

非美国国家更加关注金融安全，去美元化仍任重道远

——国际货币体系的政治和经济博弈

报告摘要

近年来地缘政治和国际秩序动荡，美国频繁动用美元霸权，美元“武器化”引起非美国国家对金融安全的深切忧虑，这使得非美国国家将“去美元化”提升到国家安全的层面予以高度关注，政治因素成为了掀起新一轮去美元化浪潮的核心因素。同时，美元自身信用根基正在不断削减，历次金融危机中美国政府不加节制的扩张性财政政策和无限量货币宽松政策，深刻动摇了国际社会对美元的信心。

长期来看去美元化、全球货币多极化是大势所趋，但政治和经济层面的多重博弈使得去美元化进程中局面复杂，难以一蹴而就。国际货币体系变革是一个长期过程，短期内美元在国际货币体系中的支配地位仍旧较为稳固。

近期美国经济基本面的韧性为美元维持强势地位提供了重要的支撑。此外，几十年发展形成的美元流动性网络也夯实了美元在国际货币体系中的特殊地位，美元在流动性、资本市场的深度、便利性以及安全性方面仍存有较强的不可替代性。各国支付、储备和资产配置“惯性”使得货币体系迁移成本高企。当前美元仍是国际贸易结算体系中最主要的支付货币，并且在全球外汇储备中占比仍居第一位。在国际货币体系尚未找到新的锚点之前，地缘冲突造成全球风险抬升可能令各国在避险情绪催动下反而倾向于加强美元储备、配置美元资产，推动美元国际地位阶段性上升。

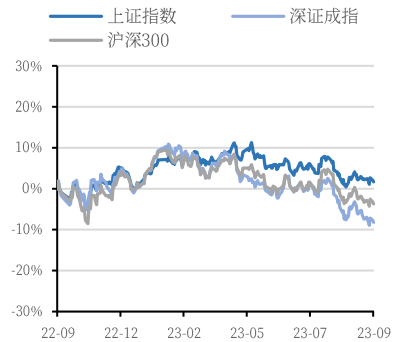
往后看，随着地缘冲突频发，在国家安全、金融安全等核心利益的驱使下，非美国国家推动去美元化的必要性和紧迫性进一步上升。部分强力政治因素一旦出现，如诞生新的区域共同货币等，可能会推动全球货币体系多极化、去美元化进程出现加速。

近年来人民币国际化已经取得了显著成效，但未来人民币国际化深入发展进程中仍有较多问题亟待解决。首先，现今金融市场的广度、深度有待进一步提升，以更好地支撑庞大规模的国际储备和结算。其次，在岸人民币金融体系的便利性有待进一步加强，以为人民币的国际使用提供全面服务，同时离岸人民币市场建设尚待完善。第三，如何形成资本有序流动、汇率相

主要数据

上证指数	3102.2726
沪深300	3692.8928
深证成指	10060.1512

主要指数走势图



作者

董忠云 分析师
SAC 执业证书: S0640515120001
联系电话: 010-59562478
邮箱: dongzy@avicsec.com

符旸 分析师
SAC 执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘倩 研究助理
SAC 执业证书: S0640122090025
联系电话: 010-59562515
邮箱: liuqian@avicsec.com

相关研究报告

美联储暂停加息，我国增量稳房地产政策初步起效 —2023-09-24

美联储暂停加息，经济预测显示高利率或维持更长时间 —2023-09-22

金融市场分析周报 —2023-09-19

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

对稳定和货币政策维持独立性三者之间的相对平衡，是人民币货币体系需要持续解决的问题。



正文目录

一、 政治因素推动去美元化浪潮再起	4
(一) 核心因素——政治：地缘政治紧张下，非美国国家金融安全诉求推 升去美元化关注度	4
(二) 历史上的政治因素推动去美元化：欧元诞生，对美元形成冲击， 促使国际货币体系向多极化发展.....	7
(三) 其他因素——美元自身信用的衰减：不加节制的扩张性财政政策 和无限量货币宽松政策，深刻动摇了国际社会对美元的信心	8
1、 新冠疫情期间大规模刺激政策“后遗症”严重	8
2、 “美元是美国的，问题是世界的”——美元国际货币体系的内在缺 陷由来已久.....	10
二、 经济因素对美元提供重要支撑，美元国际地位仍具“惯性”	12
(一) 美国经济基本面的坚韧是支撑美元维持强势的关键因素	12
(二) 现存美元体系为美元维持国际地位提供了“惯性”	16
1、 历经几十年的发展，美元流动性网络趋于成熟	16
2、 美国广度和深度兼具的金融市场为美元储备和资产配置提供便 利，美元惯性使得货币体系迁移成本高企	17
三、 去美元化难以一蹴而就，人民币国际化需进一步推进.....	19

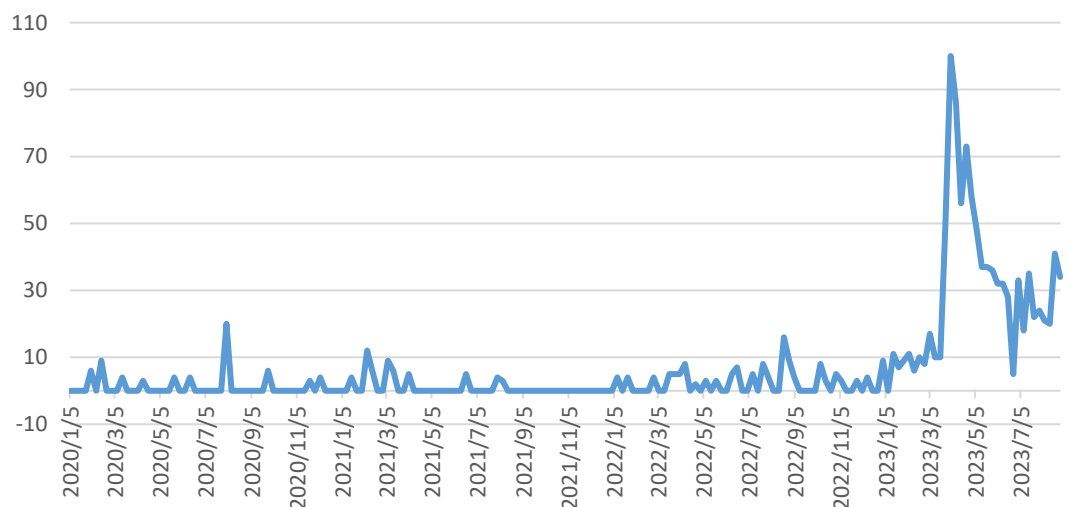
一、政治因素推动去美元化浪潮再起

近年来地缘政治和国际秩序动荡，美国频繁动用美元霸权，美元“武器化”引起非美国国家对金融安全的深切忧虑，这使得非美国国家将“去美元化”提升到国家安全的层面予以高度关注，政治因素成为了掀起新一轮去美元化浪潮的核心因素。

同时，美元自身信用根基正在不断削减，历次金融危机中美国政府不加节制的扩张性财政政策和无限量货币宽松政策，深刻动摇了国际社会对美元的信心，国际货币体系去美元化进程迎来政治、经济多方面形成的多重合力。

Google 数据显示，全球关于“去美元化”（Dedollarisation）的搜索指数在 2022 年出现抬升迹象，在今年 3 月美国区域性银行危机和政府债务上限风波下，国际市场对美国经济和美元信誉的恐慌情绪大增，触发了“去美元化”进程加速器，“去美元化”搜索热度在今年 4 月达到顶峰。此后，随着区域性银行危机渐渐平息，系统性金融风险的蔓延得到遏制，恐慌情绪退潮下去美元化的关注度有所下降，但持续在较高位置波动，我们认为其背后的力量主要在于全球政治因素的推动。

图1 Google 全球范围内关键词“去美元化(Dedollarisation)”的搜索热度指数



资料来源：谷歌趋势(<https://trends.google.com>),中航证券研究所整理

(一) 核心因素——政治：地缘政治紧张下，非美国国家金融安全诉求推升去美元化关注度

地缘政治因素为全球货币体系去美元化提供了现实背景和内在动力。2018 年中美贸易摩擦、2020 年疫情爆发、2022 年俄乌冲突等黑天鹅事件导致全球地缘政治格局发生了巨变，地缘政治风险快速上升，各国安全诉求上升，效率优先逐渐开始让位于安全优先。

2022 年俄乌冲突爆发后，美国对俄罗斯采取冻结外汇储备和将有关银行移出 SWIFT 系统等非常规金融制裁措施，对俄罗斯的经济造成了广泛冲击。美元作为具有全球公共品属性的国际货币，美国却将美元“武器化”，以地缘政治关系作为他国能否使用美元的评判标准，肆意推行美元霸权，引发国际社会不安。各国对于金融安全的关注更上一层楼，“去美元化”被提升到国家安全的层面予以高度关注。

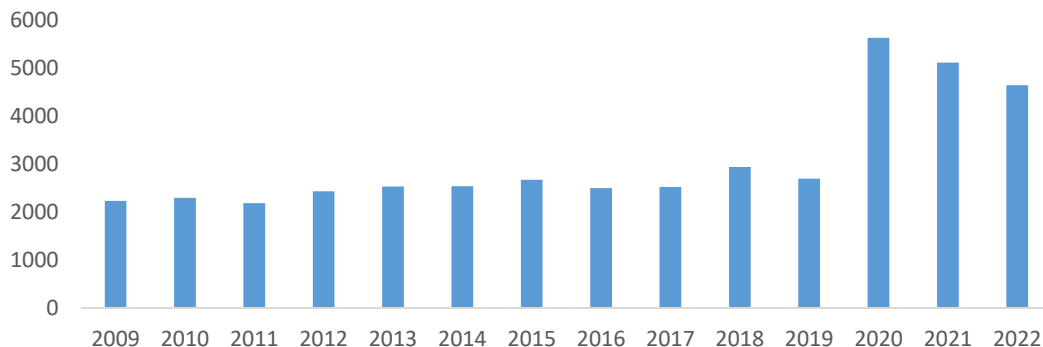
表1 美国对俄罗斯采取的主要制裁措施

<p>1. 对与俄罗斯中央银行交易的限制：2022 年 2 月乌克兰冲突爆发伊始，美国财政部外国资产控制办公室（OFAC）发布了一项指令，禁止美国主体进行涉及俄罗斯中央银行的交易，限制该行动用数千亿美元外汇储备的能力，同时禁止涉及俄罗斯财政部和国家财富基金的交易。</p>
<p>2. 将有关银行移出 SWIFT 系统：2022 年 2 月 26 日，美国、英国、欧盟与加拿大发表共同声明，宣布将俄罗斯主要银行从 SWIFT（环球银行间金融通信协会）体系中剔除。</p>
<p>3. 封锁制裁：自 2022 年 2 月以来，OFAC 在其《特别指定国民和被封锁主体名单》（“SDN 名单”）上添加了 2500 多个涉俄制裁对象，包括约 2400 个人和实体、115 艘船只和 19 架飞机。俄罗斯最大的两家银行，俄罗斯联邦储蓄银行和俄罗斯外贸银行，以及 VEB（俄罗斯的国家开发银行）和俄罗斯直接投资基金等都在目标对象之列。按资产计算，俄罗斯银行业的 80% 都受到了美国制裁。OFAC 还对白俄罗斯金融业的近五分之一实施了制裁。</p>
<p>4. 新投资和服务禁令：2022 年 4 月 6 日，拜登总统发布行政命令（第 14071 号行政命令），禁止无论位于何处的美国主体在俄罗斯进行新投资。2022 年 6 月 6 日，OFAC 发布指南，将“新投资”定义为以产生收益或增值为目的的资本投入或其他资产投入。</p>
<p>5. 俄罗斯经济更多领域被迫追加制裁：OFAC 已确定了俄罗斯联邦的十一个经济领域（金属和采矿、量子计算、会计、信托和企业组建、管理咨询、航空航天、海洋、电子、金融服务、科技以及国防和相关军品），允许对被认定在或曾在这些领域经营的个人或实体实施制裁，并扩大了迅速实施追加制裁的能力。</p>
<p>6. 出口管制：美国商务部工业和安全局实施了部分针对俄罗斯国防、航空航天、能源和海运领域的新出口管制措施。此外，工业和安全局对在美国境外生产但依赖美国原产软件、技术或设备的美国敏感技术实施了严格的限制。</p>
<p>7. 俄罗斯石油进口禁令：2022 年 4 月 8 日，《终止进口俄罗斯石油法》经拜登总统签署成为法律，从法律上禁止从俄罗斯联邦进口能源产品，包括原油、液化天然气和煤炭。此前于 2022 年 3 月 8 日发布的第 14066 号行政命令禁止进口上述产品以及对俄罗斯能源领域进行新投资。</p>
<p>8. 对俄罗斯石油限价：经过多轮谈判欧盟成员国达成协议，同意对俄罗斯海运出口的石油设置每桶 60 美元的价格上限。协议于 2022 年 12 月 5 日正式生效，如果俄原油价格超过每桶 60 美元的门槛，将禁止欧盟企业为俄原油运输提供保险、金融等服务。</p>

资料来源：中航证券研究所整理

同时美国屡屡依仗美元霸权制裁其他国家，引发国际贸易环境恶化。从全球每年实施的贸易限制措施的数量变化来看，近几年全球贸易壁垒明显增加。对参与全球贸易的国家来说，有必要通过减少在国际贸易中对单一货币的依赖度来提升自身国际贸易的安全性和稳定度。

图2 全球每年实施的贸易限制措施的数量（件）



资料来源：全球贸易预警网站，中航证券研究所

国际贸易环境的恶化也使得各国对产业安全风险重视程度升高，谋求建立独立自主、安全可控的产业体系，客观上促使全球经济区域化加速发展。俄罗斯提出欧亚经济同盟，中国提出了“一带一路”倡议，全球经济区域化与区域金融合作成为深度解构美元货币体系的重要因素，国际货币体系多元化趋势也日益明晰。

近两年来诸多经济体开始积极推动为去美元化进行制度上和设施上的安排。比如，印度和马来西亚在双边贸易中拟用印度卢比进行结算，中国和巴西将使用人民币或巴西雷亚尔进行结算。2023年8月召开的金砖国家领导人第十五次会晤也强调鼓励金砖国家使用本币开展国际贸易和金融交易，并着手研究金砖国家本币合作、支付工具和平台。全球经济区域化促使国家或地区在跨境支付领域尝试绕过美元主导的环球银行间金融通信协会（SWIFT）系统，比如欧盟内部德国、法国和英国主导推出的“贸易交换支持工具”（INSTEX）、俄罗斯建立的金融信息传输系统（SPFS）、中国的人民币跨境支付系统（CIPS）等。

表2 2023年多国积极推动去美元化

1月17日，沙特财政部长贾丹表示，沙特对采用美元之外的其他货币进行石油贸易结算持开放态度。
在3月习近平主席访俄期间，俄罗斯总统普京表示，支持俄罗斯在与亚洲、非洲、拉丁美洲国家之间的贸易结算中使用人民币。
3月28日，中海油与法国道达尔能源完成首单液化天然气跨境人民币结算交易，这是我国首单以人民币结算的进口液化天然气采购。
3月29日，巴西政府表示，巴西已与中国达成协议，不再使用美元作为中间货币，而是以本币进行贸易结算。
3月31日，东盟财长和央行行长会议在印度尼西亚巴厘岛结束，东盟各成员国同意在该地区加强本地货币使用，并减少在跨境贸易和投资中对当前国际主要货币的依赖，以更好应对全球性危机。
4月4日，马来西亚总理安瓦尔称，他在中国访问时公开提出成立“亚洲货币基金组织”，因为亚洲国家经济实力已今非昔比，马来西亚“没有理由继续依赖美元”了。
4月18日，印度尼西亚央行行长佩里·瓦吉约表示，印尼正推进“去美元化”和结算货币多样化进程。印尼已经与中国、日本、马来西亚和泰国四国实现本币结算，同时正在计划与韩国央行合作以在5月份实现“本地货币交易”。
6月12日，巴基斯坦以人民币支付了首批俄罗斯原油的进口交易，标志着巴基斯坦过去以美元为主导的进出口支付政策出现了重大转变。
6月30日，阿根廷使用国际货币基金组织特别提款权和人民币结算的方式，向国际货币基金组织（IMF）偿还了

于当天到期的 27 亿美元外债，这是阿根廷首次使用人民币偿还外债。

7 月 4 日，在阿根廷出席南方共同市场第 62 次首脑峰会的玻利维亚总统阿尔塞呼吁包括南方共同市场成员国在内的南美洲国家减少对美元的依赖。

7 月 17 日，一位印度高级官员表示，该国和印尼正计划使用本币结算双边贸易，并连接两国的快速支付系统，以便利跨境资金转移。

8 月 14 日，根据本币结算机制，印度和阿联酋已经开始用卢比和迪拉姆结算能源交易，双方首笔本币购买石油的交易已完成。

8 月 22 日，俄罗斯驻 APEC 高级官员、无任所大使马拉特·别尔德耶夫表示，东盟国家对新结算形式表现出越来越大的兴趣，正积极就使用本币结算进行对话。

8 月 24 日，金砖国家领导人第十五次会晤约翰内斯堡宣言发布，宣言强调鼓励金砖国家同其贸易伙伴在开展国际贸易和金融交易时使用本币的重要性，并责成相关机构推进对金砖国家本币合作、支付工具和平台的研究。

资料来源：中航证券研究所整理

（二）历史上的政治因素推动去美元化：欧元诞生，对美元形成冲击，促使国际货币体系向多极化发展

2002 年 1 月 1 日开始，欧盟成员国放弃了自身主权货币而共同使用欧元作为欧元区统一货币，在欧元区内部彻底实现了“美元替代”，这可视为是政治因素推动去美元化的典型案例。欧元诞生后开始逐步侵蚀美元的国际市场份额，欧元在全球外汇储备中的份额不断提升，与此同时美元的份额不断下降。2002 年一季度，欧元占全球外汇储备的比例接近 20%，美元约占 70%。此后欧元占比一路保持波动上行的态势，直到 2008 年全球金融危机爆发后，2009 年三季度欧元在国际外汇储备中的份额达到顶峰 28%，同期美元的比重降至 62%。

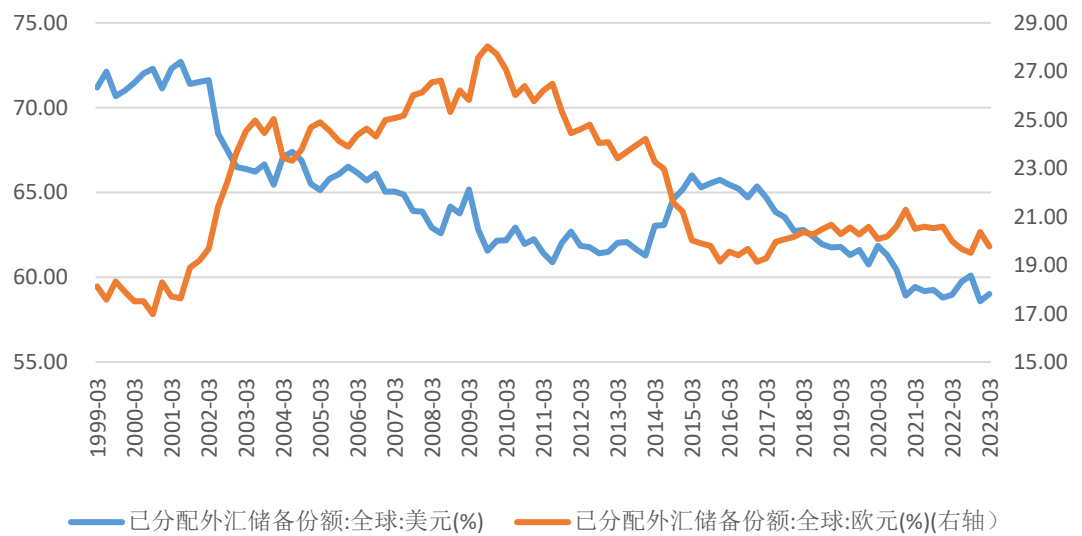
同一时期内，在欧盟明确的通货膨胀目标制和严格的财政纪律下，欧元兑美元的汇率也持续处于升值态势。2002 年年初到 2009 年三季度末，欧元对美元总计升值了 66%。

图3 欧元兑美元汇率



数据来源：Wind，中航证券研究所

图4 欧元和美元占全球外汇储备份额的演变



数据来源：Wind，中航证券研究所

上述数据显示，在这一阶段，尽管欧元与美元的国际地位依然存在明显差距，但欧元对美元的替代效应不可忽视，国际货币体系从美元单极格局朝多极化形态开始迈进。

(三) 其他因素——美元自身信用的衰减：不加节制的扩张性财政政策和无限量货币宽松政策，深刻动摇了国际社会对美元的信心

2020年初全球新冠疫情爆发，美国经济因疫情受到了显著冲击，美国积极扩张央行资产负债表，提升财政赤字规模应对冲击。美国不加节制的财政和货币政策扩张导致债务规模不断增加，财政平衡压力提高了债务危机风险，美元信用削减。

美国在疫情冲击下的大规模刺激政策导致了一系列连锁反应，加速了全球去美元化的进程。首先是美元指数走弱，截止2020年12月31日，美元指数下滑至89.96，较2020年一季度末下滑了9.14%。其次是美元的国际支付份额明显下滑，根据SWIFT的数据，2020年12月美元国际支付份额录得38.73%，较2020年3月份的44.10%下降了5.37PCTS。此外，美元的国际储备份额同样经历了一波急速调整，从2020年3月的61.85%急速下降至2020年底的58.92%。

1、新冠疫情期间大规模刺激政策“后遗症”严重

新冠疫情爆发后美国政府采取的大规模刺激政策，一方面导致了通胀压力，随后美联储超预期的紧缩政策在抗击通胀的同时造成系统性金融风险累积；另一方面，无

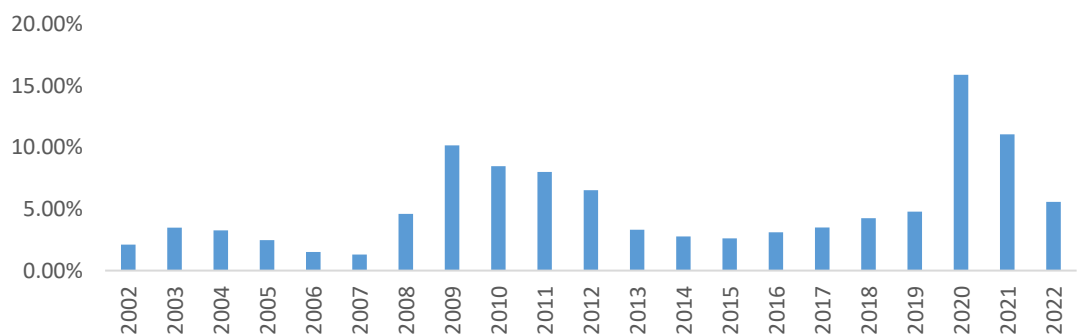
节制的扩表造成美国债务规模上升，财政平衡压力提高了债务危机风险，挫伤美元信用。

2020 年疫情爆发后，美国政府采取的大规模刺激政策造成美国通胀升温，但是在经历了长期稳定的低通胀率和低利率之后，许多金融机构期限结构错配问题突出。利率快速升高拉低了固定收益资产的价值，同时也增加了融资成本——这给具有风险敞口的银行和非银行金融机构的资产负债表带来了压力，造成系统性金融风险累积。

2023 年 3 月，硅谷银行倒闭引发美国区域性银行危机，风险蔓延至欧洲，瑞士第二大银行瑞信银行倒闭，一连串的事件表明欧美加息周期对银行体系形成了巨大压力。即使风险在美联储的及时应对下得到了控制，但是事件的后续影响及持续时间仍可能超预期，系统性金融危机的风险始终是悬在美联储头上的达摩克里斯之剑。

作为全球最大债务国，美国债务规模近年来加速增长，美元信用根基不断遭到动摇。2020 年疫情冲击下美国联邦政府财政赤字在无限的量化宽松下达到顶峰，2021 年开始有所下降，但是 2022 年财政赤字占 GDP 的比例仍突破 5%，今年或仍维持在 5% 以上。作为对比，根据我国《政府工作报告》的赤字安排，2022 年我国财政赤字占 GDP 比重（即赤字率）目标设为 2.8%，2023 年为 3.0%。2022 年，美国联邦政府债务余额为 30.93 万亿美元，美国 GDP 规模为 25.46 万亿美元，美国政府债务占 GDP 的比例达到 125.69%。同期，我国中央政府债务余额为 25.87 万亿元，地方政府债务余额为 35.07 万亿元，全国政府债务余额为 60.94 万亿元；2022 年中国 GDP 总额为 121.02 万亿元，2022 年末全国政府债务余额仅占 GDP 总额的 50.36%。

图5 美国历年财政赤字占 GDP 的比例 (%)

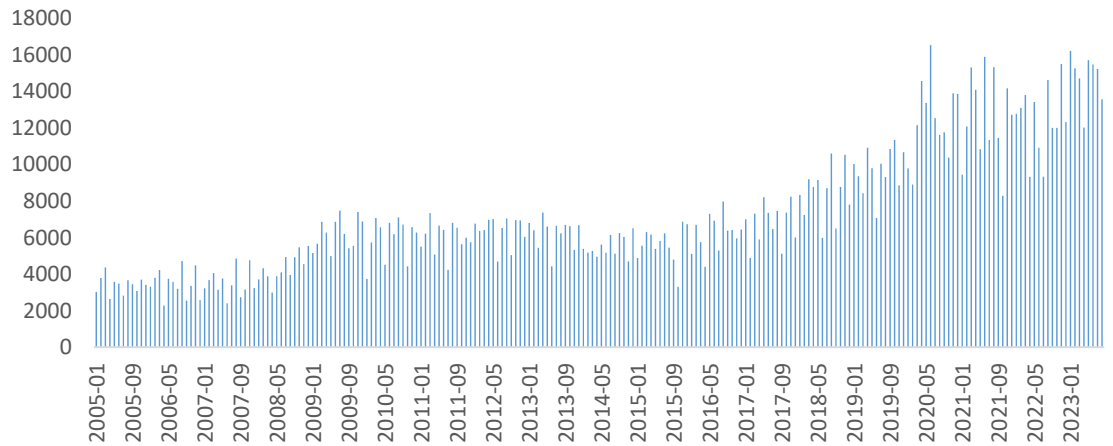


数据来源：Wind，中航证券研究所

美国国债发行额不断攀升，且 2022 年 3 月绵延至今的加息周期使得美国债务利息负担沉重。根据美国财政部公布的月度预算数据，截至 2023 年 6 月，美国联邦政府 2023 财年（2022 年 10 月开始）的债务利息支出高达 6520 亿美元，占联邦总支出的 14%（一般认为不超过 10% 比较合理）。紧缩周期下美国财政部再融资的利率升高，高利息支出对美国财政平衡形成较大压力，美国财政恶化会削弱美国政府的信用，进

而影响美元的信用根基。

图6 美国国债月度发行额（亿美元）



数据来源：Wind，中航证券研究所

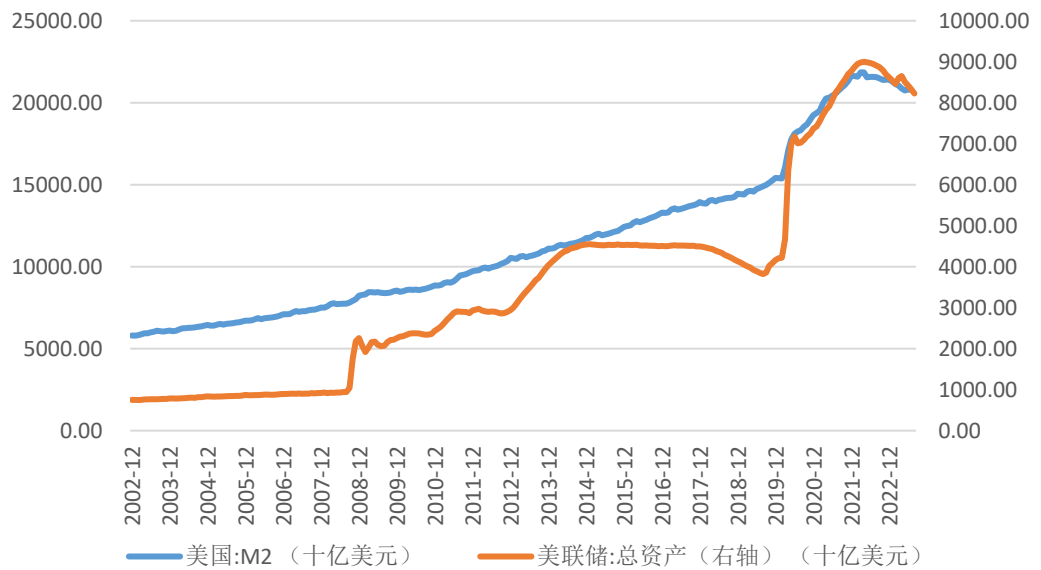
2023年8月，国际评级机构惠誉将美国长期外币发行人违约评级从“AAA”下调至“AA+”，展望从负面转为稳定。惠誉在报告中表示，对美国信用评级下调反映了未来三年预期的美国财政恶化、高企且不断增长的一般政府债务负担。同时在过去20年里，美国的治理标准一直在稳步恶化，包括在财政和债务问题上，一再出现的债务上限政治僵局和最后一刻的决议削弱了人们对美国财政管理的信心。

2、“美元是美国的，问题是世界的”——美元国际货币体系的内在缺陷由来已久

美元的国际货币属性与美联储根据美国本国经济而非全球经济情况进行货币调节之间的矛盾本质上难以调和。疫情期间美联储大规模刺激政策并不是首次，2008年全球金融危机的爆发已经极大暴露了以美元为主导的国际货币体系的内在缺陷与风险。美联储仅从自身利益出发肆无忌惮地推行量化宽松，严重影响到世界其他地区的经济和金融稳定，凸显了“美元是美国的，但问题是世界的”。

次贷危机爆发后，2007年9月美联储降息50BP，并在接下来的一年多时间持续多次降息，2008年12月联邦基金目标利率政策区间降至0%-0.25%，触及零利率下限。随着次贷危机逐步扩大为金融危机，美联储在美国财政部的配合下祭出“非常规货币政策”，四轮史无前例的量化宽松政策为美国 and 全球金融体系再一次注入了超大规模的美元流动性。如图7所示，美联储的资产负债表规模急速扩张，由危机前2007年8月初的不足8700亿美元扩大到危机后的阶段性高点45090亿美元（2014年12月24日），整个金融体系的货币供给量快速增长。美国货币政策产生了巨大的政策溢出效应，在全球金融周期和美元主导的货币体系作用下，量化宽松及其退出严重影响到世界其他地区的经济和金融稳定。

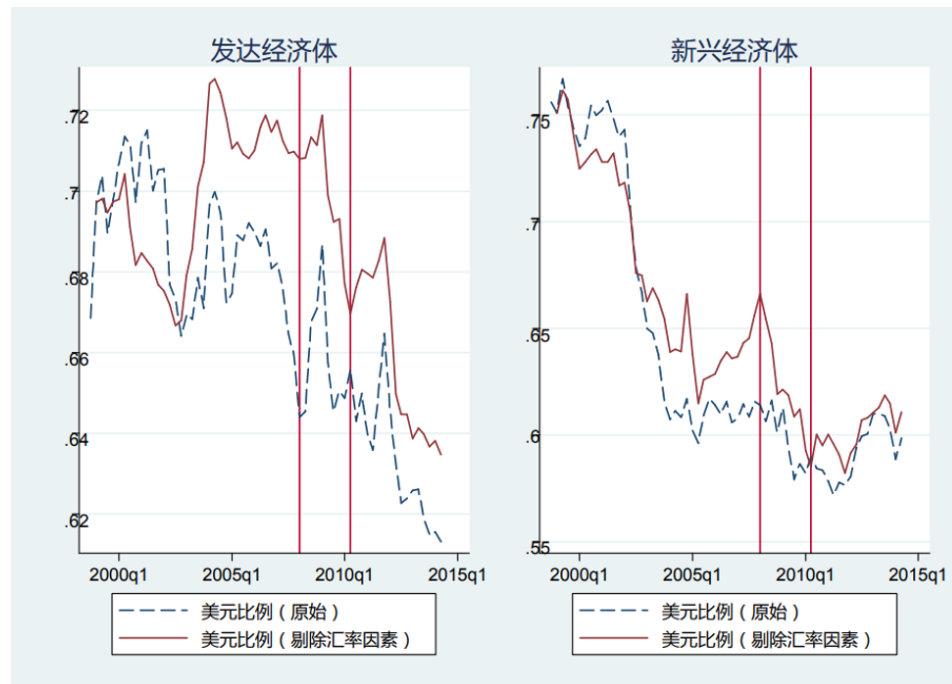
图7 2008年以来美国M2和美联储总资产快速攀升



数据来源： Wind， 中航证券研究所

美国政府完全从本国利益出发、不考虑国际责任，进行极度扩张性财政政策和无限量货币宽松政策，深刻动摇了国际社会对美元的信心，各国积极在美元主导的国际货币体系下寻求更大的自主权。根据图 8 所示，在 2008 年金融危机以后各国货币当局倾向于降低美元资产在其储备中的地位。

图8 全球外汇储备中美元资产的比重



数据来源： 冯俊新，中国宏观经济分析与预测（2014-2015）分报告十二《国际资本流动格局变化与中国资本流动分析》，中航证券研究所整理

二、经济因素对美元提供重要支撑，美元国际地位仍具“惯性”

虽然长期来看去美元化、全球货币多极化很可能是大势所趋，但是短期内美元在国际货币体系中的支配地位仍旧较为稳固。几十年发展形成的美元流动性网络夯实了美元在国际货币体系中的特殊地位，各国支付、储备和资产配置的习惯使得货币体系迁移成本高企，美元短期仍旧具有很强的不可替代性。

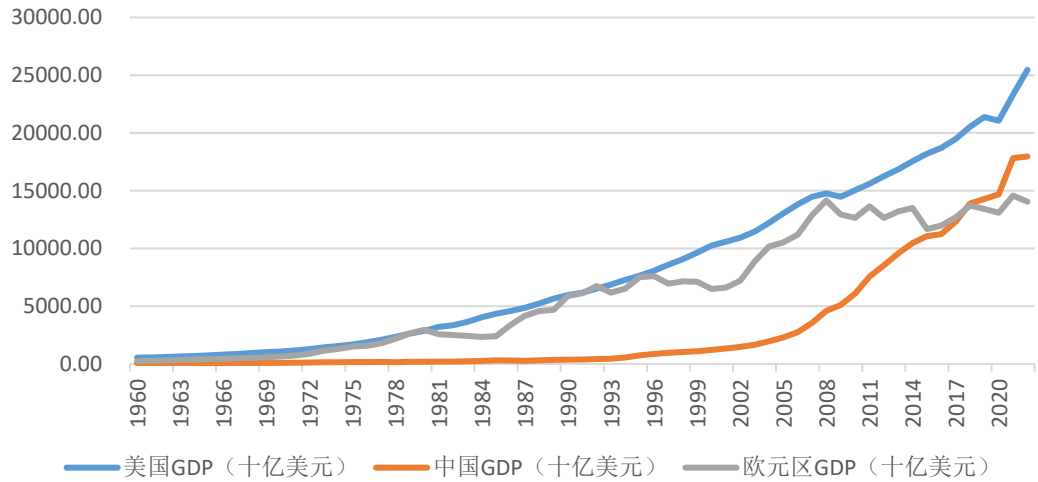
当前美元仍是国际贸易结算体系中最主要的支付货币，并且在全球外汇储备中占比仍居第一位。此外，近期美国经济基本面的韧性对美元也形成了支撑。在国际货币体系尚未找到新的锚点之前，地缘冲突造成全球风险抬升，各国在避险情绪催化下反而倾向于加强美元储备、配置美元资产，造成美元的国际地位阶段性上升。

（一）美国经济基本面的坚韧是支撑美元维持强势的关键因素

近期在美国一系列强势经济数据支撑下，美元指数持续上行。与此同时，欧元区经济的不确定性以及中国经济修复偏弱，增加了市场的总体避险情绪，对美元形成了支撑。根据世界银行的数据，以美元计价，2021年中国名义GDP占美国名义GDP的比例达到76.4%，创历史新高。而受人民币贬值的影响，2022年和今年上半年，按区间平均汇率换算为美元计价的美国名义GDP同比增速分别为约0.80%和-1.9%（人民币计价的增速分别为3.0%和5.5%），低于同期美国名义GDP同比增速的9.2%和6.7%，这导致中国GDP占美国GDP的比例分别降至70.5%和64.1%。

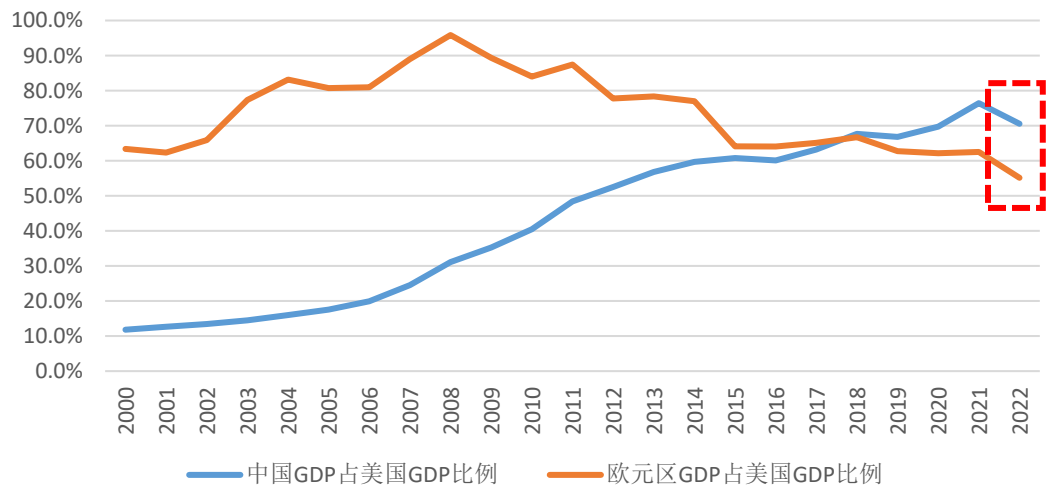
欧元区经济在接连遭受金融危机和欧债危机的冲击后增长陷入停滞，2008年欧元区GDP占美国GDP比例达到历史高点95.9%后随即开启下滑，截止2022年，换算成美元的欧元区GDP占美国GDP比例已降至55.1%。

图9 中国、美国和欧元区 GDP



数据来源：世界银行，中航证券研究所

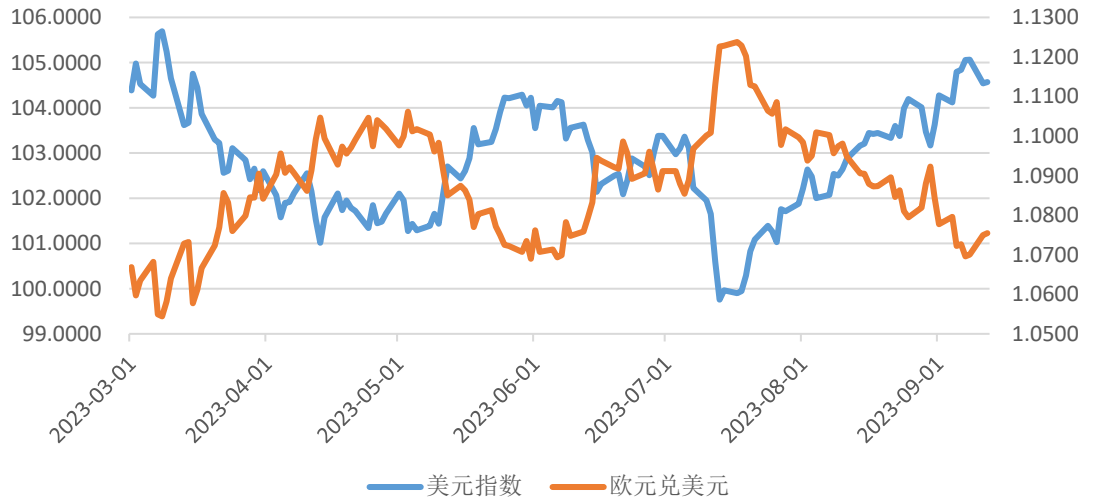
图10 中国、欧元区的 GDP 占美国 GDP 比例



数据来源：世界银行，中航证券研究所

全球非美货币则遭遇贬值潮，自 2023 年 7 月中旬以来，欧元兑美元汇率已连跌十周，累计贬值幅度已超 5%。9 月 8 日，离岸美元兑人民币突破 7.37 关口，创阶段性高点。近日美元兑日元逐步逼近 150，日元汇率创下 10 个月新低。

图11 2023 年 7 月中旬以来美元指数开启上行趋势



数据来源： Wind，中航证券研究所

2020年以来美国政府财政对居民部门补贴、薪资增速抬升以及消费贷款增速走高等因素相互衔接与共振，为美国消费提供支撑。美国消费者信心指数自2022年年中开始处于回升趋势。

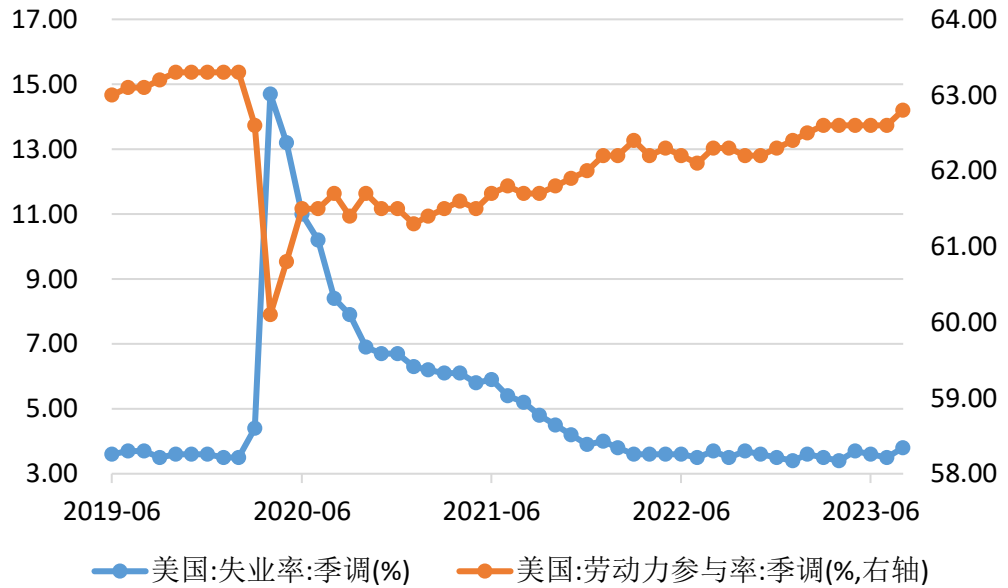
图12 美国密歇根大学消费信心指数



数据来源： Wind，中航证券研究所

美国劳动力市场持续恢复，2023年8月美国失业率3.8%，继续处于低位区间，同时，在劳动参与率趋于上升的情况下（8月为62.8%，较疫情前2019年12月的63.3%已较为接近），截止7月的职位空缺数仍高达951.5万。多项数据显示美国劳动力市场依然偏紧，美国经济和就业市场仍具韧性。

图13 美国失业率处于低位，劳动参与率趋于上升



数据来源：Wind，中航证券研究所

系列经济数据的修复体现了美国经济仍具韧性，增大了经济实现软着陆的可能性。2023年7月25日，IMF最新公布的《世界经济展望》(WEO)预测美国2023年经济增速将达到1.8%，较4月份预测上修0.2%。美联储主席鲍威尔在7月议息会议之后表示，美联储不再预计美国经济会陷入衰退。

图14 《世界经济展望》上调全球经济预测 (%)

			2023年7月WEO经济增长预测		与2023年4月WEO的经济预测相比变动情况	
	2021	2022	2023	2024	2023	2024
全球	6.3	3.5	3.0	3.0	0.2	0.0
美国	5.9	2.1	1.8	1.0	0.2	-0.1
中国	8.4	3.0	5.2	4.5	0.0	0.0

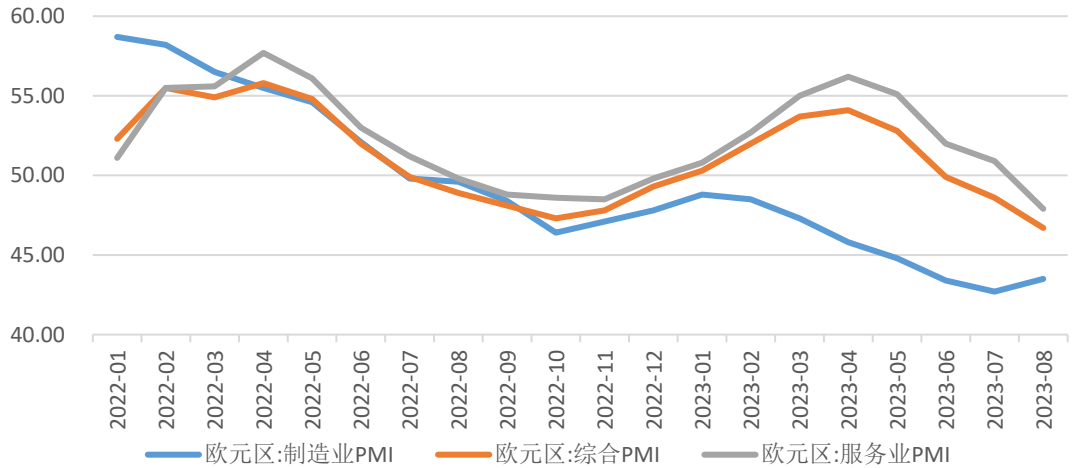
资料来源：IMF 2023年7月《世界经济展望》，中航证券研究所整理

经济的韧性给了美联储紧缩的货币政策更多空间和时间，美联储持续释放偏鹰的信号。7月美联储加息25BP至5.25%-5.5%，美联储主席鲍威尔表示年内不会降息，是否继续加息将视后续数据而定，维持限制性水平利率的时间或高于预期，美元指数获得进一步支撑。9月美联储暂停加息，但多数官员预计年内可能再加息一次。

与此同时，欧元区经济增长前景面临高度不确定性。在欧洲央行7月的货币政策会议后的新闻发布会上，欧洲央行行长拉加德表示，高通胀和融资条件收紧正在抑制支出，对制造业构成压力，而制造业同时还受到外部需求疲软的影响。截止2023年8月，欧元区综合PMI(8月为47.00)已经连续三个月落于荣枯线之下，同时制造业PMI(8月为43.70)自去年6月以来已连续一年多在50荣枯线下方运行。

欧元是仅次于美元的国际货币，而欧洲经济总体上处于停滞状态，基本上美强欧弱的格局为美元强势和美元维持国际货币地位提供了重要支撑。

图15 欧元区 PMI 走势



数据来源：Wind，中航证券研究所

(二) 现存美元体系为美元维持国际地位提供了“惯性”

1、历经几十年的发展，美元流动性网络趋于成熟

20 世纪 60 年代末，为了解决布雷顿森林体系时代国际清偿手段和国际储备手段不足，IMF 创立了特别提款权 (SDR)。20 世纪 70 年代，在石油美元的建立过程中，跨国资本市场衍生出了美元跨境支付体系和信息往来系统的需求，逐步形成了从支付到投资再到流动性创造的离岸美元国际体系。

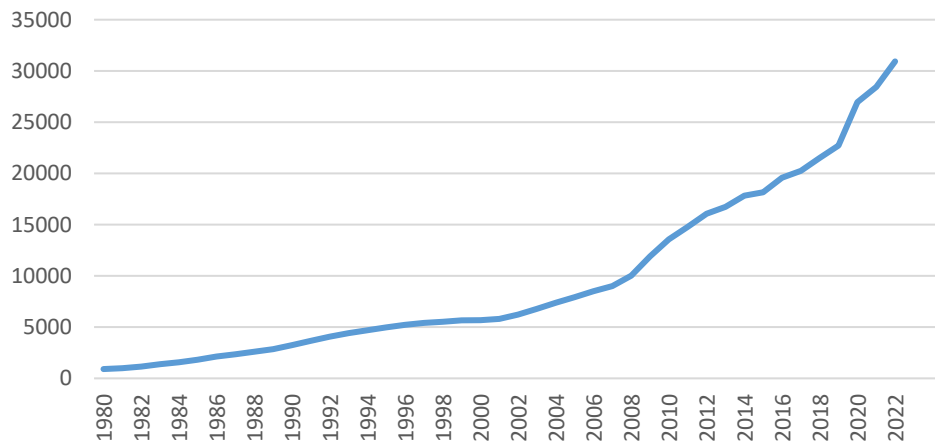
2008 年金融危机爆发后，美联储和 14 个伙伴国家央行建立货币临时互换便利，即央行之间相互以本币或者可自由兑换货币，按约定的汇率、期限和利率进行互相调换，以支持境外美元的流动性。在那不久后，美联储又将与其中 5 个盟友国家央行签订的协议升格为永久无上限常备货币互换协议，与其余 9 个国家央行继续保留临时双边货币互换协议。货币互换已超出应对危机的临时策略工具，在国际市场得到广泛应用，成为一大常态性的国际双边货币工具。

2020 年新冠疫情爆发后，全球再度陷入美元流动性危机，美联储在货币互换便利的基础上，又增加了 FIMA (外国和国际货币当局回购便利)，允许在纽约联储开设 FIMA 账户的账户持有者 (外国央行/国际性经济组织) 临时性用手中的美国国债向美联储置换美元，并在其管辖范围内使用，助力缓解国际美元流动性紧张的问题。至此，美国建立了从 SDR，到互换协议，再到 FIMA 回购便利的三层全球美元流动性网络。美联储也由此成为事实上离岸美元的“最终贷款人”和“最终做市商”，增加了美元借款的安全性，巩固了美元的特殊地位。

2、美国广度和深度兼具的金融市场为美元储备和资产配置提供便利，美元惯性使得货币体系迁移成本高企

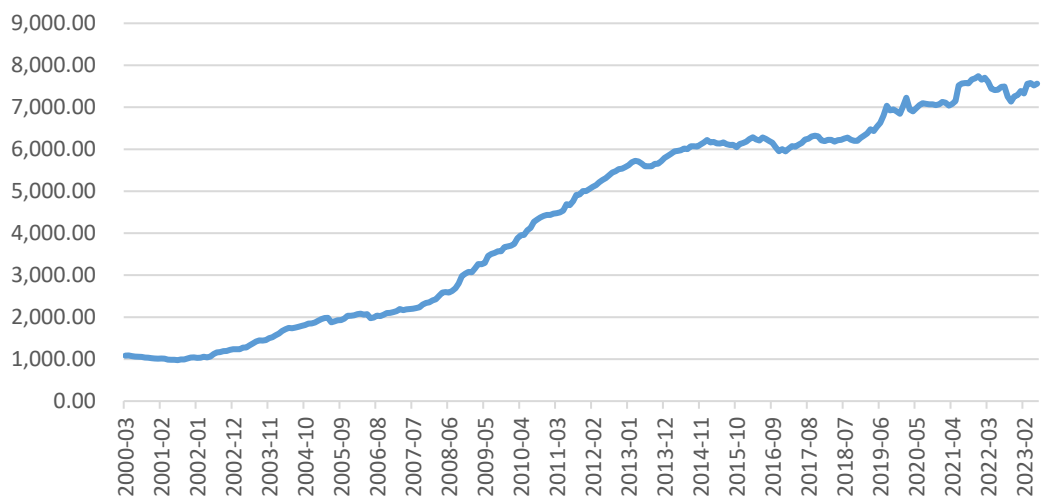
上世纪九十年代全球化进程的迅速推进，跨国公司供应链遍布全球，需要在资金的安全性、流动性和盈利性之间保持良好的平衡，而美国的利率市场、信用市场、离岸欧洲美元市场等为此提供了广泛的选择和投资便利。作为拥有主要国际储备货币的美国，凭借其金融市场的深度和广度为跨国公司的资产配置以及各央行管理其储备货币提供了良好的选择。从1980-2022年，美国的国债余额增长了34倍。外国投资者持有的美国国债规模持续高速增长。

图16 美国国债规模（十亿美元）



数据来源：Wind，中航证券研究所

图17 外国投资者持有美国国债规模（十亿美元）



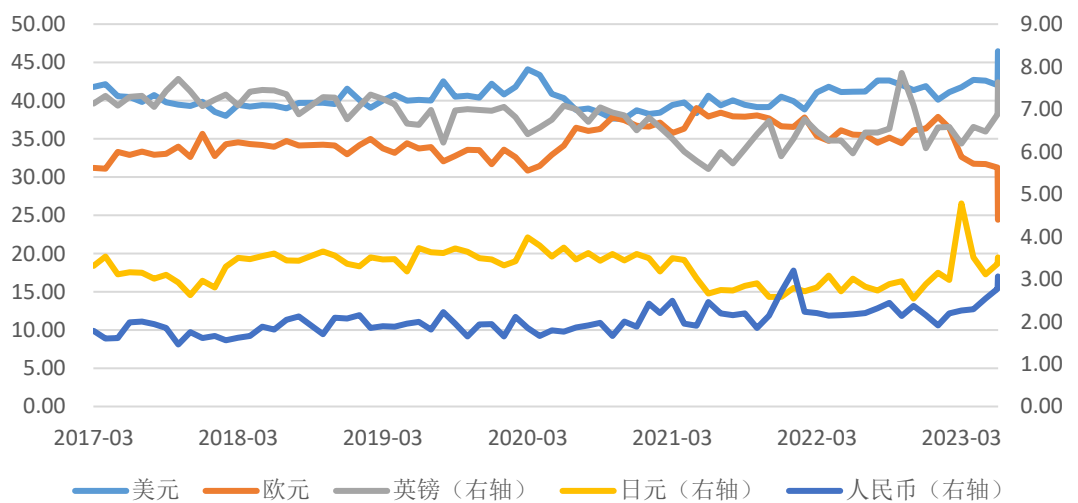
数据来源：Wind，中航证券研究所

从全球支付和外汇储备的角度来看，美元的国际地位在主要货币中遥遥领先。根

据环球银行间金融通信协会（SWIFT）最新公布的数据，截止 2023 年 7 月全球国际支付市场份额前五的货币为：美元（46.46%）、欧元（24.42%）、英镑（7.63%）、日元（3.51%）、人民币（3.06），美元国际支付份额持续处于 40%左右，近年稳步上升。

随着希腊债务危机持续蔓延，2012 年 1 月标普下调 9 个欧元区国家信用评级，欧债危机全面爆发。2012 年一季度欧元区实际 GDP 增速转负，欧洲整个经济基本面转弱，各国均深陷泥潭。随着欧债危机进一步发酵，欧元在国际支付货币中的地位显著下降，美元支付份额稳居全球首位。美元和欧元的国际支付市场份额远远超过第三名的英镑，二者合计占比始终保持在 70%以上。

图18 全球主要货币的国际支付份额（%）

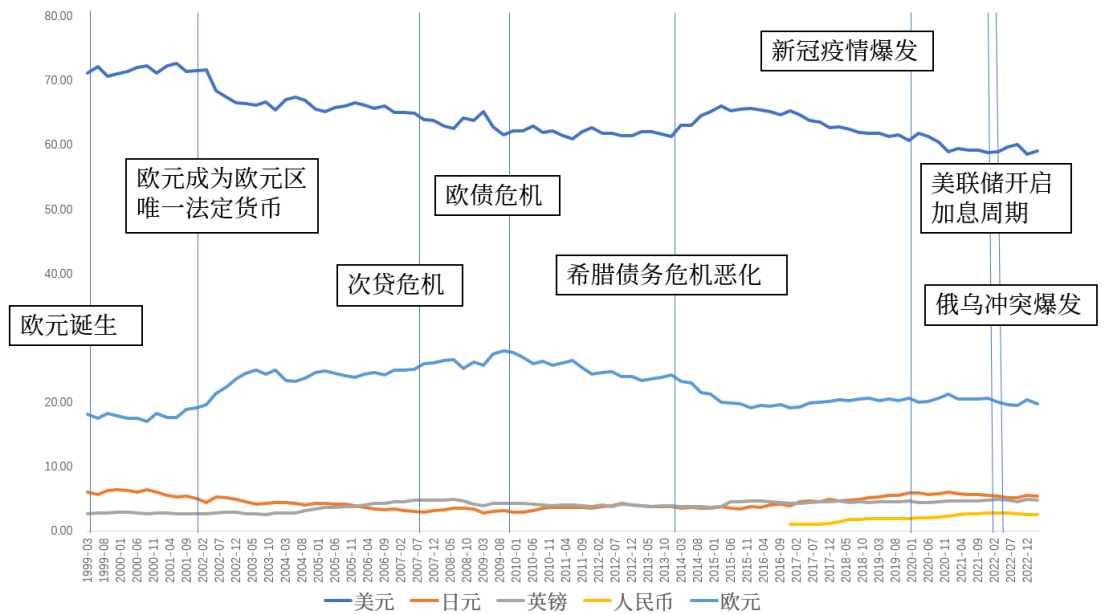


数据来源： Wind，中航证券研究所

根据国际货币基金组织（IMF）最新发布的全球外汇储备数据，截止 2023 年一季度末，美元在全球外汇储备中的占比为 59.02%，近几年基本稳定在 59%左右，远高于第二名欧元的 19.77%，其后为日元（5.47%）和英镑（4.85%），人民币最新外储份额为 2.58%，居全球第五。

上述分析显示，美国已经在全球构建了成熟的涵盖支付、储备、投融资等的美元体系，这个成熟的美元体系形成了巨大的惯性和高昂的迁移成本，不但使得其他国际货币在经济层面取代美元地位的难度大大提升，甚至当全球爆发风险事件或其他备选国际货币面临不利冲击时，美元仍是大量国际资金避险的首选，这使得美元在计价、结算、货币锚和官方储备领域的霸权地位甚至会阶段性进一步强化。如图 19 所示，自欧元诞生以来，全球经济虽然经历了美国次贷危机、欧债危机、新冠疫情等一系列重大事件，但美元始终在国际储备体系中占据主导地位，甚至在发生危机后，美元国际货币地位还可能阶段性得到一定程度的加强。

图19 各货币的全球外汇储备占比变化（%）



数据来源： Wind， 中航证券研究所

例如，2020 年新冠疫情爆发和 2022 年俄乌冲突爆发并未削弱美元的国际支付份额，甚至在俄乌冲突爆发后，虽然国际上去美元化的呼声不断，但实际上，在美元国际地位的“惯性”下，叠加美国经济韧性，大量资金仍将美元视为避险货币，地缘风险的抬升反而驱动美元国际支付份额在今年 7 月创出了该指标统计以来（2012 年至今）的新高。

再如，当次贷危机爆发之初，美元外汇储备份额下行。然而当次贷危机向全球蔓延，逐步演化为全球的金融危机之后，避险情绪推动国际资金涌向美元，美元储备份额反而出现抬升。而欧债危机严重影响了欧元的进一步发展，暴露了欧元区内部的经济不平衡问题。深陷债务危机的欧元区国家面临严峻挑战，令全球市场对欧元稳定机制的持续性心存疑虑。加上此后 2016 年英国公投脱欧的不利影响，欧元区的经济基本面复苏缓慢，欧元的未来成长空间受到严重制约。诸多问题令欧元的国际地位开始有所下降，欧元在国际外汇储备中的份额在 2010 年后趋于回落，截至目前再未回到此前的高点，削弱了其美元地位的挑战。

三、去美元化难以一蹴而就，人民币国际化需进一步推进

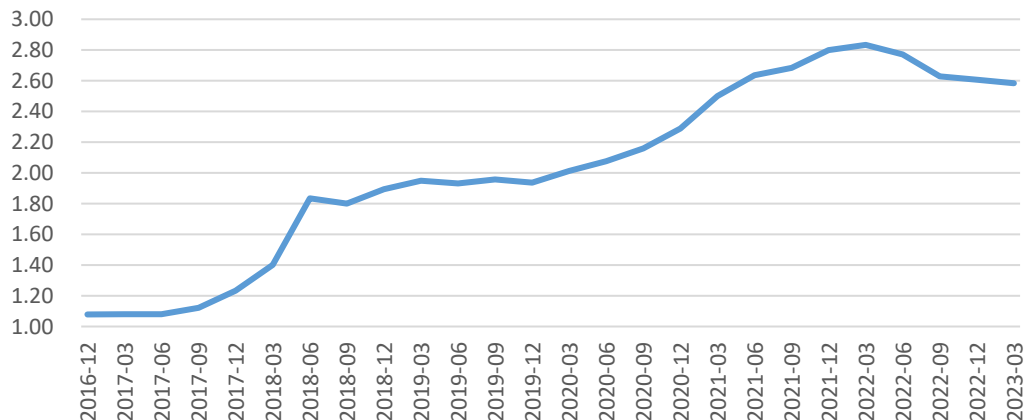
根据前文分析，虽然全球货币体系去美元化方兴未艾，但是几十年发展形成的美元流动性网络使得美元在国际货币体系中的特殊地位根深蒂固，各国支付、储备和资产配置的习惯也使得体系迁移成本高企。当前美元仍是国际贸易结算体系中最主要的支付货币，美国经济基本面的韧性也对美元形成支撑，短期内美元在国际货币体系中的支配地位难以改变。但是包括人民币在内的其他多种国际储备货币地位趋于提升的多极化国际货币体系已初具雏形。

往后看，随着地缘冲突频发，在国家安全、金融安全等核心利益的驱使下，非美国国家推动去美元化的必要性和紧迫性进一步上升。政治因素或推动全球货币体系多极化、去美元化进程出现新契机。例如 2023 年 8 月金砖国家举行的南非峰会上，促进多极国际秩序，降低对美元的依赖成为重点话题。金砖国家内部建立区域共同货币的构想引发多方关注。南美国家也积极探索南方市场共同货币。英国《金融时报》报道，2023 年 1 月，巴西与阿根廷宣布，两国将就创建属于拉美地区的共同货币进行准备工作，并将邀请拉美地区其他国家加入，以促进区域贸易、降低对美元的依赖。预计未来区域共同货币的诞生和发展可能加速去美元化的进程。

从更长时间来看，逐步去美元化仍是大势所趋，人民币将有望成为多极化国际货币体系中的重要一极。

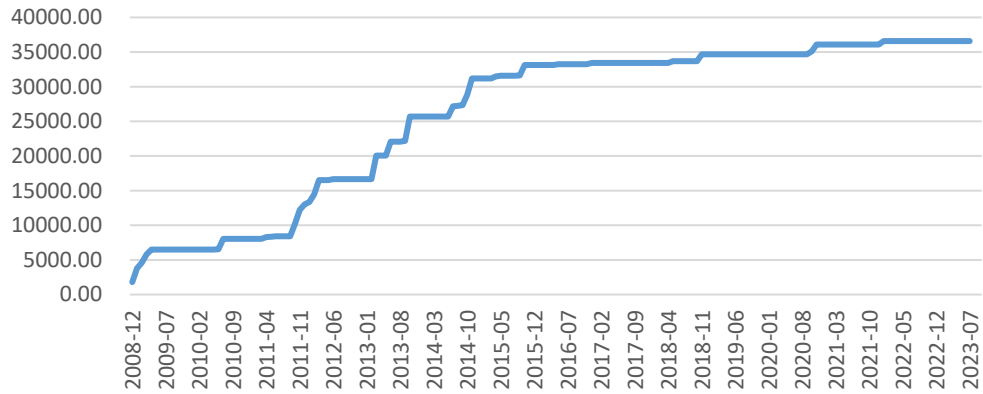
近年来人民币国际化已经取得了显著成效，人民币作为国际主要货币影响力不断提升，其支付份额和储备占比均呈上升趋势。自从 2016 年人民币被纳入 SDR 货币篮子以来，人民币在全球外汇储备占比呈波动上升趋势。截止 2023 年一季度，我国已经陆续与 40 个国家与地区签署了货币互换协议，规模也扩大到了 4 万多亿元。

图20 人民币外汇储备份额 (%)



数据来源： Wind, 中航证券研究所

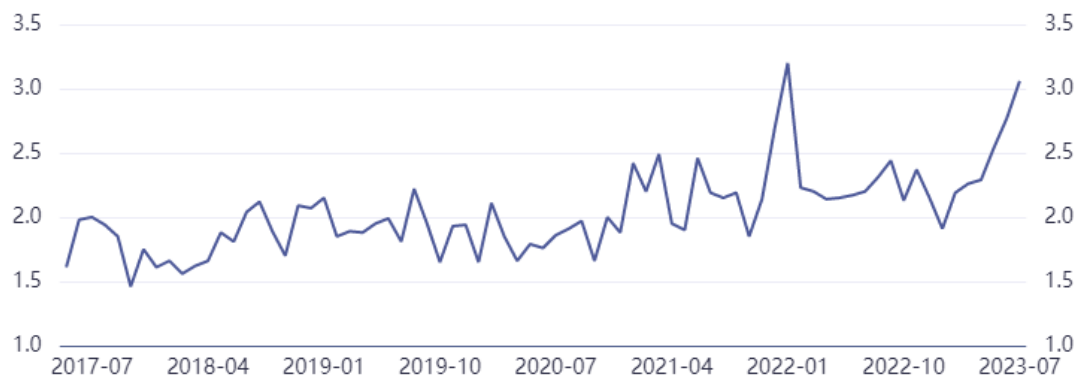
图21 中国央行人民币货币互换规模 (亿元)



数据来源： Wind, 中航证券研究所

2023年8月23日，环球银行间金融通讯协会（SWIFT）发布的月度报告显示，2023年7月在基于金额统计的全球支付货币排名中，人民币保持全球第五大最活跃货币的位置，占比升至3.06%，为连续第六个月上升。这也是人民币有纪录以来第二次在全球支付占比中超过3%。

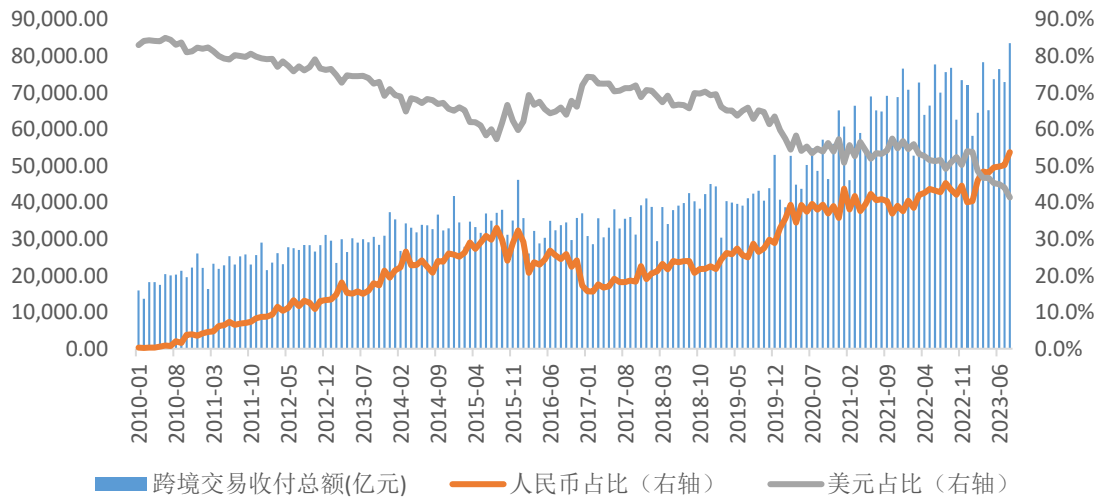
图22 人民币的国际支付市场份额 (%)



数据来源： Wind, 中航证券研究所

近年来人民币在我国跨境收付中的份额不断提升。根据国家外汇管理局公布的《银行代客涉外收付款表》数据，2023年3月份，以人民币币种实现收付金额37932亿元，占跨境交易收付总额的比例（48.4%）首次超过美元（46.7%）。2023年7月，我国以人民币币种实现收付金额合计为36571亿元，占跨境交易收付总额的比例扩大至50.2%，历史上首次超过50%。截止2023年8月，人民币收付占比（53.7%）已领先美元（41.3%）超过10PCTS。

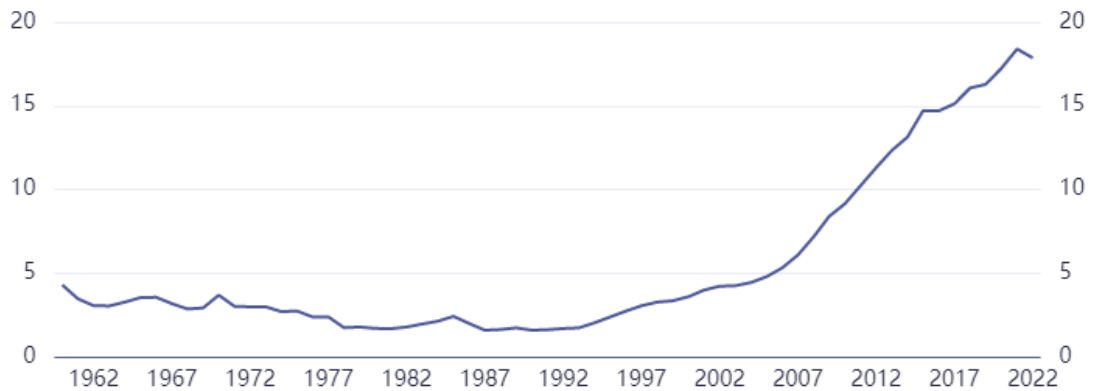
图23 中国跨境交易中以人民币收付的金额及占比



数据来源：Wind,国家外汇管理局，中航证券研究所

在关注人民币国际化成果的同时，不能忽视的是，人民币的国际地位仍明显低于中国经济的国际地位，人民币国际地位的进一步抬升有必要性和必然性。截止2022年，我国经济总量达121万亿元，稳居世界第二，占全球经济的比重约17.9%，与此同时，人民币的国际支付份额目前仅仅达到3%，此前长期处于2%附近，人民币国际支付份额大大低于中国经济GDP占全球比例，未来人民币国际地位抬升是必然也是必须的方向。

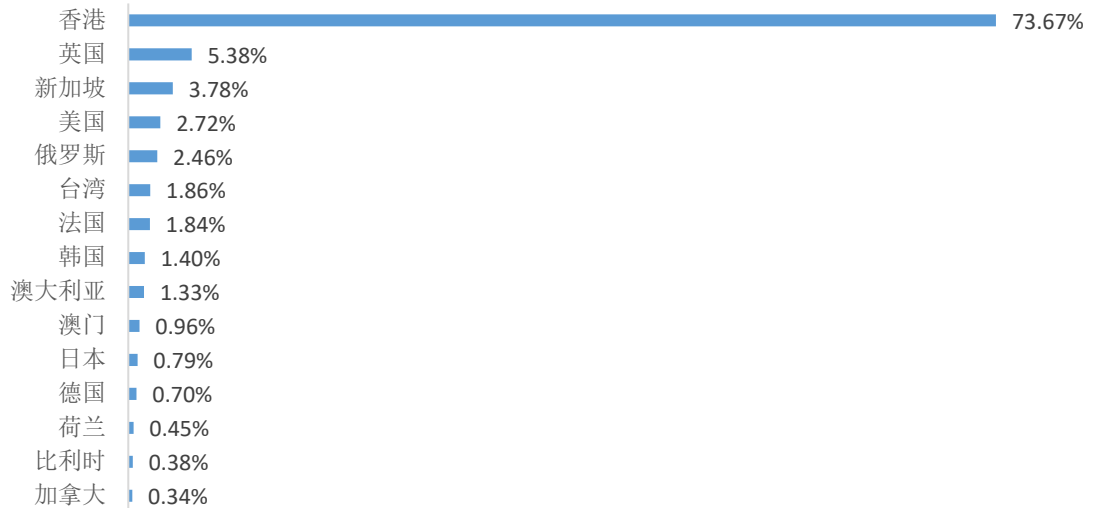
图24 中国GDP占全球比重 (%)



数据来源：Wind,国家外汇管理局，中航证券研究所

此外，根据SWIFT 2023年7月《人民币追踪》报告中的数据，境外使用人民币最多的15个国家或者地区中，香港占比为73.67%，显示香港是我国推进人民币国际化的重要突破口；其次为英国，人民币使用量占比达5.38%。其后依次为新加坡（3.78%）、美国（2.72%）和俄罗斯（2.46%），前五个国家或地区人民币流量合计占跨境人民币总量的88.01%。

图25 按权重排列使用人民币最多的15个经济体



数据来源：SWIFT，2023年7月《人民币追踪》报告

未来人民币国际化深入发展进程中仍有较多问题亟待解决。

首先，虽然我国金融市场的开放和建设已取得较大成果，但是现今金融市场的广度、深度仍有待进一步提升，以更好地支撑庞大规模的国际储备和结算。我国金融体系仍然以银行主导下的间接融资体系为主，衍生品市场的不太完备也使得我国对冲汇率风险的工具相对不足，对国际资本布局和投资国内资产会产生一定的影响。

其次，出于对资金大进大出等风险的担忧，我国在中短期内不太可能完全开放在岸金融体系和资本项目的自由兑换，这使得在岸人民币金融体系便利性受到影响。另一方面，离岸人民币金融体系尚在初级阶段，面临离岸人民币资产提供能力不足等发展约束。由于部分信息不在监管当局的掌控范围内，离岸人民币市场建设面临一定程度的困难。

第三，随着人民币国际化的发展，越来越多的人民币国际支付和结算需求必然要求人民币汇率具备更强的稳定性。近几年在中美两国基本面存在周期性差异的基础上，中美货币政策周期出现背离，人民币汇率压力趋紧。如何形成资本有序流动、汇率相对稳定和货币政策维持独立性三者之间的相对平衡，是人民币货币体系需要持续解决的问题。

风险提示：俄乌冲突升级，造成全球地缘政治动荡进一步扩散，全球风险偏好大在黑天鹅事件冲击下大幅转向；美国经济超预期衰退，美国通胀快速下行，长期紧缩政策下美国金融市场流动性趋紧，系统性金融风险长期累积最终造成流动性危机；欧元区经济恢复停滞，或者陷入进一步衰退，造成全球金融风险升高；油价大幅升高推升美国通胀上行超预期，美联储紧缩政策持续的时间和力度超预期，使得全球金融市场持续承压；逆全球化和全球区域化在政治因素影响下速度超预期，供应链和产业链重组对外需产生深刻影响。

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637