

去美元化、债务困境和黄金石油的机会

——全球货币体系的大变局

宏观专题内容摘要

➤ 俄乌冲突短期加速“去美元”

美元的武器化加速了“去美元”的进程。美国及盟友已冻结了超过580亿美元受制俄俄罗斯人的资产，其中俄罗斯央行一半的外汇储备被冻结。美元在全球官方储备货币中的比例整体长期呈现缓慢下降的趋势。

➤ 美元供给困境：全球信用货币体系和美国的债务困境

美元作为国际货币，美国政府信用是货币的背书，美国国债成为了类似黄金的信用基石。截至目前美国的国债总量达31.4万亿美元，大约相当于全部黄金价值的2倍多。到2022年底美国国债占GDP的比重已经超过了120%。从美联储2022年加息开始，国债的平均利率大概上行了1pct，额外的3000亿美元利息支出相当于年赤字额的20%以上，对于财政将造成显著的压力。削减开支已是债务上限问题的谈判中心议题之一。

➤ 美元需求减弱：全球化下半场外国纷纷减持美债

从全球宏观角度来看，全球化产生了对美元作为国际货币的需求。全球化的顶点出现在2008年，全球贸易占全球GDP的比例达到了61%。全球化的停滞是目前“去美元化”的一个大背景。美国国债中大概超过7万亿美元是由海外的投资者持有。从俄乌冲突爆发以来，近期外国持有美债的同比下降金额是近10年未曾出现过的，外国总共减持了3600亿美元的美国国债，其中官方减持了4233亿美元，民间增持了633亿美元。

➤ 黄金的稀缺性和天然避险属性使得黄金价值或将迎来重估

黄金具有稀缺性，开采成本不断上升，2022年全球平均总维持成本超过1250美元/盎司。根据世界黄金协会的数据，黄金的供需处于紧平衡状态，2013-2022年平均而言每年供给仅比需求多340吨，接近需求总量的8%。黄金具有天然货币属性，且是天然避险资产。全世界的央行中黄金仍然是重要的储备资产。俄乌冲突以来，黄金储备增加最多的国家是土耳其，其次是中国，前10个国家增持的总量超过430吨。随着全球地缘政治风险上升，对黄金构成有利因素，黄金价值或将迎来重估。

➤ 石油美元面对挑战，欧佩克减产或支撑油价

石油是全球贸易中最重要的单一商品，美国变成石油净出口国可能会带来两个重要变化：石油美元的基础或被动摇，不会有净石油美元的流出；另一方面，美国和其他产油国的关系从原来的最大客户逐渐演变成了市场竞争对手。欧佩克+多个成员国“自愿”减产周期将持续到12月，原油市场可能面临供应紧缺，油价和通胀可能面临上行风险。金油比间接反映了美国与仅次于美国经济体之间的实力差距，金油比越大，与美国经济实力差距越小。假设油价在23年至28年5年间维持在70-80美元，那么该假设下参考历史金油比我们认为黄金价格的合理区间应该在1400-2400美元。

➤ **风险提示：**美联储持续鹰派的风险，地缘政治冲突风险超预期，金融状况收紧超预期，价格预测偏差的风险

分析师：杨灵修
执业证书编号：S0590523010002
邮箱：yanglix@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《劳动力参与率或已达高点美国3月非农就业数据点评》2023.04.09
- 2、《经济复苏斜率放缓3月PMI数据以及未来经济展望》2023.04.02
- 3、《略超预期的降准3月27日降准点评》2023.03.19

正文目录

1.	俄乌冲突短期加速“去美元”	4
1.1.	俄乌冲突的催化剂影响.....	4
1.2.	“去美元化”的长期趋势和种种加速迹象.....	4
1.3.	与人民币国际化的关系.....	5
2.	基于美债的信用货币体系和美国债务困境	6
2.1.	国际货币体系的主要阶段和脉络.....	6
2.2.	信用货币体系和美国的债务困境.....	8
2.3.	美元和大宗商品的关系.....	15
2.4.	储备货币和经济产出之间的关系.....	19
3.	黄金的稀缺性和天然避险属性使得黄金价值或将迎来重估	22
3.1.	黄金的稀缺性.....	22
3.2.	黄金的货币属性.....	23
3.3.	“去美元化”带来的黄金价值重估.....	24
4.	石油美元面对挑战，欧佩克减产或支撑油价	26
4.1.	欧佩克减产计划.....	26
4.2.	油价影响因素与美元指数.....	28
4.3.	金油比和美国全球竞争力.....	29
5.	风险提示	31
5.1.	美联储持续鹰派的风险.....	31
5.2.	地缘政治冲突风险超预期.....	31
5.3.	金融状况收紧超预期.....	31
5.4.	价格预测偏差的风险.....	31

图表目录

图表 1:	美国冻结俄罗斯资产.....	4
图表 2:	瑞信冻结俄罗斯资产.....	4
图表 3:	美元占官方储备货币的比例.....	5
图表 4:	美国的贸易逆差(亿美元).....	8
图表 5:	美国国债总量(万亿美元).....	9
图表 6:	美国国债/GDP 比重 (%).....	9
图表 7:	美国 GDP 增速 (%).....	9
图表 8:	美国国债平均利率 (%).....	9
图表 9:	美国财政赤字(亿美元).....	10
图表 10:	全球贸易占 GDP 的比例(%).....	11
图表 11:	美国国债占全球 GDP 比例 (%).....	11
图表 12:	美国国债持有人分布 (%).....	12
图表 13:	美国国债持有方分布 (%).....	12
图表 14:	美国国外投资者持有美债的情况(亿美元).....	12
图表 15:	美国国债减持情况(截止 3 月, 亿美元).....	13
图表 16:	美国国债减持情况(截止 2 月, 亿美元).....	13
图表 17:	近 1 年到 2 月减持美国国债的前 20(亿美元).....	13
图表 18:	近 1 年到 3 月减持美国国债的前 20(亿美元).....	14

图表 19: 外国持有美国国债的情况(亿美元).....	14
图表 20: 黄金地上存量 (吨)	15
图表 21: 黄金储备 (吨)	15
图表 22: 黄金年均需求 (吨)	16
图表 23: 黄金年均供给 (吨)	16
图表 24: 全球金融资产分布 (%)	16
图表 25: 黄金在储备中占比 (吨)	16
图表 26: 2022 年到现在增持黄金储备(吨).....	17
图表 27: 前 20 官方黄金储备(吨).....	17
图表 28: 石油占全球贸易的比重(%).....	18
图表 29: 美国进口和出口石油占世界的比例 (%)	19
图表 30: 美国制造业和金融、保险、房地产租赁业占 GDP 的比例 (%)	20
图表 31: 美国 GDP 全球占比 (%)	20
图表 32: 美国进出口占全球进出口的比例.....	20
图表 33: 美联储资产/名义 GDP(%).....	22
图表 34: 现有黄金存在形式 (%)	23
图表 35: 全球历年矿产金产量 (吨)	23
图表 36: 二战后美国黄金储备快速下降 (吨).....	24
图表 37: 美元在储备货币中的占比 (%)	25
图表 38: 2022 年 4 季度来中国央行增持黄金 (吨)	25
图表 39: 石油的上游投资.....	27
图表 40: 2022 年石油供需 (百万桶/日)	28
图表 41: 2023 石油供需预测 (百万桶/日)	28
图表 42: 2022-2023 油价与美元指数.....	29
图表 43: 80 年代油价 (美元/桶) 和金油比.....	30
图表 44: 90 年代油价 (美元/桶) 和金油比.....	30
图表 45: 2000-2022 油价 (美元/桶) 和金油比.....	30

1. 俄乌冲突短期加速“去美元”

1.1. 俄乌冲突的催化剂影响

➤ 美元武器化的加速

美元的武器化加速了“去美元”的进程。俄乌冲突之后，以美国为首的西方国家对俄罗斯施加了一系列制裁措施，其中冻结甚至没收俄罗斯资产的规模和做法打破很多先前的惯例。根据俄罗斯卫星通讯社的数据，到2023年3月美国及盟友已冻结了超过580亿美元受制裁俄罗斯人的资产。其中俄罗斯央行一半的外汇储备被冻结。

美国冻结它国资产并不是第一次发生，但俄乌冲突后的规模和影响远超从前。在俄乌冲突爆发之前，美国总统拜登曾签署一项解冻阿富汗在美国资产的行政命令，对阿富汗央行被冻结的70亿美元，约合人民币445亿元的资产进行分配。根据这项行政令，拜登政府允许从被冻结的资产中拨出35亿美元留在美国，用于赔偿给“9·11”事件受害者的家属，剩下的35亿美元用于对阿富汗人民的人道主义援助。

据央视新闻、美联社等，俄乌冲突爆发后不久，美国总统拜登就在白宫就乌克兰局势发表讲话表示，俄罗斯在美国的所有资产都将被冻结。美国将立即冻结俄罗斯第二大银行VTB（俄罗斯外贸银行）的资产，并切断俄罗斯联邦储蓄银行及其25家子公司与美国金融体系的联系。

瑞士信贷也放弃了一直坚持的所谓“中立立场”，宣布冻结俄罗斯的资产。据路透社报道，2022年1季度瑞士信贷冻结了俄罗斯约100亿美元的资产。这一事件让全球震动，所有瑞士信贷的用户忽然发现，原来瑞士、瑞士银行宣称的中立、安全都是虚妄的。以上事件都让大家开始担心持有美元可能面临的风险。

图表 1: 美国冻结俄罗斯资产



来源：环球网，国联证券研究所

图表 2: 瑞信冻结俄罗斯资产



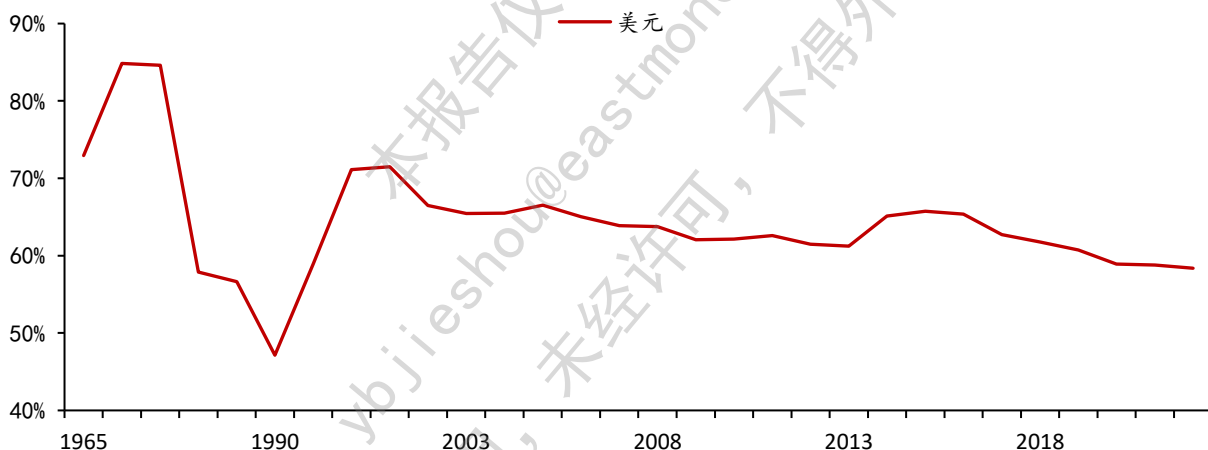
来源：路透社，国联证券研究所

1.2. “去美元化”的长期趋势和种种加速迹象

➤ 美元地位的长期缓慢下降

美元在官方全球储备货币中的比例，在 1965 年超过 7 成，在 1970 年甚至达到了 85%。不过在之后美元在全球官方储备货币中的比例整体呈现缓慢下降的趋势，到 2022 年下降到略低于 60%。

图表 3：美元占官方储备货币的比例



来源：IMF，国联证券研究所

➤ 近期一些“去美元”的事件

2023 年 3 月 28 日中海油于法国道达尔公司完成两国第一笔以人民币结算的 6.5 万吨液态天然气采购合同，法国成为首个与中国用人民币做大宗生意的欧盟国家。而伊朗与中国的大部分贸易都是以人民币开展的。

2023 年 2 月中国央行与巴西央行签署在巴西建立人民币清算安排的备忘录。2023 年 3 月底巴西央行发布的《外汇储备管理报告》显示，到 2022 年底人民币占巴西外汇储备的比例由 2021 年底的 4.99% 上升到 5.37%，不过美元仍然是占比最高的，2022 年末为 80.42%。

截至 2021 年末，中国央行累计与 40 个国家地区的中央银行或货币当局签署过双边本币互换协议，总金额超过 4 万亿元，有效金额 3.54 万亿元。

1.3. 与人民币国际化的关系

➤ 短期或有助于人民币国际化

美元的武器化短期来看对于促进和中国经贸往来密切的国家更多地使用人民币

有促进作用。截止 2023 年 2 月，根据环球银行金融电信协会（SWIFT）的数据，人民币占全球支付货币的比重为 2.19%，位居全球第五大支付货币。国际货币基金组织（IMF）发布的官方外汇储备货币构成（COFER）数据显示，截至 2022 年四季度末，人民币在全球外汇储备中的占比为 2.69%，较 2016 年人民币刚加入特别提款权（SDR）货币篮子时上升 1.6 个百分点。

人民币的支付结算体系也提供了美元之外，与中国进行贸易往来的另一个选择。中国央行推动人民币清算体系及生态建设主要包括三个方面：一是搭建海外清算行、代理行网络；二是对标美元的全球跨境支付清算系统 CHIPS（纽约清算所银行同业支付系统），建设中国的 CIPS；三是与多国签订双边货币互换协议。

➤ 人民币国际化长期发展还面临很多挑战

去美元化并不意味着人民币能够短期取代美元。人民币和美元同样作为主权货币，人民币取代美元并不会自然地解决主权货币作为全球货币的内生矛盾。另外，人民币要取代美元在国际货币体系中的作用，还需要很多制度性的变化。

2. 基于美债的信用货币体系和美国债务困境

2.1. 国际货币体系的主要阶段和脉络

➤ 特里芬难题和布雷顿森林体系的注定崩溃

二战之后，英国为代表的欧洲列强国力衰退，到 1944 年夏，包括中国在内的 44 国代表，在美国的布雷顿森林召开会议，签订了一系列协议，确立了以美元为中心的新国际货币体系。这就是人们常提及的布雷顿森林体系。

布雷顿森林体系本质上是一个黄金汇兑本位制，是金本位制的一种。在布雷顿森林体系里，美元与黄金挂钩。各国确认 1944 年 1 月美国规定的 35 美元一盎司的黄金官价，每一美元的含金量为 0.888671 克黄金。各国政府或中央银行可按官价用美元向美国兑换黄金。在布雷顿森林体系里，存在所谓特里芬难题（Triffin Dilemma），内在地意味着它奔溃的必然。

特里芬难题来源于 1960 年美国经济学家罗伯特·特里芬的《黄金与美元危机——自由兑换的未来》。特里芬难题的核心是下面的两个要求的矛盾：

- 一方面，由于美元与黄金挂钩，而其他国家的货币与美元挂钩，美元虽然取得了国际核心货币的地位，但是各国为了发展国际贸易，必须用美元作为结算与储备货币，这样就会导致流出美国的货币在海外不断沉淀，对美国国际收支来说就会发生长期逆差；
- 另一方面，美元作为国际货币核心的前提是必须保持美元币值稳定，这又要求美国必须是一个国际贸易收支长期顺差国。

这两个要求互相矛盾，因此是一个悖论。随着海外美元的累积，美国所有的黄金储备将无法按照固定的兑换比例进行支付。到 1971 年，随着法国等西欧国家要以美元大量兑换黄金的消息，美国尼克松政府宣布放弃“金本位制”，实行黄金与美元比价的自由浮动之后，布雷顿森林体系正式解体。

➤ 牙买加体系和美元信用

现在的货币体系是所谓的牙买加体系（Jamaica System）。布雷顿森林体系崩溃之后，国际货币金融关系陷入动荡混乱之下。1976 年 1 月，国际货币基金组织（IMF）理事会“国际货币制度临时委员会”在牙买加首都金斯敦举行会议，讨论国际货币基金协定的条款，经过激烈的争论，签定达成了“牙买加协议”，同年 4 月，国际货币基金组织理事会通过了《IMF 协定第二修正案》，从而形成了新的国际货币体系。

牙买加体系的主要内容包括：实行浮动汇率制度的改革；推行黄金非货币化；增强特别提款权的作用；增加成员国基金份额；扩大信贷额度，以增加对发展中国家的融资。

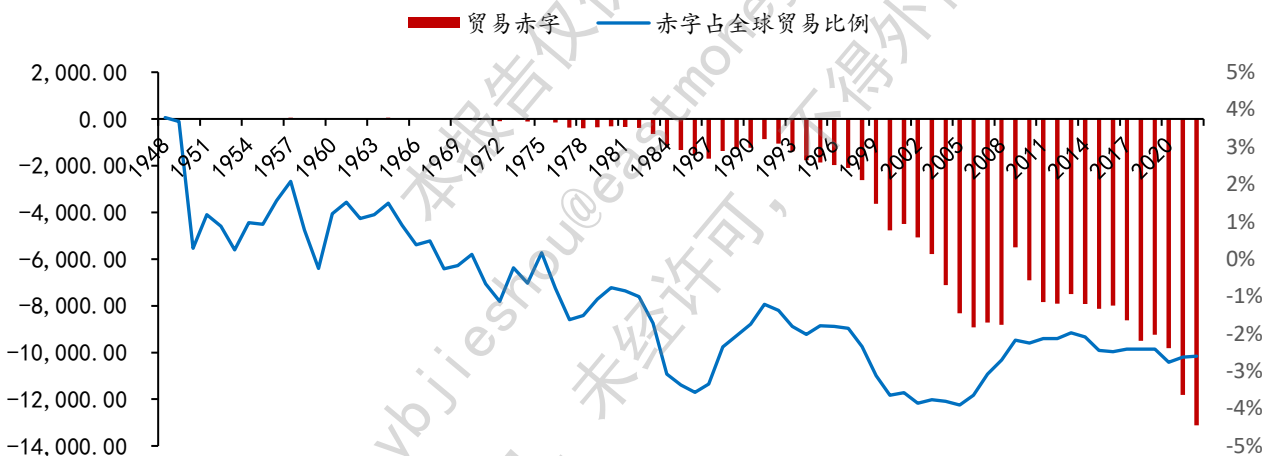
牙买加体系的主要特征包括：首先，国际储备呈现多元化局面，美元虽然仍是主导的国际货币，但美元地位明显削弱了，由美元垄断外汇储备的情形不复存在；其次，浮动汇率制与固定汇率制并存，使汇率安排多样化；另外，各国央行对汇率实行干预。

在牙买加体系下，由于实现了浮动汇率它解决了特里芬难题的一部分，美元不再以固定汇率与黄金挂钩。但是，美元仍然扮演了国际货币的角色，这意味着海外对美元有超过美国本身需要美元的需求，美元仍然会在海外沉淀，导致美国常年贸易赤字。

可以看到在布雷顿森林体系奔溃之前，美国的贸易主要维持了顺差状态，随着布雷顿森林体系的解体，美国开始进入逆差时代。

在新的全球货币体系中，美国通过贸易赤字向全球供给美元。到 2022 年，美国一年的贸易逆差高达 1.3 万亿美元，大概占到全球进口加出口的 2.6%。从 1971 年开始美国除了在 1975 年出现过贸易盈余以外每一年都是贸易赤字，累计总共约 21 万亿美元的赤字额。

图表 4：美国的贸易逆差(亿美元)



来源：Wind，国联证券研究所

2.2. 信用货币体系和美国的债务困境

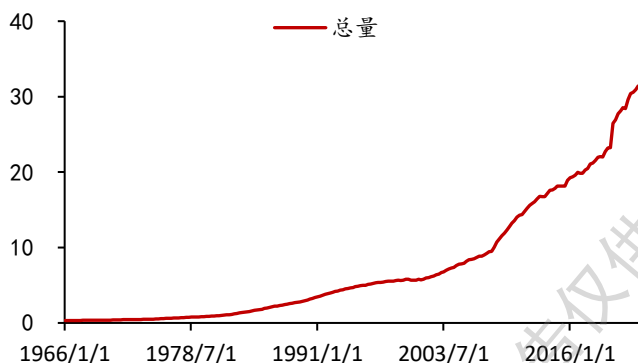
➤ 美元供给：石油美元和美国国债

在牙买加体系里，不再存在黄金这样的硬通货作为货币的载体，货币进入了信用时代，纯粹基于信用发行。石油等大宗商品也并不是美元发行的基石，石油美元只是美国向全球提供美元的渠道之一。不过因为石油贸易的体量巨大，在单一商品中是全球最重要的商品，因而显得比较重要。石油的价格可以大幅波动，和美元并没有固定兑换比例。

本质上来讲，美国政府的信用成为了货币的基石。在全球金融市场里，美国国债利率被认为是无风险利率，美国国债事实上成为了类似黄金的信用基石。

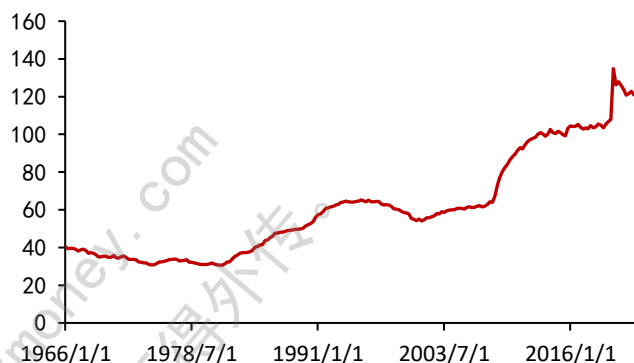
到最新的数据，美国的国债总量为 31.4 万亿美元，这是一个巨大的市场，大约相当于全部黄金价值的 2 倍多。美国占全球经济的比例下降的同时，美国国债市场的体量相对于美国经济的比例逐年呈现上升。到 2022 年底，美国国债占 GDP 的比重已经超过了 120%。

图表 5: 美国国债总量 (万亿美元)



来源: Wind, 国联证券研究所

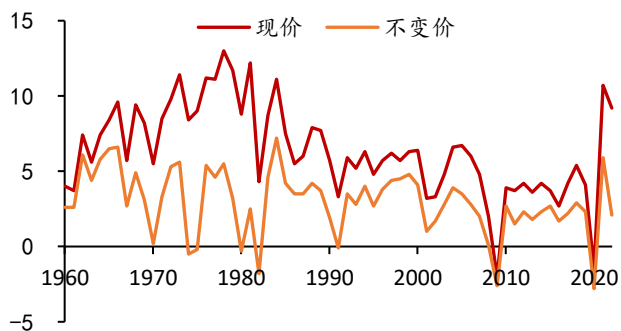
图表 6: 美国国债/GDP 比重 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

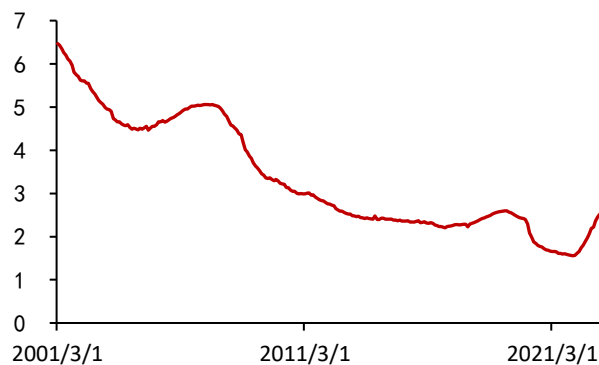
当美债占 GDP 比重显著小于 100% 的时候, 美国的偿债能力只看经济增长就可以确定是没有问题的。美国经济每年平均增长完全足够还债, 近 10 年不变价的 GDP 增速超过 2%, 而名义增速接近 4.6%。但是当美债占 GDP 比重大于 100% 之后, 偿债能力就不仅仅取决于经济增长, 也取决于经济增长速度和债务的利率水平。如果利率水平快速上升的话, 偿债的压力也会快速上升。从美联储 2022 年加息开始, 国债的平均利率大概上行了 1%, 对应国债 31.4 万亿美元的总量, 利息支出会增加 3140 亿美元。

图表 7: 美国 GDP 增速 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 8: 美国国债平均利率 (%)

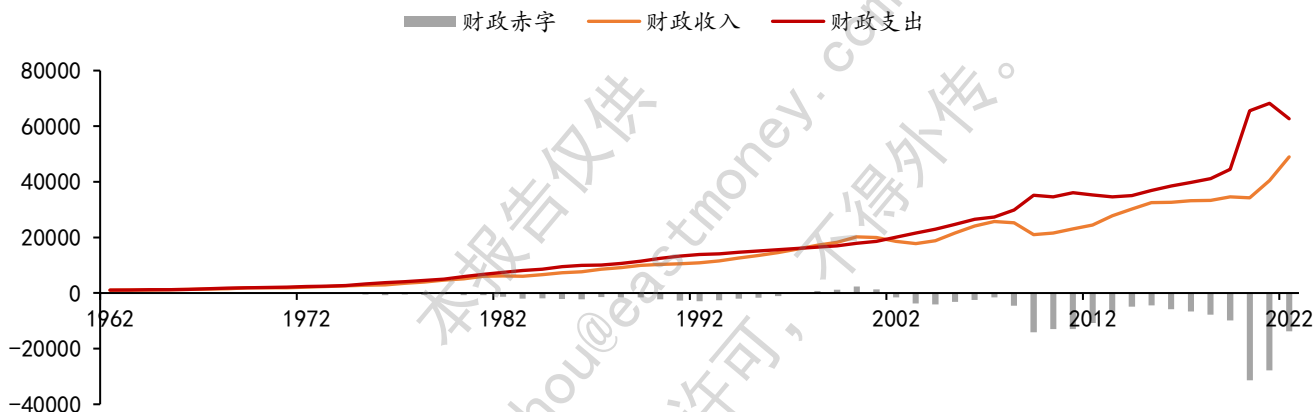


来源: 美国财政部, 国联证券研究所

额外的 3000 亿美元利息支出对于财政将造成显著的压力。2022 年美国财政赤

字为 1.38 万亿美元，额外利息支出将增加赤字超过 20%。当下美国关于债务上限问题的谈判中，削减开支也是中心议题之一。

图表 9：美国财政赤字(亿美元)



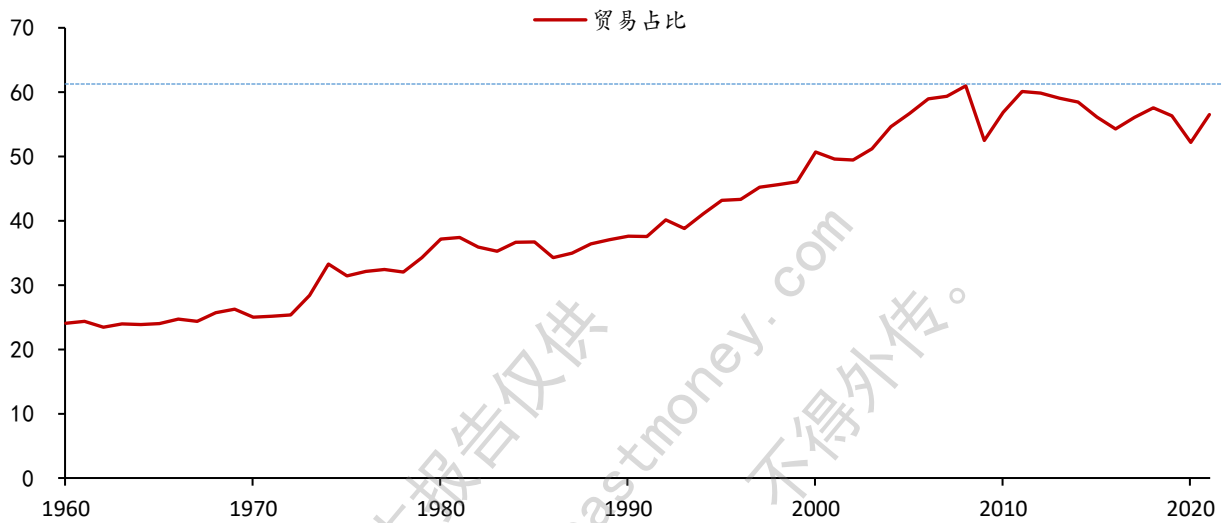
来源：Wind，国联证券研究所

➤ 美元需求：全球化的上下半场

从全球宏观的角度来看，美元的使用是和全球化紧密相关的，无论是用于贸易还是用于储备，之所以对美元有大量的需求，离不开全球化。

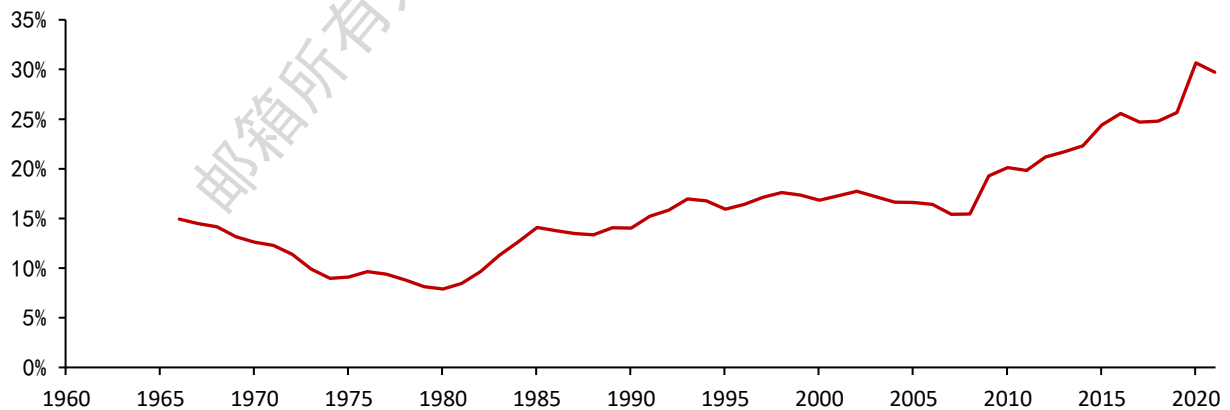
全球化的顶点出现在 2008 年，全球贸易占全球 GDP 的比例达到了 61%。从 60 年代数据开始到 2008 年，全球贸易占全球 GDP 的比例整体呈现逐年上升的趋势，但是 2008 年之后这个比例就不再上升，并且略微下降了大约 5 个百分点。全球化的停滞是目前去美元化的一个大背景。

图表 10: 全球贸易占 GDP 的比例(%)



来源: Wind, 国联证券研究所

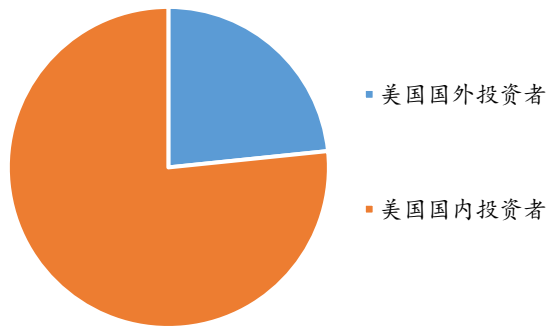
图表 11: 美国国债占全球 GDP 比例 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

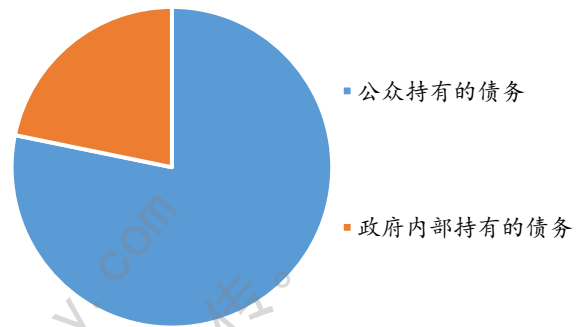
根据美国财政部国际资本 (TIC) 系统的数据, 美国国债中大概超过 7 万亿美元是由海外的投资者持有, 剩下的部分由美国国内的投资者持有。从另外的一个角度来看, 美国国债中公众持有的比例接近 8 成, 剩下的 2 成是政府内部持有。

图表 12: 美国国债持有人分布 (%)



来源: 美国财政部, 国联证券研究所

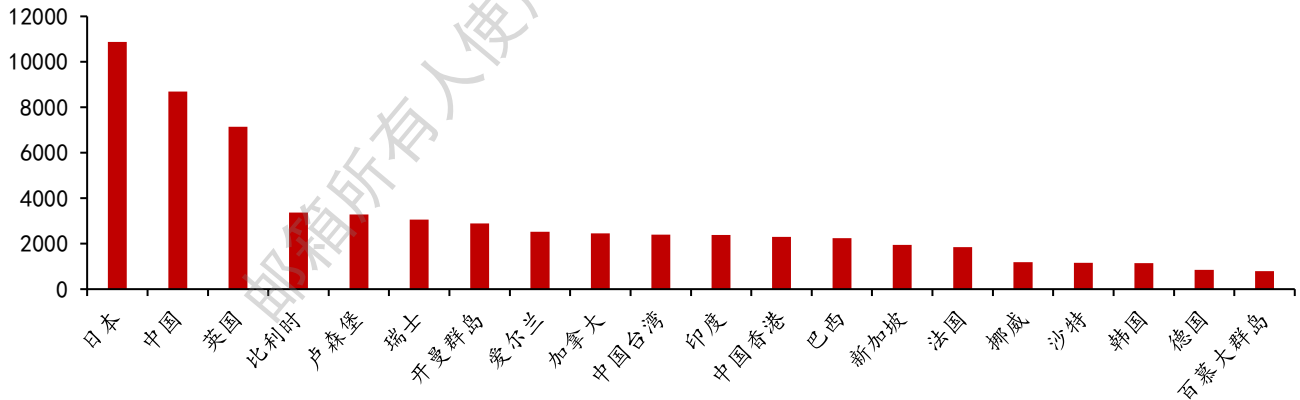
图表 13: 美国国债持有方分布 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

从最新的数据来看, 日本是持有美债最多的国家, 超过 1 万亿美元, 其次是中国超过 8600 亿美元。

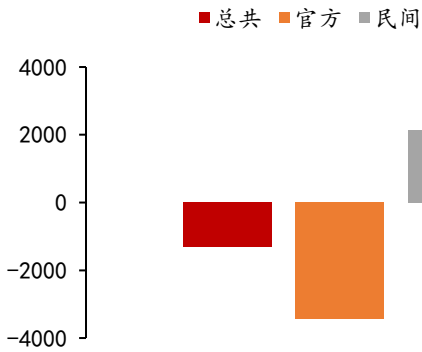
图表 14: 美国国外投资者持有美债的情况(亿美元)



来源: 美国财政部, 国联证券研究所

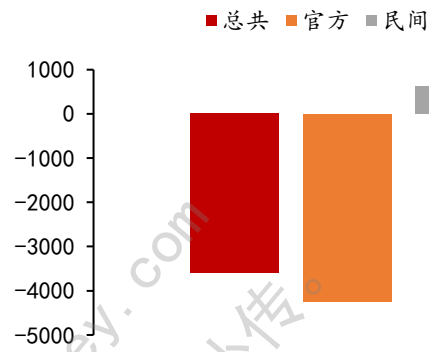
从 2022 年 2 月俄乌冲突爆发以来, 根据美国财政部的数据, 到 2 月外国总共减持了 3600 亿美元的美国国债, 其中官方减持了 4233 亿美元, 民间增持了 633 亿美元。到 3 月发生了一些变化, 截止 3 月外国总共减持了 1306 亿美元的美国国债, 其中官方减持了 3449 亿美元, 民间增持了 2143 亿美元。

图表 15: 美国国债减持情况 (截止 3 月, 亿美元)



来源: 美国财政部, 国联证券研究所

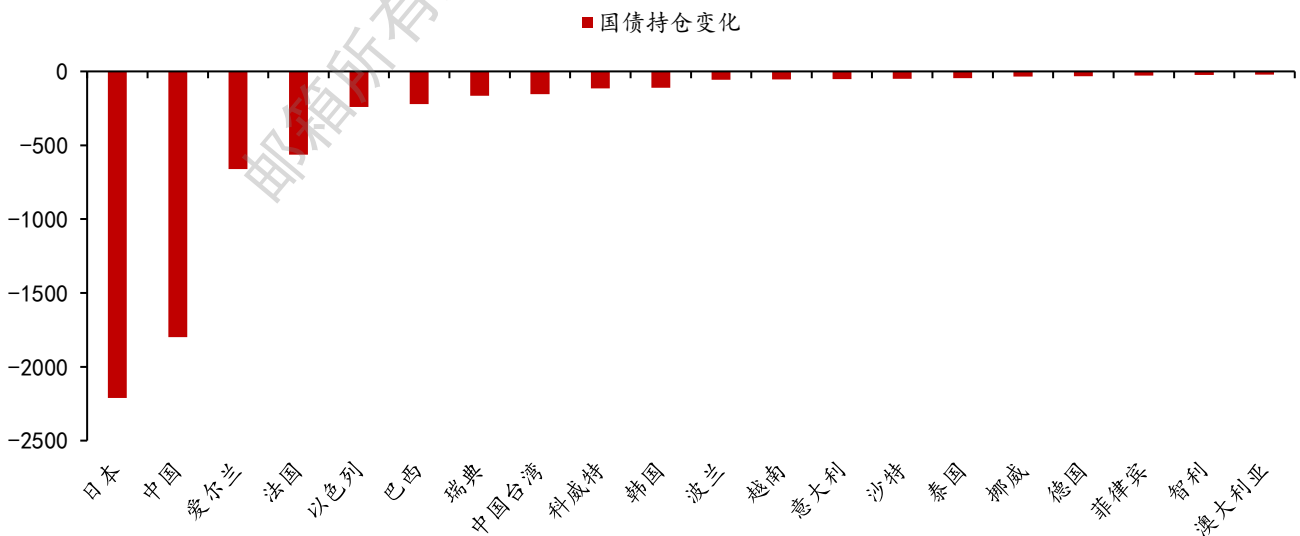
图表 16: 美国国债减持情况 (截止 2 月, 亿美元)



来源: 美国财政部, 国联证券研究所

在减持美债的外国中, 截止到 2 月, 最多的是日本, 总共减持了 2212 亿美元, 其次是中国减持了 1799 亿美元, 再次是爱尔兰减持了 662 亿美元, 第四位法国减持了 564 亿美元。在增持美债的国家中, 印度增持最多, 增持了 328 亿美元, 其次是西班牙增持了 215 亿美元。

图表 17: 近 1 年到 2 月减持美国国债的前 20 (亿美元)

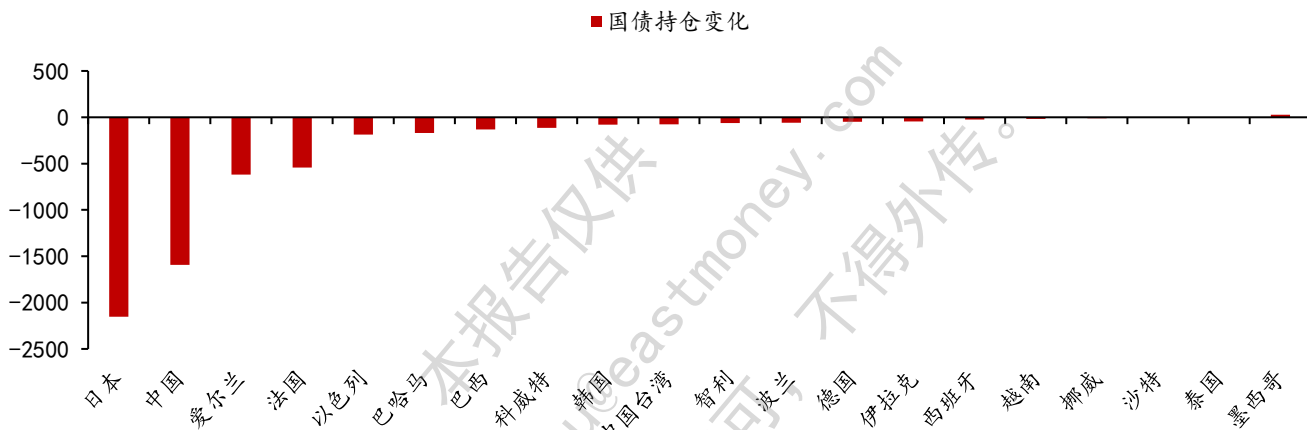


来源: 美国财政部, 国联证券研究所

在减持美债的外国中, 截止到 3 月, 最多的是日本, 总共减持了 2153 亿美元, 其次是中国减持了 1594 亿美元, 再次是爱尔兰减持了 619 亿美元, 第四位法国减持了 543 亿美元。在增持美债的国家中, 英国增持最多, 增持了 870 亿美元, 其次是

比利时增持了 870 亿美元。相对于 2 月，3 月外国对美国国债有一定的增持。

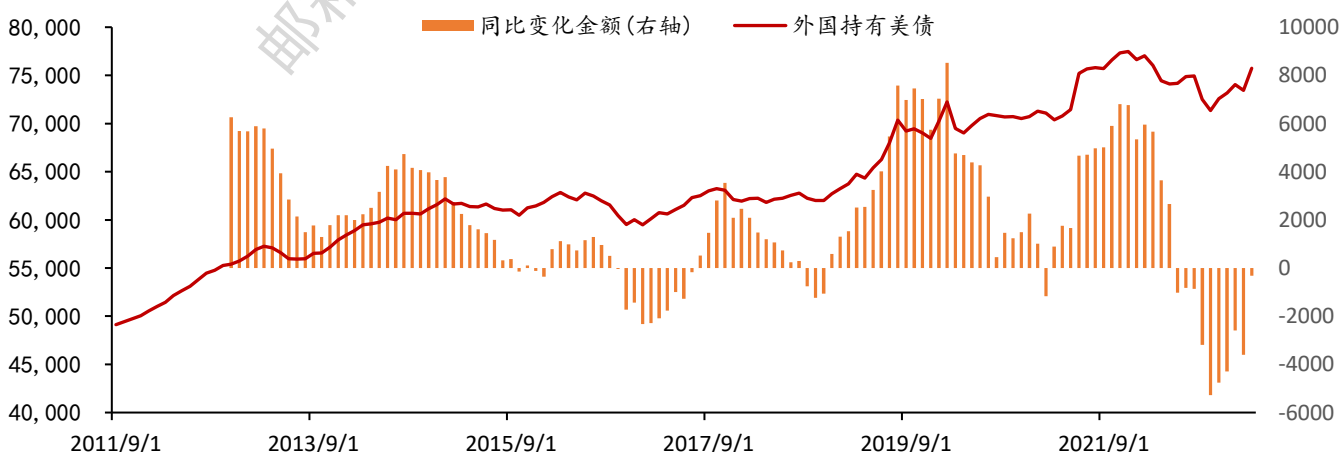
图表 18: 近 1 年到 3 月减持美国国债的前 20(亿美元)



来源: 美国财政部, 国联证券研究所

从历史数据的对比来看, 近期外国持有美债的同比下降金额是近 10 年未曾出现过的, 同比增速一度在 2022 年 10 月左右达到 -6.9%。

图表 19: 外国持有美国国债的情况(亿美元)



来源: 美国财政部, 国联证券研究所

另一方面, 全球化陷入停滞的同时, 美元虽然是全球货币, 但是能够得到美元流动性支持的国家并不是每一个国家, 这让其他国家有分散美元资产风险的动机。美元

自己有一个小圈子。2013年10月份，美联储、欧洲央行、英国央行、日本央行、加拿大央行和瑞士央行，这6家全球主要央行把现有的临时双边流动性互换协议，转换成长期货币协议。

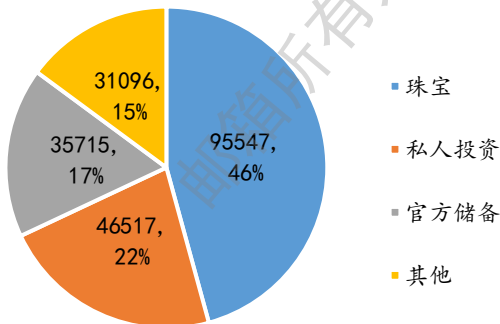
2.3. 美元和大宗商品的关系

➤ 大宗商品是货币的价值背书

大宗商品的固有价值为货币提供了类似锚的信用背书，但是这并不是一个固定的锚。在后布雷顿森林体系里，其实货币都并没有一个固定的锚。

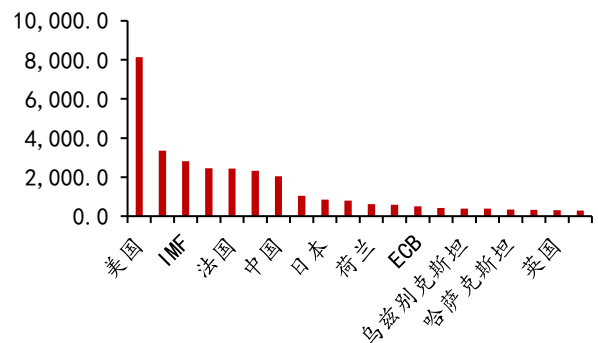
虽然在牙买加体系中货币已经和黄金脱钩了，但是在全世界的央行中黄金仍然是重要的储备资产。根据世界黄金协会的数据，到2022年在黄金的存量中17%是作为官方储备。黄金目前最大的用途是做珠宝，约占46%，另外也有大概15%的比例是作为私人投资。

图表 20：黄金地上存量（吨）



来源：世界黄金协会，国联证券研究所

图表 21：黄金储备（吨）



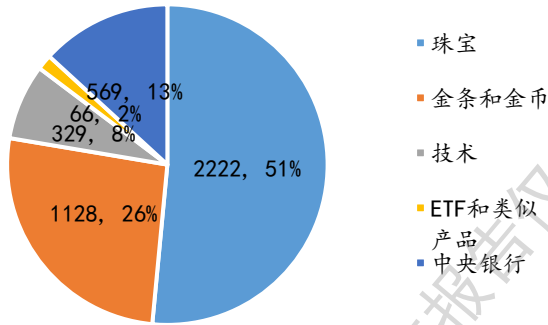
来源：Wind，国联证券研究所

根据世界黄金协会的数据，2013-2022 平均黄金的供给和需求情况大致如下图所示，一年的平均需求是 4314 吨，而供给是 4654 吨，供给和需求基本上是平衡状态，供给比需求多 340 吨，接近需求总量的 8%。

结构上看，黄金的年均需求中最大的一块儿是珠宝 2222 吨占比 51%，其次是金条和金币 1128 吨占比 26%，第三是中央银行 569 吨占比 13%；黄金的供给中金矿

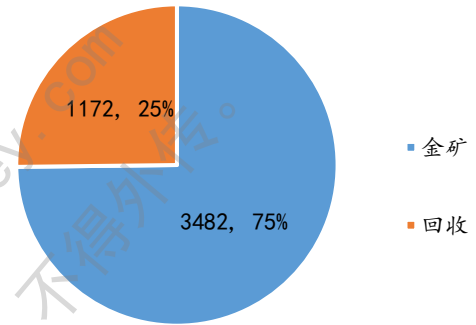
3482 吨占比 75%，回收 1172 吨占比 25%。

图表 22：黄金年均需求（吨）



来源：世界黄金协会，国联证券研究所

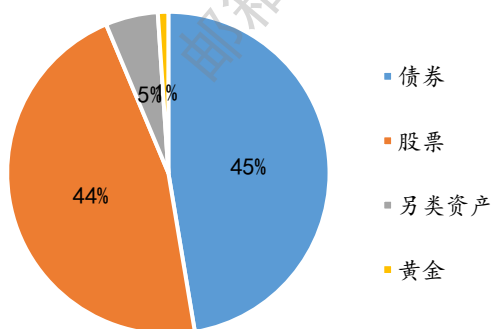
图表 23：黄金年均供给（吨）



来源：世界黄金协会，国联证券研究所

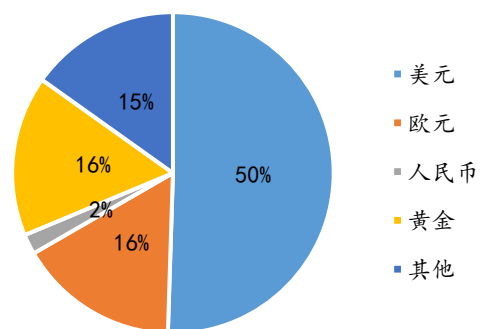
在全球资产分布中，黄金资产的占比只有 1%。但是，在央行的储备中，黄金仍然是非常重要的组成部分，大约占 16%。因此，央行的需求波动对黄金的价格仍然有显著的影响。

图表 24：全球金融资产分布（%）



来源：世界黄金协会，国联证券研究所

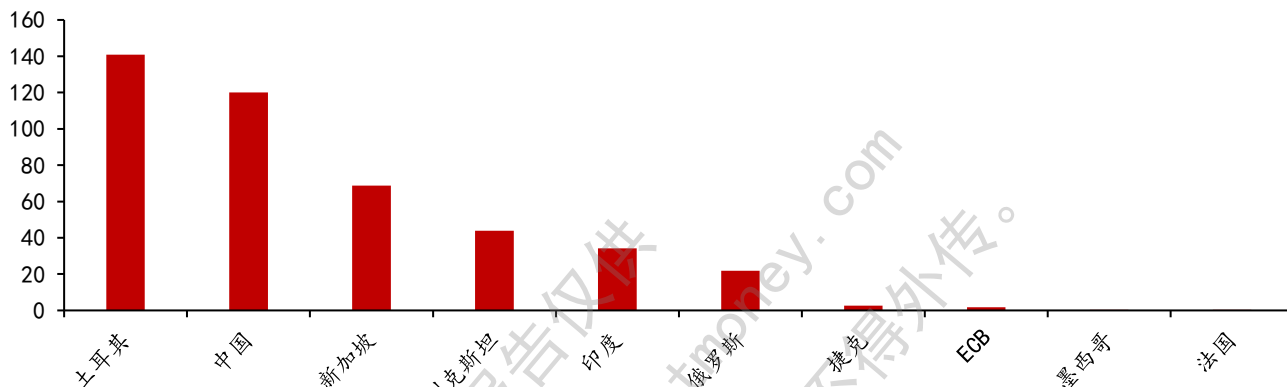
图表 25：黄金在储备中占比



来源：世界黄金协会，国联证券研究所

对比 2022 年 1 季度和 2023 年 1 季度，黄金储备增加最多的国家是土耳其，其次是中国，前 10 个国家增持的总量超过 430 吨，为黄金价格提供了支撑。

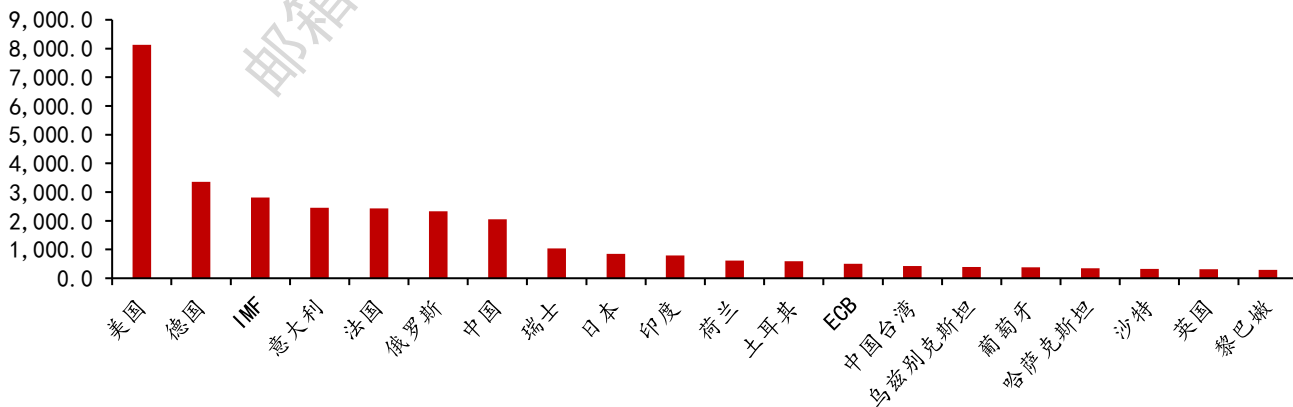
图表 26：2022 年到现在增持黄金储备(吨)



来源：世界黄金协会，国联证券研究所

从官方黄金储备的存量来看，最多的是美国，根据世界黄金协会的 2023 年 4 月的数据，美国的黄金储备超过 8100 吨，其次是德国，中国的黄金储备排第 7 略超过 2000 吨。

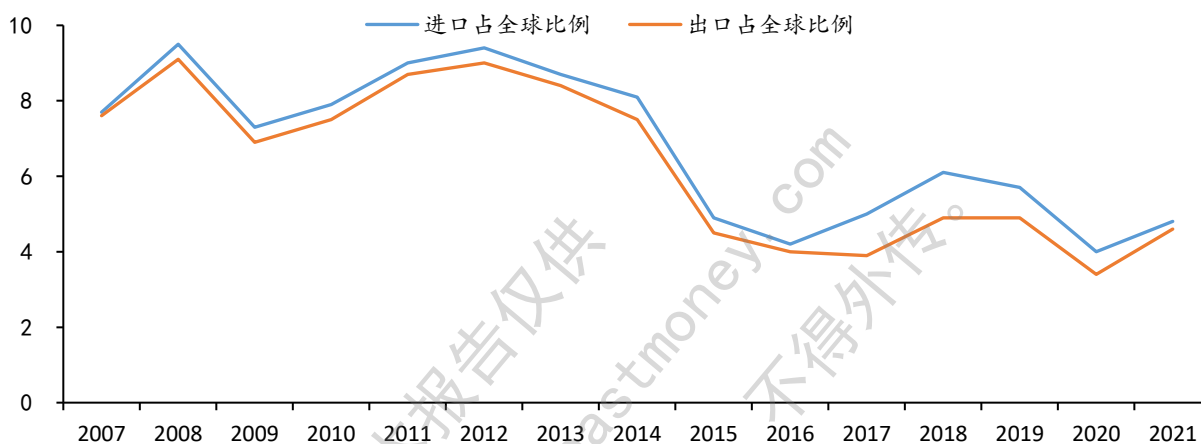
图表 27：前 20 官方黄金储备(吨)



来源：世界黄金协会，国联证券研究所

石油是全球贸易中最重要的单一商品，这也是有所谓石油美元说法的重要原因。整体来看无论是进口还是出口，石油这一单一商品在 2008 年左右的高点时占到全球接近 10%，今年这个比例较其高点已经明显地下行，大概只占到全球贸易的 5%。

图表 28：石油占全球贸易的比重(%)



来源：United Nations 2021 International Trade Statistics Yearbook, 国联证券研究所

石油美元是美元作为全球交易货币的重要支柱。这背后的重要支撑在于美国在很长一段时间内是全球最重要的石油进口国，最高的时候美国一个国家的进口额就占到全球石油贸易的超过四分之一。

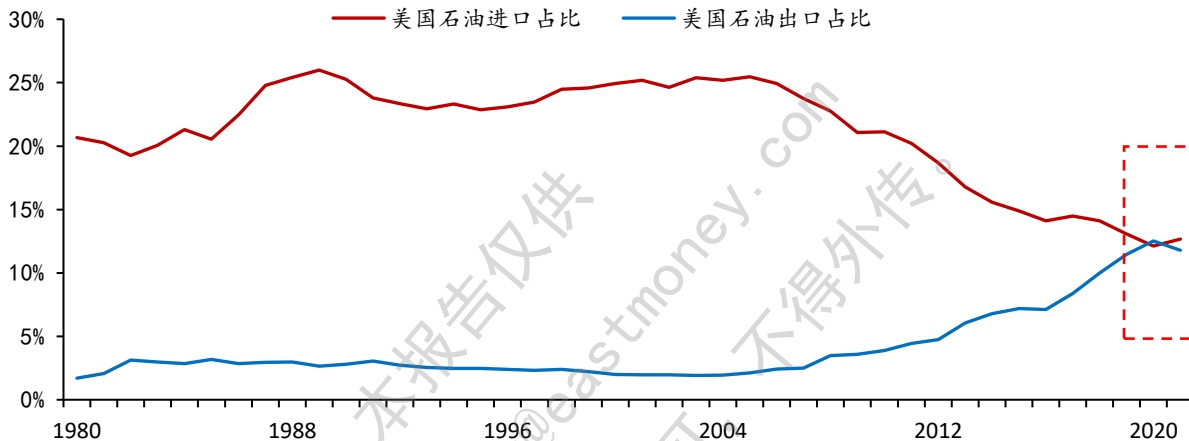
但是这个状况随着美国页岩气革命的发生逐渐发生了变化，美国逐渐从一个石油的进口国变成了石油的出口国，整个变化是从 2005 年左右就开始了的，但是直到 2020 年量变积累到了质变，美国的石油出口占比首次超过了进口占比。

美国从石油进口国变成石油出口国可能会带来的两个重要变化：

一方面，由于美国成为石油的净出口国，石油美元的基础就会被动摇，因为美国不再需要向外国购买石油，那么也就不会有净石油美元的外流；

另一方面，美国和其他产油国的关系也会发生变化，从原来的最大客户，逐渐演变成了重要的市场竞争对手。

图表 29：美国进口和出口石油占世界的比例 (%)



来源：(BP) statistical review of World Energy 2022，国联证券研究所

2.4. 储备货币和经济产出之间的关系

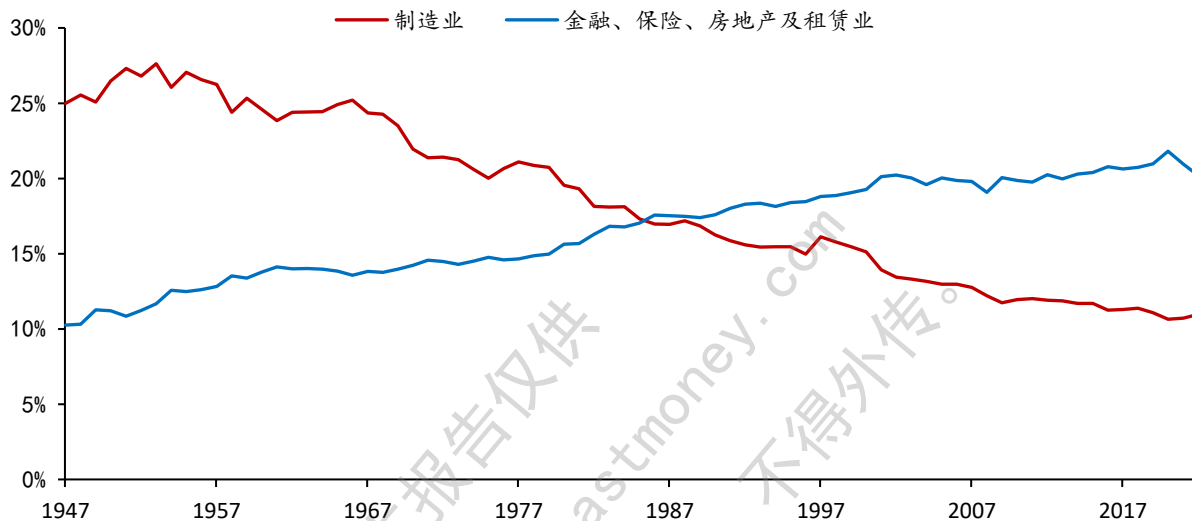
➤ 经济产出和货币长期趋同

货币的演变虽然和实体经济的演变不是一一对应，但是长期来看，实体经济的表现会逐渐地体现到金融的变化中。

美国制造业占名义 GDP 的比重在 1947 年的时候为 25%，之后一路下行，到 2022 年只剩下不到 11%，而同时间金融、保险、房地产租赁业的比重稳步上升，1947 年的时候近略微高于 10%，到 2022 年已经上升到高于 20%。

关键的交叉点发生在 1985 年左右，制造业的占比开始低于金融等行业的占比，美国经济的支柱逐渐从制造业向金融转型。

图表 30：美国制造业和金融、保险、房地产租赁业占 GDP 的比例 (%)

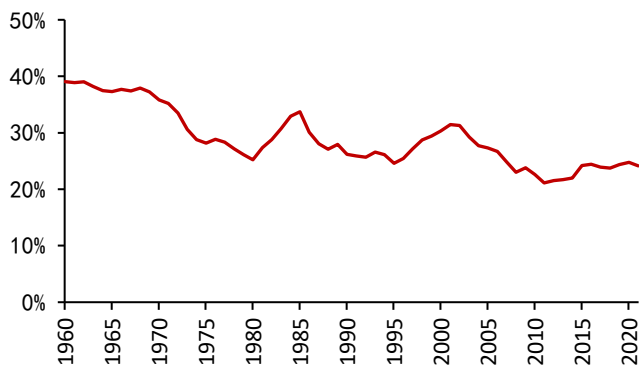


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

同时间，美国经济在全球所占的比重整体呈现下降的趋势。美国占全球 GDP 的比例在 1960 年的时候接近 40%，之后整体呈现逐渐下降的趋势，到 2021 年下降到了略高于 24%。

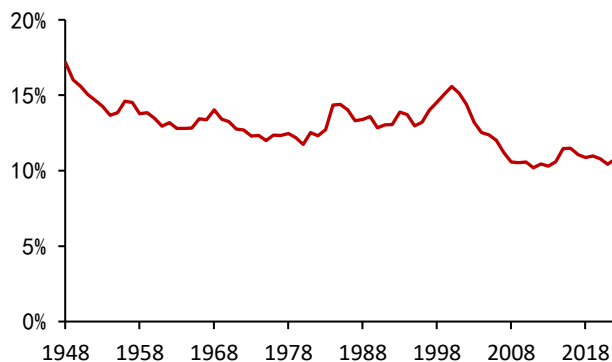
和 GDP 的趋势类似，美国进出口占全球进出口的比例整体也是呈现一个缓慢下降的总体趋势。根据 WTO 的数据，1948 年的时候美国的进出口占全球的进出口 17%，到 2022 年这个比例下降到了不足 11%。美元在全球经济中的比重明显高于了美国经济在全球经济中的比重。

图表 31：美国 GDP 全球占比 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 32：美国进出口占全球进出口的比例



来源：Wind，国联证券研究所

➤ 美元面对的新难题

美国经济实力的相对下降和美元信用体系下对美元和美债需求的持续上升形成了一个新问题:

- 一方面, 由于美元取得了国际核心货币的地位, 各国为了发展国际贸易, 必须用美元作为结算与储备货币, 这样就会导致流出美国的货币在海外不断沉淀, 美国国际收支长期逆差, 这些资金需要美国国债市场作为投资目的地;
- 另一方面, 随着美国经济在全球比重的下降, 美国为全球提供美国国债这种无风险资产的能力也在下降, 为了保持美元币值稳定美国需要控制债务增长, 这又要求美国削减美国国债市场的规模。

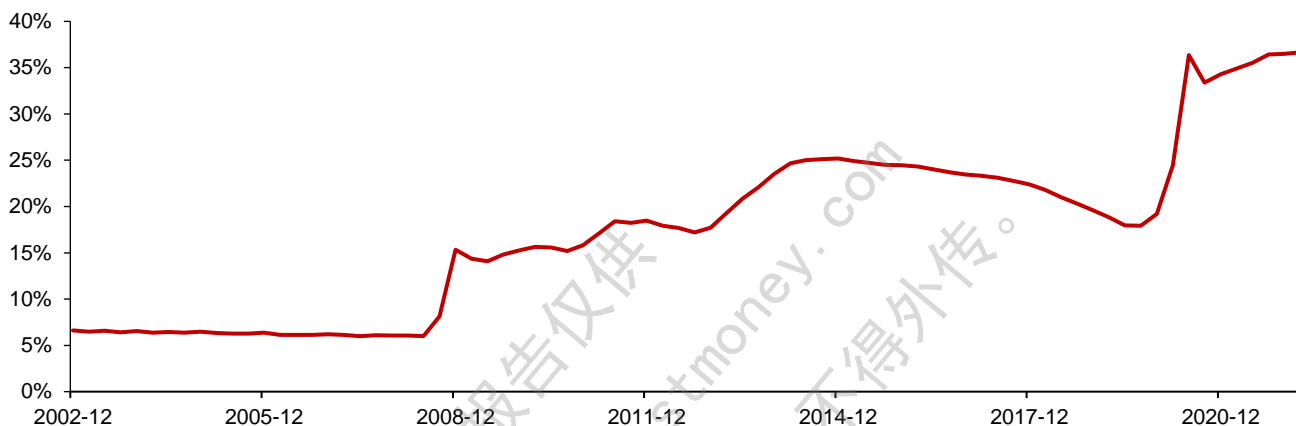
由于美国经济在全球经济中比重的增加, 美国向全球供给美国国债的能力将低于全球对于美国国债的需求, 随着美国国债的不断累积, 最终有一日美国或将无力偿还债务, 全球货币体系将被冲击。

➤ 美联储量化宽松大幅增加了资产负债表规模

美联储在 2008 年金融危机之后, 以及在 2020 年新冠疫情之后, 分别进行了两次大规模的量化宽松, 大幅扩大了美联储的资产负债表。这些天量新印的钱已经造成了通胀的显著上涨, 而要回收这些流动性需要很长的时间。

美联储已经开始了缩表, 但是这个过程会持续相当长时间。2022 年 5 月会议美联储明确会继续现在的充足准备金模式, 所以最终资产负债表的规模仍会显著大于 2008 年金融危机前稀缺准备金的时代。目前看保守估计, 如果美联储整个资产负债表占名义 GDP 的比例回到 2019 年末的水平, 大约为接近 18%。那么缩表总体规模大约会在 3 万亿美元左右, 因为考虑到随着时间的增长名义 GDP 也在逐渐增长, 如果实际 GDP 大约每年增长 2%, 再加上 2% 左右的通胀, 那么以 950 亿美元每月的速度估计大概会持续 3 年左右的时间。

图表 33: 美联储资产/名义 GDP(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

3. 黄金的稀缺性和天然避险属性使得黄金价值或将迎来重估

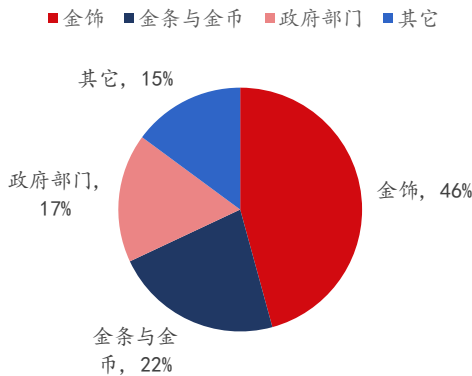
3.1. 黄金的稀缺性

► 稀缺性对金价有支撑

根据世界黄金协会统计, 目前已探明尚未开采的地下黄金储量约 52000 吨。

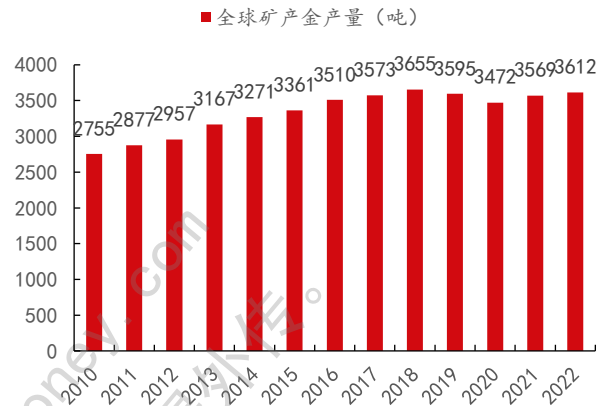
2022 年全球矿产金产量为 3612 吨。

图表 34：现有黄金存在形式 (%)



来源：世界黄金协会，国联证券研究所

图表 35：全球历年矿产金产量 (吨)



来源：世界黄金协会，国联证券研究所

由于金矿资源日益枯竭，全球多年没有新的大型金矿被发现。加上资源品位下降，开采难度加大，开采成本不断上升，2022 年全球平均总维持成本超过 1250 美元/盎司。预计矿产金供应量呈现下降趋势，黄金资源稀缺性将进一步突显。

3.2. 黄金的货币属性

➤ 天然货币属性和天然避险资产

黄金由于其天然稀缺性以及完美的自然属性，自古以来受到人类社会青睐。在相当长的历史时期内，承担着货币职能。金本位制就是以黄金作为一般等价物的货币制度，19 世纪中期开始盛行。在历史上，曾有过三种形式的金本位制：金币本位制、金块本位制、金汇兑本位制。金币本位制特点主要有：

1. 用黄金来规定货币所代表的价值，每一货币单位都有法定的含金量，各国货币按其所含黄金重量进行兑换。

2. 金币可以自由铸造。

3. 金币是无限法偿的货币，具有无限制的支付手段的权利。

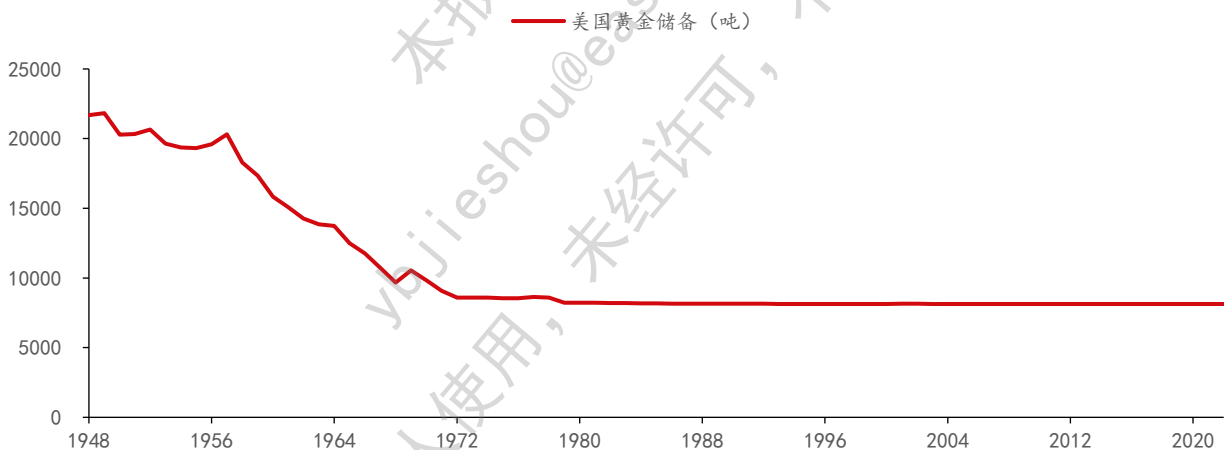
4. 各国货币储备是黄金，国际结算也使用黄金，黄金可以自由输出与输入。

最早实行金币本位制的国家是英国。1816 年，英国通过了《金本位制度法案》，从法律的形式承认了黄金作为货币的本位来发行纸币。1914 年第一次世界大战爆发后，各国为了筹集庞大的军费，纷纷发行不兑现的纸币，禁止黄金自由输出，金币本位制随之告终。第一次世界大战结束后，主要资本主义国家试图恢复金本位制。但只规定货币单位的含金量，而不铸造金币，这就是金块本位制和金汇兑本位制。

第二次世界大战结束后，建立了以美元为中心的国际货币体系，美国国内不流通金币但允许其他国家政府以美元向其兑换黄金。1944年7月，45个国家代表齐聚美国布雷顿森林市达成一致协定，各国货币盯住美元，各国财政部和央行按照35美元/盎司与美国兑换黄金，此后黄金价格长期保持稳定。

1971年8月，美国总统尼克松宣布“美国已无力履行美元与黄金挂钩的国际承诺”，布雷顿森林体系失效。1971年12月以《史密森协定》为标志，美元对黄金贬值，美联储拒绝向国外中央银行出售黄金，美元与黄金挂钩的体制名存实亡。

图表 36：二战后美国黄金储备快速下降（吨）



来源：Wind，国联证券研究所

布雷顿森林体系结束以后，黄金尽管退出历史舞台，但仍保留了部分货币属性。“货币天然不是金银，但金银天然不是货币”，发达国家央行仍大量储备黄金，新兴市场国家央行国际储备多元化的一大方向就是增持黄金。此外，当国家出现信用危机时，货币发生贬值，黄金作为一般等价物，是社会公认的更加安全的避险资产。

3.3. “去美元化”带来的黄金价值重估

➤ 价值重估的机会

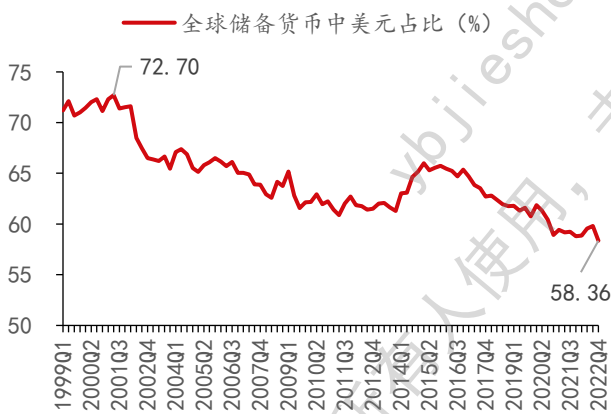
国际市场上黄金以美元计价，所以美元指数直接影响黄金价格。当美元下跌，黄金本身价值没有发生变化，体现为金价上涨；反之亦然。根据我们的计算结果也显示，二者之间相关系数为-0.36，表明存在一定的负相关性。

由于美国拥有全球领先的经济实力、高度发达和开放的金融市场体系，美元摆脱了黄金的束缚后，继续作为全球占据主导地位的货币，凭借所谓的“后布雷顿森林体

系”继续维系着单极霸权。特别是近些年来，美国频频将美元当作武器，对他国肆意制裁。在美国经济衰退时，美联储开动印钞机刺激经济，巨额美元流向全球，助推资产价格泡沫，后果则由全世界共同承担。而当需要加息抑制通胀时，美元快速回流美国，其他国家货币往往大幅贬值，造成金融市场大幅动荡，甚至引发局部金融危机。特别是 2022 年乌克兰危机后，美国宣布禁止俄罗斯部分银行使用 SWIFT 国际结算系统。美元霸权引发不满，“去美元化”的声音日渐高涨。

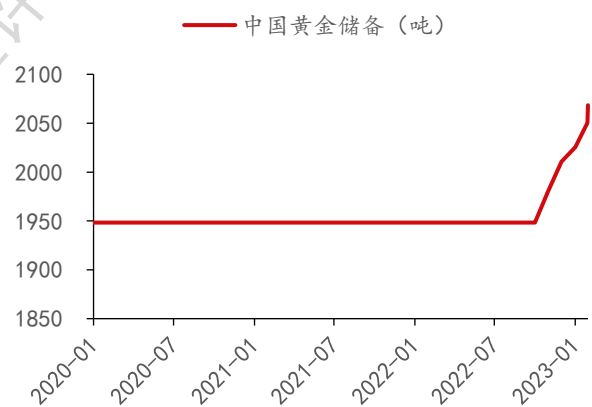
事实上，随着美国国际政治和经济地位不断遭遇挑战，美元在全球储备货币中的占比已由最高峰时期的近 73% 下滑至不足 60%。

图表 37：美元在储备货币中的占比 (%)



来源：IMF，国联证券研究所

图表 38：2022 年 4 季度来中国央行增持黄金 (吨)



来源：IMF，国联证券研究所

从世界货币史来看，在全球主要的国际货币形成过程中，黄金储备都发挥了十分重要的作用。英镑是第一个称霸世界的货币，而英镑的基础就是金本位制。第二次世界大战后，美元走向全球霸主地位，它依靠的也是美国政府手中占全球 70% 的黄金储备。据此我们可以推测，在全球货币体系重构过程中，黄金作为硬通货，资源稀缺、价值稳定，以及其普遍可接受性，将再次发挥非常重要的价值基础作用。

黄金储备对于人民币国际化的发展具有十分重要的意义，拥有适度的黄金储备有助于人民币国际化的稳步推进。为人民币不断走向国际化提供了很好的价值基础，有助于增强全球市场对人民币的信心。中国人民银行近 5 个月来连续增持黄金储备，累计超过 120 吨。从经济总量看，2022 年中国继续稳居世界第二位，GDP 总量约为美国的 70%。但我国黄金储备仅为美国的 25% 左右，这与我国的经济地位严重不符，

我们认为未来仍有可能继续增持。

诚然，去美元化进程并非一蹴而就。可以预见，中间将会经历诸多波折。同时，还必将伴随着全球地缘政治风险上升。这些都对黄金构成有利因素，黄金价值将迎来重估。

4. 石油美元面对挑战，欧佩克减产或支撑油价

4.1. 欧佩克减产计划

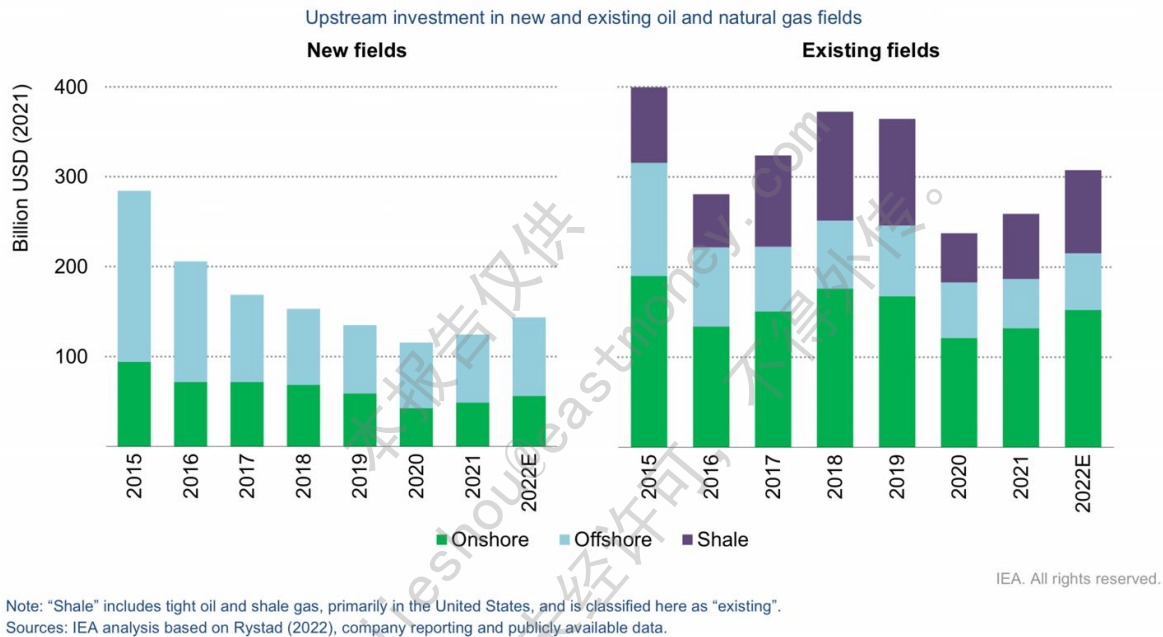
➤ 欧佩克减产效果

2022年全球原油产量是99.9百万桶/日，其中欧佩克产量是28.86百万桶/日，约占全球总产量的29%。算上俄罗斯、阿曼、墨西哥、哈萨克斯坦等非欧佩克产油国，整个欧佩克+原油总产量达到了全球总产量的45%；2023年4月初，欧佩克+多个成员国宣布“自愿”消减石油产量，减产周期将自23年5月持续到12月，加上此前俄罗斯因成品油出口受到制裁宣布50万桶的减产量，届时整个欧佩克+新增减产幅度将超过160万桶/日。

一方面欧佩克减产为了提振油价，缓解油市因银行业危机陷入萎靡的情境；另一方面减产反映了欧佩克对未来石油需求下降的担忧。国际能源署（IEA）、石油输出国组织（OPEC）和美国能源署（EIA）在石油月度报告中对23年原油市场做出了判断，三大能源组织机构认为欧佩克减产会对原油市场和油价造成压力，原油市场可能面临供应紧缺，油价和通胀可能面临上行风险。过去几年石油和天然气的上游投资偏弱，也将在未来影响供给，进而对油价起到支撑作用。

欧佩克+在2022年10月宣布自11月起减产石油200万桶/日，当时欧佩克+宣布减产有两个原因：第一个原因是22年前三季度美联储和欧洲央行分别多次加息，原油价格在10月下跌至85美元/桶以下，欧佩克+大幅减产旨在稳定油价；第二个原因是22年3Q全球石油供给相对于需求小幅过剩约113万桶/日，欧佩克+希望通过减产出清这部分过剩产能，维持石油供需平衡。

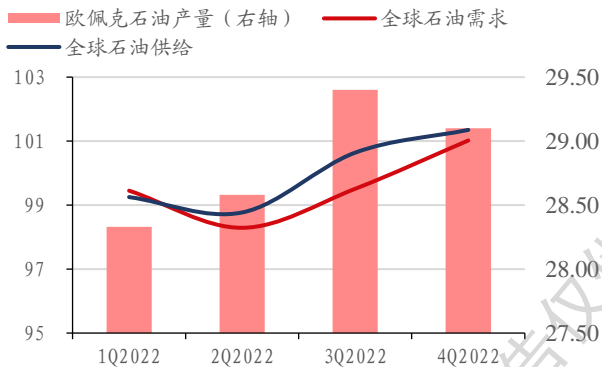
图表 39：石油的上游投资



来源：IEA，国联证券研究所

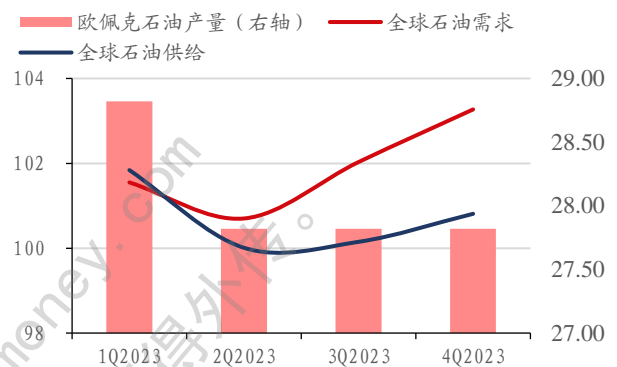
根据欧佩克 4 月的石油月报，23 年 1Q 全球石油基本面有 30 万桶/日的供应过剩，3 月布伦特原油价格下跌至 80 美元/桶以下，欧佩克+成员国宣布减产，油价一度恢复至 85 美元/桶。23 年 2H 全球石油需求预计在 102-103 百万桶/日，较 1Q 增长约 1-2 百万桶/日，叠加欧佩克约 1 百万桶/日的新增减产，预计 23 年 2H 全球石油供需将面临大约 2 百万桶/日的缺口，届时产油国可能会再次调整石油供应策略。

图表 40: 2022 年石油供需 (百万桶/日)



来源: OPEC, 国联证券研究所

图表 41: 2023 石油供需预测 (百万桶/日)



来源: OPEC, 国联证券研究所

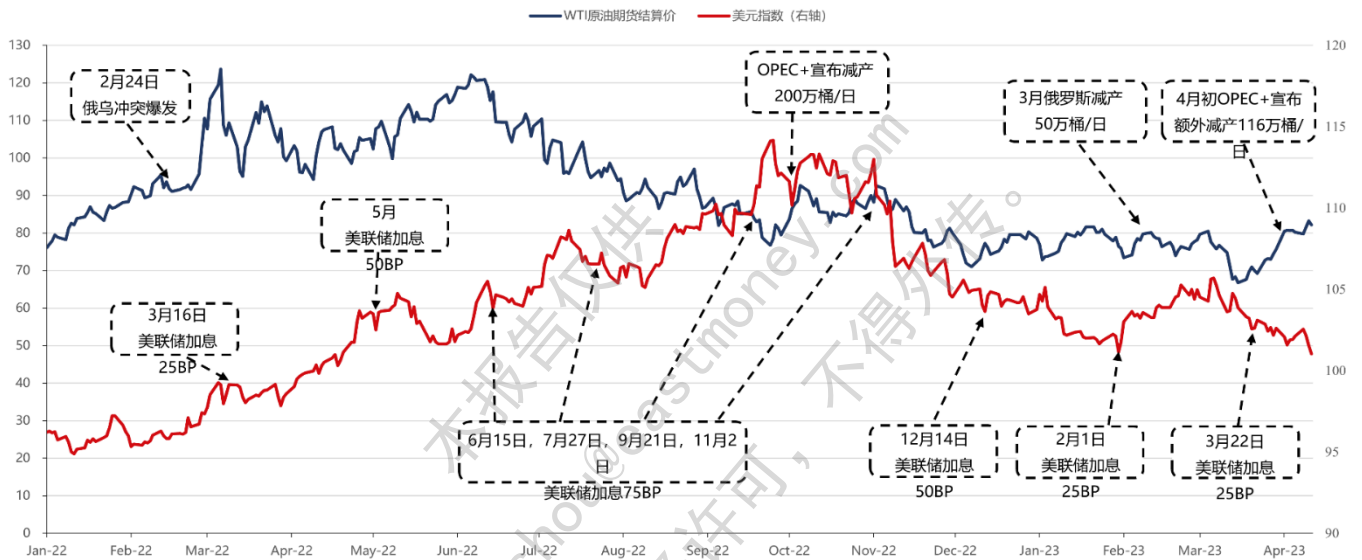
4.2. 油价影响因素与美元指数

➤ 欧佩克减产效果

欧佩克+在 22 年 10 月宣布减产, 油价短期恢复至 90 美元/桶。美联储在 11 月 2 日, 12 月 14 日分别加息 75BP 和 50BP, 似乎是刻意抑制油价上涨。这次减产欧佩克+将目标产量配额由 4385 万桶/日下调至 4185 万桶/日, 11 月和 12 月的实际产量在 4000 万桶/日左右, 主要是由于安哥拉、尼日利亚、俄罗斯等国产能不足, 减产对全球石油市场的冲击不及预期。

今年 4 月沙特、伊拉克、阿联酋等产油国宣布“自愿”减产共计 116 万桶/日, 油价上涨至 80 美元/桶以上, 3 月油价曾跌破 70 美元/桶。中国 GDP 在 23 年 1Q 增长达到 4.5%, 恢复超预期, 能源机构一致认为中国将拉动全球石油需求增长。美国近期就业、工业活动和消费者信心数据指向经济衰退预期, 页岩油增产存在很大不确定性。23 年 2H 面临的石油供应短缺风险或推动油价走高。

图表 42：2022-2023 油价与美元指数



来源：Macrotrends，国联证券研究所

4.3. 金油比和美国全球竞争力

➤ 金油比和黄金价格

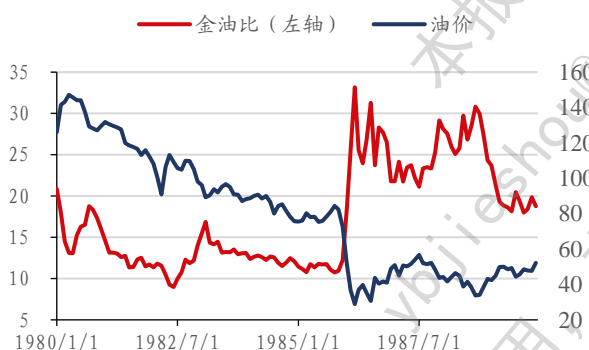
中国、俄罗斯、巴西、印度、东盟、肯尼亚、沙特、阿联酋等国家开始使用当地货币用于石油、天然气贸易结算，全球去美元化的势头正在增强。在国际市场上，石油价格和美元一直有强绑定的关系，美元也是黄金的计价货币，从历史数据看，黄金价格和石油价格的比值在一定程度上反映了美元在国际货币中的竞争力。

1980 年代前半段，金油比在 10-20 区间，后半段金油比上升至 25-30 区间，总体看 80 年代金油比处在高位。1979 年至 1980 年第二次石油危机波及到美国，石油短期内供给大幅减少和油价上涨对美国的经济构成负面冲击，美国经济陷入“滞胀”环境。1990 年代，金油比下降至 15-25 区间，美国在 90 年代初期经济仍处于长期萧条，复苏缓慢的阶段，90 年至 92 年间通过多次降息促进投资和消费，带动经济恢复。90 年代中期，美国经济实现持续增长。2000 年至 2008 年金油比在 10 附近波动，08 年以后开始上升。08 年金融危机造成美国经济持续萧条，而中国在 08 年后通过调整经济发展策略，经济实力出现意想不到的提升。

金油比间接反映了美国与仅次于美国经济体之间的实力差距，金油比越大，与美国经济实力差距越小。如果把 1980 年至 1989 年金油比看作苏联和美国的实力对比；

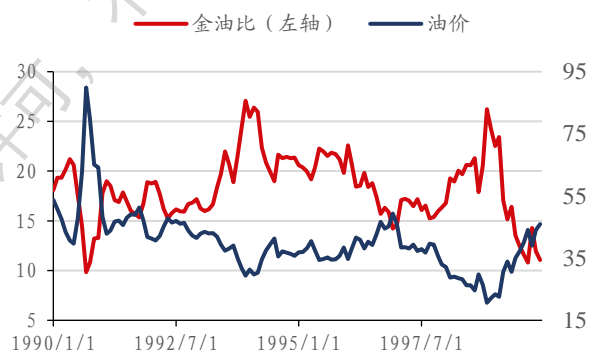
1990 年至 1999 年金油比看作欧盟和美国实力对比，那么 2008 年之后的金油比可以看作是中国经济实力的比较。反映苏联和美国实力的金油比在 25-30 区间，反映一体化时期的欧盟和美国实力的金油比在 15-25 区间，对比中国与这些国家的实力，可以近似用 20-30 的金油比来粗略预测 08 年后的油价和金价。若假设油价在 23 年至 28 年 5 年间维持在 70-80 美元，那么该假设下参考历史金油比我们认为黄金价格的合理区间应该在 1400-2400 美元。

图表 43：80 年代油价（美元/桶）和金油比



来源：Macrotrends，国联证券研究所

图表 44：90 年代油价（美元/桶）和金油比



来源：Macrotrends，国联证券研究所

图表 45：2000-2022 油价（美元/桶）和金油比



来源：Macrotrends，国联证券研究所

5. 风险提示

5.1. 美联储持续鹰派的风险

美联储继续加息将增加经济硬着陆和金融系统出现风险的可能性。

5.2. 地缘政治冲突风险超预期

俄乌冲突等地缘政治冲突风险可能超预期, 对未来世界宏观经济带来更大不确定性。

5.3. 金融状况收紧超预期

金融体系很复杂, 充满非线性的特征, 金融状况可能在短时间迅速收紧而爆发危机。

5.4. 价格预测偏差的风险

存在假设条件不成立等因素导致未来黄金价格区间测算结果与实际结果存在偏差的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695