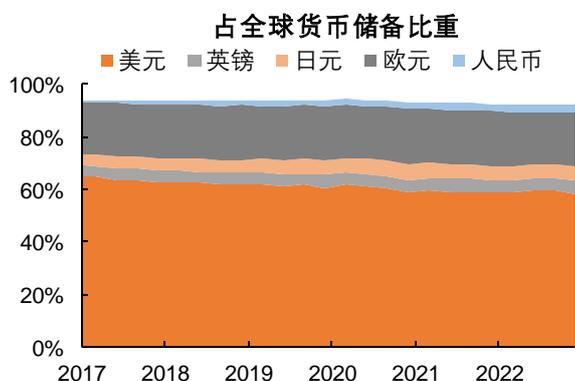
资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、“去美元化”或阶段性退潮

法国《费加罗报》专栏作家吉拉德、俄罗斯外长拉夫罗夫都曾表示，“去美元化”趋势是不可逆转的。但我们认为，“去美元化”的速度和程度，是更值得思考的问题。展望未来一段时间，美国本轮经济和政治风波有望逐渐平息，美国政府和美联储也可能采取更多行动捍卫美元地位，意味着“去美元化”进程未必如当前这般急流勇进。当“去美元化”情绪极致演绎时，是时候对这一情绪的可能退潮加以防备。

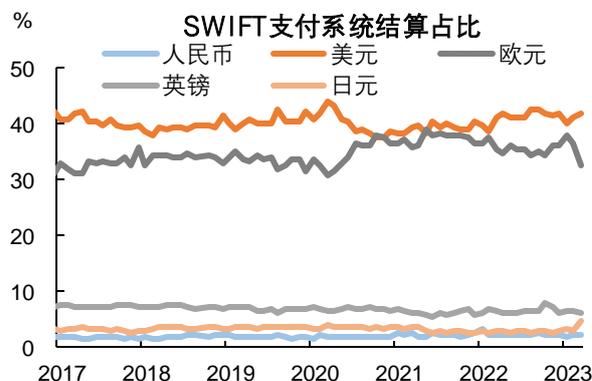
首先，“去美元化”的实现还有很长的路要走，不会一蹴而就。2022年以来，地缘冲突、能源危机、美联储激进加息等宏观风险急剧上升，各国为平衡风险而减少美元资产暴露、增持非美货币和黄金。但在这些风险退潮后，“去美元化”未必能持续加速。从绝对水平看，美元的储备和结算功能在全球仍保持“一枝独秀”。**储备方面**，美元储备的全球占比虽有下降，但规模仍是第二名欧元的三倍。**结算方面**，截至今年3月，美元仍是SWIFT系统中占比最高的币种，且人民币、欧元等结算多发生于中欧两大经济体参与的区域贸易中，与美元结算的国际化水平仍有距离。**人民币方面**，中国政府一直强调“有序”推进人民币国际化，短期不会积极寻求“取代”美元，更会审慎对待过快金融开放带来的风险。

图表14 美元在全球储备中的占比仍远高于其他货币



资料来源: Wind, 平安证券研究所

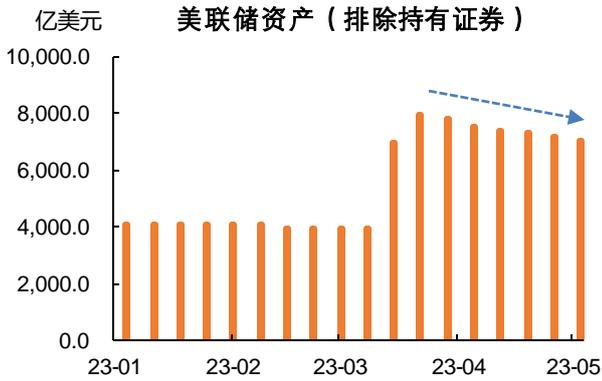
图表15 美元在全球支付中的占比仍位居全球第一



资料来源: Wind, 平安证券研究所

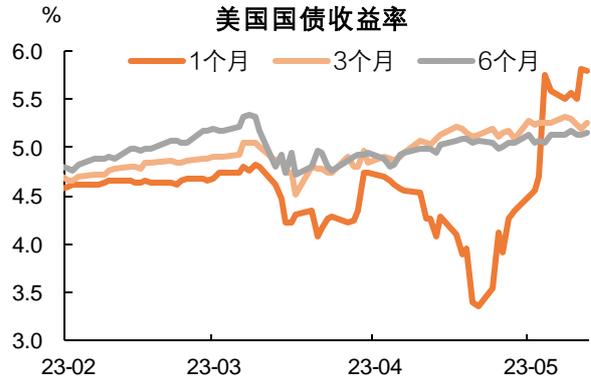
其次，美国中小银行危机和政府债务上限风波或不会持续太久，待风险平息市场对美国经济和美元信誉的恐慌有望退潮。一方面，美国中小银行危机已过“至暗时刻”，系统性金融风险尚可控（参考我们报告《美国银行业风险再评估》等）。近期美联储信贷规模已经保持相对稳定，美联储除证券外的资产规模已连续六周下降。另一方面，历史经验显示，美国债务实质性违约是小概率事件，市场主流预期也是如此。虽然1个月期美债利率出现明显跃升，但更长期限的美债利率相对平稳。未来一个月，如果美国两党完成谈判、新的债务上限通过，届时市场关于美债违约的担忧或将很快消散，对于美国政府债务超发的诟病或将持续、但也有望随时间流逝而淡化。

图表16 美联储除证券外资产规模不再扩张



资料来源: Wind,平安证券研究所

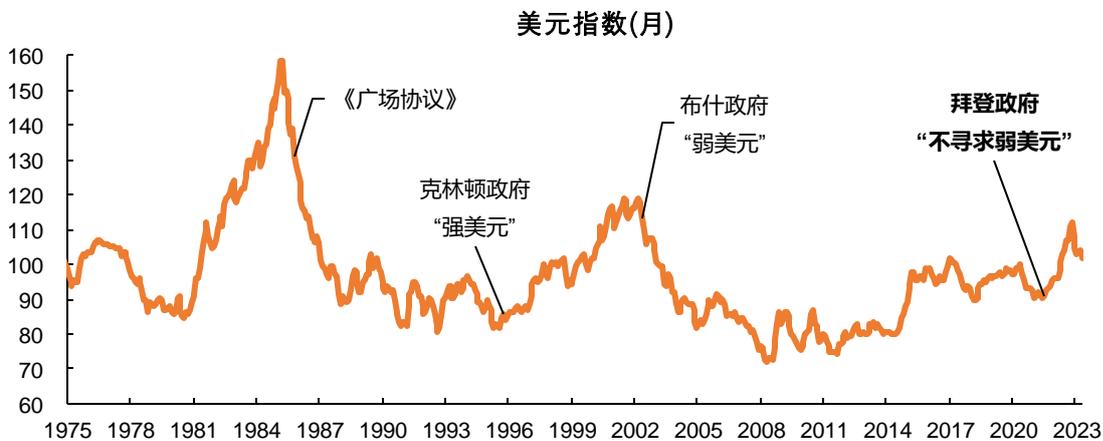
图表17 1个月美债利率大幅波动,更长期限相对平稳



资料来源: Wind,平安证券研究所

最后,美国政府和美联储很可能为捍卫美元地位而采取更多行动。历史上,美元走向离不开政策定调。早在2021年1月,新财长耶伦便代表拜登政府表明了汇率政策立场,明确表示美国不会主动寻求弱势美元,重申“市场决定汇率”的承诺。此后两年,美元步入升值周期。当前,为控制高通胀,拜登政府更可能希望美元升值或至少保值。面对愈演愈烈的“去美元化”威胁,不排除美国政府进一步采取行动,巩固美元的储备和国际结算功能,向世界展现美国捍卫美元的决心。美联储可能采取的行动是,更加坚定地寻求物价稳定,不过早地降息和停止缩表,尽力稳住美元汇率。

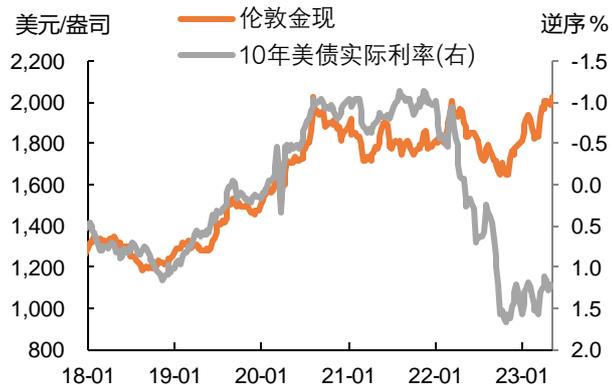
图表18 历史上,美元汇率走向离不开美国政府政策定调



资料来源: Wind,平安证券研究所

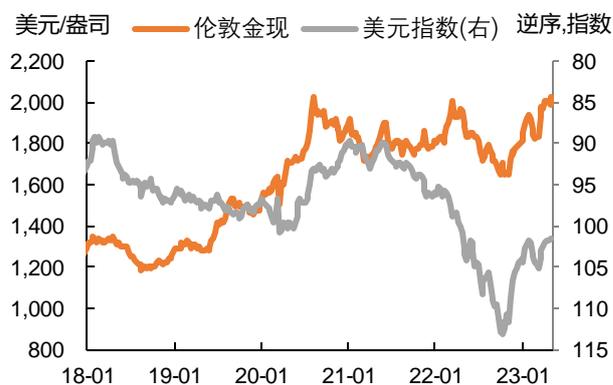
对投资者而言,“去美元化”情绪的可能降温可能触发部分资产价格调整。首先,美元指数可能获得阶段性支撑。尤其考虑到当前看空美元(看多欧元)的交易已经较为拥挤,美元指数可能阶段性企稳或反弹。其次,黄金、加密货币等“美元替代货币”价格可能出现回调。尤其考虑到,自2022年下半年以来,国际金价持续偏离与美债实际利率的历史相关性。未来无论是与中小银行危机和美债上限危机相关的避险需求降温,还是对于美元和美债价值的信心修复,正处历史高位的金价都可能出现动摇。

图表19 2022下半年以来金价与美债实际利率走势背离



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表20 美元若企稳, 或将不再助力金价上涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示: 美国政府债务违约, 美国金融风险超预期, 美国经济下行超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层