



# 去美元化遇到拐点 看好黄金、Vix、人民币资产

## ——“见证历史”系列开篇

证券分析师

姓名：郑嘉伟

资格编号：S1350523120001

邮箱：zhengjiawei@huayuanstock.com

证券分析师

姓名：于炳麟

资格编号：S1350524060002

邮箱：yubinglin@huayuanstock.com

联系人

姓名：郑冰倩

资格编号：S1350124050014

邮箱：zhengbingqian@huayuanstock.com

**目前的全球政治与金融格局驱动了我们这次对美元阶段性历史的复盘：**2018年，特朗普政府开启了美中贸易摩擦，2020年新冠疫情导致美联储和财政联合刺激，2022年2月开始的俄乌冲突加剧了全球经济不确定性与通胀，全球资金出于避险、利率差异、经济增速差异等多重原因回流美国，美元指数中期持续走强。但我们意识到，美国债务在2024年7月突破超过35万亿美元（自2020年以来增加超12万亿美元），而俄乌冲突中的“美元武器化”行为加剧了全球国家持有美元作为储备的潜在担忧。虽然许多经济学家认为目前由于美国债务占GDP的比例（123.8%）远低于日本（218.7%），美国债务完全可控。但我们认为美元债务体量及新增债务速度远大于其他经济体，而新增债务需要有增量债券人来持有，未来可能会进入一个美债供大于求的阶段，从而产生“被动高利息” - “美债利息偿还占财政支出高比重”的负向循环，从而大幅削弱美元。这个时点我们认为经典西方经济学给我们的指引有限，我们希望求诸历史阶段来理解美国、美元与全球政治经济格局的关系。

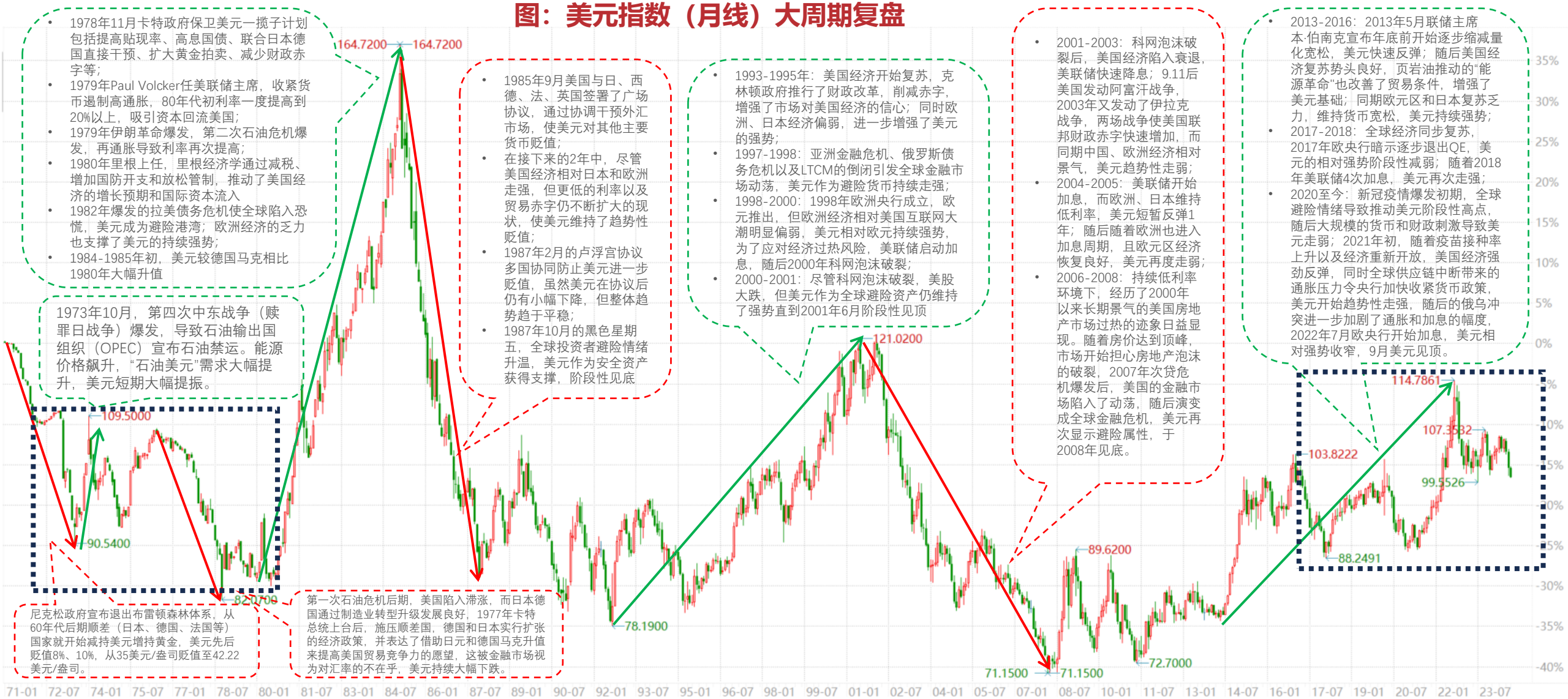
**这个报告复盘了1960-1980年代从美元危机到脱钩黄金到“石油美元”的美元再崛起过程，与当今世界的格局非常类似：**二战后布雷顿森林体系建立确认了美元的全球核心货币地位，但日本、德国等国家的战后经济奇迹，叠加美元的持续超发，以戴高乐总统领导的法国为代表的欧洲国家开始抛售美元购买黄金，1971年布雷顿森林体系解体美元与黄金脱钩，美元信任进一步承压。随之而来的1973年第一次石油禁运大幅增加了全球因购买大宗商品所需要的美金，叠加战争避险情绪共同支撑了美元，在这次危机期间美国与OPEC国家形成了“石油美元”协议，通过美国的军事保护来换取美元的再循环；1978年伊朗革命带来的第二次石油危机后，美国采取了激进的加息政策，间接引爆了拉美债务危机，美国相对全球其他国家的经济发展优势再次建立，美元开启了长达5年的强势周期，直到1985年广场协议主动贬值。我们认为这段历史与我们目前所处的时代有诸多相似：1) 金砖国家不断壮大的同时在外汇储备中减少美债增加黄金；2) 俄乌冲突带来的全球通胀和避险情绪使资金回流美元 3) 美元加速超发。

**我们总结了这一轮美元面临的困难，也识别到这次与60-80年代美元再崛起的核心区别：美元面临的困难：**1) 美国债务快速增加，贬值担忧加剧；2) 美元武器化降低美元信任；3) 全球支付体系多元化，“石油美元”被淡化；4) 金砖国家经济向好，跑赢G7；5) 2024年10月金砖国家会议探讨新支付体系。**这一轮核心的不同：**1) 上一轮的竞争国家日、法、德都受到当时美国的军事震慑，而这一轮金砖国家则不同；2) 这一轮金砖国家体量庞大，发展经济不依赖美元债务，美国可能无法通过美元潮汐炮制类似拉美和亚洲金融危机来削弱金砖国家；3) 这一轮顺差国家不像OPEC国家受美国军事保护，没有义务将顺差回流美债；综上所述我们认为，随着金砖国家成员的扩张，以及一个新的金融体系的逐渐成型，“美元武器化”的威力也将不负存在，美元的特权地位可能已经在崩溃的边缘。

**看好黄金、VIX与人民币资产：****黄金：**金价跟随实际利率的框架在当前已经失效，全球央行相对美债更增持黄金是核心推动因素，当我们预期的美债供大于求导致被动高利息的阶段出现时，预计黄金的美元价格将持续创新高；**VIX：**当下美国表征经济数据依然指引“软着陆”场景，但贫富差距的持续扩大已经逐渐伤及美国经济的根基，由于美国居民财富集中于房产和权益资产，房价、股价都在历史新高的当下，任何小概率事件导致的市场回调会大幅削弱消费信心，形成市场与经济基本面的反身性，建议使用VIX指数对仓位进行保护；**人民币资产：**中国目前正在采取强有力的货币、财政政策进行逆周期调节，此前全球的EX-China资金配置正在反向，看好外资回流与居民存款搬家共振带来的人民币资产崛起。

**风险提示：地缘政治风险、汇率风险**

**图：美元指数（月线）大周期复盘**



- 1978年11月卡特政府保卫美元一揽子计划包括提高贴现率、高息国债、联合日本德国直接干预、扩大黄金拍卖、减少财政赤字等；
- 1979年Paul Volcker任美联储主席，收紧货币遏制高通胀，80年代初利率一度提高到20%以上，吸引资本回流美国；
- 1979年伊朗革命爆发，第二次石油危机爆发，再通胀导致利率再次提高；
- 1980年里根上任，里根经济学通过减税、增加国防开支和放松管制，推动了美国经济增长预期和国际资本流入
- 1982年爆发的拉美债务危机使全球陷入恐慌，美元成为避险港湾；欧洲经济的乏力也支撑了美元的持续强势；
- 1984-1985年初，美元较德国马克相比1980年大幅升值

164.7200 ← 164.7200

- 1985年9月美国与日、西德、法、英国签署了广场协议，通过协调干预外汇市场，使美元对其他主要货币贬值；
- 在接下来的2年中，尽管美国经济相对日本和欧洲走强，但更低的利率以及贸易赤字仍不断扩大的现状，使美元维持了趋势性贬值；
- 1987年2月的卢浮宫协议多国协同防止美元进一步贬值，虽然美元在协议后仍有小幅下降，但整体趋势趋于平稳；
- 1987年10月的黑色星期五，全球投资者避险情绪升温，美元作为安全资产获得支撑，阶段性见底

- 1993-1995年：美国经济开始复苏，克林顿政府推行了财政改革，削减赤字，增强了市场对美国经济的信心；同时欧洲、日本经济偏弱，进一步增强了美元的强势；
- 1997-1998：亚洲金融危机、俄罗斯债务危机以及LTCM的倒闭引发全球金融市场动荡，美元作为避险货币持续走强；
- 1998-2000：1998年欧洲央行成立，欧元推出，但欧洲经济相对美国互联网大潮明显偏弱，美元相对欧元持续强势，为了应对经济过热风险，美联储启动加息，随后2000年科网泡沫破裂；
- 2000-2001：尽管科网泡沫破裂，美股大跌，但美元作为全球避险资产仍维持了强势直到2001年6月阶段性见顶

- 2001-2003：科网泡沫破裂后，美国经济陷入衰退，美联储快速降息；9.11后美国发动阿富汗战争，2003年又发动了伊拉克战争，两场战争使美国联邦财政赤字快速增加，而同期中国、欧洲经济相对景气，美元趋势性走弱；
- 2004-2005：美联储开始加息，而欧洲、日本维持低利率，美元短暂反弹1年；随后随着欧洲也进入加息周期，且欧元区经济恢复良好，美元再度走弱；
- 2006-2008：持续低利率环境下，经历了2000年以来长期景气的美国房地产市场过热的迹象日益显现。随着房价达到顶峰，市场开始担心房地产泡沫的破裂，2007年次贷危机爆发后，美国的金融市场陷入了动荡，随后演变成全球金融危机，美元再次显示避险属性，于2008年底见底。

- 2013-2016：2013年5月联储主席本·伯南克宣布年底前开始逐步缩减量化宽松，美元快速反弹；随后美国经济复苏势头良好，页岩油推动的“能源革命”也改善了贸易条件，增强了美元基础；同期欧元区和日本复苏乏力，维持货币宽松，美元持续强势；
- 2017-2018：全球经济同步复苏，2017年欧央行暗示逐步退出QE，美元的相对强势阶段性减弱；随着2018年美联储4次加息，美元再次走强；
- 2020至今：新冠疫情爆发初期，全球避险情绪导致推动美元阶段性高点，随后大规模的货币和财政刺激导致美元走弱；2021年初，随着疫苗接种率上升以及经济重新开放，美国经济强劲反弹，同时全球供应链中断带来的通胀压力令央行加快收紧货币政策，美元开始趋势性走强，随后的俄乌冲突进一步加剧了通胀和加息的幅度，2022年7月欧央行开始加息，美元相对强势收窄，9月美元见顶。

1973年10月，第四次中东战争（赎罪日战争）爆发，导致石油输出国组织（OPEC）宣布石油禁运。能源价格飙升，“石油美元”需求大幅提升，美元短期大幅提振。

109.5000

90.5400

82.0700

78.1900

71.1500

89.6200

72.7000

103.8222

88.2491

114.7861

107.3582

99.5526

第一次石油危机后期，美国陷入滞胀，而日本德国通过制造业转型升级发展良好，1977年卡特总统上台后，施压顺美国，德国和日本实行扩张的经济政策，并表达了借助日元和德国马克升值来提高美国贸易竞争力的愿望，这被金融市场视为对汇率的不在乎，美元持续大幅下跌。

78.1900

71.1500 ← 71.1500

72.7000

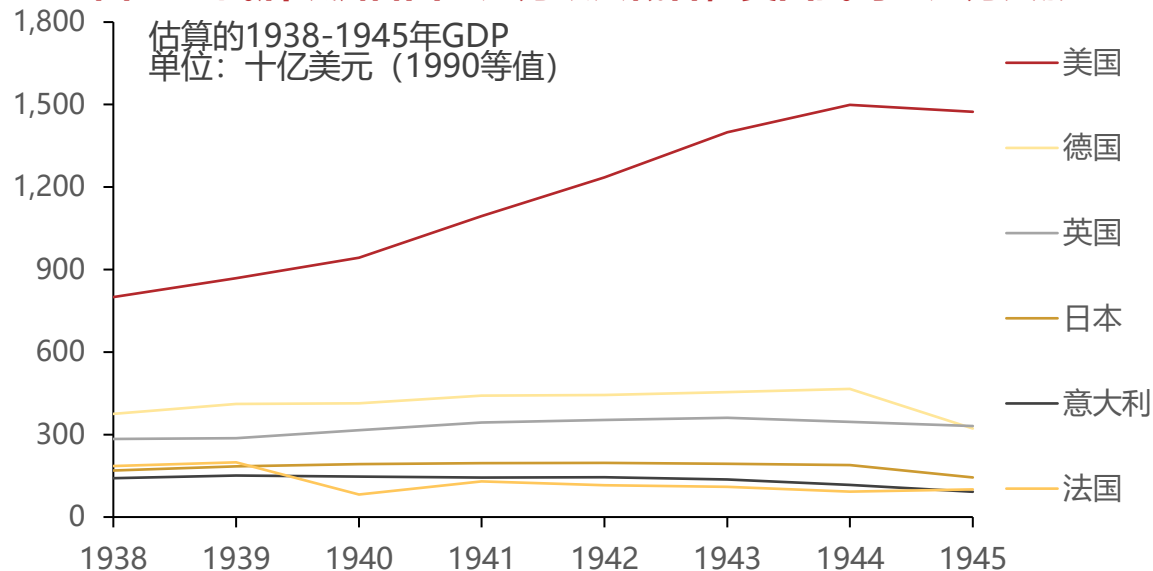
- 1、历史视角复盘美元特权：从布雷顿森林体系到“石油美元”
- 2、美元这一轮面临前所未有的困难 金砖支付体系的进展可能是重要催化剂
- 3、看好黄金、Vix、人民币资产

# 1.1 美国建立全球工业、金融、财富霸主地位，布雷顿森林体系建立

二战后欧洲各国面临严峻经济困境，工业基础被摧毁，意、法、日、德GDP均较战前大幅下跌。巨额战争欠款拖累了经济复苏，其中**英国对美欠款超300亿美元，从最大债权国变为最大债务国**。各国黄金和外汇储备几乎耗尽，整体经济陷入极度萧条，迫切需要外部援助和经济重建计划。对比之下，**美国生产力在参战后大幅上涨**，战时本土工业设施基本未受影响。作为战时最大债权国，租借法案中各国对美国欠款近510亿美元，同时美国战后黄金储备占全球近70%，外汇储备成为世界第一。美国通过战时经济提升工业和金融实力，国民积累了大量财富，世界经济重心开始从西欧和英国向美国转移。

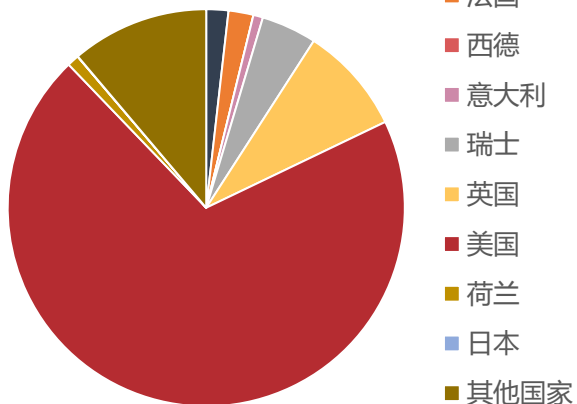
**美元成为全球核心货币**。1944年7月的布雷顿森林会议，确立了以美元为核心的国际货币体系，各国将本国货币与美元挂钩，而美元则与黄金挂钩。同时成立了IMF和世界银行，监督全球汇率体系，并为战后重建国家提供长期贷款，促进基础设施建设和经济发展。

图：二战后欧洲各国生产力跌入低谷，美国战时生产力大涨

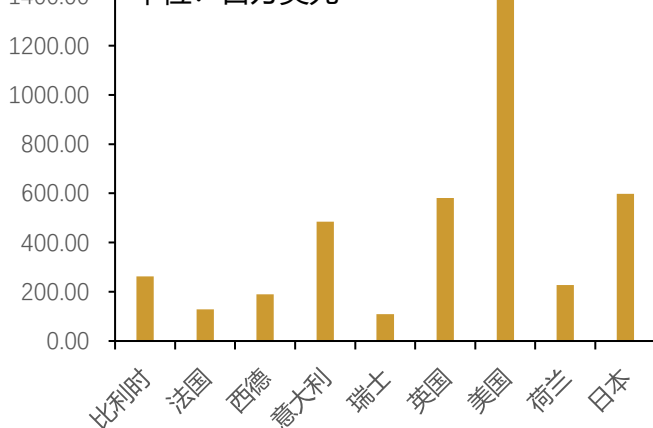


图：战后欧洲储备耗尽，美国成全球第一储备国

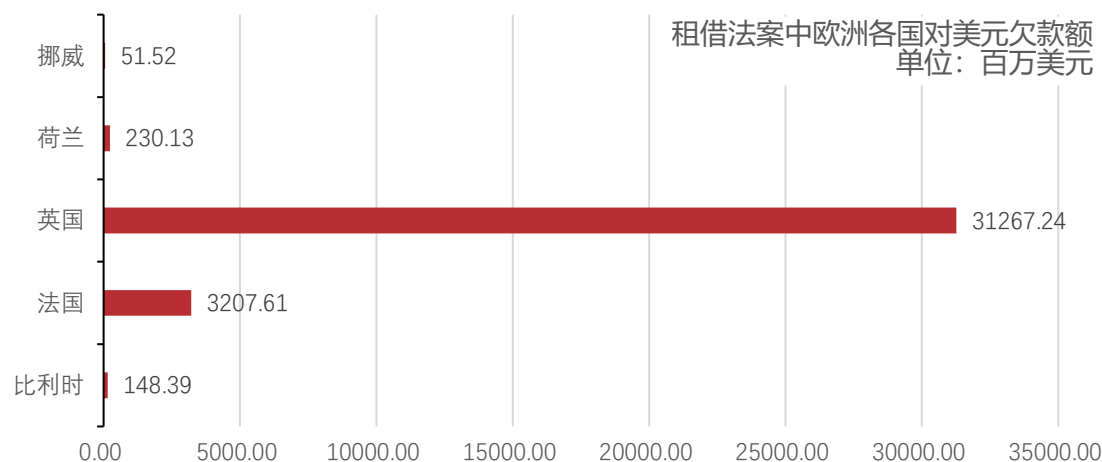
战后各国黄金储备分布（1950）  
单位：百万盎司



战后各国外汇储备分布（1950）  
单位：百万美元



图：欧洲各国对美国欠款，英国成为最大债务国



资料来源：IMF, Statista, J. F. Dunnigan, A. A. Nofi 《Dirty Little Secret of World War 2》，华源证券研究

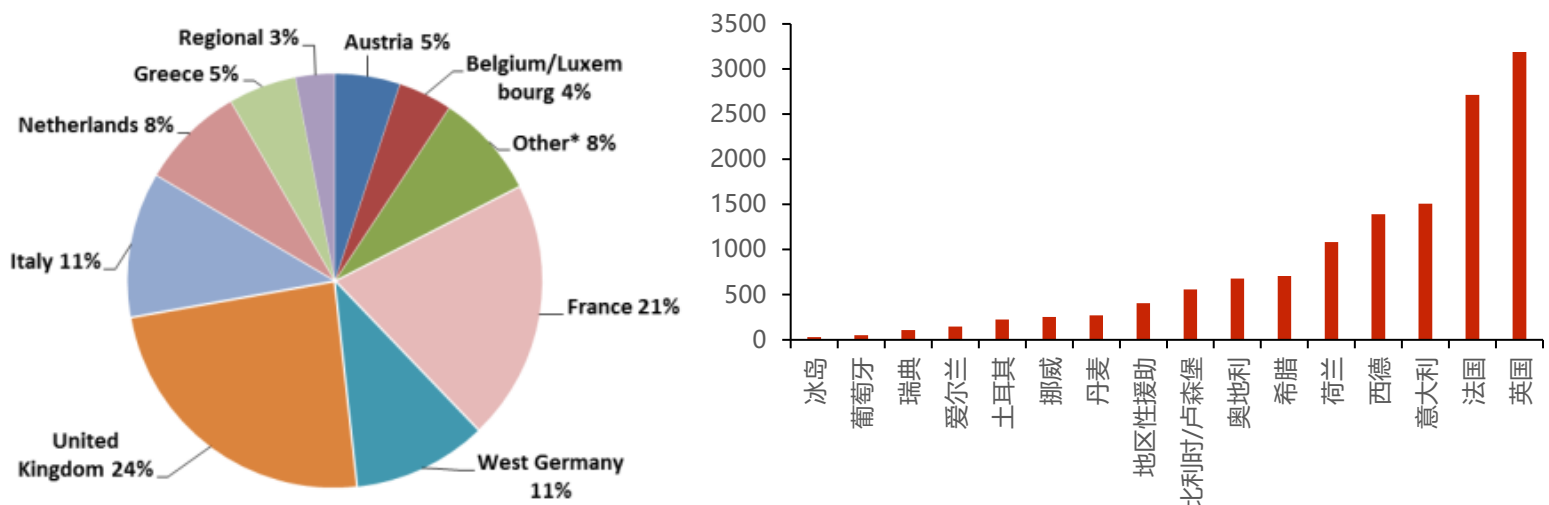
# 1.2 从摩根索计划到马歇尔计划，美元成为结算货币，奠定储备货币基础

- 二战结束前夕，时任美财政部长小亨利·摩根索在1944年9月第二次魁北克会议上提出了**限制德国国防工业重建和经济重建，分割德国并摧毁工业化设施的摩根索计划**。这一计划的重点旨在通过彻底削弱并控制德国工业力量，摧毁鲁尔区矿区的开采能力，完成德国的彻底去军事化。摩根索计划在战后初期对德国经济恢复造成了极大影响，因其主张使鲁尔区永久失去作为工业区的功能，在德国国内及国际社会引起了强烈反对，最终没有被完全实施，而是逐步过渡到了马歇尔计划。
- 出于对苏联遏制考量和与欧洲经济贸易往来的需求，美国在1946-1947年正式转向国务卿拜恩斯和马歇尔支持的**马歇尔计划，对欧洲进行系统性援助**。由1948年建立的美国经济合作总署和欧洲各国政府管理的基金接受了美国总计提供的近133亿美元的经济资助，这些资金和其他贷款项实际上代替了欧洲各国耗尽的外汇资源，**使美元成为各类工业品、原料和日常用品进口时的结算货币**。
- 马歇尔计划中的援助资金也被用以**结算石油为首的各类工业燃料（总计16亿美元）**，奠定了国际原油市场中美元结算的基础。

图：摩根索计划中对德国的分割



图：马歇尔计划的受益方占比（左）和各方受援助额度（右）



■ 马歇尔计划对各国的援助额，1945年4月到1952年6月（单位百万美元）

## 1.3 战后欧洲各国积极恢复经济

战后欧洲各国和日本都采取了积极的经济复苏措施，包括国家主导的能源企业建立和扩张，建立经济和资源联盟，进行货币、土地和市场改革等：

**表：各国战后货币、产业、能源等经济复苏政策**

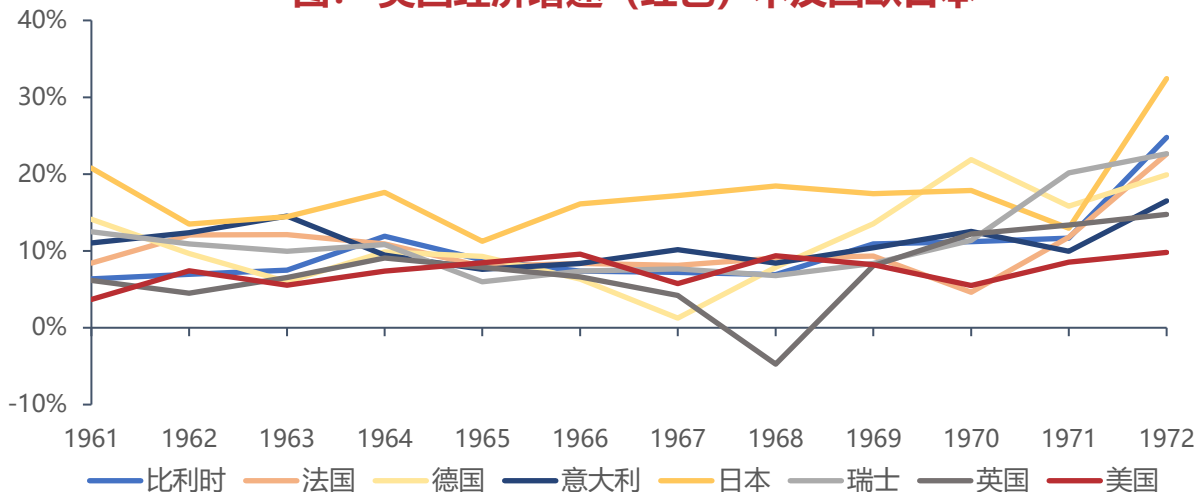
国家	措施/政策名称	政策简述与后续影响
日本	经济体系建设与倾斜生产	战后日本进行了一系列财政金融改革，在美国的帮助下完成了市场经济体系建设，施行“倾斜生产方式”的产业政策，使经济很快恢复到战前水平。
	朝鲜特需景气	1950-1953年，朝鲜战争期间日本通过接受美国的军事采购刺激了日本经济，推动了工业生产和出口的增长。
德国	货币改革与社会市场经济	战后，德国实施货币改革，用德国马克取代旧的德国纸币，推行“社会市场经济”，确立了以机械制造、汽车、化工、电气等为主导产业的发展战略。
法国	莫内计划	1947年，法国实施莫内计划，重点发展钢铁、煤炭、电力、运输等产业，通过集中资源加速现代化，莫奈也提出了欧洲工业（资源）池设想。
	CFP能源公司国有化	支持CFP（现道达尔公司）扩张经营，包括收购日本公司Japex在印度尼西亚的两个许可证中50%的权益和在阿尔及利亚的碳氢矿藏勘探。
法国和德国	舒曼计划和煤钢联营	1950年，舒曼计划提出法国、西德共同管理鲁尔区煤炭和钢铁资源。1951年，欧洲煤钢共同体（煤钢联营/ECSC）成立，发展为囊括意大利、比利时、荷兰和卢森堡的资源联盟，成功促进了西欧工业快速恢复。
英国	国有化与福利国家建设	1945-1951年，英国工党政府推行“福利国家”政策，建立国民健康服务体系（NHS），通过扩大公共部门促进就业和社会福利。
意大利	ENI成立与能源政策	1953年，意大利政府在意石油总公司（AGIP）基础上成立国家石油公司（ENI），通过国家控制的能源公司推动国内石油和天然气开采降低对外依赖。
瑞士	中立政策与服务性经济	战后瑞士转型成为一个以服务业为主的经济体，服务业吸收了全国四分之三的就业人口。冷战期间瑞士也继续坚持两大阵营间严格的中立政策。
荷兰	荷兰天然气开发	1959年，荷兰发现格罗宁根大气田，成为欧洲最大的天然气生产国之一，推动了荷兰经济的增长和能源自主。
挪威	成立国家石油公司 (Statoil)	1972年，挪威成立国家石油公司Statoil（现Equinor），以管理和开发北海石油资源，带动了国家经济的强劲增长。

资料来源：刘浩远、郇公弟、张生《战后日德经济奇迹》、CVCE、欧盟历史档案等、华源证券研究

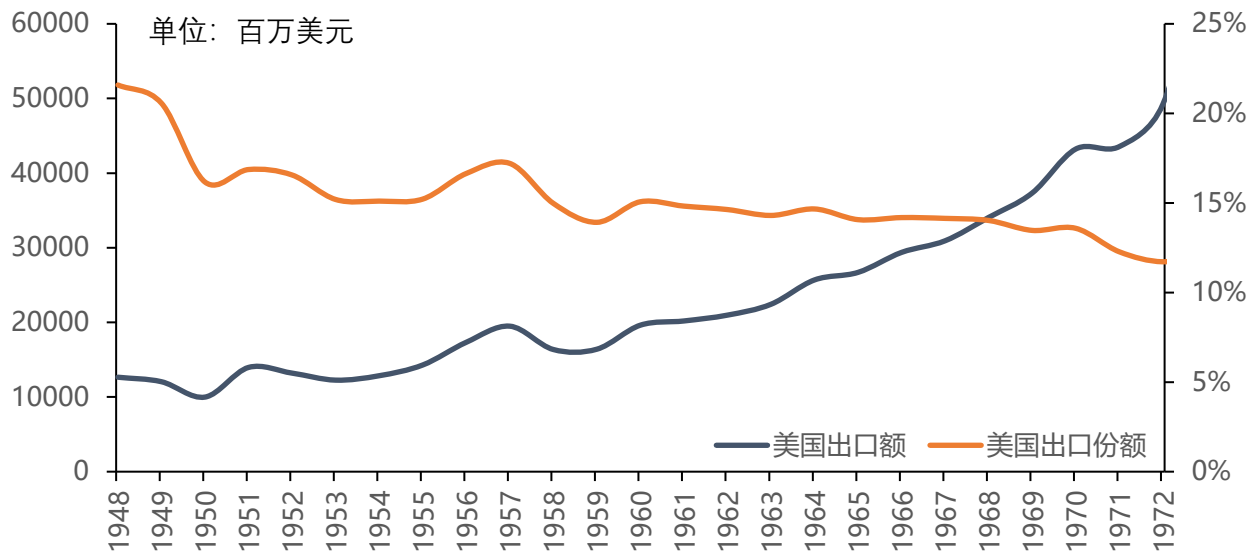
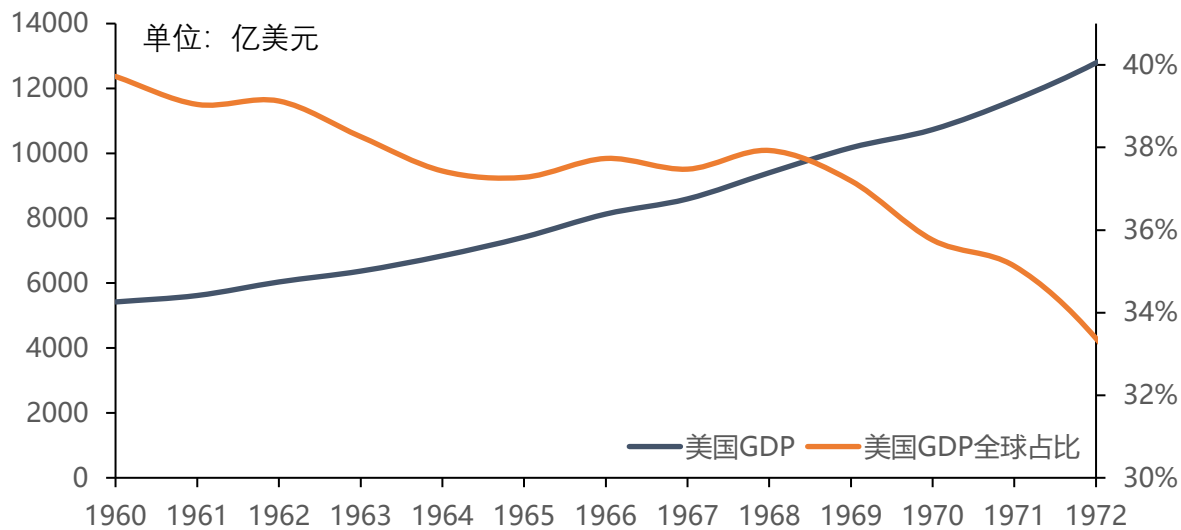
# 1.4 战后欧洲和日本经济高增长，美国经济优势收窄

随着西欧和日本经济逐步复苏，美国战后的经济主导地位受到挑战。从1960年到1973年石油战争前夕，日本名义GDP从474亿美元上升至4415亿美元，德国从843亿美元上升至3984亿美元，年化增长率达到13%和19%，成为了仅次于美国的第二和第三大经济体。虽然美国GDP在战后持续增长，但其他国家的经济复苏挤压了美国在全球经济中的占比，从1960年的40%下探到1972年的33%左右。几国在世界贸易中的份额也逐渐增加，挤占了美国出口占全球出口份额，使其从1948年的22%下降到1972年12%的水平。

图：美国经济增速（红色）不及西欧日本



图：美国GDP（左）和出口额（右）增长但占全球份额受挤压



资料来源：世界银行数据库、联合国贸易发展会议数据库、华源证券研究

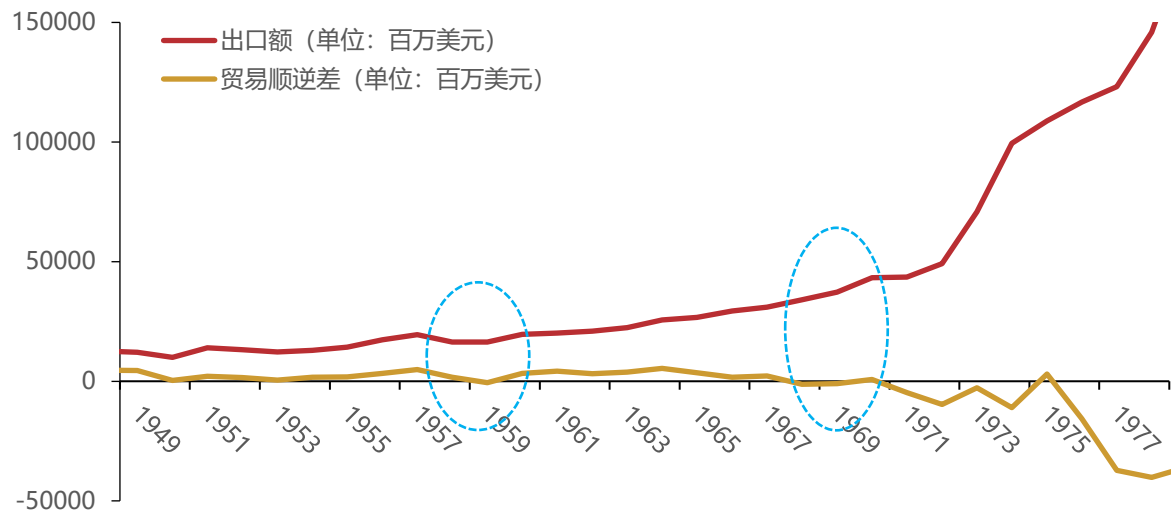


# 1.5 二十世纪50-70年代，欧洲日本工业体系对美国进出口体系形成挑战

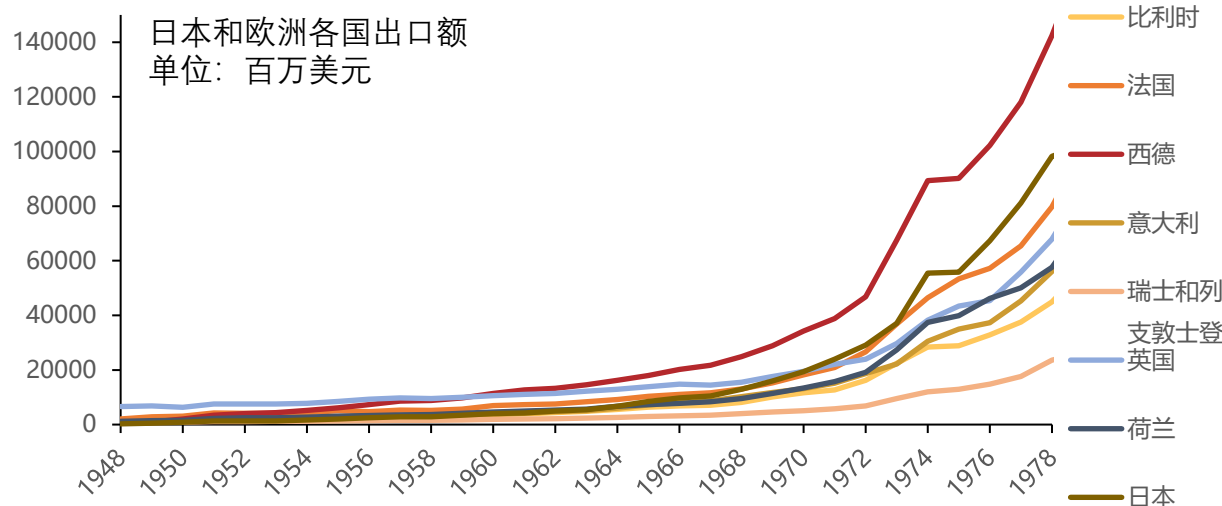
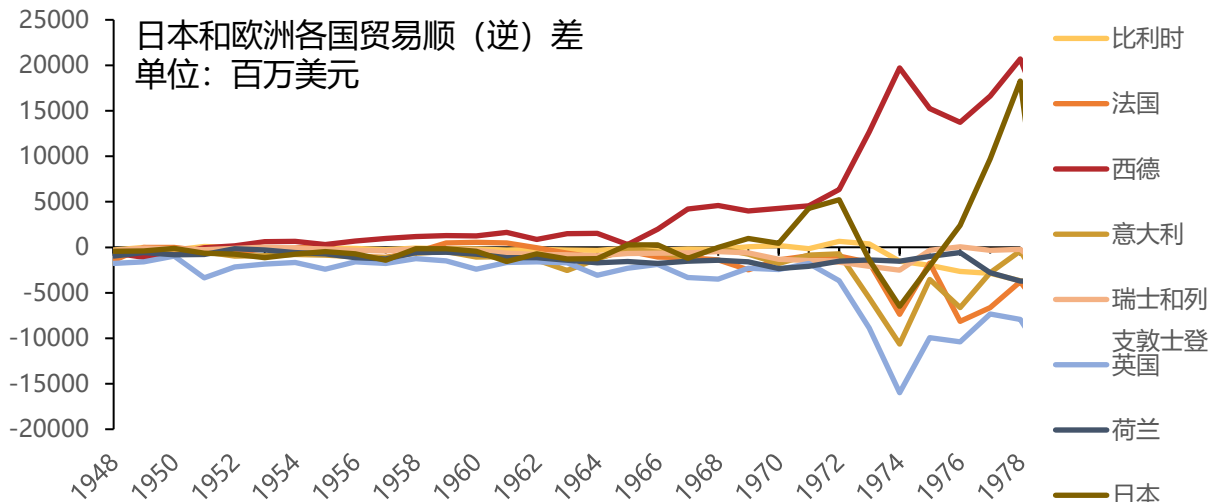
战后美国曾在全球贸易中占据主导地位，但随着日本和欧洲各国的经济复苏，美国面临前所未有的竞争压力。在1958-1959年，“艾森豪威尔衰退”导致出口额回降，首次出现了显著的贸易逆差。1968年的美元危机中，美国进口增长幅度超过出口，再次出现贸易逆差。1948年，欧洲各国和日本的出口占世界份额为24.7%，美国则为21.6%。到1970年，这两个数值已经分别来到了42.3%和13.6%，美国的出口份额被严重挤压，迫切需要货币贬值来缓解贸易劣势。

美国在全球贸易中最大的挑战来自日本和西德的快速崛起。1948-1970年间，西德与美国出口额的比值从1948年的0.06增至1970年的0.8，日本则从0.02增至0.45，同时伴随两国在1970年后巨大的贸易顺差优势。

**图： 1948-72年美国出口额和贸易顺（逆）差**



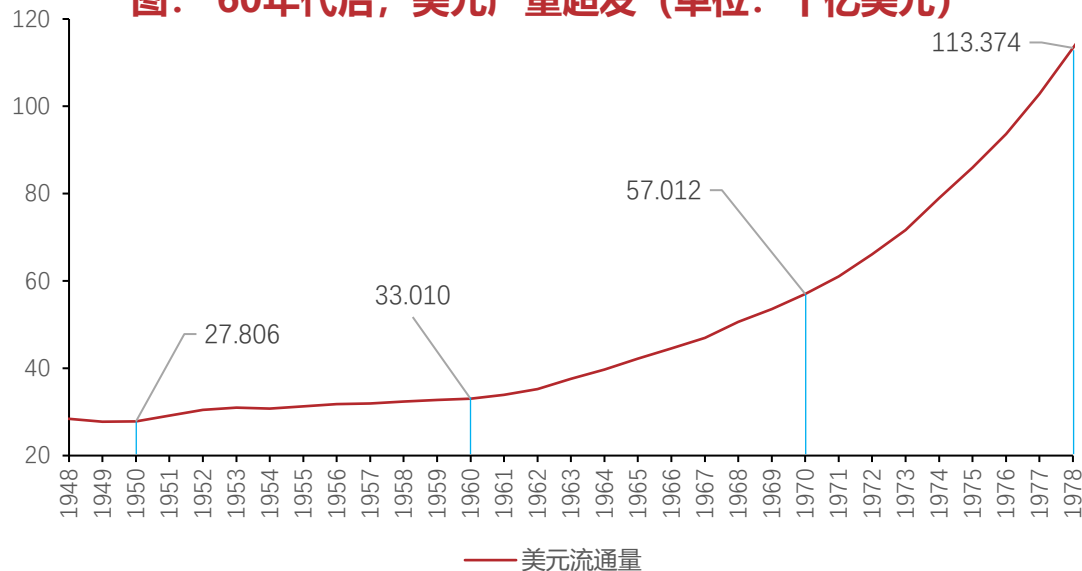
**图： 同时期日本和欧洲各国贸易顺（逆）差（左）和出口额（右）**



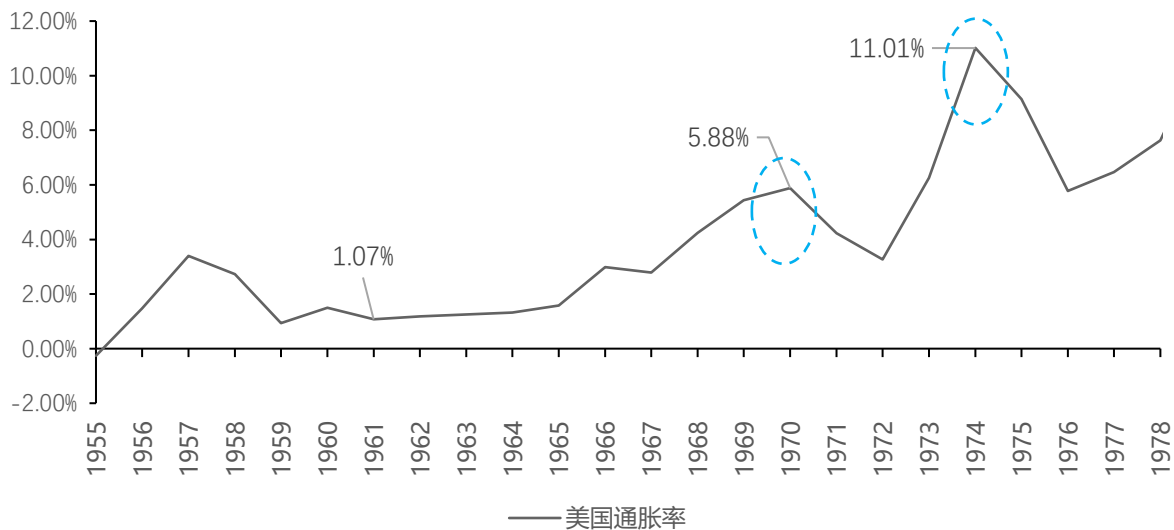
# 1.6 60年代后美元超发，美国通胀攀升，外资频繁从美国出逃

- 美国在布雷顿森林体系中面临矛盾的货币政策需求：一方面贸易需求带给美元贬值压力，另一方面又需要增值来对抗通胀和黄金挤兑。
- 美国在1960年代后开始进行频繁增发美元。美元的流通量在1950-1960年间增长了50亿左右，而从1960到1970年却增发了近250亿，1970-1978年从570亿翻番至1133亿，**美元严重超发，供应过剩。**
- 超发的美元导致美国**通胀率从64年开始进入上升区间**。1961年左右，通胀率水平在1%左右；而在1970年布雷顿森林体系崩溃前夕，通胀率达到近6%。石油危机后的1974年，因能源成本飙升，通胀率站上了11%的高位。
- 从1955年起，因为美国与境外利差、美元增发、美国黄金储备被挤兑等原因，**外资出现了频繁从美撤出的趋势**，导致在美外资在1955年后几次出现负值。尤其是1971年美国宣布停止黄金美元互换后出现了战后最大的外资回撤潮。

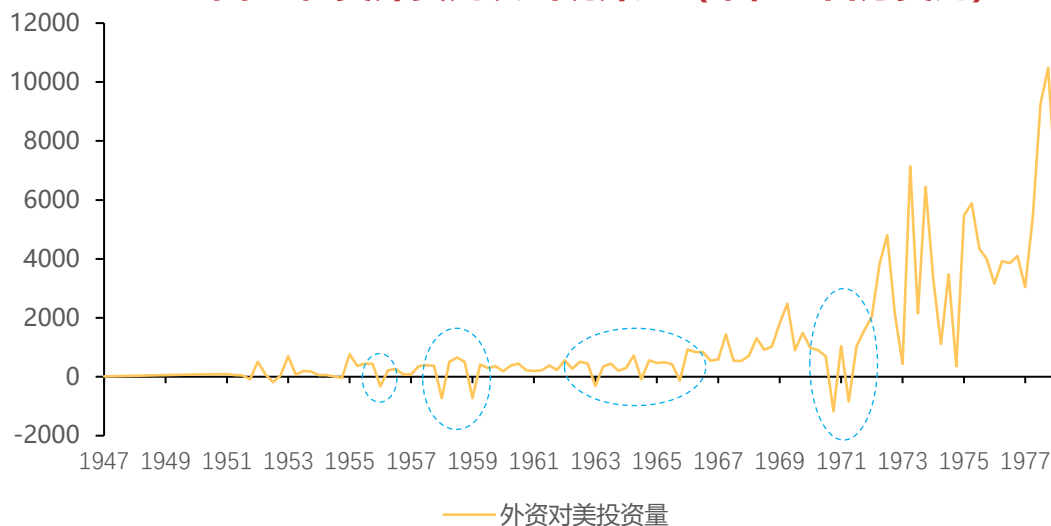
图：60年代后，美元严重超发（单位：十亿美元）



图：60年代中期，美国通胀率开始攀升



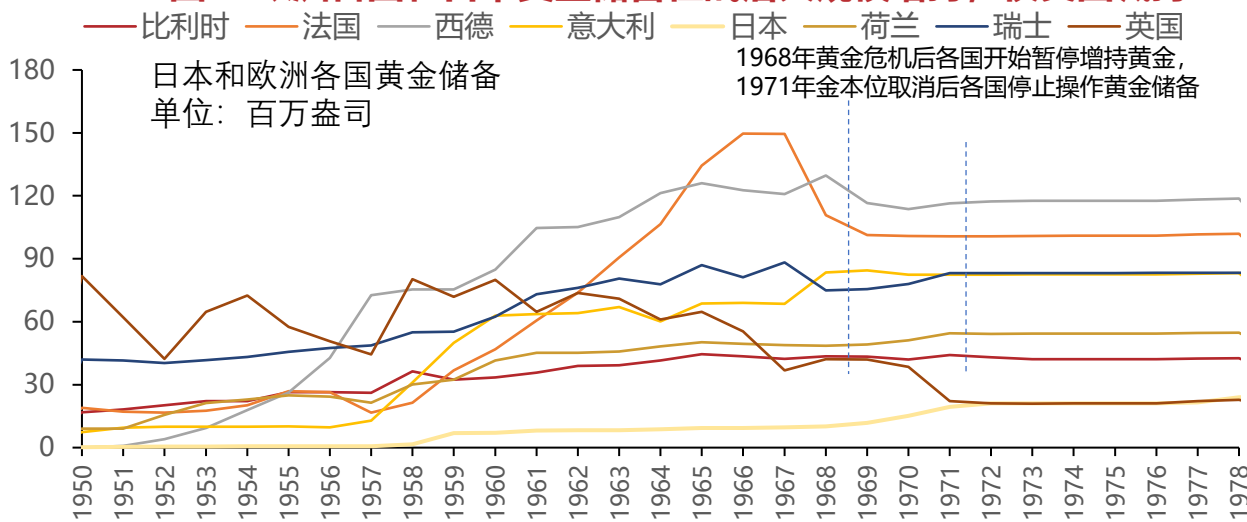
图：在美外资几次出现外逃（单位：百万美元）



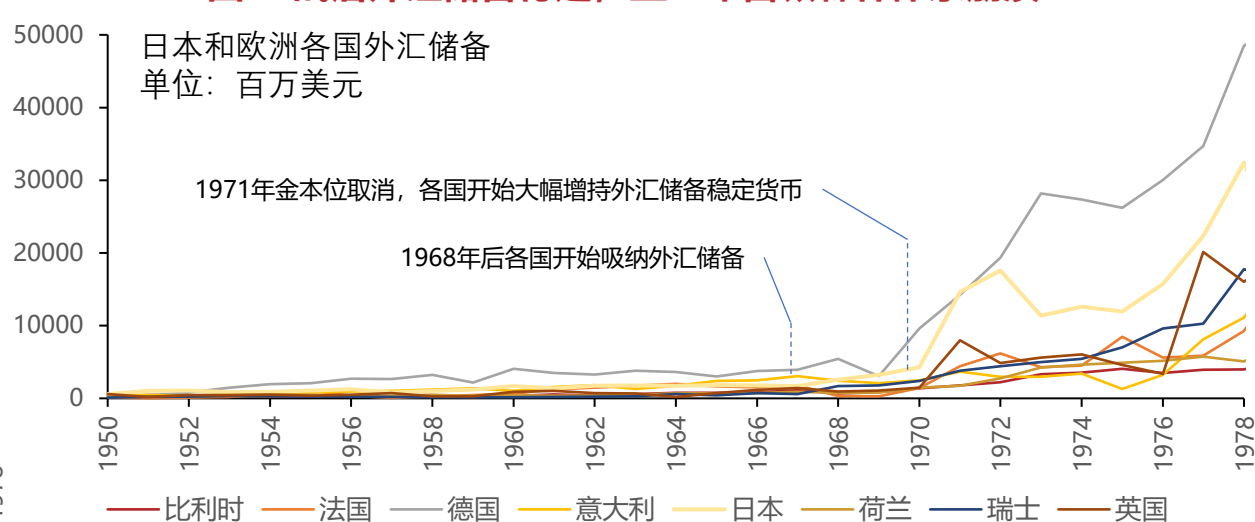
# 1.7 战后日欧央行持续增持黄金，美元失信导致“双黄金机制”

- 因战后初期金本位下黄金对货币直接的支撑作用，欧洲几国不约而同增持了黄金。** 法国和德国增持幅度最大，储备量从1950年到1972年分别增长了8178万和1.17亿盎司；意大利黄金储备在1957至1960年增持超5千万盎司应对里拉波动性问题；其他几国也稳健增持以增强金本位下货币稳定性。英镑作为除美元外最主要储备货币，在国际收支中面对巨大资金流动压力。数次危机中，英国不得不多次动用其黄金储备支撑英镑汇率，持仓从最高8100万持续减持至1971年2200万盎司，成为战后唯一一个总体减持黄金的欧洲国家。
- 美元滥发导致国际社会信任危机，“双黄金机制”减轻美国黄金储备压力：**从1950年代末期到1960年代，美国因军事开支（如越南战争）和社会福利支出（如“伟大社会”计划）大量印发美元。这导致全球市场上美元供应过剩，国际社会开始对美元能否维持与黄金挂钩的信任逐渐削弱。1968年初，国际市场上的黄金需求大幅增加，特别是在伦敦黄金市场上，投机者和政府对美元失去信心，导致黄金价格飙升。尽管官方汇率仍然是1盎司黄金等于35美元，但在实际市场交易中，黄金的价格已远高于官方价格。为了稳定局势，**1968年3月，世界主要经济体通过国际协议达成了所谓的“双重黄金市场”制度。**官方黄金市场仍以固定价格进行交易，而私人市场则允许黄金自由交易。

**图：欧洲各国和日本黄金储备在战后大规模增持，仅英国减持**



**图：战后外汇储备稳定，直至布雷顿森林体系崩溃**



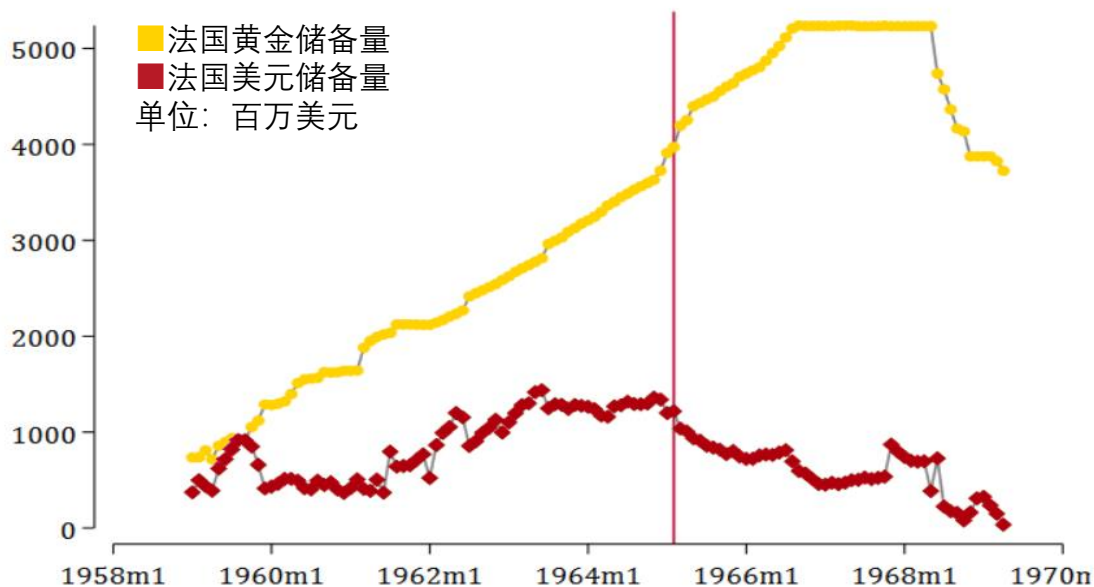
# 1.8 戴高乐扛起反对美元大旗，不断增持黄金减持美元

- 戴高乐在1965年发表了著名的“黄金准则”演讲，提出了“没有货币可以代替黄金（的货币地位）”的主张。在布雷顿森林体系中各国货币与美元汇率固定的情况下，戴高乐察觉到，因前一年美国国际收支逆差增大，美国用美元货币支付逆差可能给欧洲带来输入性通胀风险，呼吁恢复各国货币的金本位来抵抗美元在国际货币市场上因美元金本位得到的特殊地位。
- 尽管各国政府和经济学家的反应不一，但欧洲几国确实从1950年后就积极进行黄金规模化增持。法国自1958至1966年连续9年增持黄金，总增持幅度约3770吨（约133百万盎司），直至1966年美元储备占比被压缩至6%。各国的黄金储备增持行为在1968年黄金危机后宣告结束。

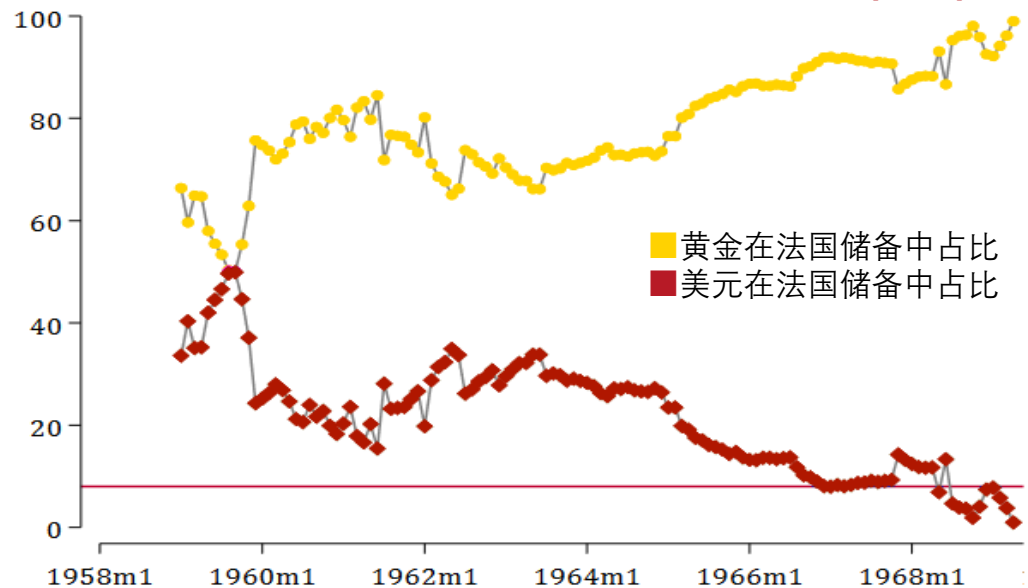
图：法国在1958年开始坚定增持黄金，直到1966年左右停止



图：法国大幅增持黄金与对美元减持（红线为戴高乐演讲发表日）



图：法国对储备中美元占比至1966年减持到6%（红线）左右



资料来源：IMF, Maylis Avaro 《A Gold Battle? De Gaulle and the Dollar Hegemony during the Bretton Woods era》，华源证券研究

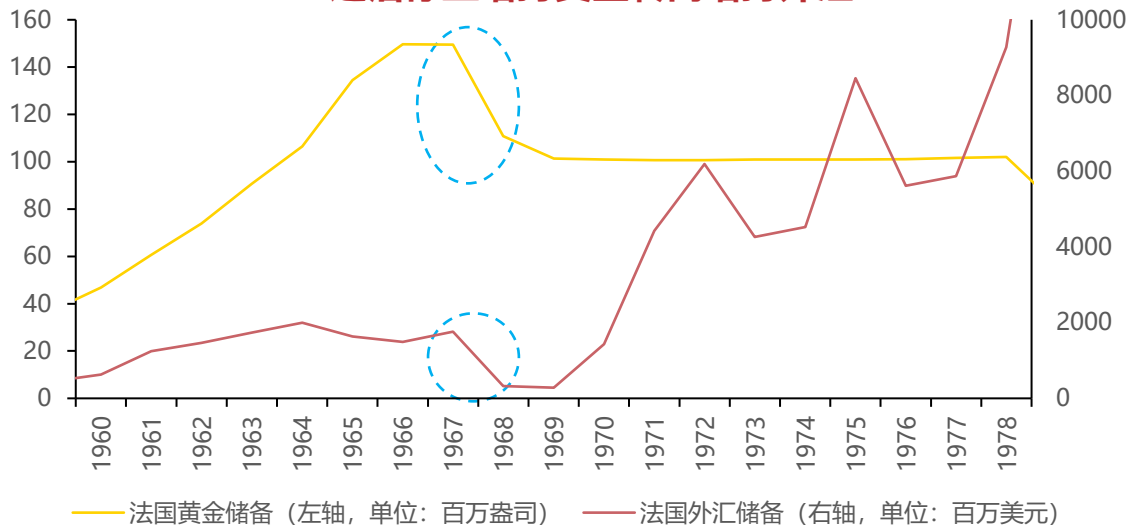
# 1.9 五月风暴后法郎被狙击，戴高乐总统下台，黄金准则破产

1968年五月，法国发生了被称为“五月风暴”的学生运动，最终演变为反对戴高乐政府和右翼政权的大范围罢工示威。除去反越战反美的国际背景，法国国内也出现了贫富分化问题：尽管法国当年GDP总值恢复到近1500亿美元，但基尼系数也在60年代上升到0.4左右高位。

对法国国内经济形势的担忧和法国外汇储备薄弱使大量资本开始做空法郎获利，法郎被狙击。戴高乐政府不得不使用巨额黄金和外汇救市托底法郎，外汇储备很快来到了仅3亿美元的低点。

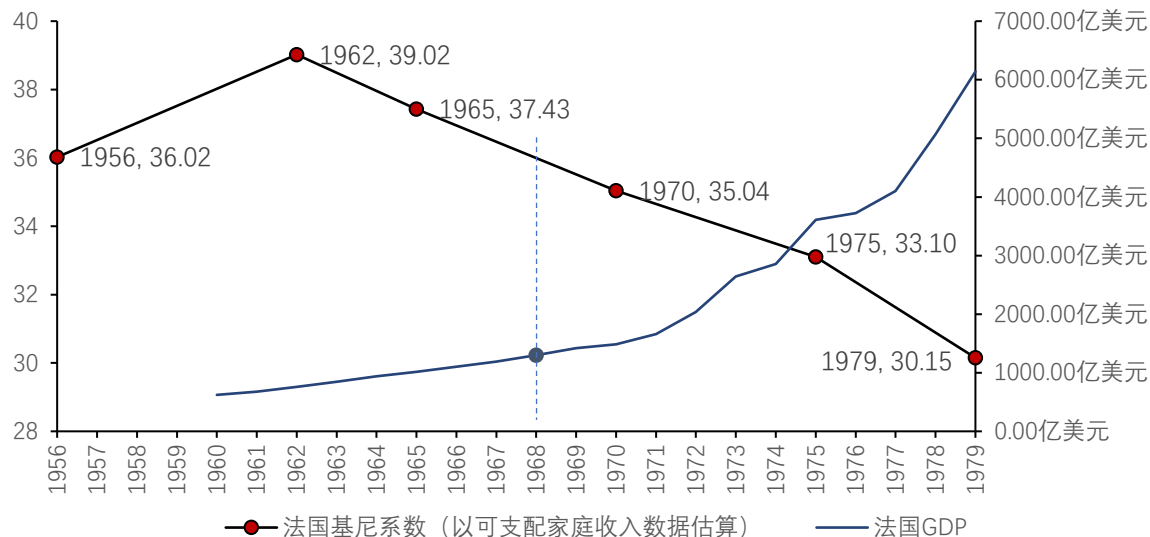
尽管戴高乐几次重申不愿主动贬值法郎的立场，在同年黄金危机后各国汇率开始松动，法郎对日元、挪威克朗、瑞郎、荷兰盾和德国马克出现了持续贬值。法郎危机宣告了黄金准则失效，暴露了黄金对货币短期支撑性的局限，各国开始转向外汇增持。1969年4月，戴高乐下台，黄金准则破产。

图：法国在法郎危机期间使用黄金外汇储备救市，之后停止增持黄金转而增持外汇



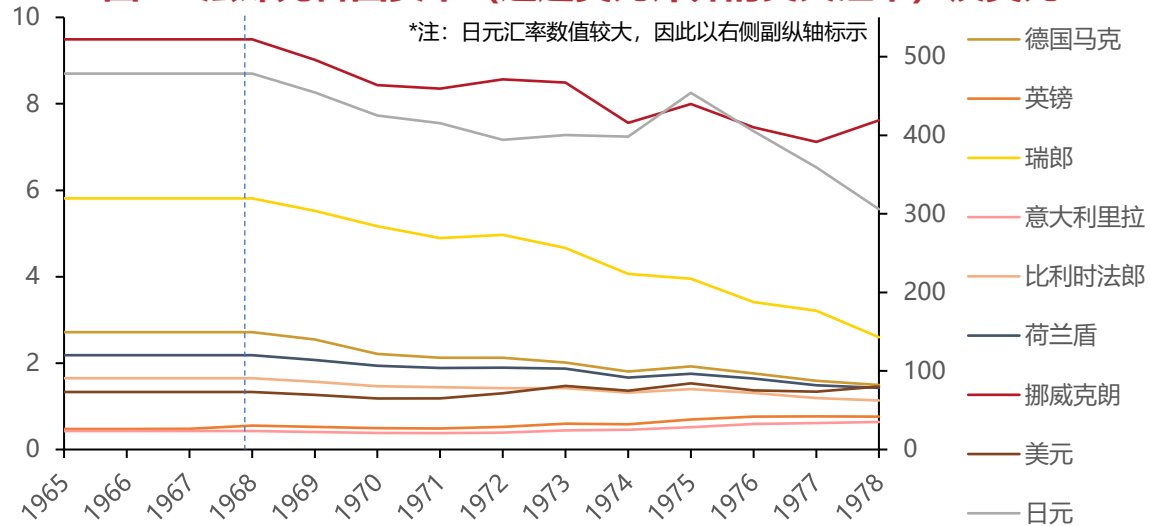
资料来源：IMF、华源证券研究

图：法国60年代基尼系数登顶达0.4附近



资料来源：The Chartbook of Economic Inequality、INSEE、世界银行数据库、华源证券研究

图：1法郎兑各国货币（通过美元计算的交叉汇率）及美元

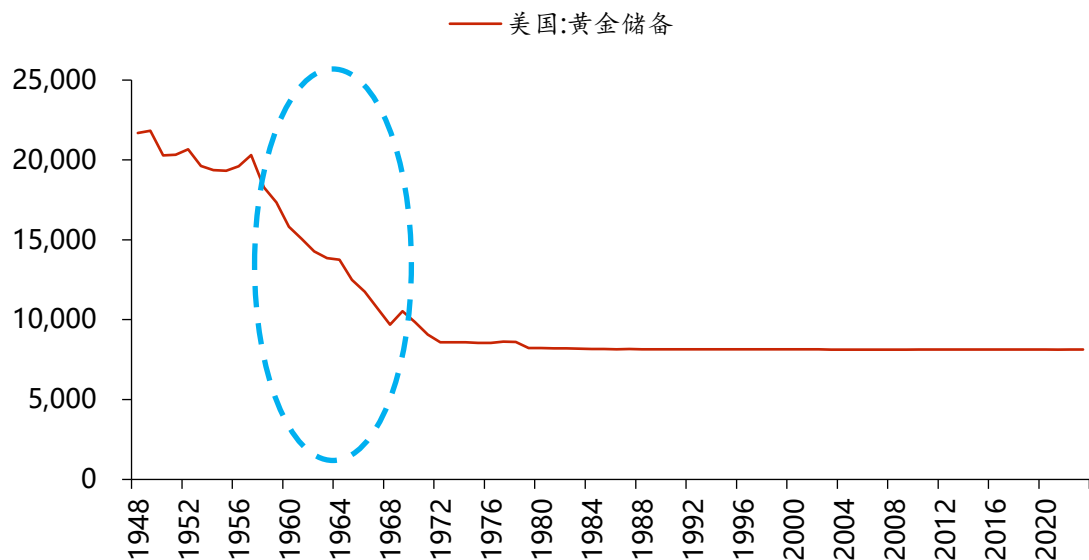


资料来源：OECD、华源证券研究

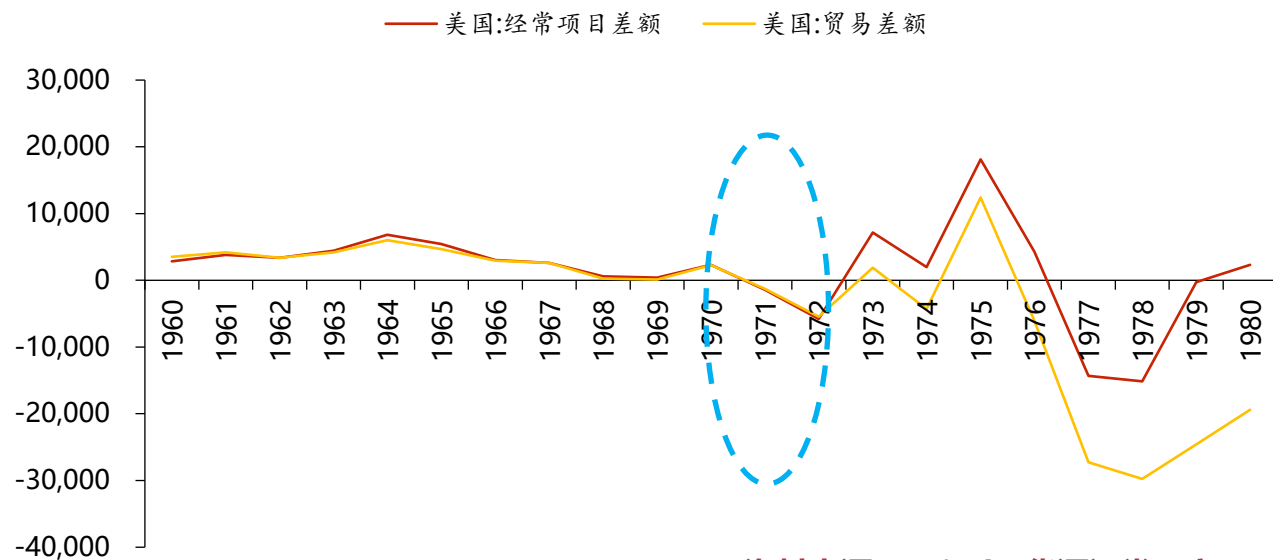
## 1.10 1971年布雷顿森林体系瓦解，美元贬值资本流出美国

- 60年代末全球美元供应过剩、美国贸易顺差变成贸易逆差、美国黄金储备不足等原因导致了布雷顿森林体系的瓦解。**1971年8月15日，美国总统理查德·尼克松宣布暂停美元与黄金的兑换，导致美元与黄金的直接挂钩终止。这一决定标志着布雷顿森林体系的事实性解体。
- 为了应对布雷顿森林体系的事实性解体，各主要经济体在1971年12月达成了《史密森协议》，该协议试图重新调整货币汇率，放宽美元与其他主要货币之间的固定汇率范围，并在新的汇率框架下维持国际货币体系的稳定。**但是该协议并未解决根本性问题，美国继续面临高通胀、贸易逆差和财政赤字等问题**，导致市场对美元的信心持续动摇。协议设定的汇率范围很快变得不可持续，市场压力不断积聚。
- 布雷顿森林体系的瓦解使得全球投资者和国家对美元的信心下降，导致美元在外汇市场上贬值。**不再和黄金挂钩之后，美元供应开始加剧，美元指数持续下行，1972年形势进一步恶化，资本开始大规模流入日本和欧洲，逃离美元体系，最终导致尼克松在1973年2月12日宣布美元二次贬值，相对于黄金贬值10%，美元指数从1971年1月的120.53降至1973年7月最低达到90.54。

**图：美国黄金储备在60年代开始快速下滑（单位：吨）**

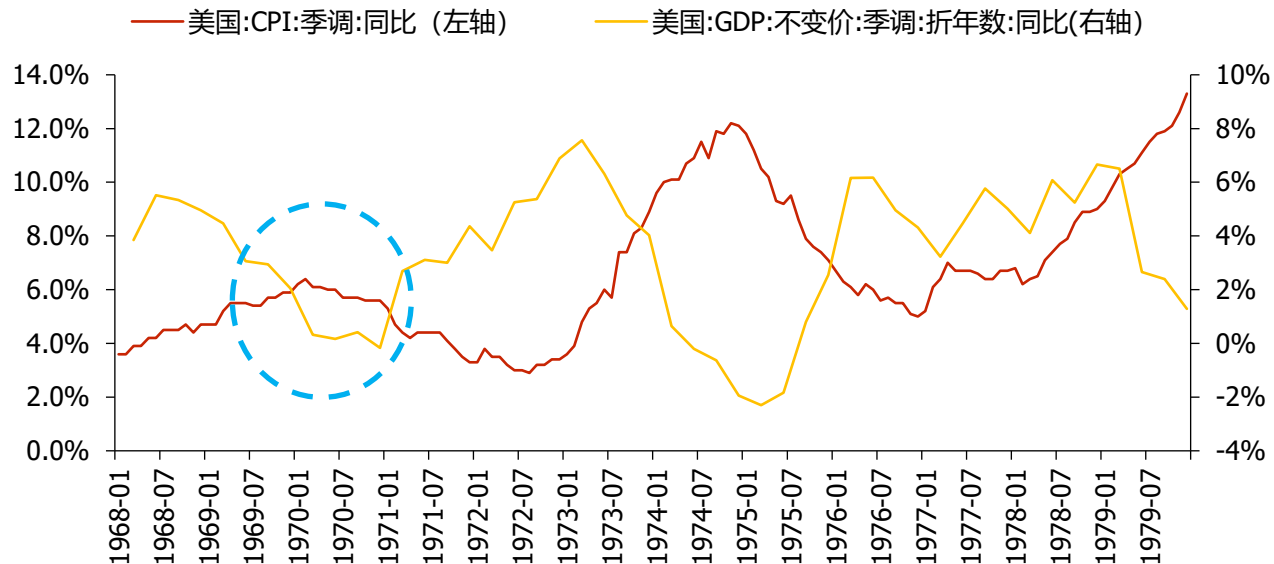


**图：1971年美国开始出现贸易逆差（单位：百万美元）**

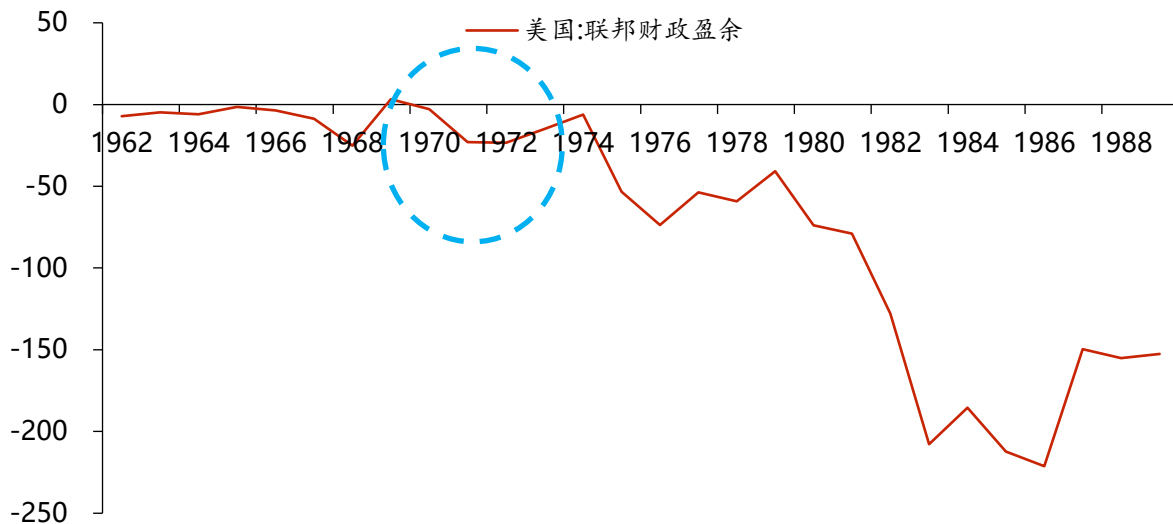


# 1.11 布雷顿森林体系的瓦解，并没有解决当时美国的问题

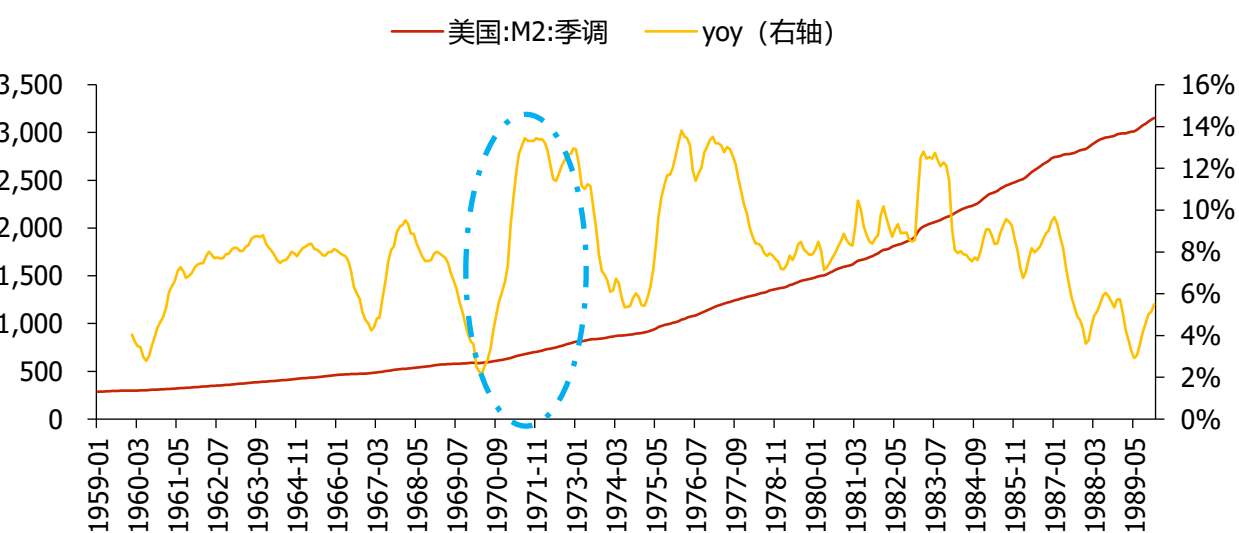
**图：60年代末~70年代初，美国面临经济增速放缓，通胀压力增大的局面**



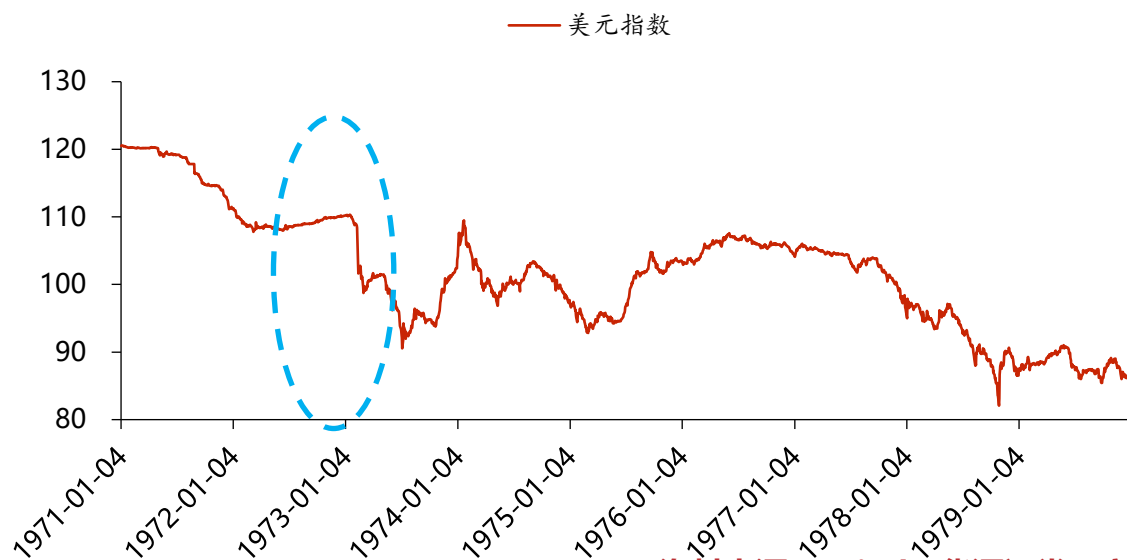
**图：70年代美国财政赤字开始加大 (十亿美元)**



**图：布雷顿森林体系瓦解，脱离黄金的束缚后美元供应开始增加 (十亿美元)**



**图：布雷顿森林体系瓦解后，美元开始贬值，1972年形势恶化**

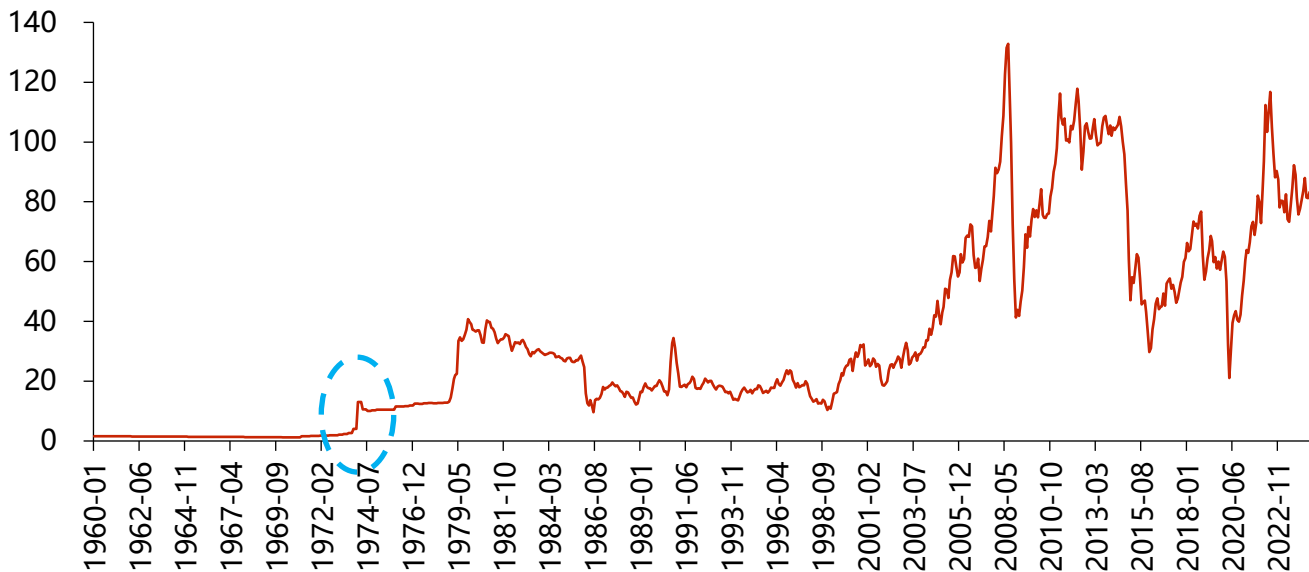


# 1.12 1973年赎罪日战争爆发，石油禁运力挺“石油美元”

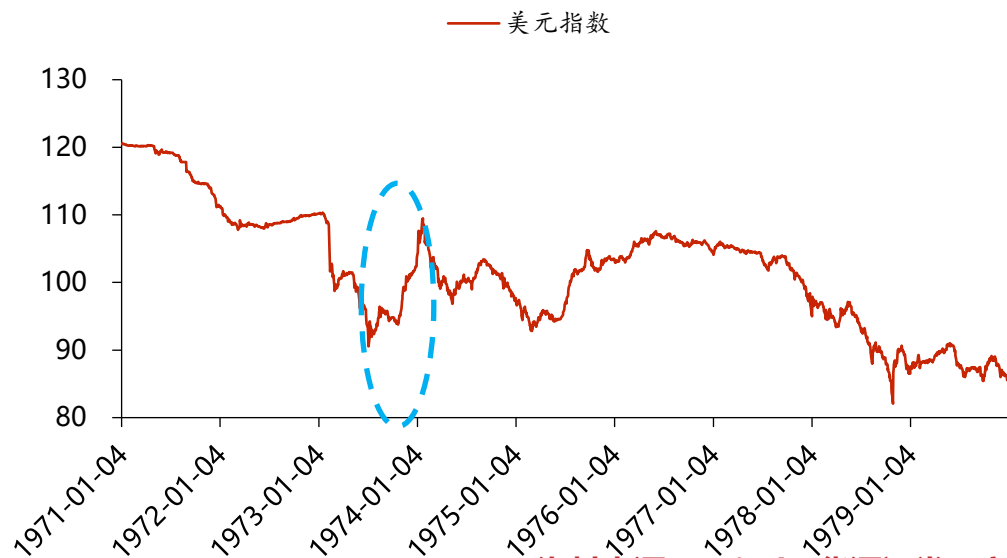
- **1973年10月6日，第四次中东战争（也称为赎罪日战争）爆发。**埃及和叙利亚联合其他阿拉伯国家，向以色列发起突然袭击，试图夺回在1967年六日战争中失去的领土。为了反对西方国家，尤其是美国对以色列的支持，石油输出国组织（OPEC）中的阿拉伯成员国决定利用石油作为政治武器。1973年10月17日，OPEC的阿拉伯成员国宣布对支持以色列的国家（包括美国、荷兰、日本和其他西方国家）实行石油禁运，限制石油产量并停止对这些国家的石油出口。在石油禁运的背景下，从1973年9月到1974年1月，石油价格从每桶不到3美元飙升至13美元。
- 在二战结束后，美国经济实力雄厚，工业产值占全球的很大比例。美国石油公司，如埃克森美孚、雪佛龙等，控制了全球大部分石油资源和供应渠道。由于这些石油交易主要以美元进行结算，美元迅速成为石油交易的全球标准，世界石油价格飙升意味着世界对美元的需求发生同样程度的上升，美元指数在1973年10月之后开始快速上升。

图：第一次石油危机原油价格从不到3美元上涨至13美元（单位：美元/桶）

——世界银行:商品价格:原油:均价



图：美元指数自石油禁运后开始快速上升



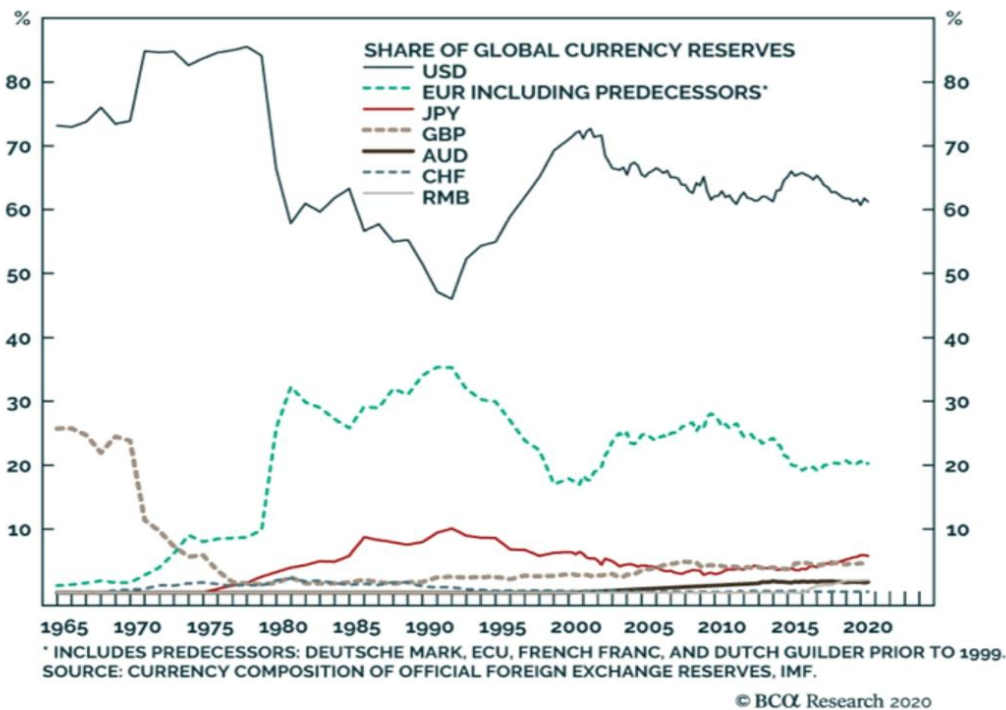
资料来源：wind、华源证券研究



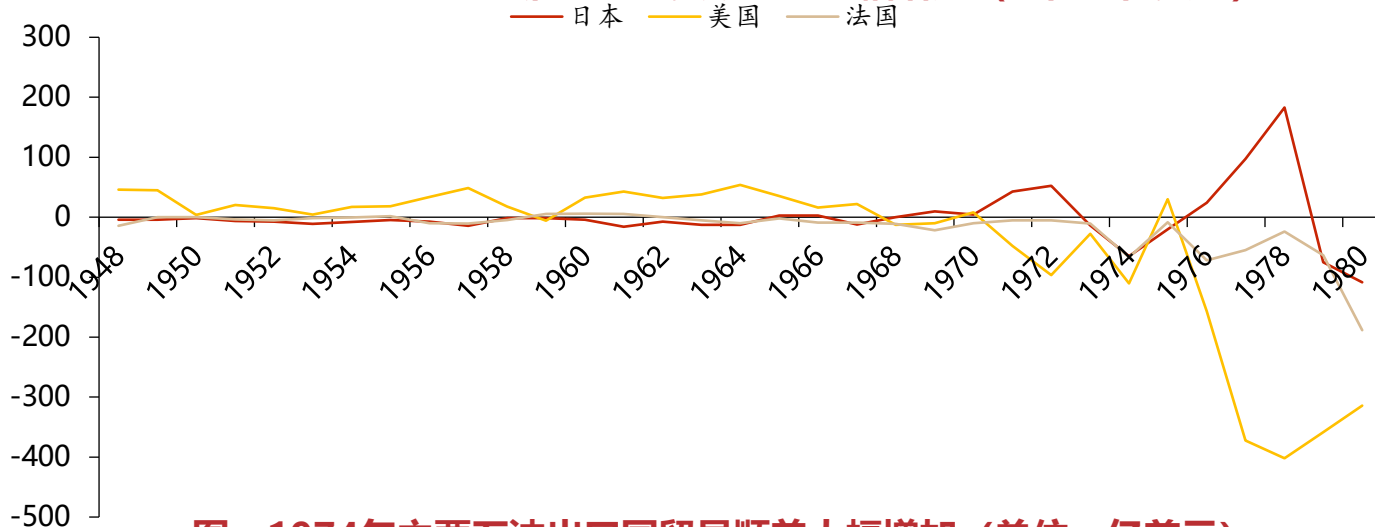
# 1.13 石油进口国承担通胀+逆差，石油出口国坐享天降财富

石油危机期间，石油价格暴涨导致石油进口国的贸易逆差扩大，石油出口国贸易顺差增加，美元储备增加。以两个主要国家为例，沙特1974年贸易顺差达到326.9亿美元，1973年仅为70.2亿美元；美国1974年贸易逆差达到110.4亿美元，而1973年仅为27.5亿美元。

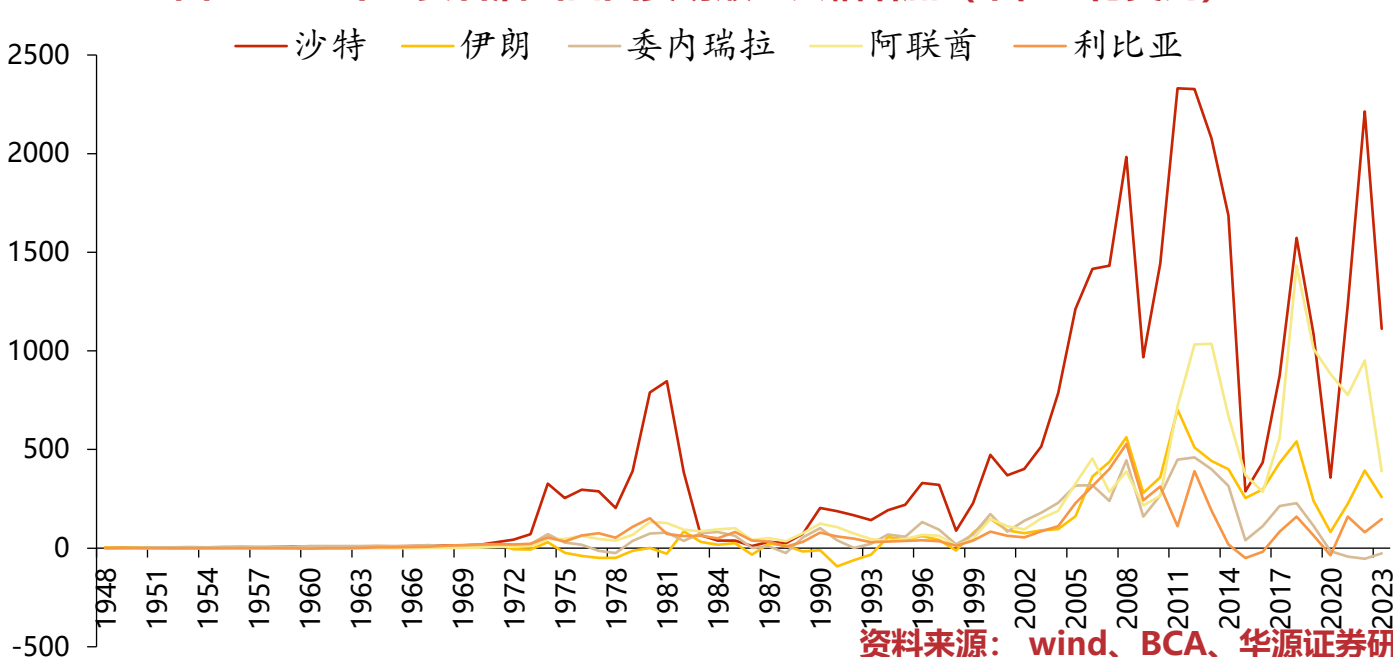
**图：石油价格暴涨延缓美元在全球外汇储备中占比的下降**



**图：1974年主要石油进口国贸易逆差大幅增加（单位：亿美元）**



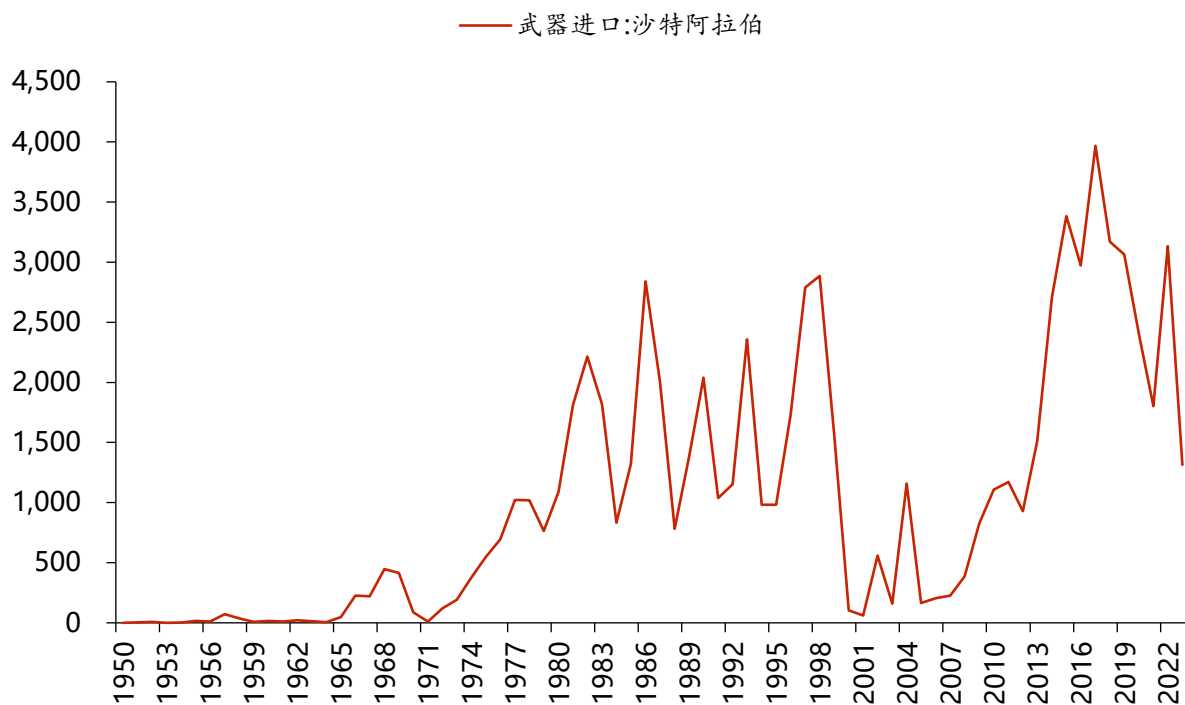
**图：1974年主要石油出口国贸易顺差大幅增加（单位：亿美元）**



# 1.14 1974年“石油美元”体系建立，美元特权的真正开始

- 1974年沙特与美国的秘密协议创造了“石油美元”体系，“石油美元”体系加深了全球对美元的依赖，使得美元在国际金融体系中保持主导地位，同时也使得美国能够在相对宽松的财政环境中运作。1974年，美国与沙特阿拉伯达成了一项关键协议，沙特阿拉伯同意在其石油出口中使用美元进行结算。作为回报，美国承诺为沙特提供军事保护和经济支持，并保证沙特能够将其获得的美元收入投资于美国的国债和其他金融资产。这一协议成为“石油美元”体系的核心，并且迅速推广到其他OPEC成员国，使得全球石油交易几乎完全以美元进行结算。这一体系在接下来的几十年中巩固了美元在国际货币体系中的主导地位。我们认为，这是“美元特权”的真正开始。

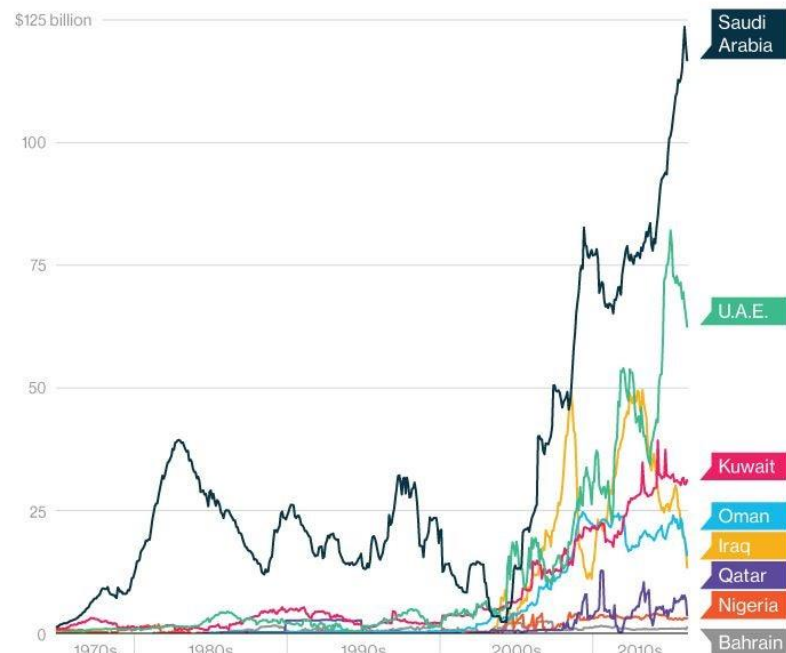
图：美国承诺为沙特提供军事保护（单位：百万美元）



图：石油美元体系的建立使得石油进口国获得的美元收入重新投资于美国国债

## Treasuries Held by Oil Exporters

Oil exporters with at least \$1 billion in U.S. Treasury securities, monthly data since 1974



石油美元再循环过程中，伦敦和纽约的银行是最大的受益者。中东的石油生产国因油价飙升而积累了大量美元收入，这些美元存款主要集中在美国和欧洲的银行，特别是在伦敦的欧洲美元市场，位于伦敦的“海外银行”把欧佩克存入的石油收入款，作为贷款提供给阿根廷、巴西、波兰、前南斯拉夫、非洲和别的石油进口国，这些国家由于本国缺乏足够的外汇储备，迫切需要美元来支付日益高昂的石油进口账单。伦敦的银行作为石油美元循环的主要渠道，为石油进口国提供急需的资金，通过收取利息获得利润。

这些贷款为后续的拉丁美洲和东欧的债务危机埋下伏笔。根据IMF数据，非石油发展中国家经常性账户赤字由1973年的99亿美元快速增加到1975年的370亿美元，为了应对这些赤字，这些国家依赖外部借款和储备资产的使用，外部借款从1973年的102亿美元提升到1975年的262亿美元。欧美大银行获得了大量美元存款用于向第三世界国家的贷款，这些浮动利率的贷款在80年代美元加息浪潮中产生的拉丁美洲债务危机扮演了重要角色。

图：非石油发展中国家贸易赤字、外部借款在1974年大幅上升

**Table 9. Non-Oil Developing Countries: Financing of Current Account Deficits, 1968–75**

(In billions of U.S. dollars)

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975
Current account deficit <sup>1</sup>	6.8	5.9	8.7	11.4	9.2	9.9	28.4	37.0
Financing through transactions that do not affect net debt positions	3.1	3.3	3.8	4.5	5.1	7.8	9.1	10.0
Net unrequited transfers received by governments of non-oil developing countries	1.8	1.8	1.9	2.2	2.3	4.4	4.9	6.1
Direct investment flows, net	1.3	1.5	1.2	1.7	2.2	3.4	4.2	3.9
SDR allocations and gold monetization, net	—	—	0.7	0.6	0.6	—	—	—
Net borrowing and use of reserves <sup>2</sup>	3.7	2.6	4.9	6.9	4.1	2.1	19.3	27.0
Reduction of reserve assets (accumulation, —)	−1.3	−1.2	−2.2	−1.3	−6.4	−8.1	−2.5	0.8
Net external borrowing <sup>3</sup>	5.0	3.8	7.1	8.2	10.5	10.2	21.8	26.2
Long-term loans received by governments from official sources, net	2.6	2.8	3.1	3.3	3.6	5.1	7.6	12.6
Other long-term borrowing from non-residents, net	1.0	1.1	1.9	2.6	4.4	4.5	8.7	9.3
From private banks abroad	0.3	0.4	0.4	1.2	2.1	3.7	7.0	8.5
Through suppliers' credits	0.7	0.8	0.7	0.2	0.3	0.3	0.8	1.3
Other sources <sup>4</sup>	—	−0.1	0.8	1.2	2.0	0.5	0.9	−0.5
Use of reserve-related credit facilities, net <sup>5</sup>	0.2	—	−0.4	—	0.4	0.2	1.3	3.4
Other short-term borrowing, net	0.6	0.7	1.7	1.6	0.5	0.2	4.3	2.9
Residual errors and omissions <sup>6</sup>	0.6	−0.8	0.8	0.7	1.6	0.2	−0.1	−2.0

Sources: Fund balance of payments records and staff estimates.

<sup>1</sup> Net total of balances on goods, services, and private transfers, as defined for *Balance of Payments Yearbook* purposes (with sign reversed).

<sup>2</sup> I.e., financing through changes in net debt positions (net borrowing, less net accumulation—or plus net liquidation—of official reserve assets).

<sup>3</sup> Includes any net use of nonreserve claims on nonresidents, errors and omissions in reported balance of payments statements for individual countries, and minor deficiencies in coverage.

<sup>4</sup> Including errors and residuals which arise from the mismatching of data taken from creditor and debtor records.

<sup>5</sup> Comprises use of Fund credit and short-term borrowing by monetary authorities from other monetary authorities.

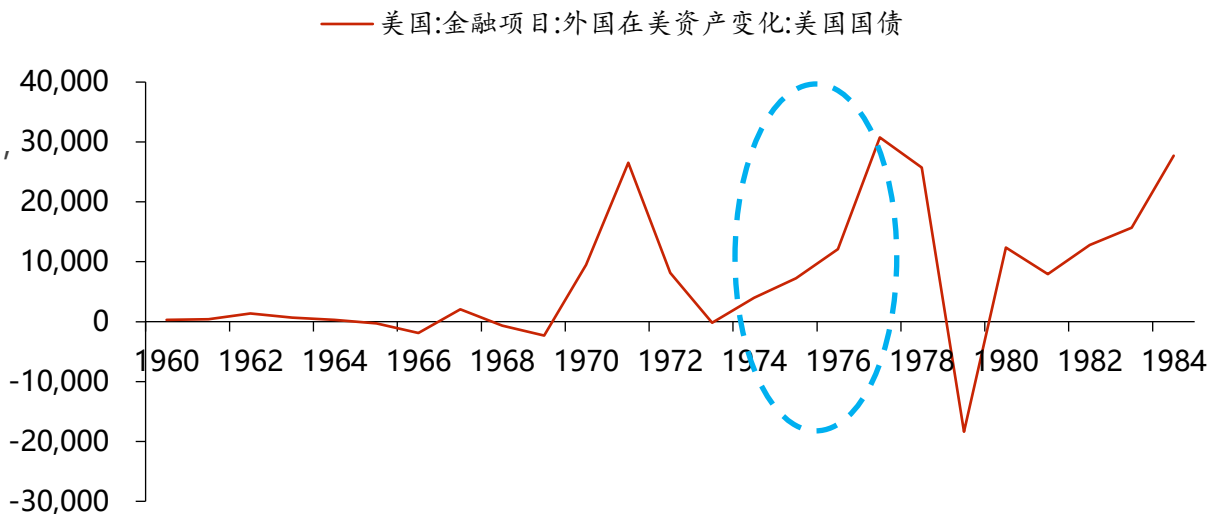
<sup>6</sup> Errors and omissions in reported balance of payments statements for individual countries, plus minor deficiencies in coverage.

# 1.16 第一次石油危机对美国造成了短期的经济衰退和社会动荡，但从长期看巩固了美元地位

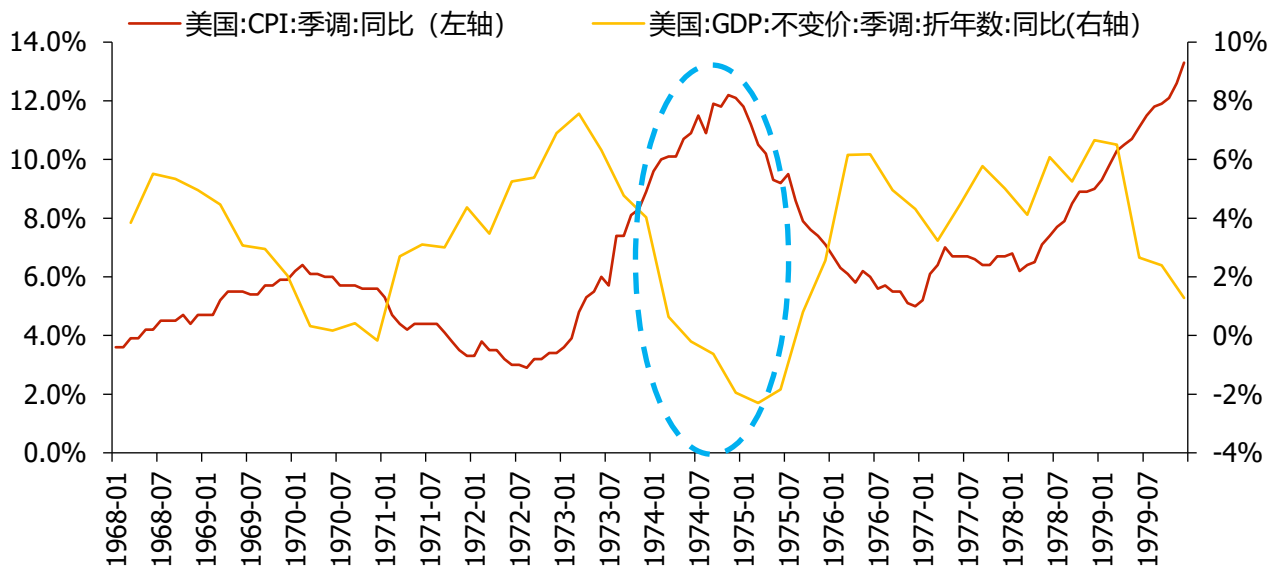
石油危机之后，美国经济进入衰退期。1974年3月对于美国的石油禁运解除，但是石油价格并未立即回落，价格中枢永久抬高，高油价增加了生产和运输成本，抑制了经济活动。美国在1974年至1975年经历了一次严重的经济衰退，GDP增长率下降，许多依赖石油的行业（如汽车制造、运输和化工行业）受到严重打击，大量企业面临破产，导致失业率显著上升。

石油美元体系的建立使得美国国债市场的外国投资者持有量显著增加。1973年石油危机后，石油输出国组织（OPEC）成员国，尤其是沙特阿拉伯，通过石油出口积累了大量的美元收入。这些“石油美元”大部分被用于购买美国国债，成为美国国债市场的重要资金来源。长期看，从布雷顿森林体系崩塌以来，这是第一次大量资金主动买入美元来支撑美国越来越大的对外逆差，进一步巩固了美元作为全球储备货币的地位。

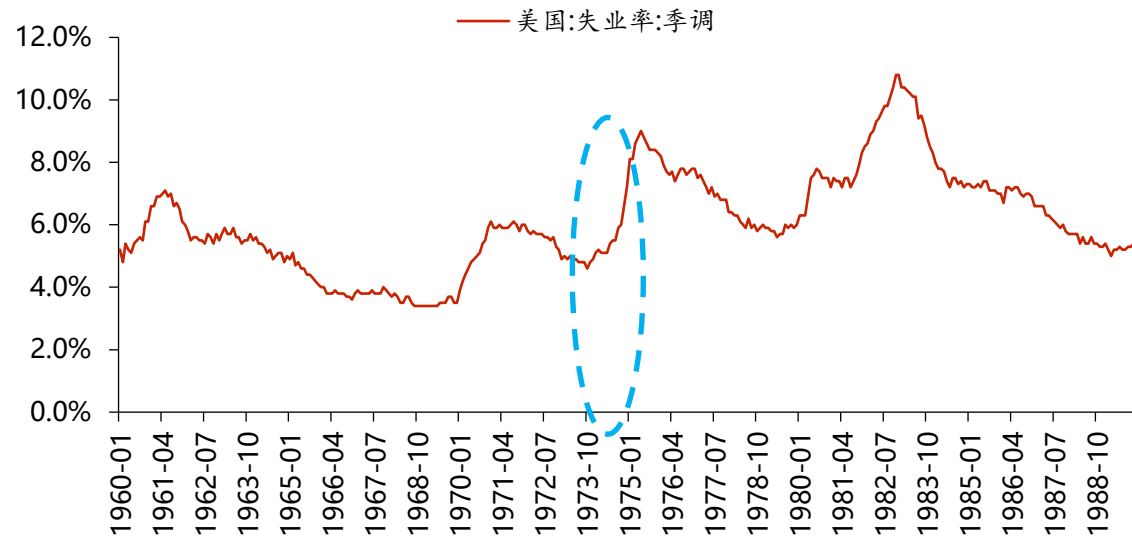
**图： 外国投资者持有美国国债增加（单位：百万美元）**



**图： 石油危机之后，1974~1975年美国进入经济衰退，GDP增长率下降**



**图： 石油危机后，美国失业率开始上升**

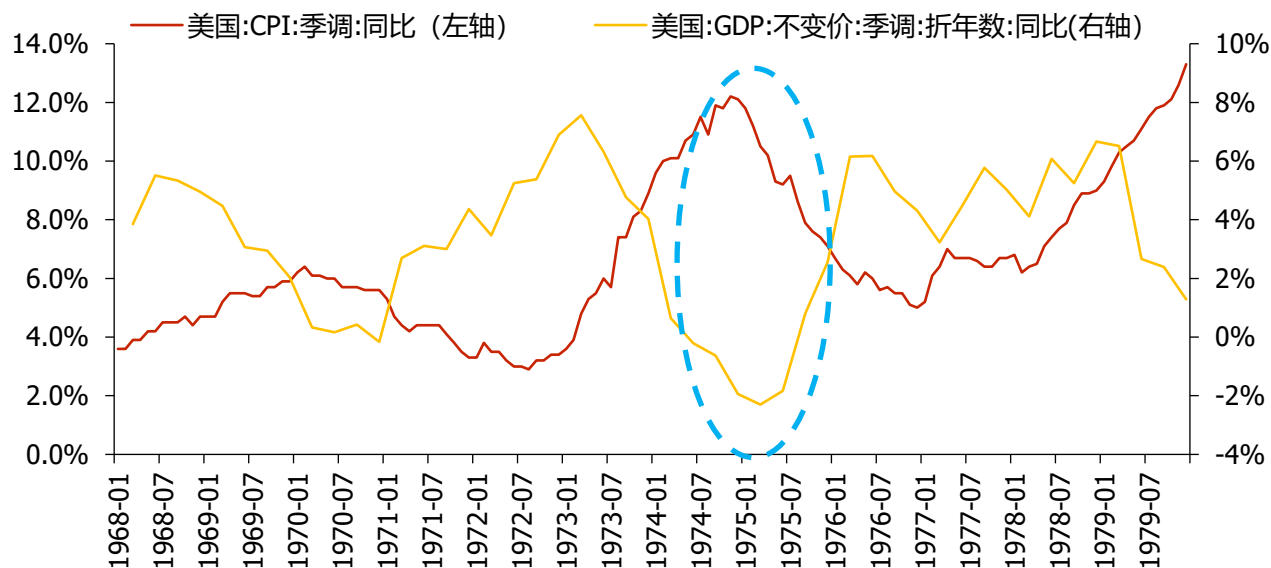


资料来源: wind、华源证券研究

## 1.17 第一次石油危机后美国货币先紧后松，扩张财政支持经济恢复

- **1974年面对滞胀问题，美联储货币政策先紧后松。**为了应对通胀，美国在1974年7月之前持续加息，联邦基金利率在7月1日达到14.3%，然而，高利率也对经济活动产生了抑制作用，加剧了经济衰退，GDP增长率进入负值。1974年7月美联储开启降息周期，1974年年底，美国通胀触顶，GDP增速也在1975年一季度见底，三季度回正。
- **采用扩张性财政政策，财政赤字开始扩大。**面对经济衰退和高失业率，政府加大了在社会福利、失业救济和其他公共支出上的投入。这些措施旨在通过增加政府支出来刺激经济，减轻经济衰退对普通民众的冲击。但由于过快扩张的赤字加之美国经济恢复明显弱于日本德国，1975-1978年美元持续走弱。

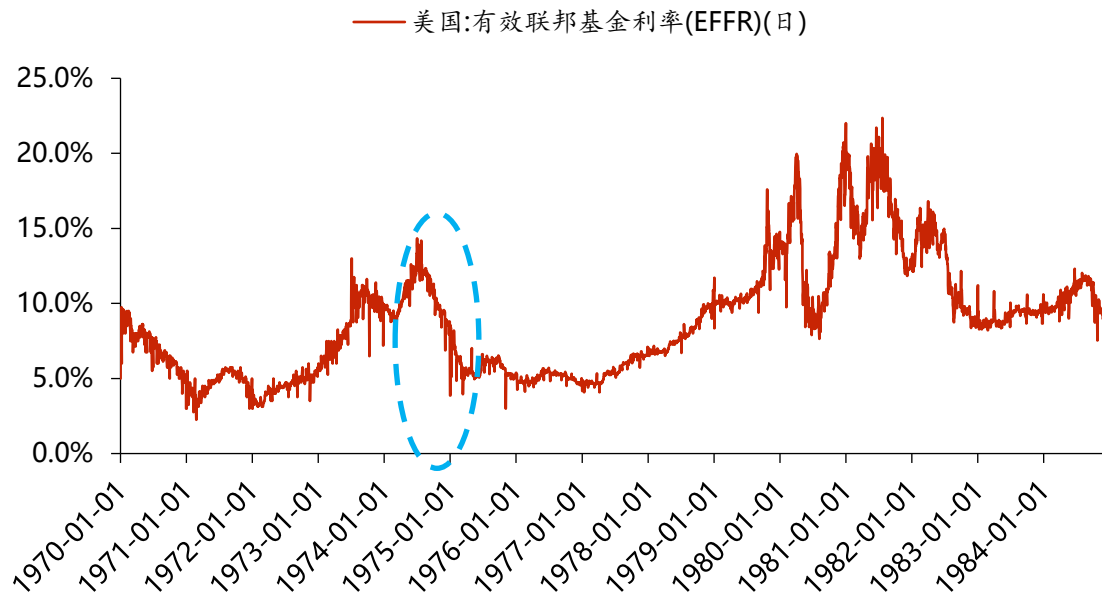
**图：1974年底美国通胀见顶，1975Q3美国GDP同比增速转正**



**图：1975年后美国财政赤字开始显著扩大（单位：十亿美元）**



**图：1974年美国货币政策先紧后松**



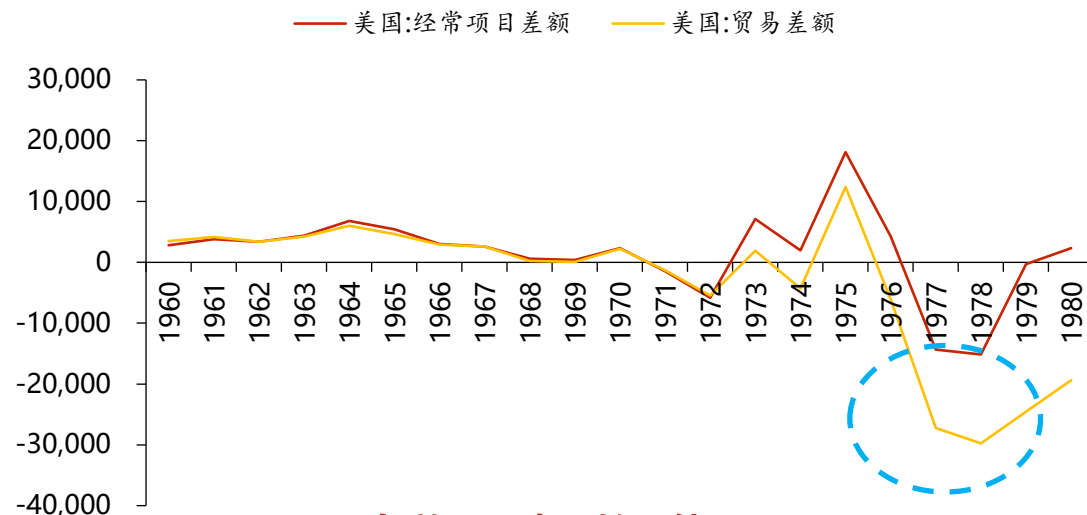
资料来源：wind、华源证券研究

## 1.18 1977~1978年美国开始联合多国干预美元，但收效甚微

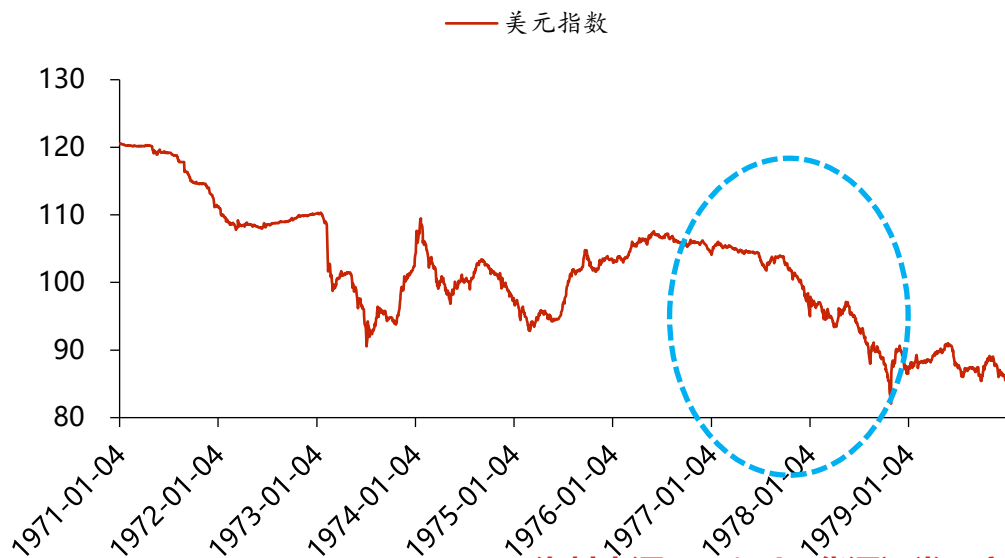
1975~1978年持续宽松的货币政策与财政政策，使得美国通胀在1978年后开始上行。1976年之后，美国再次出现贸易赤字，同时叠加持续的财政赤字，国内通胀日益严重，美元贬值预期加剧，1977年10月~1978年11月美元开始大幅下跌，一年左右的时间美元指数下跌超20%。1977年卡特政府希望借助日元和德国马克升值以帮助实现提高美国贸易竞争力，最终形成交易，美国解除对石油价格的管制，德国和日本一道采取扩张经济的措施，但是之后美元一直处在滑坡的压力之下。

为了遏制美元的贬值，美国在1978年11月开始实施新的美元支持计划。这项计划包括：1) 提高利率，以增加美元资产的吸引力，从而遏制资本外流；2) 发行美元支持债券：财政部发行了一系列被称为“卡特债券”的美元支持债券，这些债券以外币计价，主要向西德和瑞士投资者出售，以增强国际市场对美元的信心。3) 国际货币合作，美国还寻求国际货币基金组织（IMF）和主要贸易伙伴（如德国和日本）的支持，通过货币互换和外汇市场干预，共同努力稳定美元汇率，但效果非常有限。

图：1976年后美国贸易赤字开始扩大（单位：百万美元）



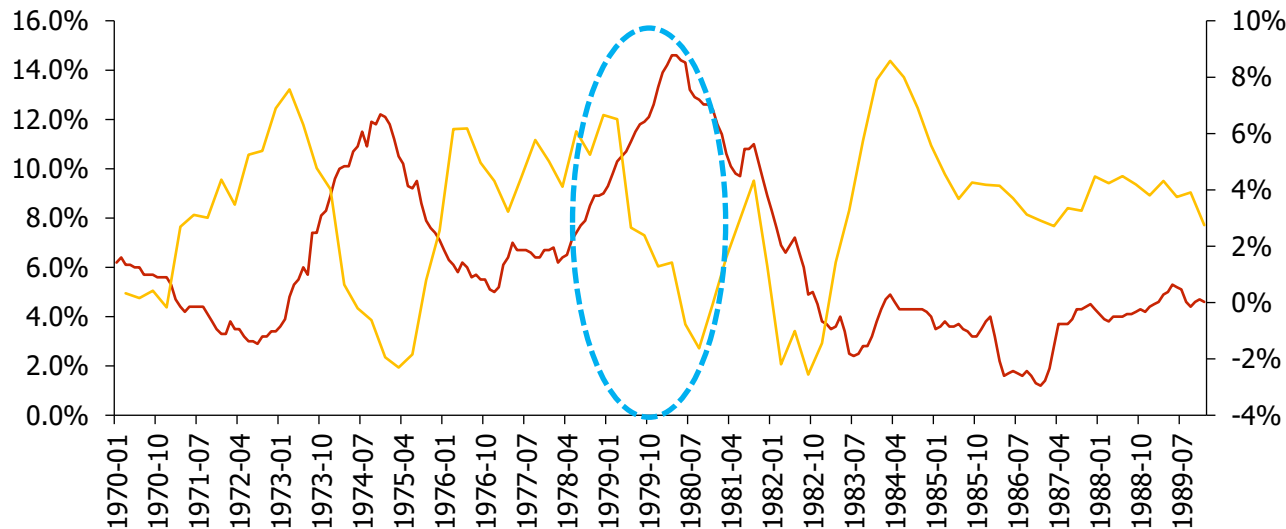
图：1976年美元再次开始贬值



资料来源：wind、华源证券研究

图：1978年美国通胀再次上行

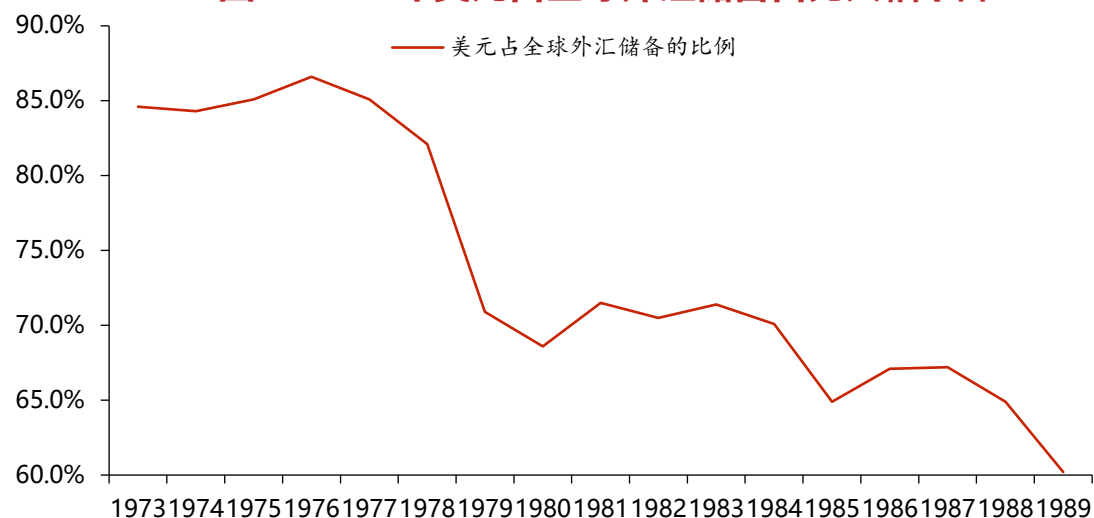
— 美国:CPI:季调:同比 (左轴)      — 美国:GDP:不变价:季调:折年数:同比(右轴)



# 1.19 1979 伊朗革命催生二次大通胀，保罗·沃尔克执掌美联储推出休克疗法

- **1979年伊朗革命导致了第二次石油危机。** 油价从1978年年底约14美元/桶上涨至1979年底约40美元/桶，导致原本已经较高的通胀率继续增长，通胀率超过了第一次石油危机后的美国通胀水平。
- 1979年8月保罗·沃尔克上任美联储主席后，为了应对不断加剧的通胀，10月开始实行货币休克疗法，实施了严格的紧缩货币政策，迅速提高联邦基金利率，从1979年9月约11%快速提升至1980年4月的20%；同时沃尔克改变了货币政策操作框架，将关注点从控制利率转向严格控制货币供应量的增长，美联储开始通过控制基础货币（如M1、M2等）来抑制通胀。

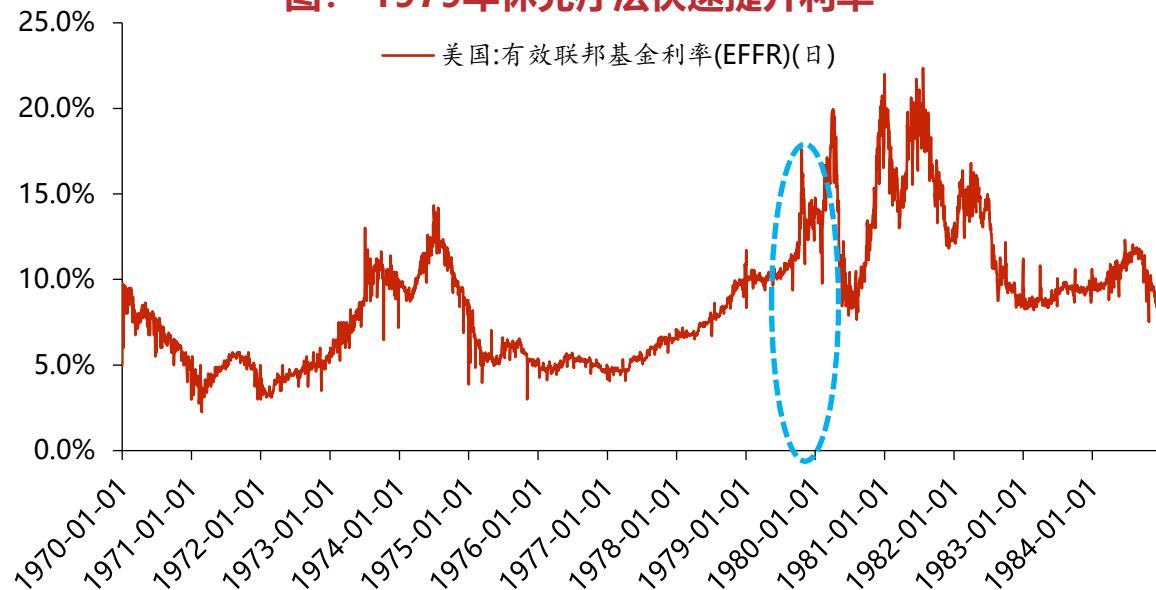
**图： 1979年美元占全球外汇储备占比大幅下降**



**图： 1978年年底约14美元/桶上涨至1979年底约40美元/桶 (单位：美元/桶)**



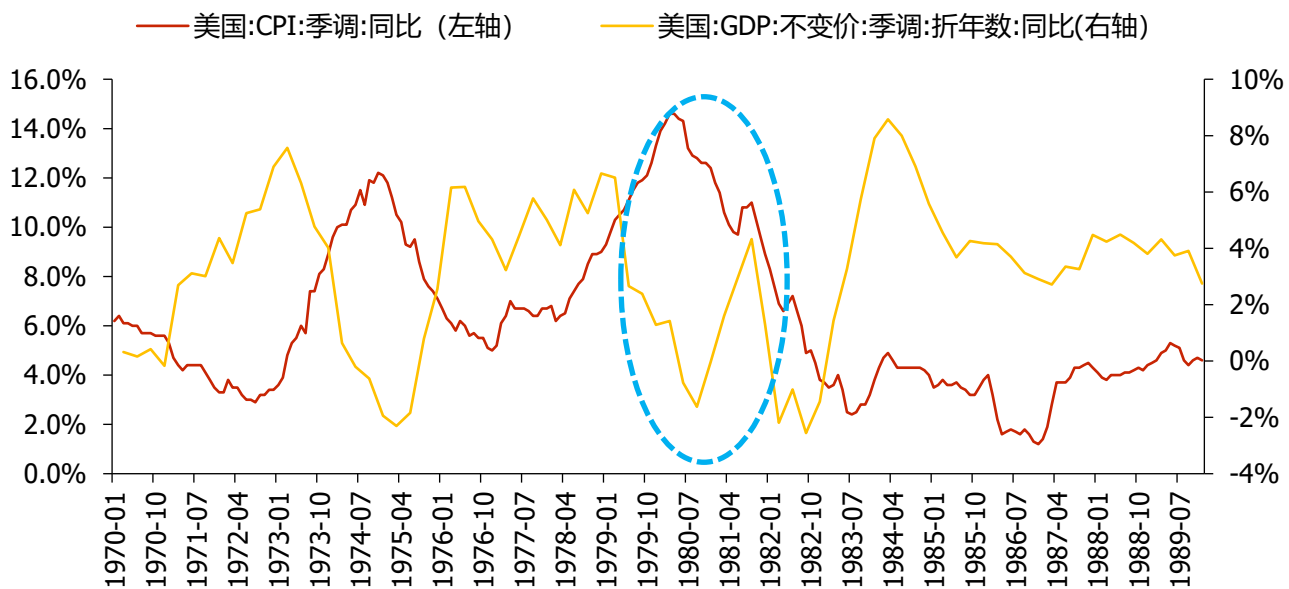
**图： 1979年休克疗法快速提升利率**



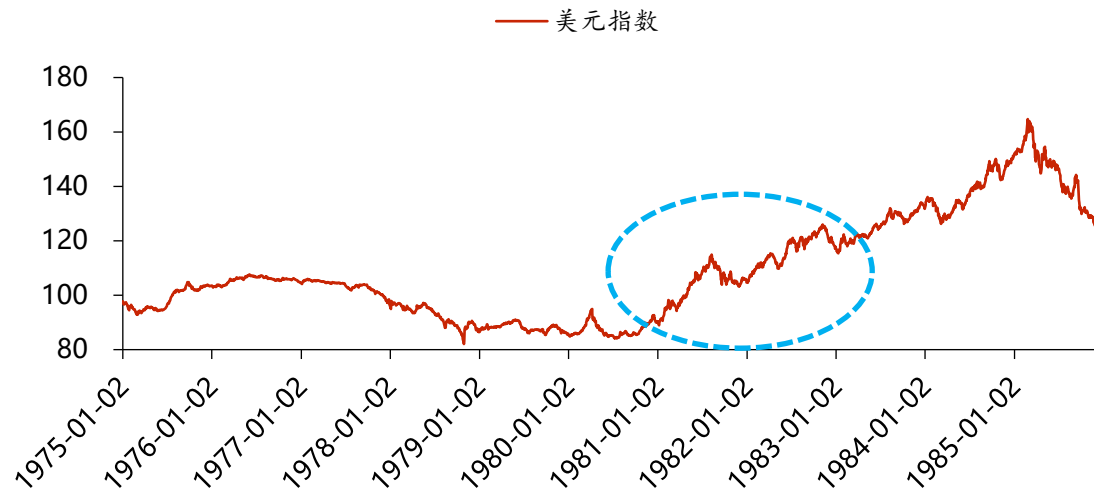
## 1.20 休克疗法后美国开启复苏，欧洲经济走弱拉美债务爆发，美元持续升值5年

- 1980年货币休克疗法使得美国经济进入衰退，面对经济衰退的加剧，沃尔克意识到过于紧缩的货币政策可能会导致更严重的经济问题，面对极大的社会以及政治压力，1980年中期暂时下调联邦基金利率，但是由于通胀率依旧居高不下，1980年9月，沃尔克又再次大幅提高利率，1980年年底利率超过20%，1982年通胀恢复至正常水平，1982年7月货币政策开始放松，利率下降，1983年美国开启经济复苏。
- 高利率环境下，1982年拉美债务危机爆发，避险情绪、美国相对日欧的经济复苏，都驱动了美元开启长达5年的升值周期。

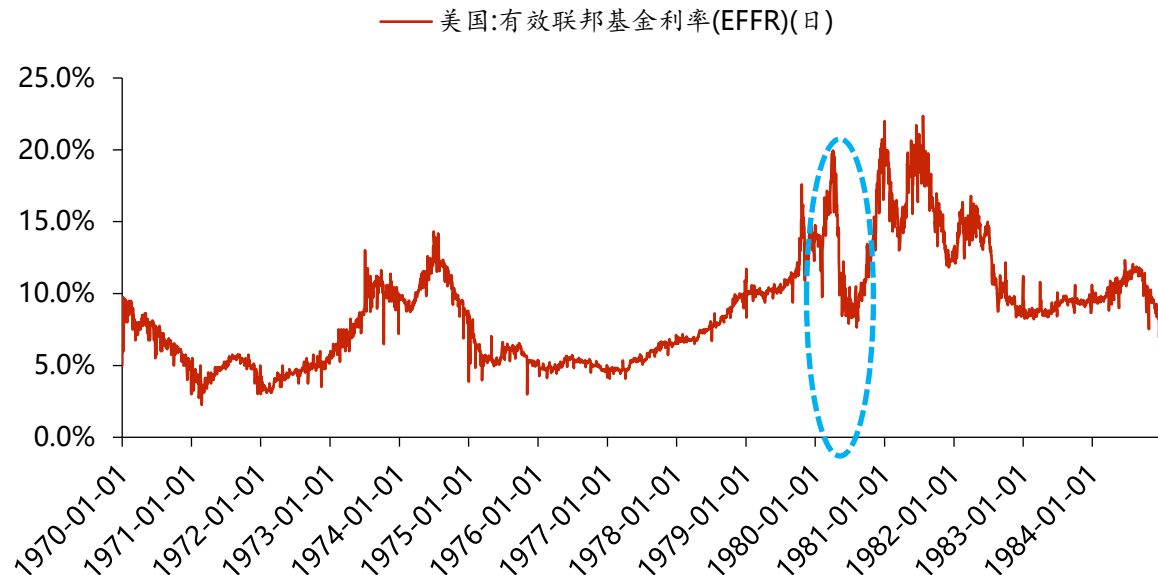
**图：1980年美国陷入经济衰退，通胀率依旧居高不下**



**图：1980年货币休克疗法使得美元开启升值周期**



**图：1980年面对经济衰退压力，短暂下调利率**

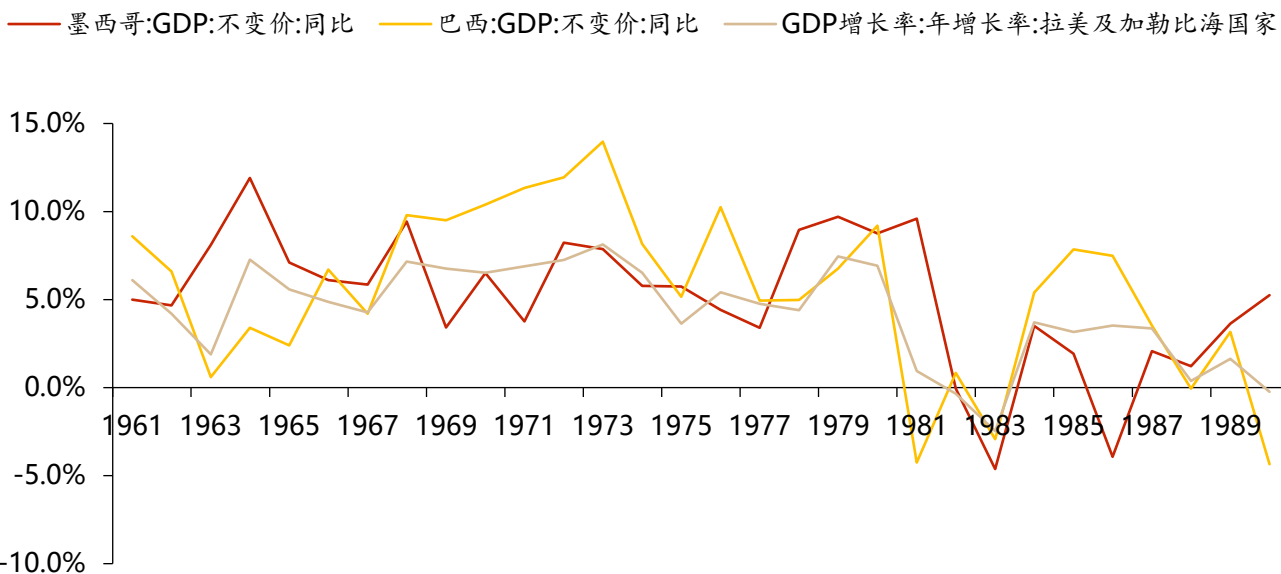




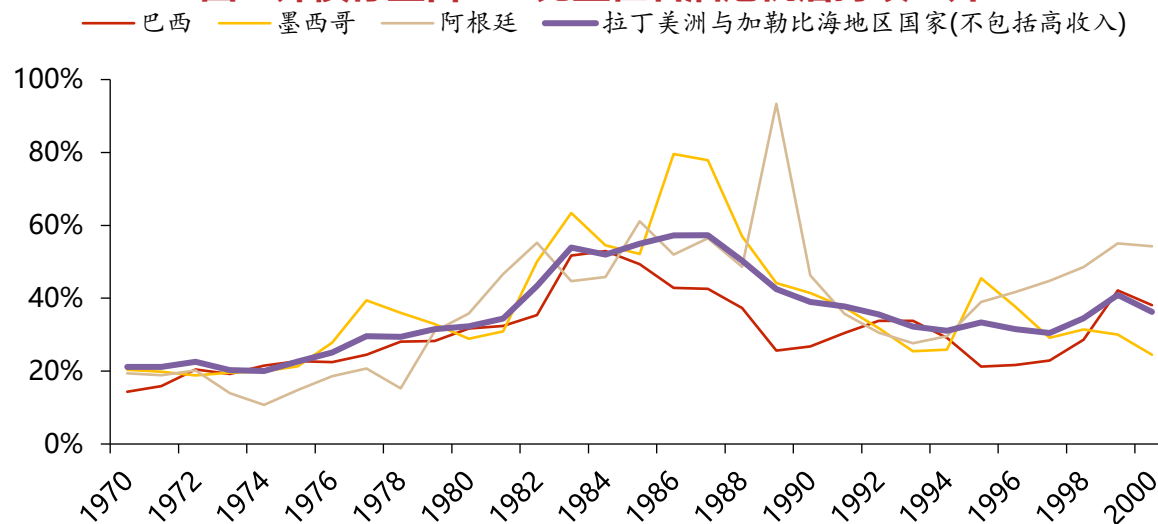
# 1.21 第一次石油危机加重拉美国家外债负担，休克疗法催化债务危机爆发

- 六七十年代受益于拉美国家普遍实施的进口替代工业化战略，许多拉美国家的工业产出显著增加，**拉美经济进入黄金时代，年均GDP增长率在6%左右。**
- 第一次石油危机后，拉美国家的外债开始快速增加。**为了支持工业化进程，拉美国家大量借入外债，用于基础设施建设、工业项目和政府支出。拉美主要三个国家巴西、墨西哥、阿根廷外债余额从1973年的331亿美元增加到1982年的2245亿美元，同时拉丁美洲与加勒比海地区国家外债存量占国民总收入比重快速增加，从1973年的20%增加到1983年的54%。根据FDIC数据，1970年底，拉丁美洲所有来源的未偿还债务总额仅为290亿美元，但到1978年底，这一数字已飙升至1590亿美元。到1982年，债务水平已达到3270亿美元。

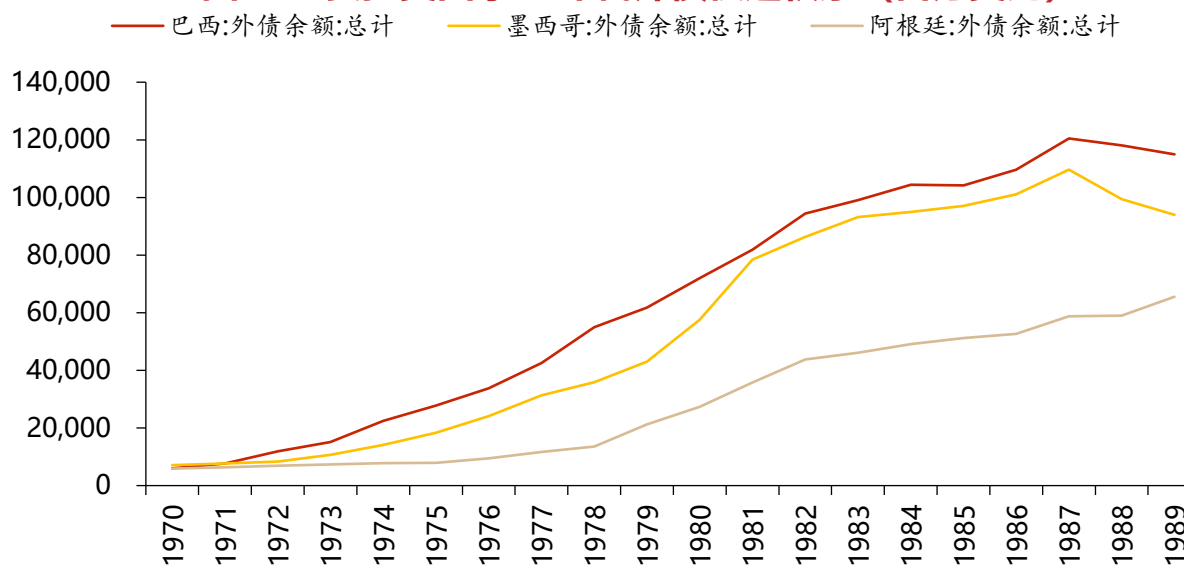
图：六七十年代拉美经济稳步增长



图：外债存量占GNI比重在石油危机后持续上升



图：主要拉美国家70年代外债快速积累 (百万美元)

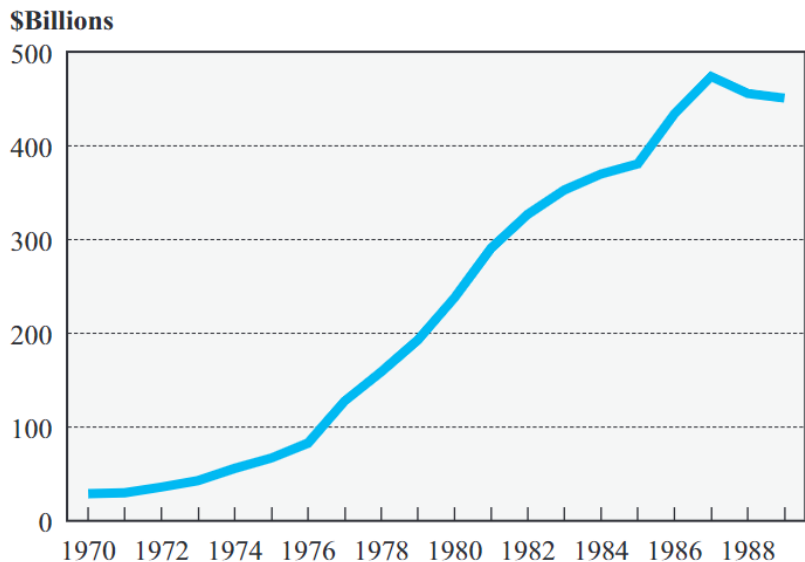


资料来源：wind、华源证券研究

- 1979年第二次石油危机导致拉美国家的偿债能力迅速恶化。**根据FDIC数据，此时拉美国家的偿还外债本息的支出占出口收入的比例超过了30%，高于银行家传统上认为可以接受的水平，一些发展中国家（如巴西）的这一比率接近 60%，同时美元升值也导致了拉美国家的这些美元债务负担加剧，而拉美国家在此期间依旧继续大量借款，根据FDIC数据，在美国进行休克疗法期间，从 1979 年初到 1982 年底，拉丁美洲的总债务增加了一倍多，从 1590 亿美元增加到 3270 亿美元。由于大多数第三世界信贷都以 LIBOR 利率定价，因此随着这些利率达到创纪录的水平，偿债成本逐渐增加，从1979年到1982年，银行向拉美国家提供的大部分新贷款都用于支付现有债务的应计利息或维持消费水平，而不是用于生产性投资。
- 1982年8月，墨西哥财政部长表示墨西哥无法再支付利息，拉美债务危机爆发，拉美国家进入失落的十年。**到 1982 年底，大约有 40 个国家拖欠利息，一年后，包括墨西哥、巴西、委内瑞拉和阿根廷这四个主要拉丁美洲国家在内的 27 个国家正在谈判重组其现有贷款。在这十年的剩余时间里，银行贷款大幅下降，因为许多银行避免新的海外贷款，并试图收回和重组现有的贷款组合。

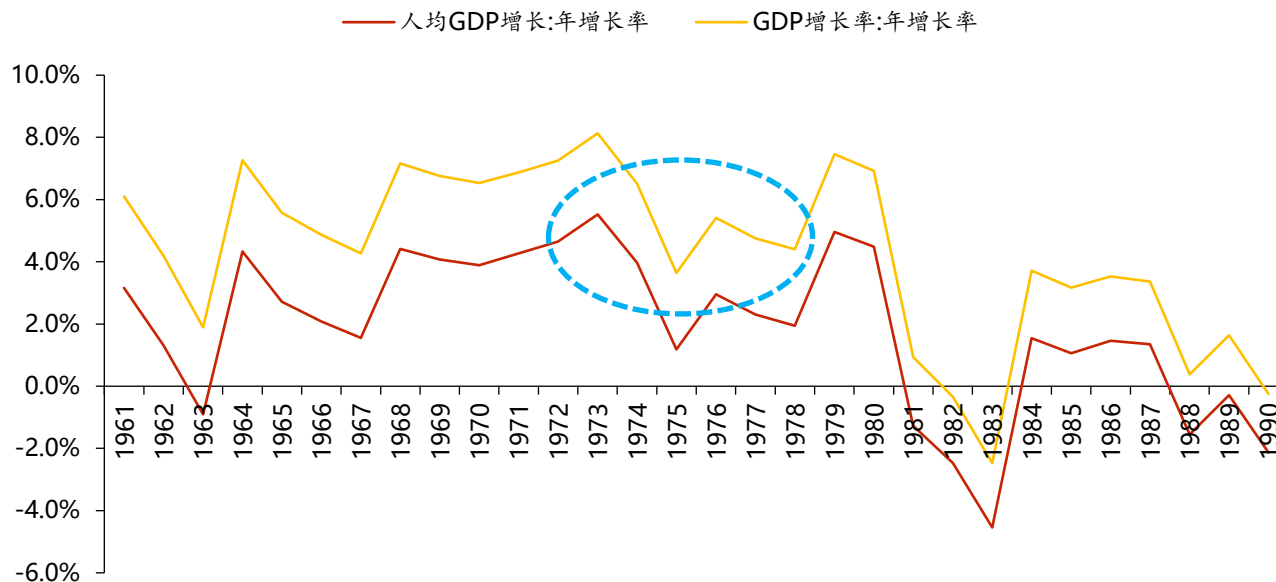
**图：拉美国家外债持续上升**

**Total Latin American Debt Outstanding, 1970-1989**



Source: World Bank, *World Bank Debt Tables* (1990-91 ed.).

**图：八十年代拉美国家GDP开始下滑**



资料来源：wind、世界银行、华源证券研究

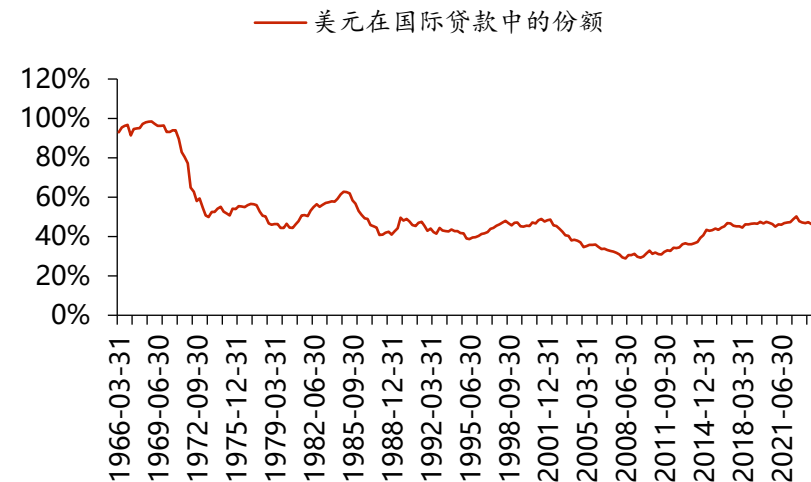
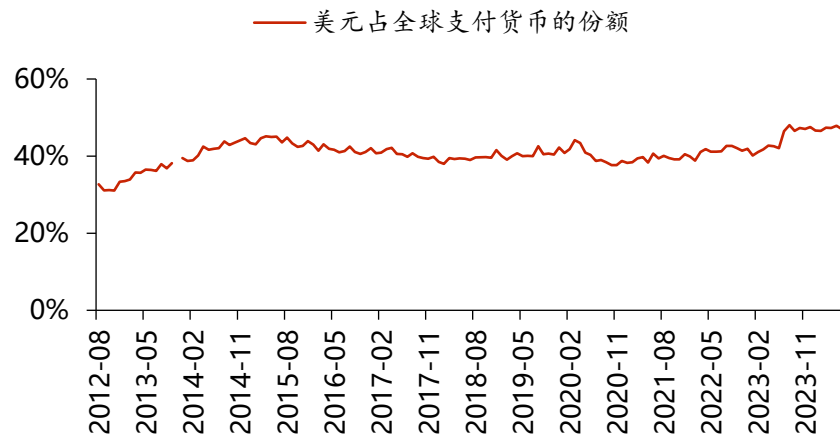
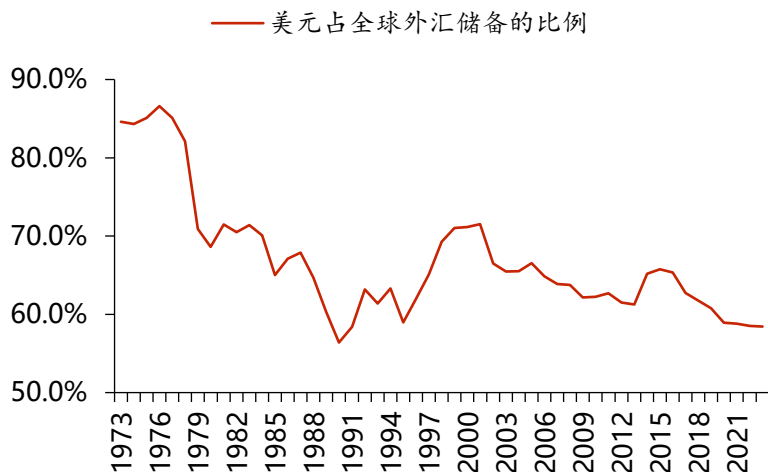
- 回顾七八十年代的美国，每一轮美元特权出现危机后，会出现一些事件巩固美元的国际地位，这些事件直接或者间接由美国导致
- **从美元特权的角度来看：**1) 七十年代初期美国面临资本外流，布雷顿森林体系解体，美元贬值等问题，1973年第一次石油危机以及石油美元体系的建立恢复了美元特权，美元占全球外汇储备份额超过80%，外国投资者持有美债比重在这期间持续上升；2) 七十年代末，美元出现又一轮危机，为了治理通胀问题保罗沃尔克采用货币休克疗法大幅加息，间接也拯救了美元的国际地位，从1979年到1985年年底，美元对德国、日本、加拿大和其他国家货币的汇率上升到历史上从未有过的水平；3) 近些年来美元特权正在逐步受到动摇，石油美元体系开始松动。
- **从美国财政的角度来看：**1) 七十年代美国受到凯恩斯主义的影响，长期奉行财政赤字刺激经济，债务持续增长，但是由于经济持续增长，债务占GDP的比重保持下降趋势；2) 七十年代末凯恩斯主义的负面影响开始显现，同时叠加第二次石油危机，美国出现滞涨的问题，保罗沃尔克采用货币休克疗法，八十年代初期里根总统上台，奉行新自由主义政策，降低税收刺激经济，导致财政赤字进一步扩大，发行大量美国国债，债务总额从9980亿美元增加到1988年的2.6万亿美元，美国国债占GDP比例从1981年的31.1%上升到1988年的50%；3) 2020年疫情导致经济衰退以及政府为了应对危机而进行大规模财政支出，导致2020年美国财政赤字达到历史新高，国债规模及杠杆率快速攀升。美国经济发展领先全球时，即便赤字扩大债务占GDP比重升高，全球资金仍相信美国经济与美元信用；当美国经济出现压力，往往伴随全球经济走弱，避险情绪又会引导资金回流美元。
- **总结来看：**虽然美元作为主要储备货币理论上难以逃脱格里芬困境（单一储备货币长期逆差与币值之间的矛盾），但实际操作中通过“石油美元”的再循环保障了长期稳定输出逆差，而通过政治、经济、军事、情报、宣传多重手段保障了美国对于全球其他国家的相对领先，锁定了美元作为全球资金的避风港的地位，这是美元特权的本质。

- 1、历史视角复盘美元特权：从布雷顿森林体系到“石油美元”
- 2、美元这一轮面临前所未有的困难 金砖支付体系的进展可能是重要催化剂
- 3、看好黄金、Vix、人民币资产

## 2.去美元化遇到拐点——“这一轮美元面临的困难”

- 1、美元仍是全球最主要储备货币，俄乌冲突、通胀加息、欧洲能源危机都直接或间接巩固了美元的地位
- 2、总结美元这一轮面临的困难：
  - 1) 美元债务史上最高，贬值担忧加剧
  - 2) 美元“武器化”驱动美债持有国进行“外储分散化”，且美元“武器化”并不成功
  - 3) 全球支付体系多元化，“石油美元”体系被严重淡化
  - 4) 金砖国家经济向好，跑赢G7
  - 5) 2024年10月金砖国家会议探讨或推出金砖支付系统，可能成为美元大周期转折重要催化剂

图：美元依旧处于主导储备货币地位



资料来源：wind、华源证券研究

## 2.1 2022年俄乌冲突前夕美国已经出现通胀问题

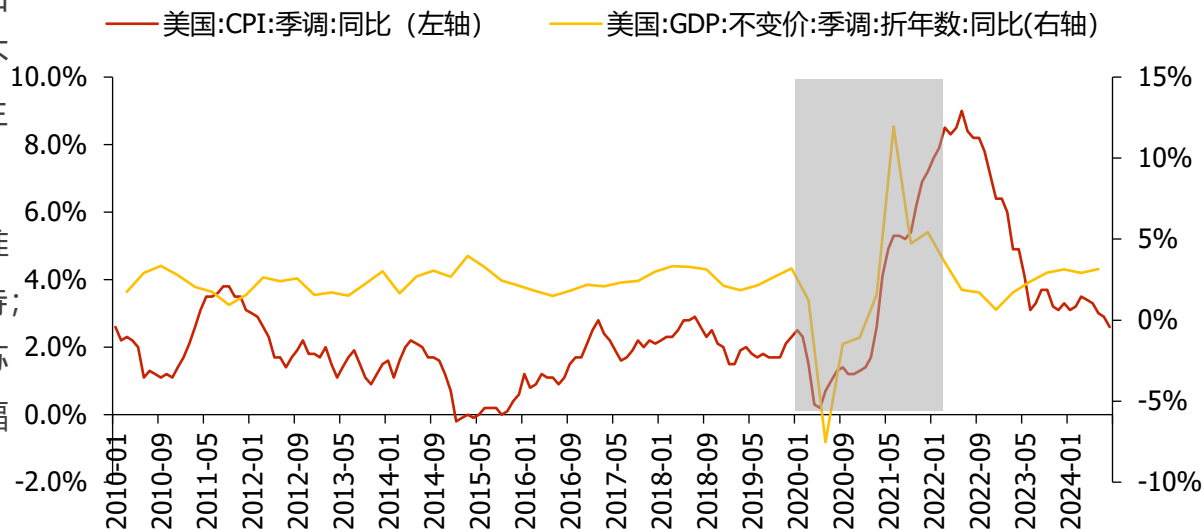
俄乌冲突发生之前美国已经出现新冠疫情导致的高通胀。一方面新冠疫情导致的封锁和限制措施严重影响了全球供应链，多行业面临零部件短缺和运输延迟，导致产品供应不足，进而推高价格；另一方面，疫情之后美国政府出台了大规模的经济刺激政策也催生了高通胀。

2020年及2021年弱美元成为市场主旋律。面对疫情的冲击，欧洲央行在2020年3月推出了针对新冠疫情的紧急购债计划（PEPP），额度高达7500亿欧元，提供流动性支持；同时在3月下旬，欧盟暂停了对成员国的预算约束；7月推出7500亿欧元的欧元经济复苏计划。增加了市场对于欧元区的经济复苏信心，叠加欧洲疫情的阶段性控制，欧元大幅升值，美元指数下降。

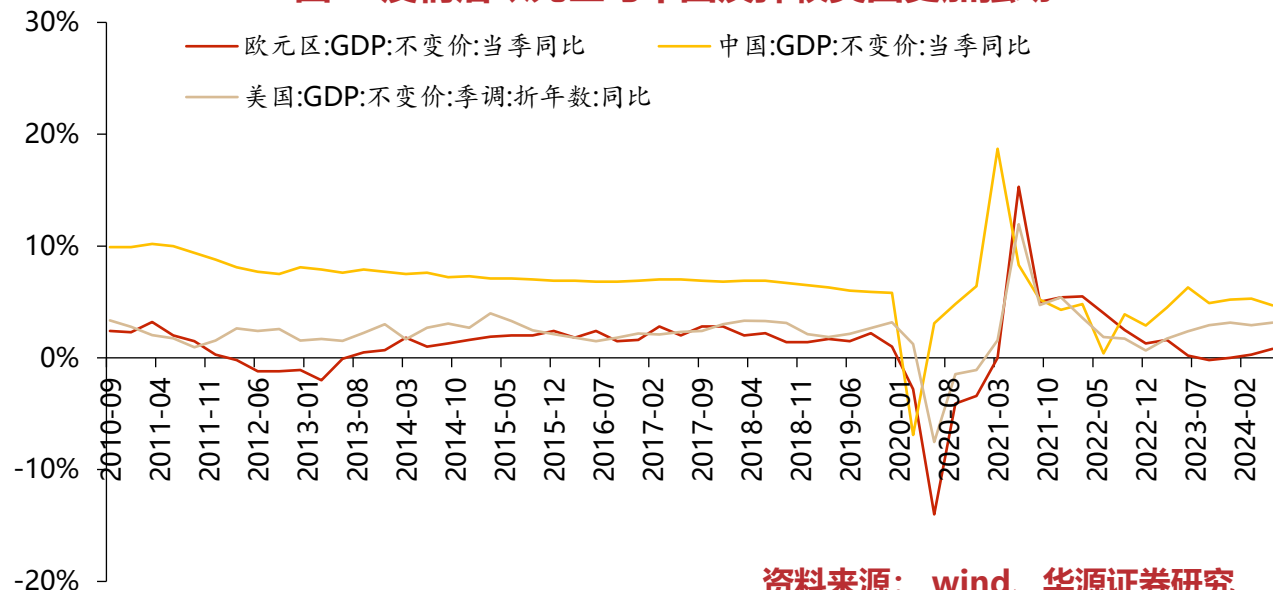
图：2021年6月前美元贬值



图：俄乌冲突前美国出现通胀问题



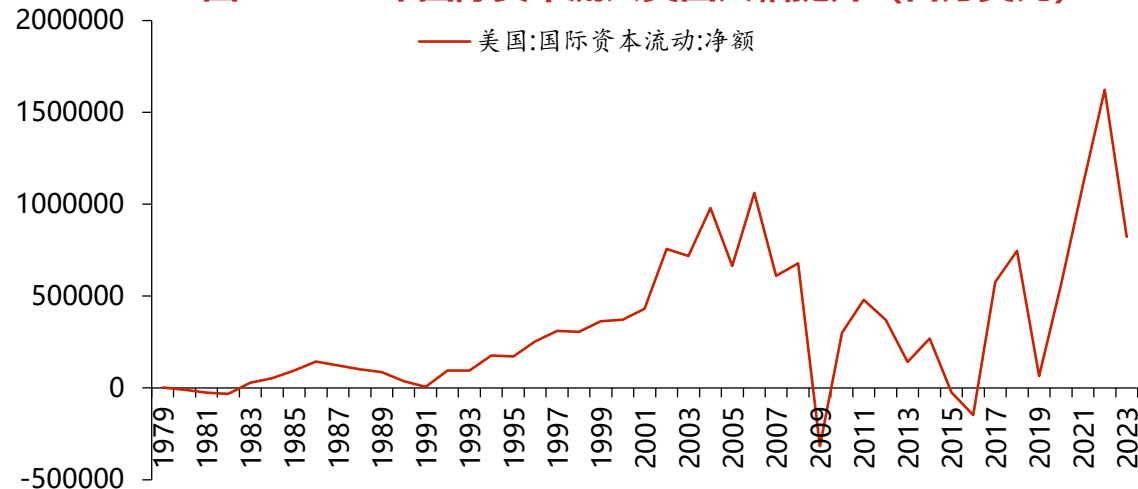
图：疫情后欧元区与中国反弹较美国更加强劲



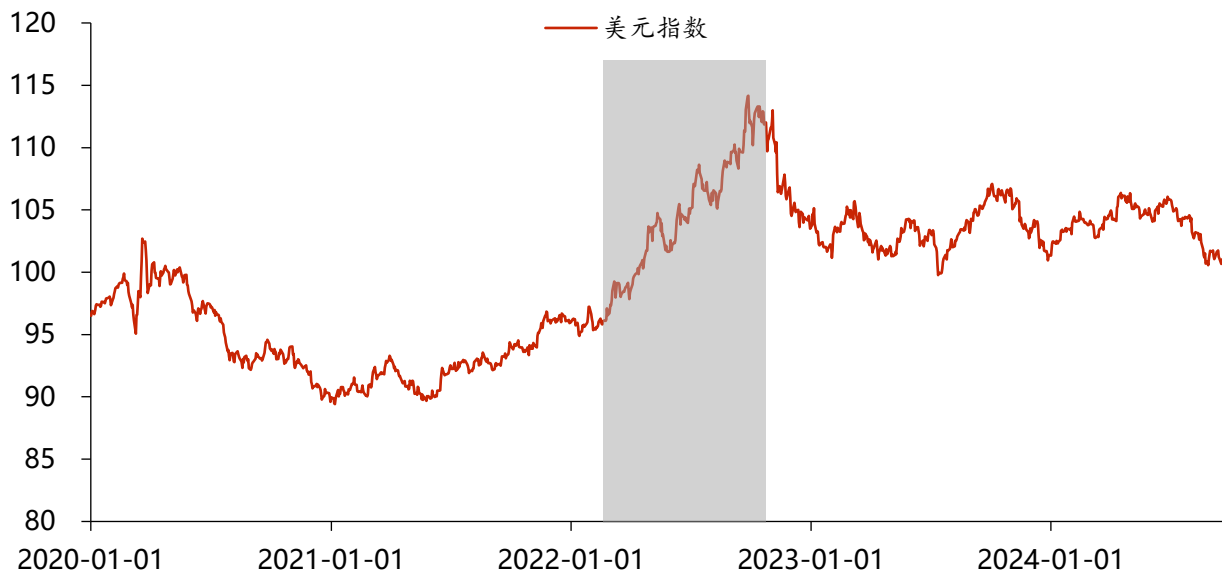
## 2.1 俄乌冲突带来的大宗涨价与高通胀高利率支撑了美元

- **俄乌冲突加大了国际资本净流入美国。**俄乌冲突期间，美国和欧洲对俄罗斯实施了广泛的经济和金融制裁，包括冻结俄罗斯央行的外汇储备、限制金融机构的国际交易等。这些制裁措施使得与俄罗斯有贸易或投资往来的资金被迫寻找新的避险地点，美国因此成为资本流向的主要目的地之一，根据美国财政部数据，2022年国际资本净流入美国高达1.62万亿美元。
- **俄乌冲突削弱了欧元在国际支付市场的地位，美元份额进一步上升。**俄乌冲突期间，欧盟和美国对俄罗斯实施的广泛经济制裁，一些与俄罗斯有贸易和金融往来的公司和国家，可能会选择避开使用欧元，转向其他货币如美元或人民币。

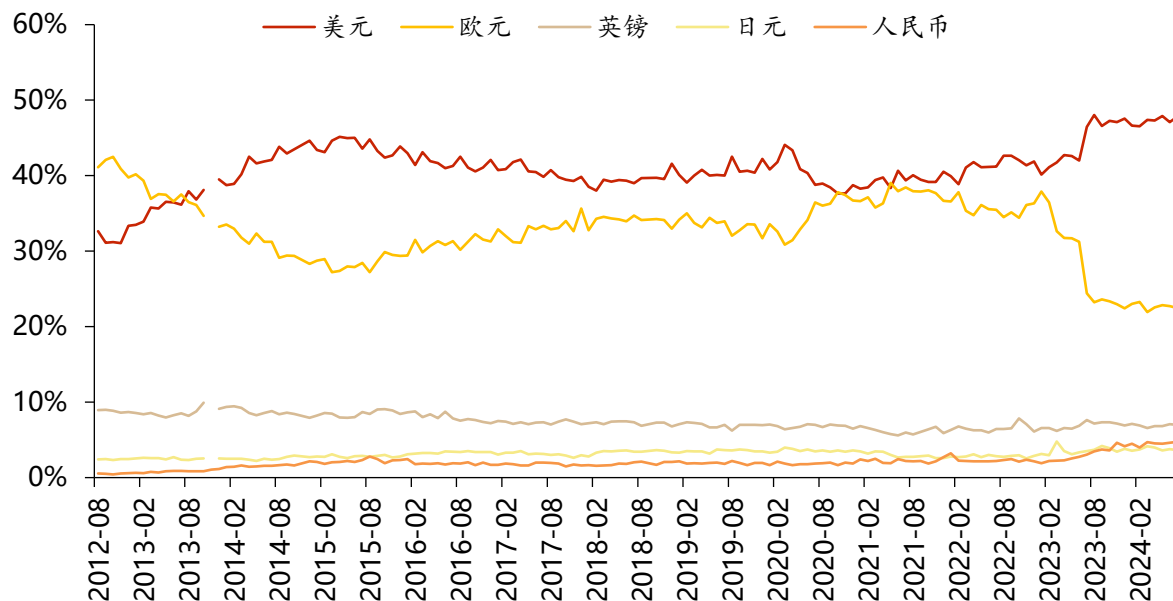
图：2022年国际资本流入美国大幅提升（百万美元）



图：俄乌冲突导致美元升值



图：主要货币占国际支付市场份额情况

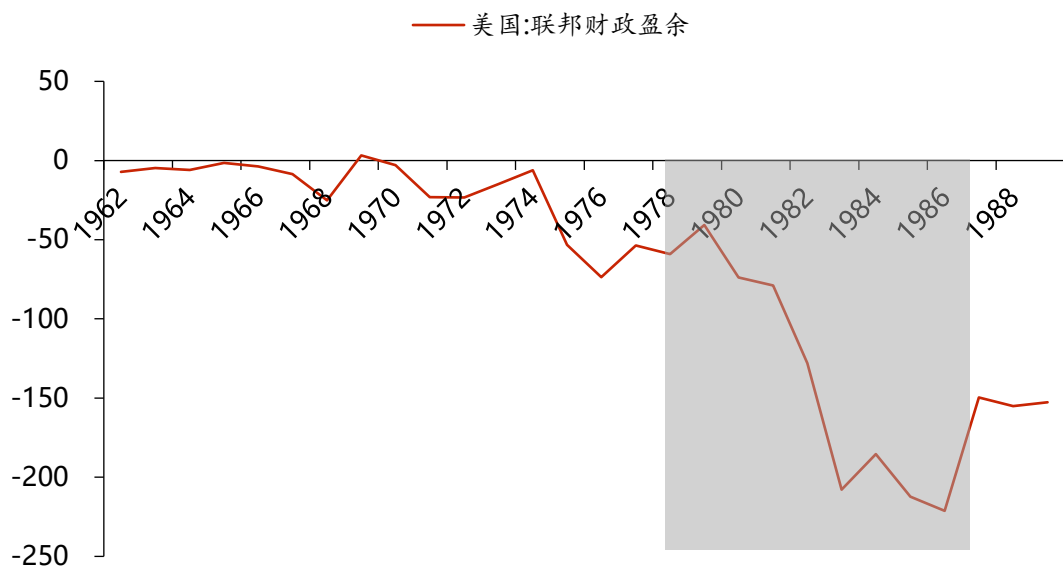


资料来源：wind、华源证券研究

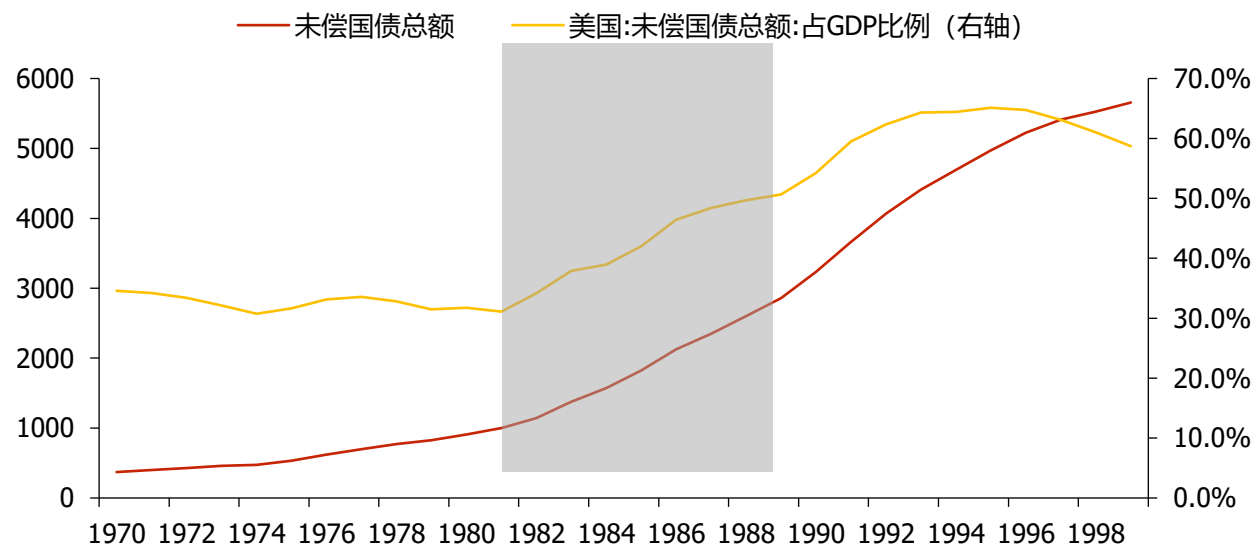
## 2.2.1 美国财政赤字的根源是1981年新自由主义政策减税刺激经济

- 1981年里根总统上台，在高通胀和经济衰退的背景下，主张是通过减少政府干预和推动市场自由来刺激经济增长，推出了“里根经济学”，在财政政策方面，核心是通过减税刺激经济，并通过减少政府干预和开支来增强市场活力，虽然减税和削减福利政策是里根经济学的主要财政工具，但由于大幅增加国防开支，加上减税带来的财政收入减少，联邦预算赤字大幅增加，国家债务在他任期内也显著上升，美国国债占GDP比例从1981年的31.1%上升到1989年的50.7%。
- 1981年里根推出《经济复苏税法》，高收入人群和企业更加受益，法案核心内容包括：1) 个人所得税率将在三年内分阶段下调，总体减幅为25%。第一年的减税幅度为5%，后两年分别为10%；个人所得税最高边际税率从70%下调至50%，这意味着高收入群体的税负将显著减轻，鼓励他们增加储蓄和投资；2) 加速折旧制度允许企业在更短的时间内计提折旧，企业可以更快地将设备和资本投资的成本扣除，从而减少应缴税款；3) 资本利得税率降至20%，对于富裕的投资者和高净值个人，这一政策使得他们更愿意进行金融市场、房地产等资本密集型投资。
- 1986年推出《税制改革法案》，核心内容包括：1) 个人最高税率从50%进一步下调至28%，降低了高收入群体的税负；2) 企业所得税的最高税率从46%降至34%。

图：里根经济学导致美国财政赤字大幅增加（十亿美元）



图：里根经济学减税以增债为代价（十亿美元；%）



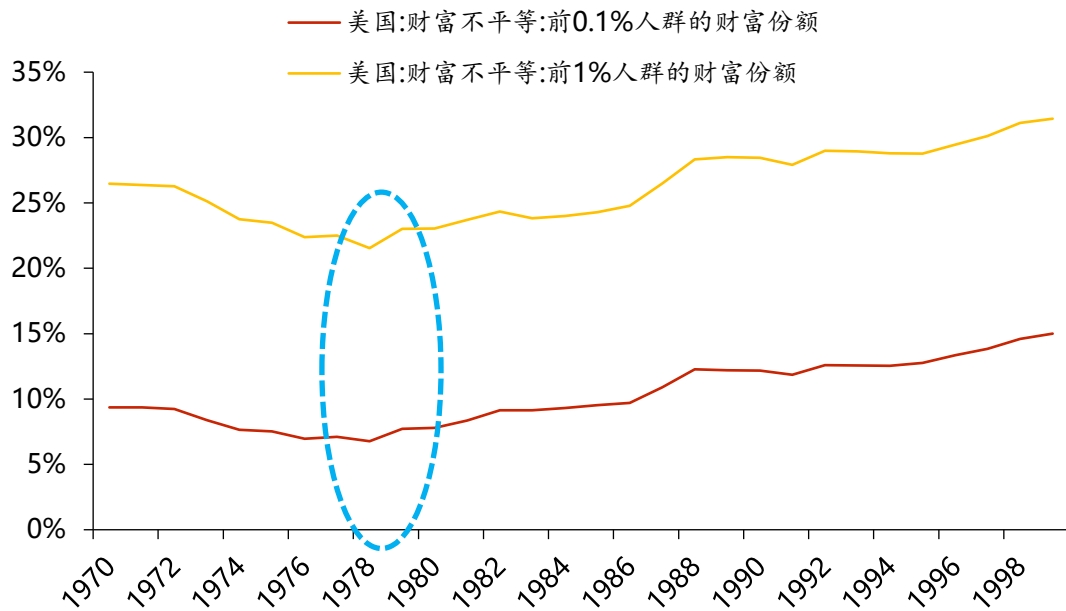
资料来源：wind、华源证券研究



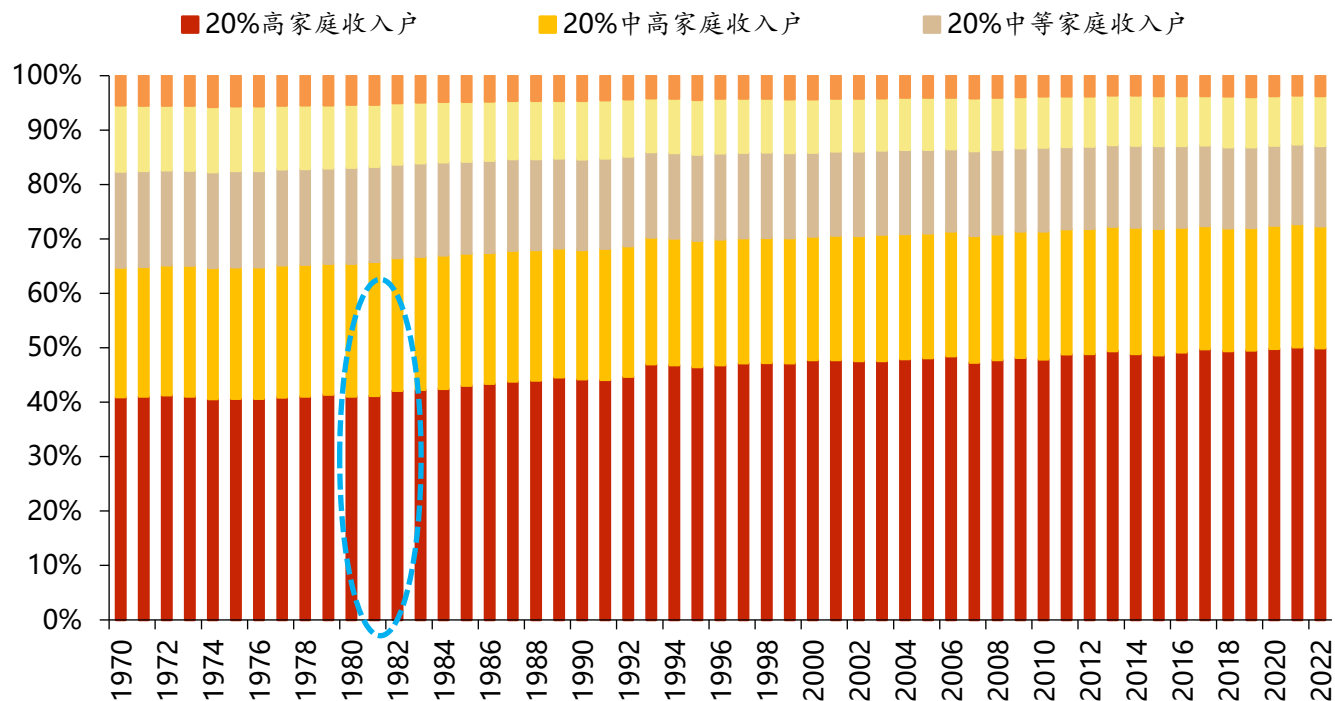
## 2.2.1 美国内部财富开始分化，富人阶层财富占比提升

- 1979年，保罗沃尔克的货币休克疗法保护了债券市场，有利于富裕阶层，从数据来看，70年代富人阶层的财富份额持续下降至1978年，1979年富人阶层的财富份额开始增加。
- 1981年里根总统开始减税刺激经济，更加利好富人阶层，1981年前20%收入家庭的收入占比开始增加。

图：1979年为转折点，美国财富向富人阶层集中



图：1981年富人阶层的收入占比开始增加

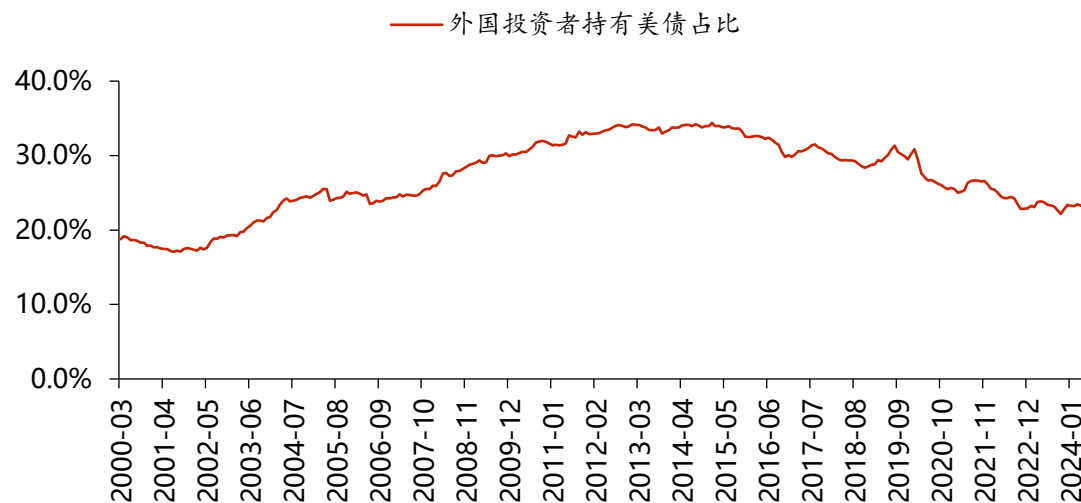


资料来源：wind、华源证券研究

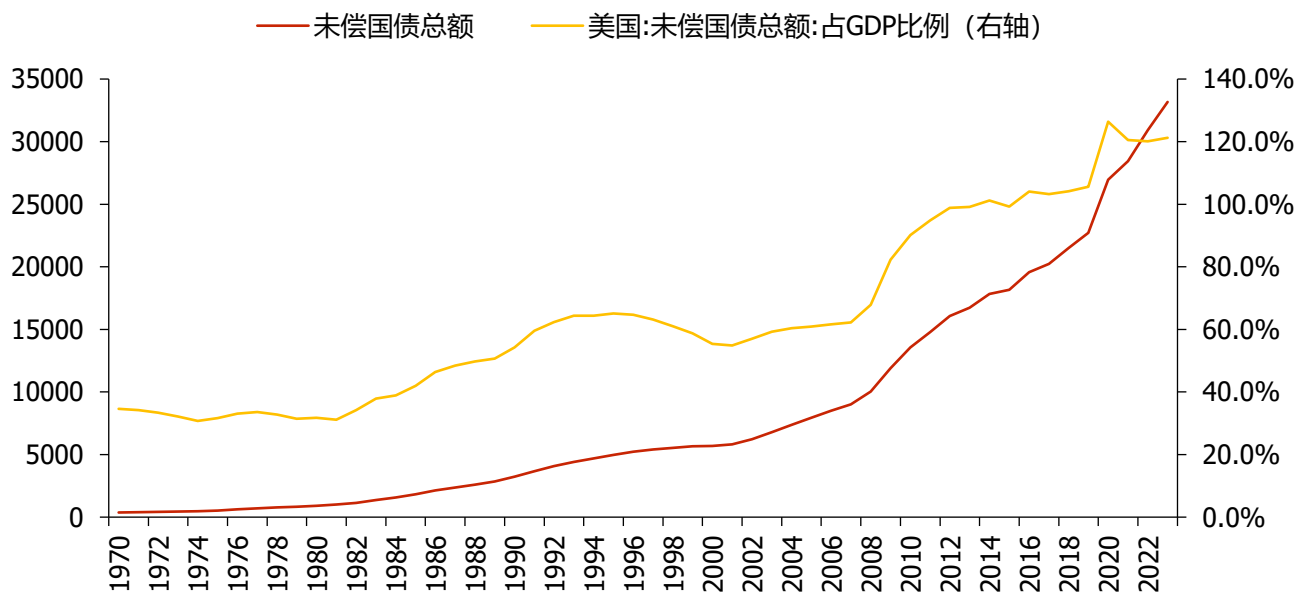
## 2.2.1 美债规模持续创新高，债务结构发生变化

- 2020年后，美国为了刺激疫后经济，大规模进行货币宽松与财政补贴，债务不断堆高，根据wind数据，截至2024年8月30日，美国未偿国债余额达到35.26万亿美元。
- 从债务结构来看，美国国债公众持有占比持续上升，从2001年底约57%上升至2024年8月底约80%，政府持有占比下降；从另一个维度来看，外国投资者持有美债占比也在2020年开始逐步下降。

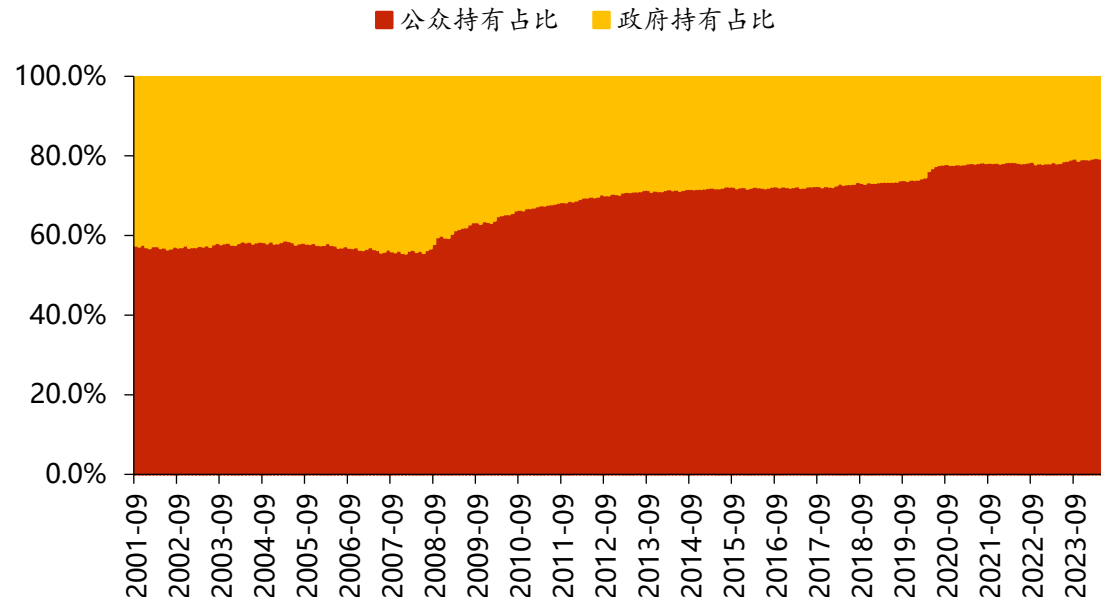
图：外国投资者持有美债占比从2020年开始正在下降



图：美国未偿国债总额持续创新高（单位：十亿美元）



图：美国国债公众持有比例快速增长

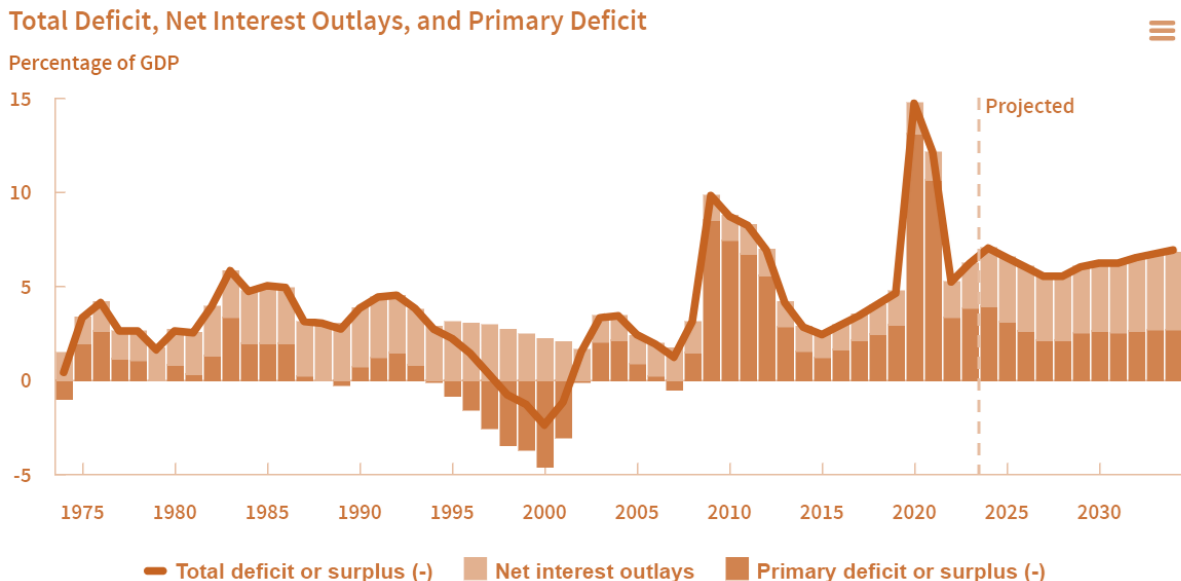


资料来源：wind、华源证券研究

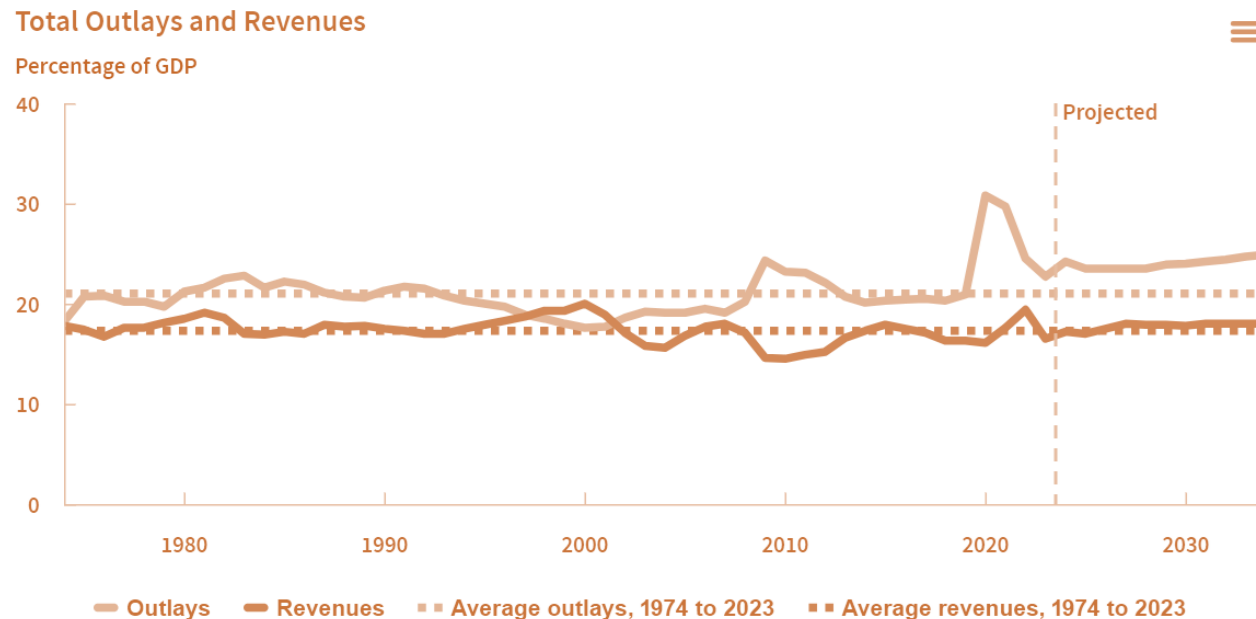
## 2.2.1 美国政府债务短期难以下降，财政赤字依旧呈上行趋势

- 美国财政赤字率不会快速下降，在2008年后持续保持原始赤字（非利息支出大于财政收入）。根据美国国会预算办公室2024年6月的预测，2024年赤字率（占GDP的比重）预计为7.0%（财政赤字达到1.9万亿美元），2025年财政赤字率预计为6.5%，到2027年，由于收入增长速度快于支出，赤字将下降到GDP的5.5%。此后，支出通常增长速度快于收入，到2034年，财政赤字率为6.9%，大大高于过去50年赤字平均水平3.7%。
- 净利息支出占比预计逐步上升，随着债务总额的不断上升，美国国会预算办公室预测2024年净利息支出占GDP比重将达到3.1%，未来十年逐年上升，2034年达到4.1%；绝对额从2023年的6580亿美元，占总支出的11%，增长到2034年的17100亿美元，占总支出的17%。
- 美国国会预算办公室预测2024年联邦支出总额为6.9万亿美元，占GDP的24.2%，2025年支出相当于GDP的23.5%，到2028年将保持在该水平附近，到2034年将增加到GDP的24.9%。增长的主要原因是社保和医保支出增加导致法定支出的增加以及净利息支出上升。

图：美国财政赤字率不会快速下降



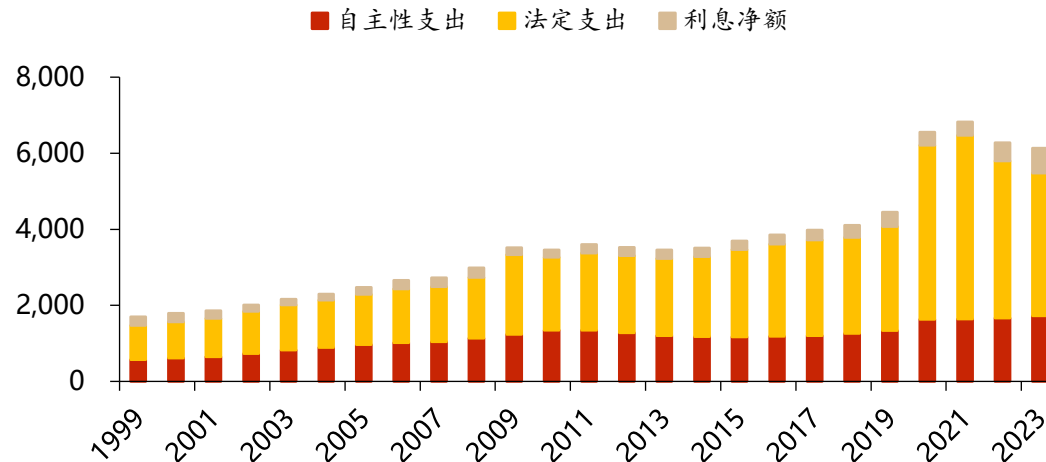
图：美国财政收入和支出占GDP的比重



## 2.2.1 美国财政支出中相对刚性的法定支出占比逐步提升

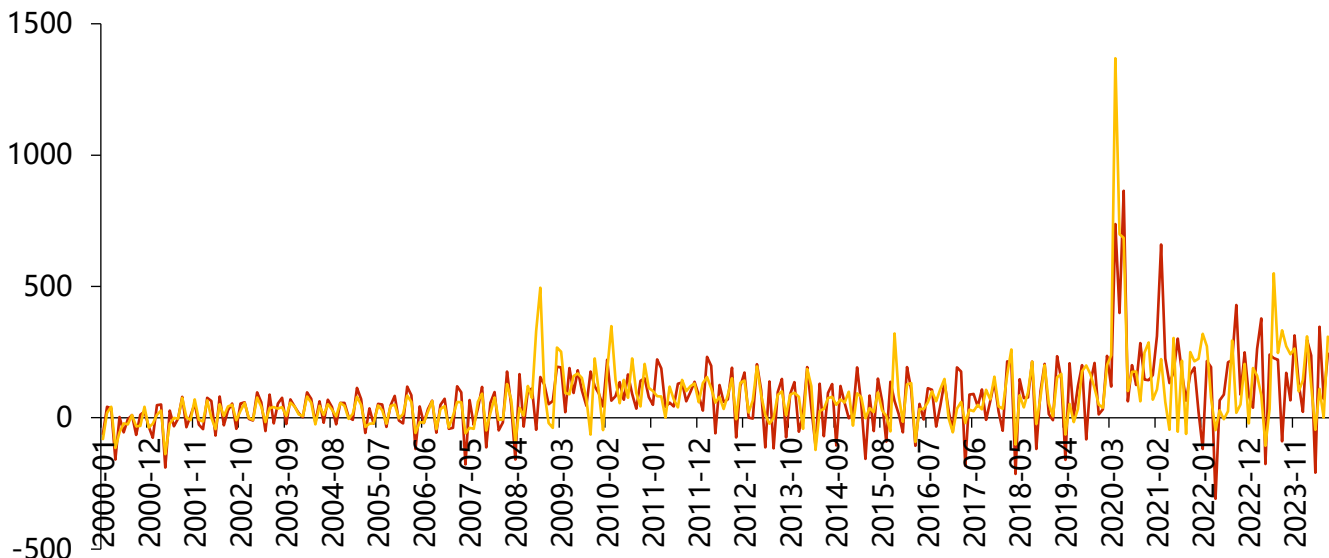
- 美国财政收入以个人所得税及工资税为主，2023年美国财政收入为4.4万亿美元，其中个人所得税收入、工资税分别为2.2万亿美元、1.6万亿美元，分别占比为49%、36%。
- 美国财政支出主要包括自主性支出、法定支出、利息支出，2023年美国财政支出为6.1万亿美元，其中自主性支出为1.7万亿美元，法定支出为3.75万亿美元，利息净额为0.66万亿美元，分别占比28%、61%、11%。

图：美国财政支出情况（十亿美元）



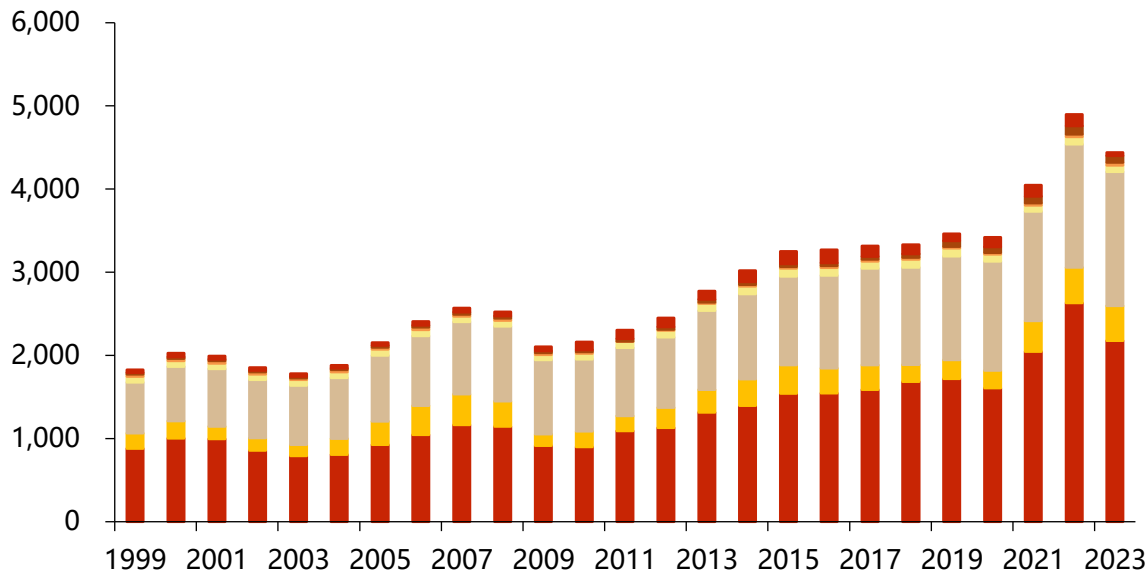
图：美国财政赤字与国债净发行额高度相关（十亿美元）

— 财政赤字 — 国债净发行额



图：美国联邦政府收入主要为个人所得税及工资税（十亿美元）

■ 个人所得税 ■ 企业所得税 ■ 工资税 ■ 消费税 ■ 遗产及赠与税 ■ 关税 ■ 杂项收益

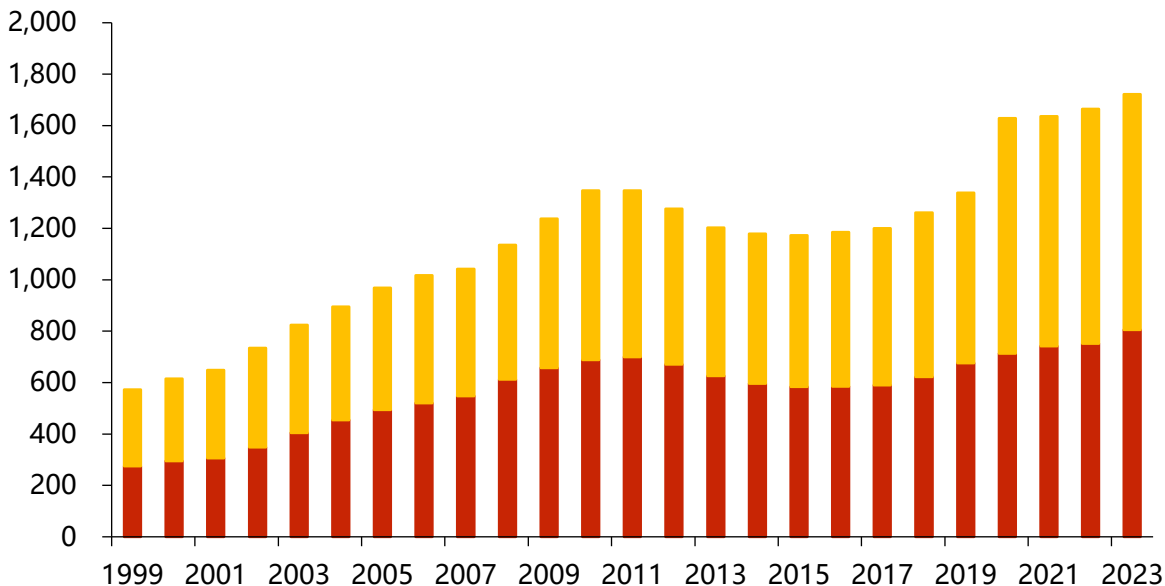


## 2.2.1 美国财政支出中相对刚性的法定支出占比逐步提升

- 自主性支出由国会每年通过拨款法案来决定。国会有权每年调整自主性支出的数额，因此它可以根据当前的政策优先事项进行增减，灵活性较高。国防支出、教育、科学研究、交通运输等项目通常属于自主性支出。2023年自主性支出为1.7万亿美元，其中国防支出为0.8万亿美元。
- 法定支出是由现行法律规定的支出，国会并不需要每年通过拨款法案来调整这部分预算。这包括社会保障、医疗保险、医疗补助和其他福利项目。2023年法定支出为3.75万亿美元，其中社保支出为1.35万亿美元，医保支出为1.02万亿美元，医疗补助支出为0.62万亿美元。

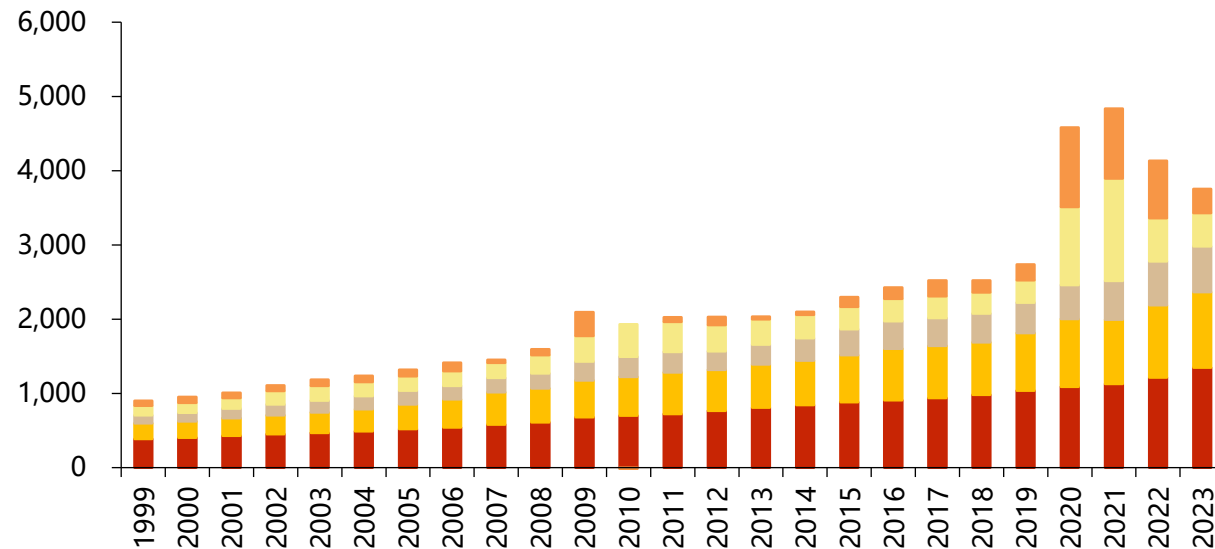
**图：自主性支出中包括国防支出与非国防支出（十亿美元）**

■ 国防支出 ■ 非国防支出



**图：法定支出以社保、医保、医疗补助为主（十亿美元）**

■ 社会保障 ■ 医疗保险 ■ 医疗补助 ■ 收入保障 ■ 其他



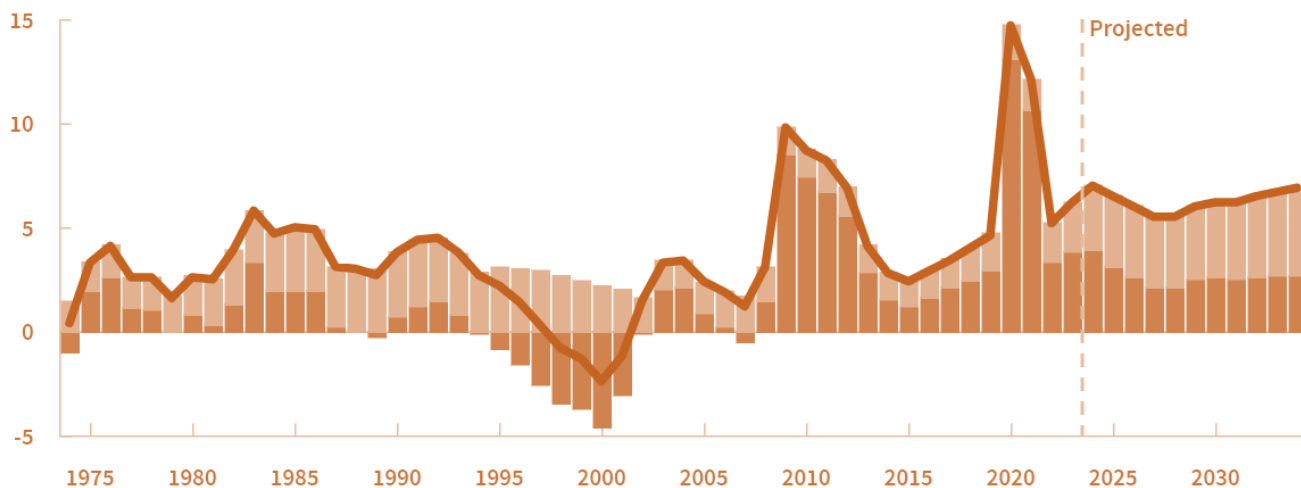
## 2.2.1 美国债务总额持续攀升是因为持续的财政赤字，而美元的国际货币地位为其创造条件

- 根据前文对于美国七八十年代的复盘，80年代之前受到凯恩斯主义的影响，政府通过财政政策干预经济周期，导致持续的财政赤字；80年代之后新自由主义政策以减税作为刺激经济的核心方式，导致财政赤字持续；21世纪以来小布什和奥巴马执政期间财政赤字持续攀升，一方面是持续的减税措施，另一方面是2001年互联网泡沫破灭以及2008年金融危机导致经济衰退，通过增加财政支出刺激经济；2020年以来因为疫情导致的大规模财政刺激，财政赤字率再创新高。
- 1971年布雷顿森林体系崩溃，但是至今为止美元的国际货币地位并没有发生根本性变化，石油美元体系的建立反而巩固了美元的国际货币地位。为了应对国际资本的波动风险，发展中国家往往需要保持大量外汇储备，尤其是以美元为主的储备货币。由于这些国家的金融市场不够成熟，投资渠道有限，它们常常将美元储备用于购买美国国债，这不仅确保了资金的安全性和流动性，还提供了稳定的回报。这种需求导致外国政府持有的美国国债比例显著上升，进一步巩固了美国的债务融资能力。美国因为美元的全球储备货币地位，能够从中获益，借此通过发行国债融资，而不必过分担忧债务规模的扩张。全球对美国国债的持续需求，使得美国即使在财政赤字巨大时，也能够轻松获得融资。这一机制使得发展中国家的资本不断流入美国，支持其经济和债务体系，同时发展中国家自身的经济发展却因此受到一定程度的制约。

**图：美国财政赤字率变化情况**

Total Deficit, Net Interest Outlays, and Primary Deficit

Percentage of GDP



— Total deficit or surplus (-)   ■ Net interest outlays   ■ Primary deficit or surplus (-)

资料来源：CBO、华源证券研究

**表：疫情期间美国出台一系列财政刺激法案**

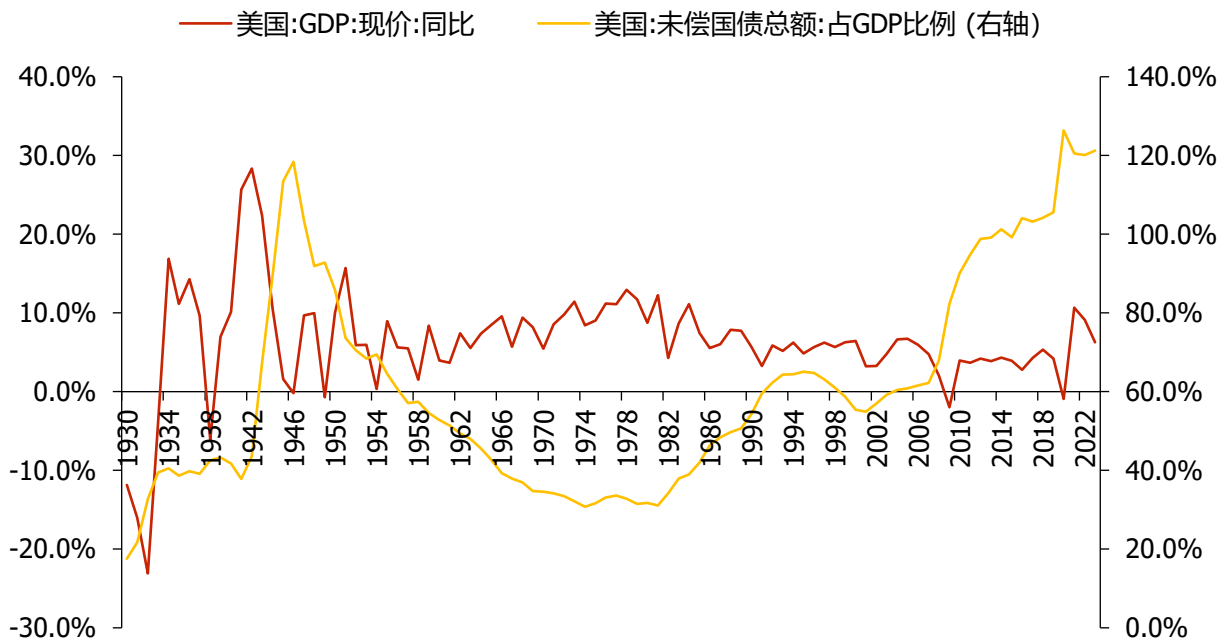
法案名称	时间	金额
《新冠病毒家庭优先响应法案》	2020年3月18日	约1920亿美元
《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》	2020年3月27日	约2.2万亿美元
《薪资保障计划与医疗强化法案》	2020年4月24日	约4840亿美元
《冠状病毒应对与纾困补充拨款法案》	2020年12月27日	约9000亿美元
《美国救助计划法案》	2021年3月	约1.9万亿美元

资料来源：美国财政部、华源证券研究

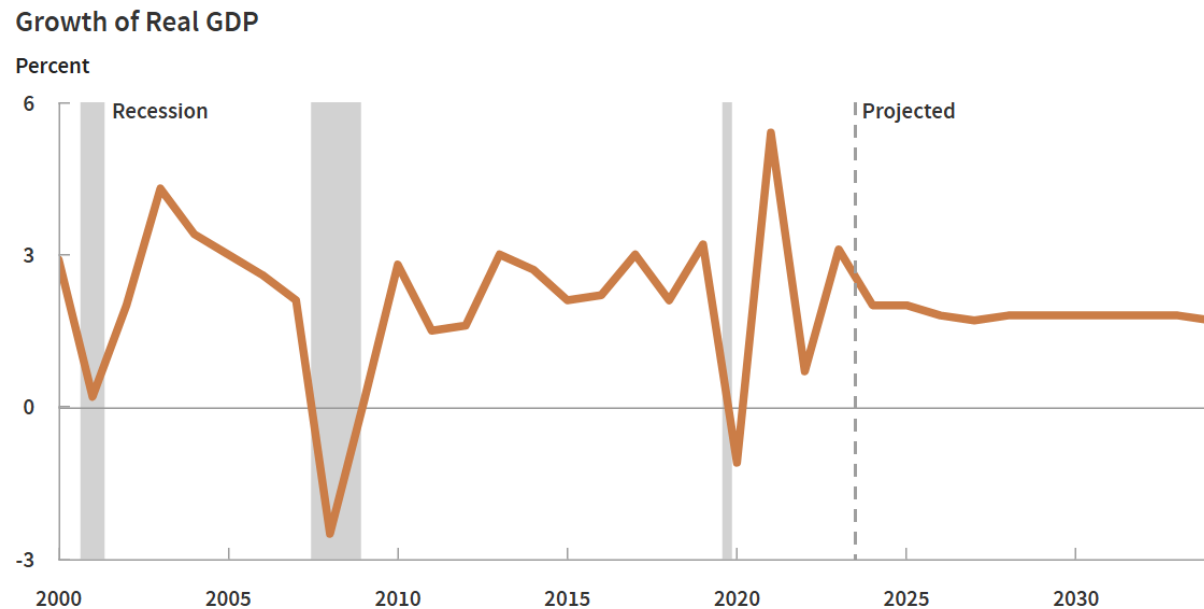
## 2.2.1 影响衡量债务负担率的另一大因素是经济增长率

- 持续的财政赤字导致了美国债务的绝对额上升，而债务负担率的上升还与经济增长没有和债务增长匹配相关。以50年代~70年代为例，虽然美国国债总额仍在提升，但是较高的经济增长率使得总体的债务负担率处于历史低位；然而目前，根据CBO预测，在失业率上升和通胀略有下降的情况下，预计经济增长将从2023年的3.1%放缓至2024年的2.0%，2025年经济增长将稳定在2.0%，然后在2026年及以后几年稳定在1.8%左右。

**图：美国GDP增长率与债务负担率的变化**



**图：CBO预测美国GDP增长率逐步放缓**



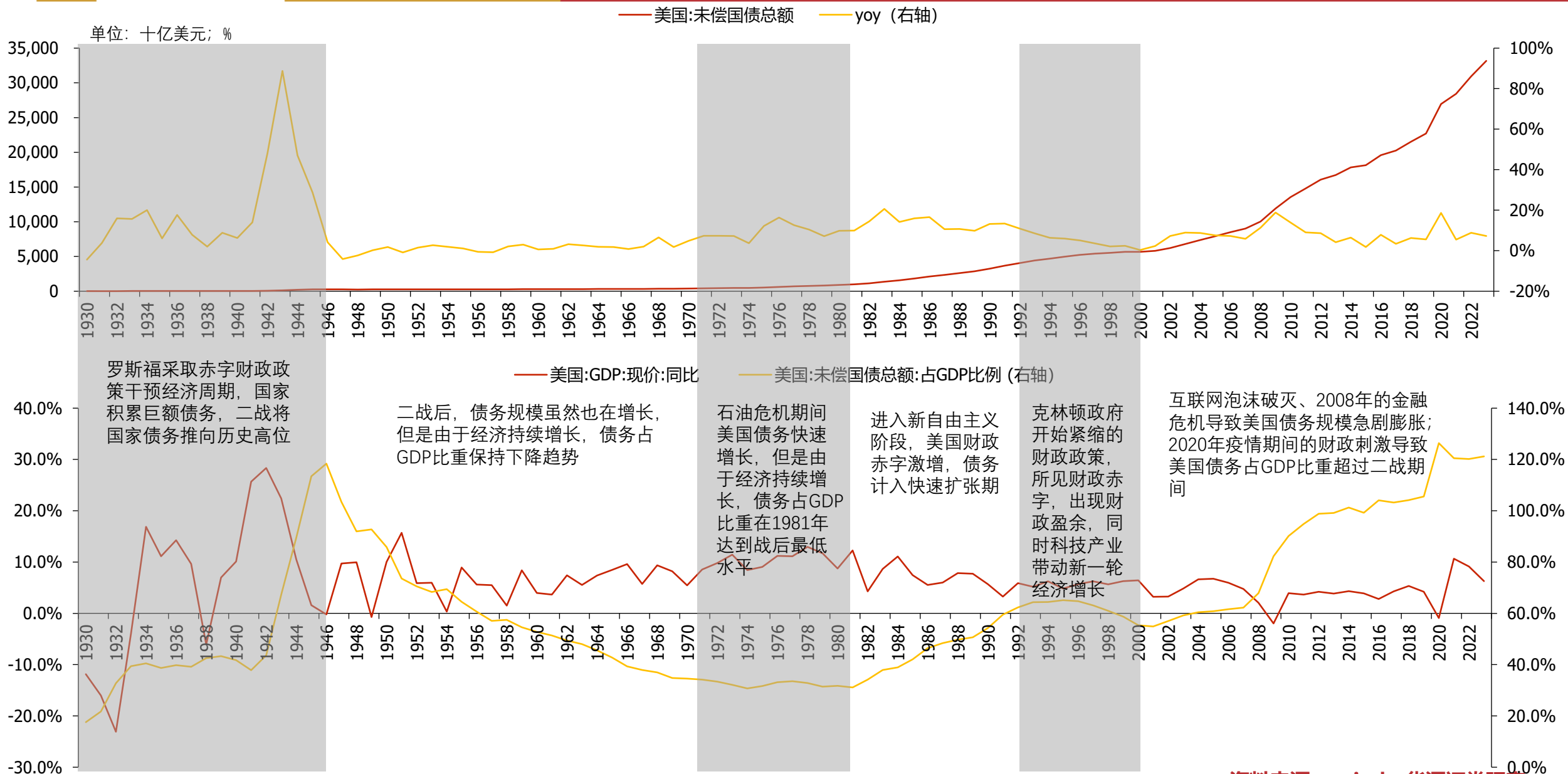


## 2.2.1 未来美国债务问题可能演变的路径

- **最理想状态下（可能性极低）：经济增长超预期，杠杆率下降。**美国引领AI推动第四次工业革命，美国经济强劲增长，GDP具有较高的增速，使得杠杆率的分母端快速增加；分子端一方面AI推动股市繁荣、企业快速发展并盈利增加政府的税收收入，类似于90年代后期的科技繁荣带来额外的税收收入，同时美国处于低通胀的环境下，低利率使得利息支出降低，政府严格控制非利息支出，减少财政赤字，杠杆率分子端缓慢增加。
- **中性偏好情况下：依旧维持现状，债务总额以及杠杆率小幅提升。**这种情况下AI没有带动美国经济强劲增长，但是经济仍旧维持缓慢增长；财政赤字大概率无法逆转，原始赤字没有显著变化，政府依旧通过发债弥补资金缺口，利息支出美国政府仍然能够负担，不会出现违约的情况，杠杆率依旧小幅增长，类似于2012~2019年的状态，总体上处于低通胀低利率的状态。
- **中性偏差情况下：经济增长恶化，财政赤字扩大，杠杆率快速提升。**美国出现经济衰退，当前的债务情况无法支持美国像过去一样能够通过调整财政政策刺激经济，经济衰退时间持续较长时间，杠杆率分母端下降；经济衰退导致财政赤字超出原有预期，全球开始担忧美国信用问题，美元贬值，通胀水平上升，美债收益率提升，导致政府利息支出提升，财政负担加剧，杠杆率快速增加。
- **最差状态下：美国政府采取极端方式暂停偿还部分债务。**



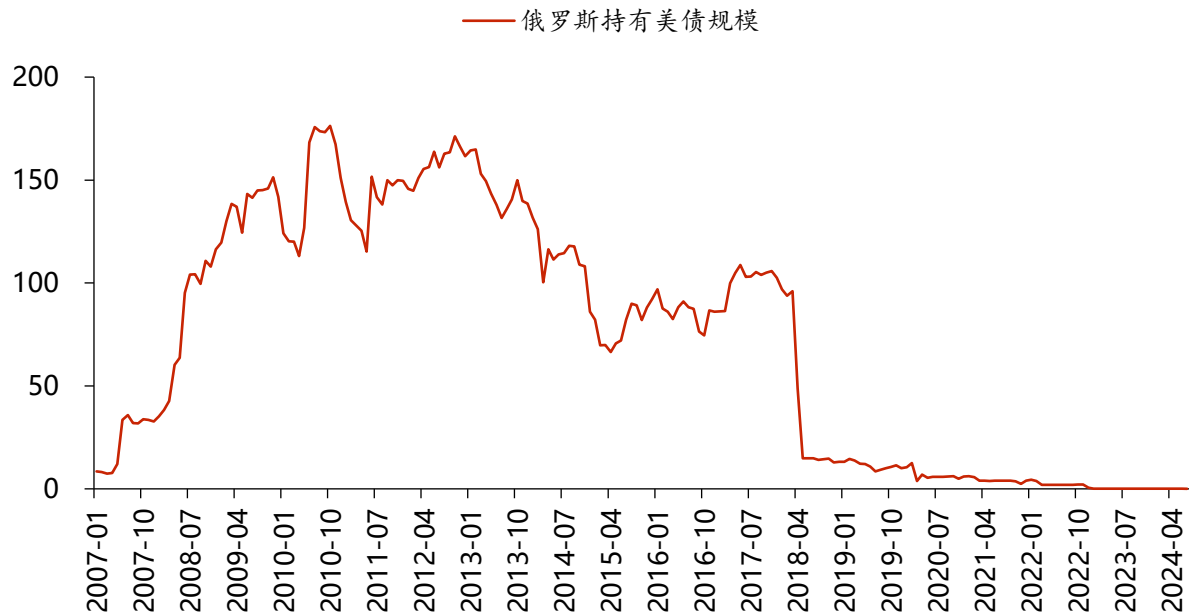
## 2.2.1 美国债务总额变化历史复盘



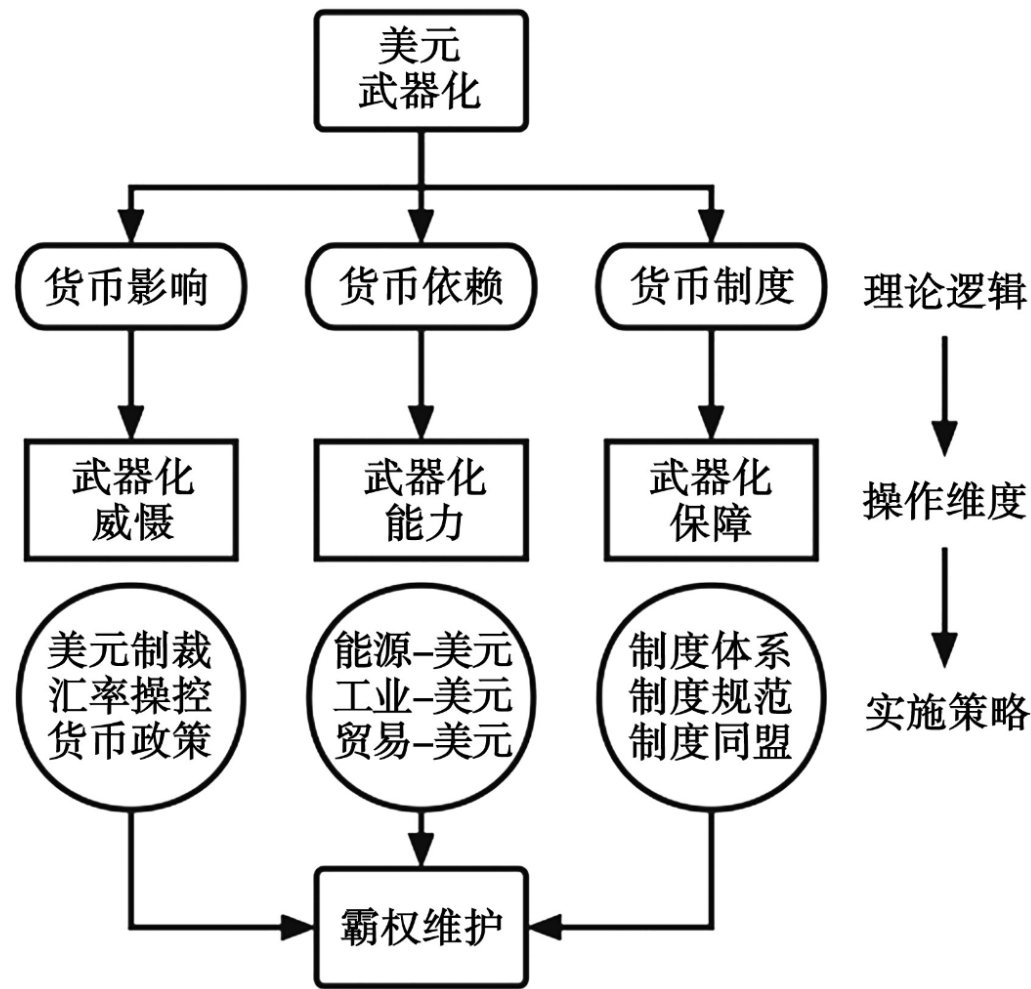
## 2.2.2 频繁的美国武器化正在透支美元主导地位的寿命

- 美元作为世界货币被赋予一定特权，成为美国政府控制世界政治经济的工具。根据《美元武器化与特权维护：机理、策略与影响》一文，美元武器化主要通过三种方式维护特权：一是武器化威慑，即通过货币操控来维护美元的影响力(胁迫与制裁策略),以期达到“金融恐怖平衡”，因为恐惧将确保美元特权。二是武器化能力，即通过政策介入重构美元依赖体系，维护美元的软实力或吸引力(激励与放任策略),以期获得更高的美元权力甚至美元特权。三是武器化保障，即通过规则和联盟等方式介入重构话语权(保护与协商策略),为美元武器化提供制度保障。
- 在俄乌冲突发生后，美国对俄罗斯实施经济制裁，包括冻结资产、切断融资渠道和阻止金融交易等方式，其中冲击最大的是将部分俄罗斯银行移出SWIFT，以及限制俄罗斯央行动用其6000多亿美元的外汇储备。

图：2013年俄罗斯开始减持美债（十亿美元）



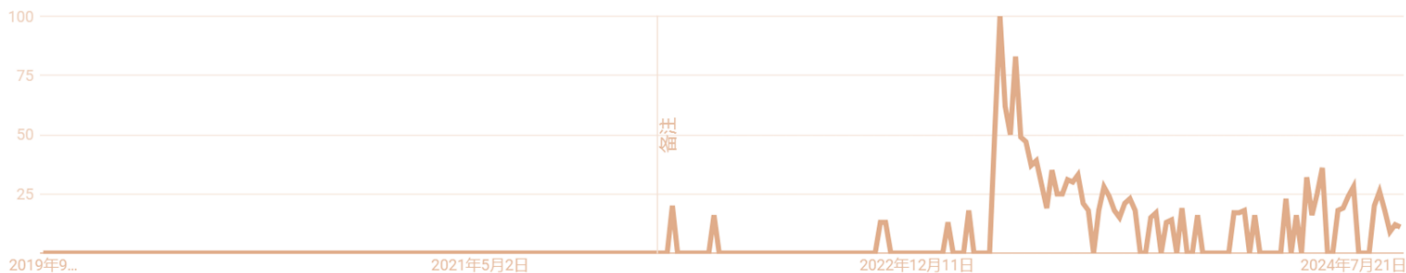
图：美元武器化与特权维护的逻辑思路图



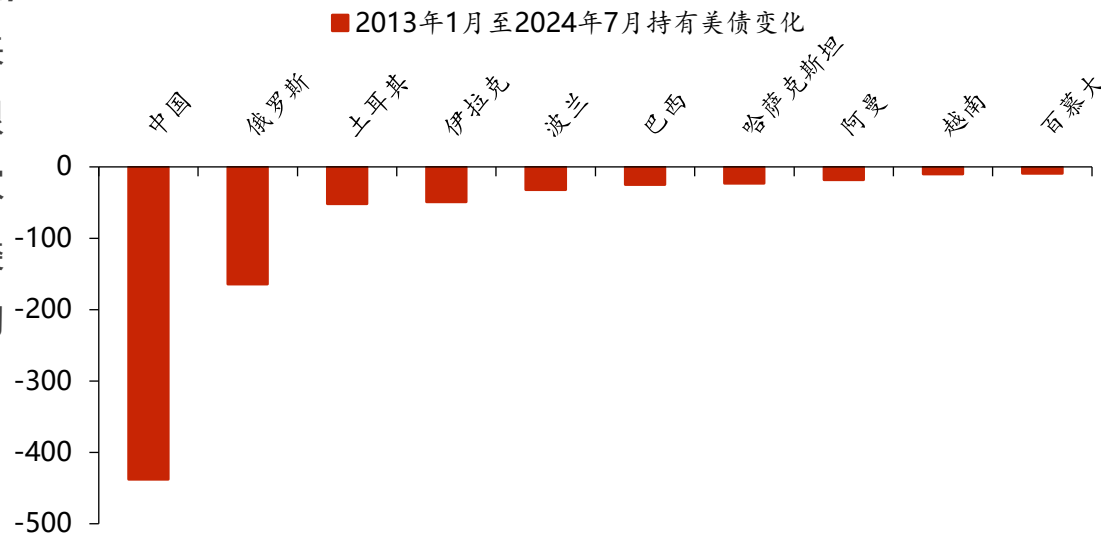
## 2.2.2 频繁的美元武器化正在透支美元主导地位的寿命

- 美国对于俄罗斯实施经济制裁后，全球关于去美元化讨论的热度明显大幅增加，频繁的美元武器化正在透支美元的信用。根据前文分析，美元武器化的能力来自于外部经济体对于美元体系的依赖，但是现在这一依赖的强度开始减弱。很多对美贸易顺差的国家正在减持美债，2022年2月后，前六大减持美债的国家分别为中国、日本、波兰、越南、伊拉克、捷克，均为对美贸易顺差国家。类似于石油美元体系正在削弱，原本对美贸易顺差国家产生贸易盈余后，通过购买美国国债继续为美国经济输血，但是现在这一链条逐步开始断裂。

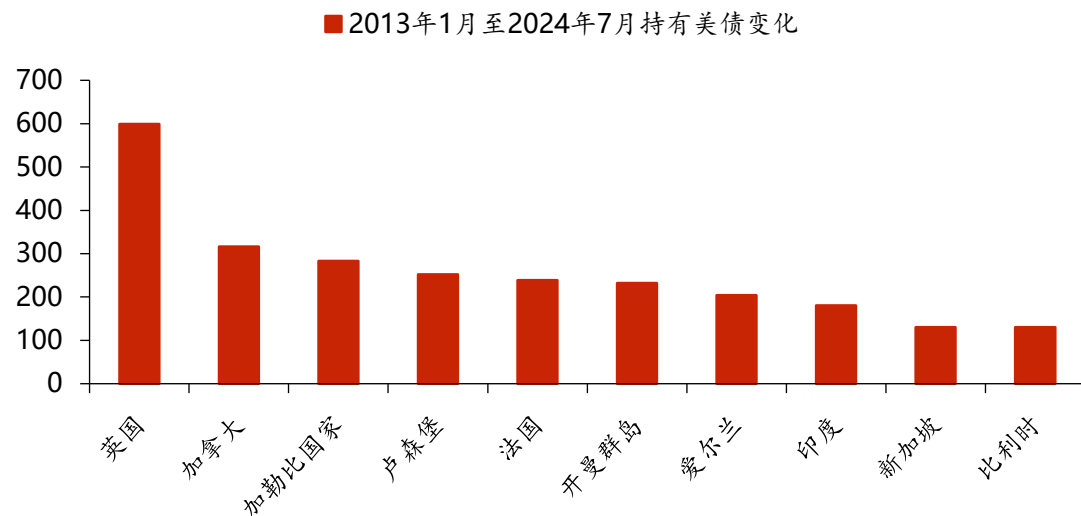
图：关于“去美元化”讨论的热度近两年明显上升



图：前十大减持美债国家大多为生产国和资源国 (十亿美元)



图：前十大增持美债国家大多为消费国 (十亿美元)



资料来源：Google Trend, wind、华源证券研究

表：主要国家贸易差额情况（亿美元）

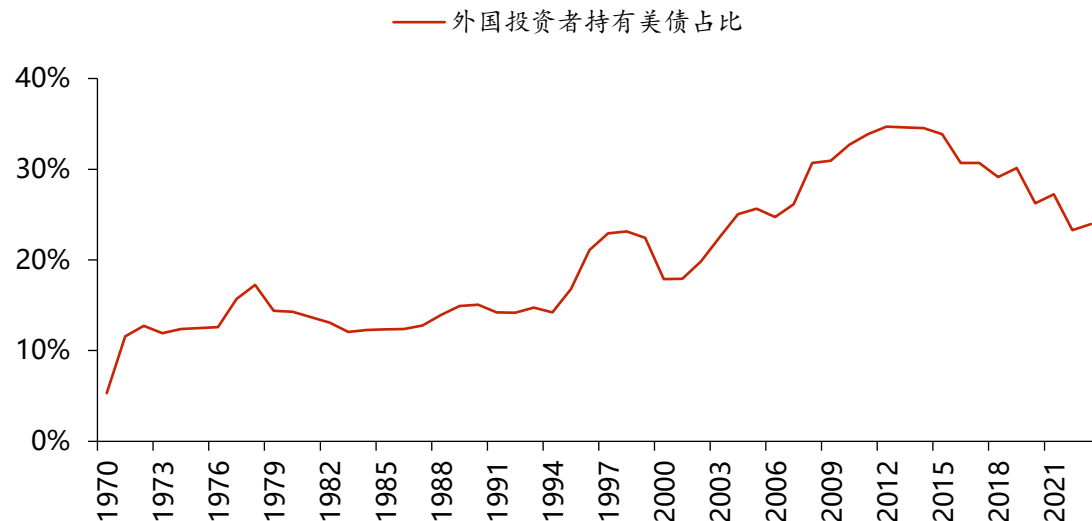
	比利时	巴西	中国	法国	德国	印度	意大利	日本	荷兰	挪威	俄罗斯	南非	瑞士及列支敦士登	英国	美国
2010	165.15	72.5	1815.07	-873.03	2041.1	-1238.82	-397.48	757.15	578.42	533.27	1519.96	-54.88	193.28	-1751.36	-6906.89
2011	87.29	149.6	1548.97	-1235.55	2191.16	-1615.57	-355.29	-321.96	727.35	696.26	1981.8	-156.15	265.99	-1703.26	-7835.16
2012	68.11	45.49	2303.09	-1057.07	2462.61	-1928.66	127.06	-872.75	684.47	736.45	1938.1	-275.48	165.03	-2224.28	-7908.21
2013	170.44	-197.38	2590.15	-1005.66	2638.01	-1505.49	387.68	-1177.29	818.2	662.14	1805.67	-301.77	363.43	-1201.2	-7494.67
2014	184.92	-198.4	3830.6	-952.24	2870.21	-1402.16	554.03	-1220.05	828.4	552.17	1889.3	-289.07	354.63	-1833.37	-7920.15
2015	213.11	63.22	5939.02	-644.94	2750.74	-1261.8	460.71	-231.96	583.37	274.91	1484	-236.49	366.93	-1641.53	-8127.29
2016	187.25	342.78	5097.07	-664.78	2790.29	-971.07	549.49	373.24	698.09	163	902.17	-154.78	327.72	-2258.75	-7991.43
2017	204.25	491.33	4195.54	-840.36	2852.84	-1506.84	542.96	262.33	774.19	198.05	1145.59	-126.29	297.69	-2000.05	-8622.03
2018	130.25	390.5	3509.47	-942.19	2761.85	-1896.86	462.86	-103.45	811.95	351.91	1950.58	-200.01	312.21	-1860.11	-9502.39
2019	180.32	279.65	4210.71	-837.07	2554.34	-1617.19	627.12	-153.93	729.18	174.8	1658.45	-175.23	361.04	-2361.82	-9242.84
2020	238.85	428.44	5239.9	-926.6	2107.51	-967.92	729.25	58.59	794.8	40.12	934.42	17.72	273.37	-2387.22	-9819.97
2021	217.57	461.25	6366.1	-1300.61	2152.3	-1776.66	482.14	-129.44	826.52	623.42	1903.37	95.83	561.25	-2241.27	-11810.14
2022	188.05	418.91	8379.28	-2027.55	932.52	-2670.26	-357.48	-1503.4	672.79	1442.6	3155.52	-133.06	435.78	-2905.65	-13065.95
2023	156.74	869.86	8232.23	-1374.03	2258.17	-2406.66	373.33	-683	925.17	786.14	1201.29	-198.92	560.72	-2706.11	-11529.72
2010年至 今累计	2392.3	3617.75	63257.2	-14681.68	33363.65	-22765.96	4186.38	-4945.92	10452.9	7235.24	23470.22	-2188.58	4839.07	-29075.98	-127776.8

资料来源：wind、华源证券研究

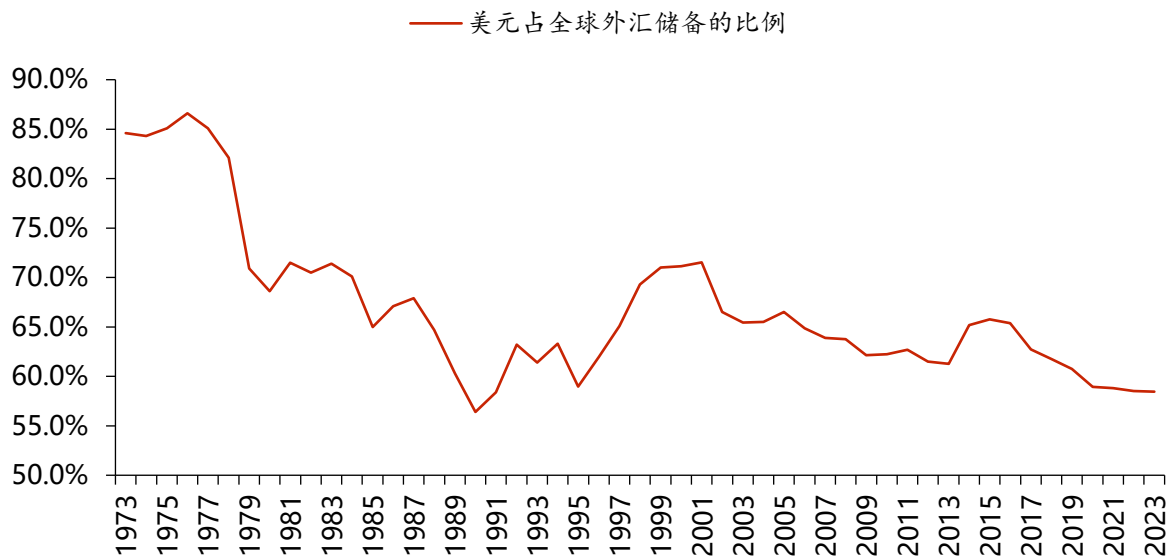
## 2.2.3 “石油美元”体系淡化，作为交易手段的美元的统治地位受到动摇

- 部分产油国因为受到美国频繁的经济制裁，开始寻求新的结算货币。2016年伊朗宣布停止使用美元结算石油贸易，改用欧元、人民币及其他强势货币进行结算；2017年委内瑞拉选择人民币作为石油的计价货币；2023年伊拉克宣布允许以人民币结算对中国的贸易，特别是能源领域的贸易；此外包括日本、印度、阿联酋、印尼等一些国家也已为绕开或放弃美元结算石油采取了一系列具体步骤。
- 各国推进外汇储备多元化，美元在中央银行和政府外汇储备配置中的比例正在逐渐下降，而非传统储备货币比例正在上升，同时外国投资者正在逐步减持美债。

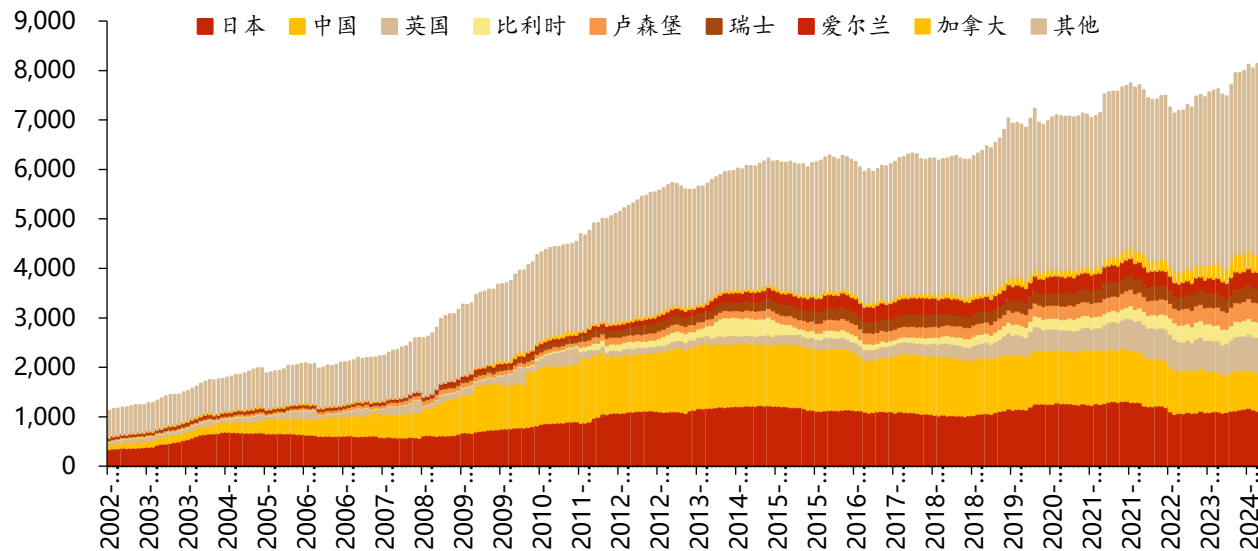
图：外国投资者持有美债占比



图：美元占全球外汇储备占比逐步下降



图：外国投资者持有美债情况 (十亿美元)



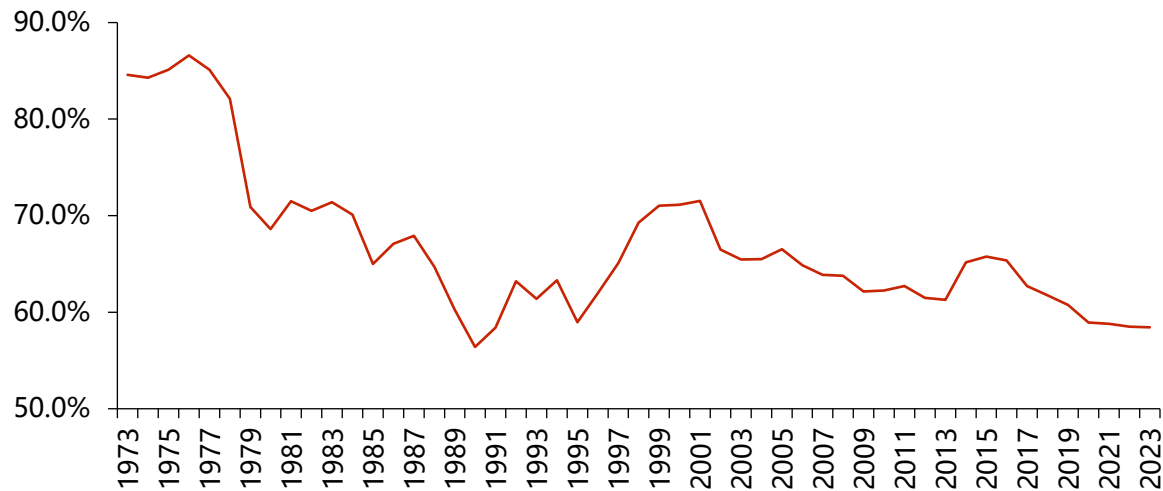
资料来源：wind、华源证券研究



## 2.2.3 美元特权主要指标的变化

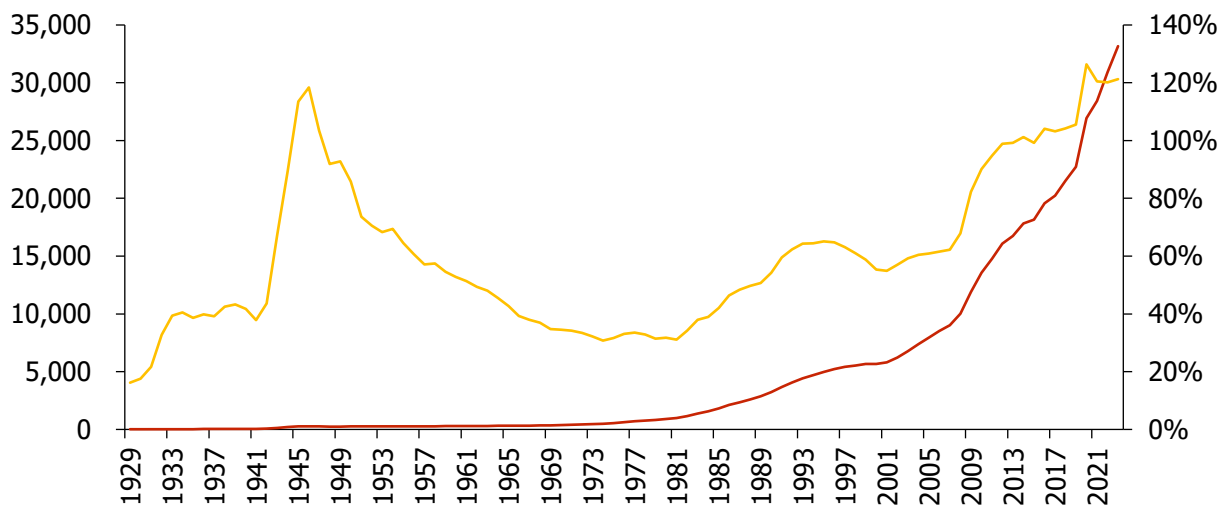
图：美元占全球外汇储备比例开始下降

— 美元占全球外汇储备的比例



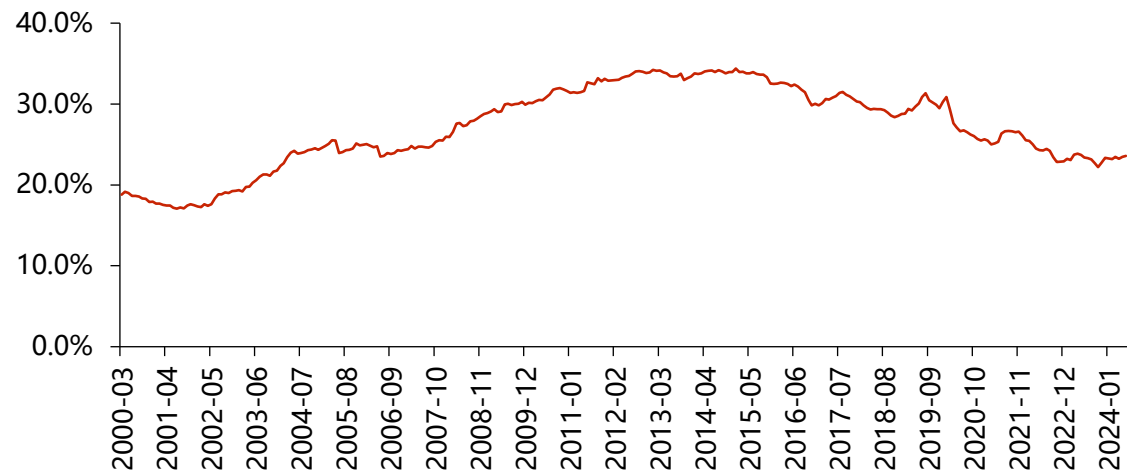
图：美国未偿国债总额变化情况（十亿美元）

— 美国:未偿国债总额 — 美国:未偿国债总额:占GDP比例（右轴）



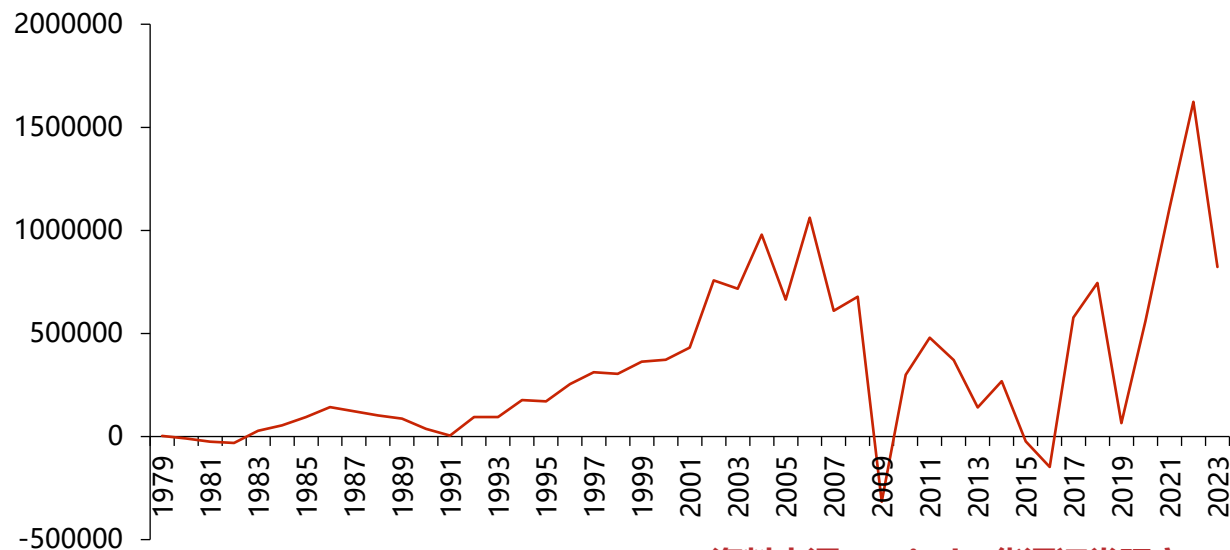
图：外国投资者持有美债占比近10年呈下降趋势

— 外国投资者持有美债占比



图：国际资本流入美国情况（百万美元）

— 美国:国际资本流动:净额



## 2.2.4 金砖十国 (BRICS+) 的实际GDP总量达26万亿, 增长稳健

金砖国家范围扩大, 经济增长超欧盟和G7。金砖国家在2011年和2024年分别吸纳了南非和沙特阿拉伯、埃及、阿联酋、伊朗、埃塞俄比亚, 至今已成为一个囊括三十多亿人口、横跨三个大洲的十国联盟。自2006年首次金砖外长会晤以来, 金砖国家(指24年扩员后的十国, 下同)保持了连年的GDP高速增长, 增速超过了欧盟和G7集团, 并在2009和2015年分别完成实际GDP对欧盟和美国的超越。以购买力平价GDP(实质国内生产总值, GDP(PPP))核算, 则金砖国家在2018年就已经完成了对G7集团的超越, 预计在2024年达到世界的35.43%。金砖国家的GDP增长也展现出较G7集团和欧盟更好的稳定性, 在2008年经济危机和2020年疫情时间段保持了较好的增长趋势。

图: 金砖国家实际GDP与占世界份额逐年升高

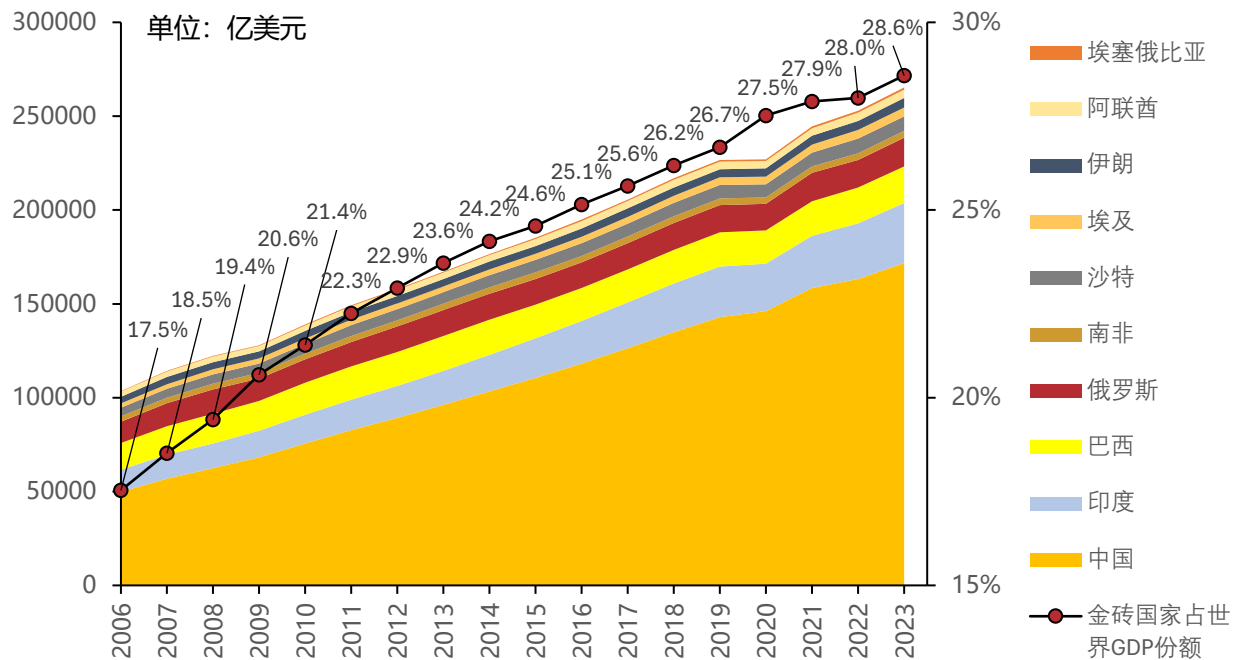


图: 金砖国家购买力平价GDP份额在18年超越G7

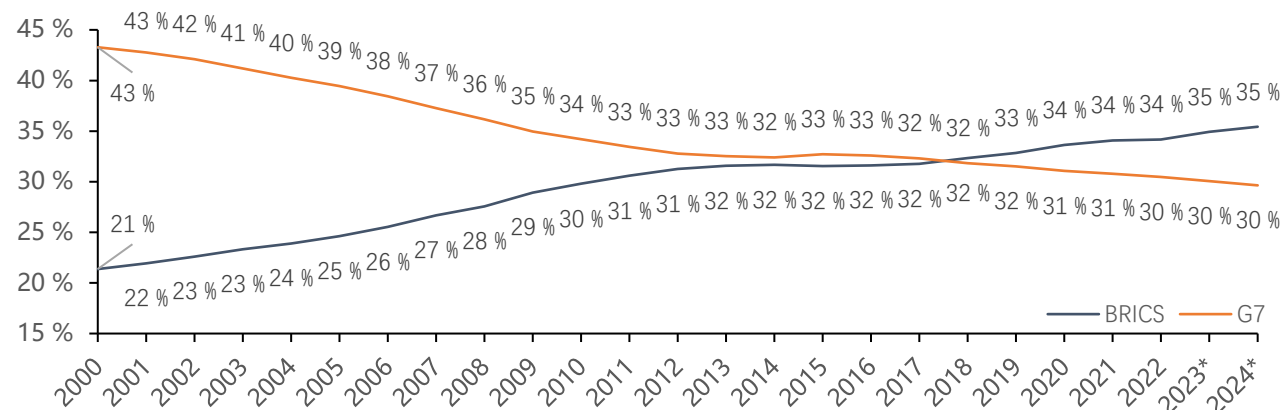
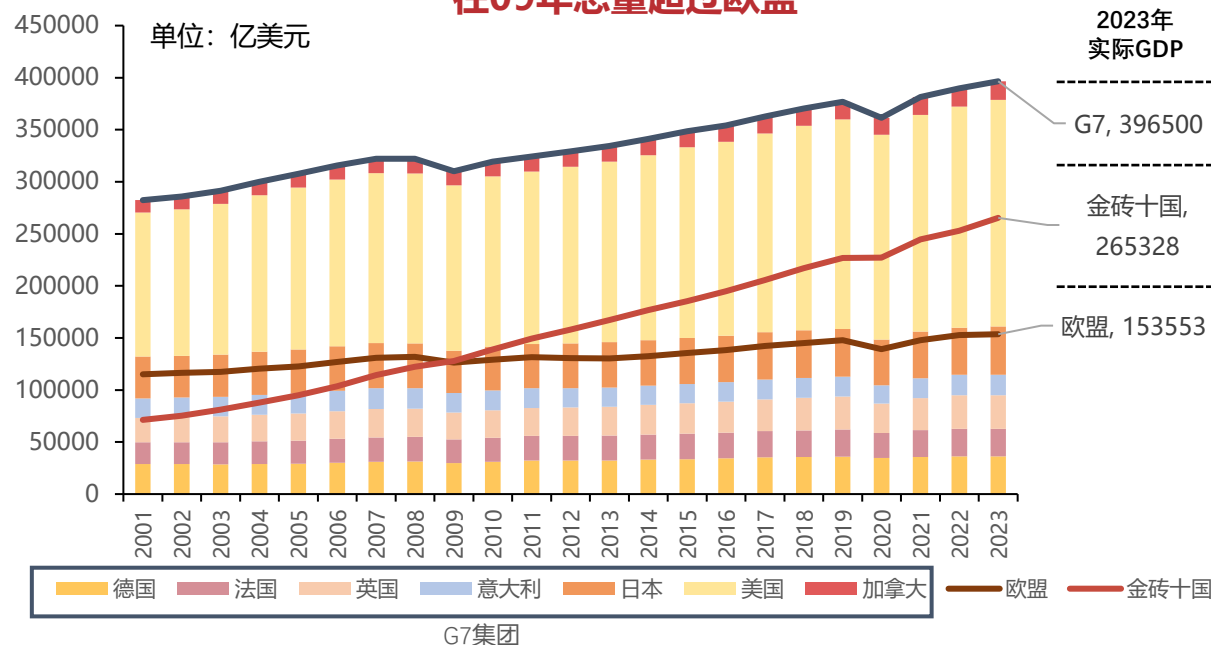


图: 金砖国家实际GDP增速超过欧盟和G7, 在09年总量超过欧盟

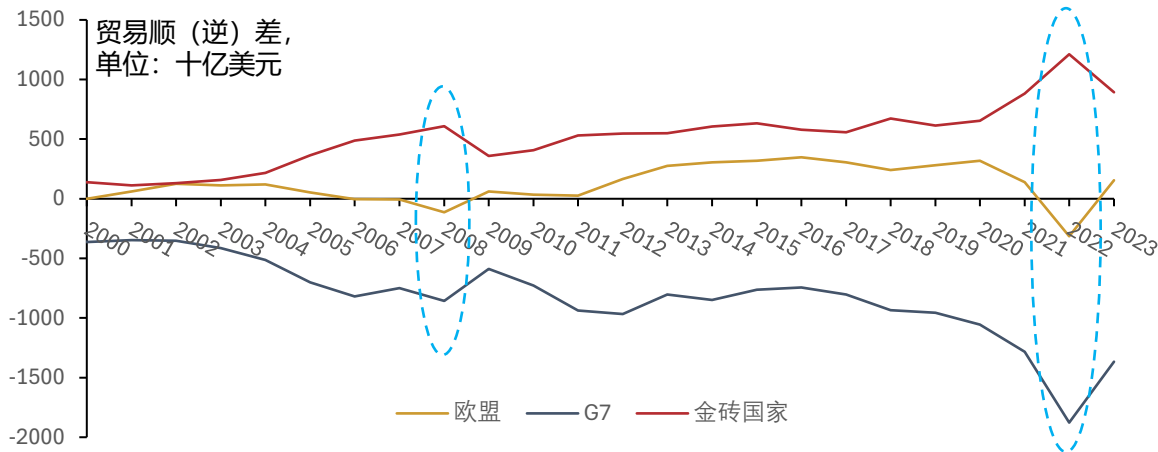


资料来源: Statista、IMF、世界银行数据库、华源证券研究

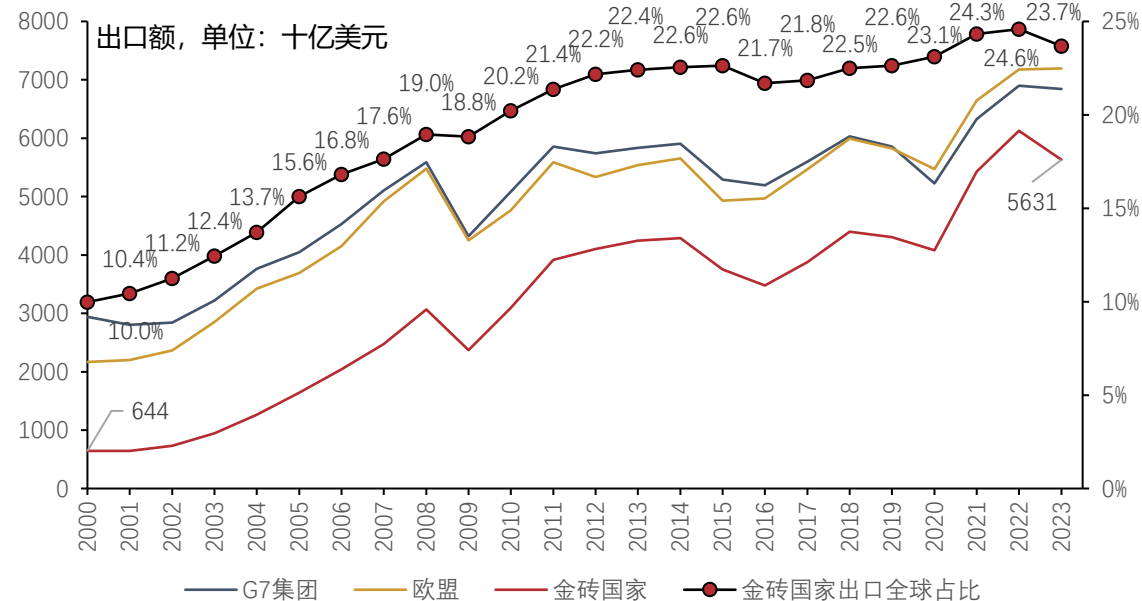
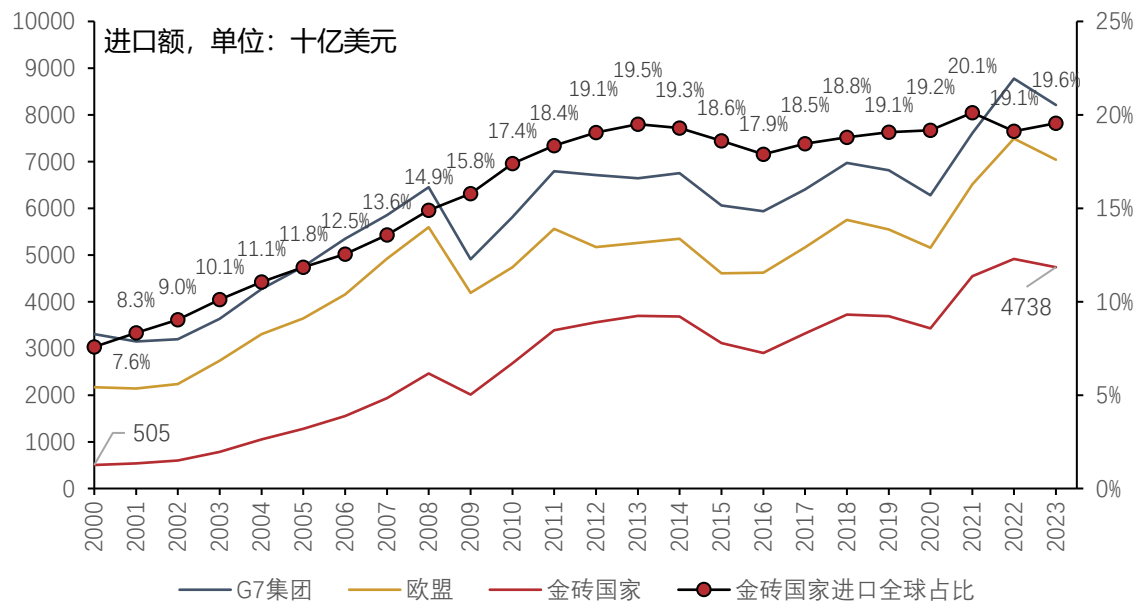
## 2.2.4 金砖国家在全球贸易中的影响力持续升高

自进入新世纪以来，金砖十国在国际贸易领域实现了快速扩张：尤其是世纪初至2010年左右经历了进出口的同步高增长。自2000年至今，金砖国家的进出口总额分别从5047亿和6436亿美元猛增至47385亿和56312亿美元，在全球进出口份额占比分别从7.6%和10%上升至19.6%和23.7%。尤其是在出口领域，金砖国家整体与欧盟和G7集团的差距不断缩小。

图：金砖国家总体出口主导，实现巨额贸易顺差优势



图：金砖国家进出口份额进入新世纪以来已实现翻番，出口额与欧盟和G7差距缩小



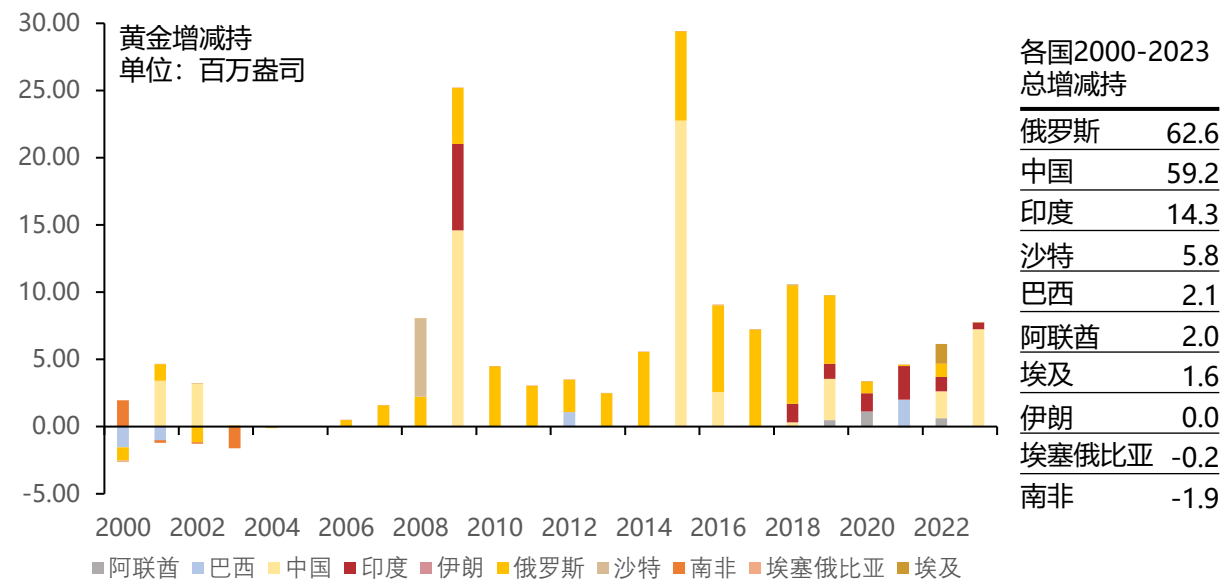
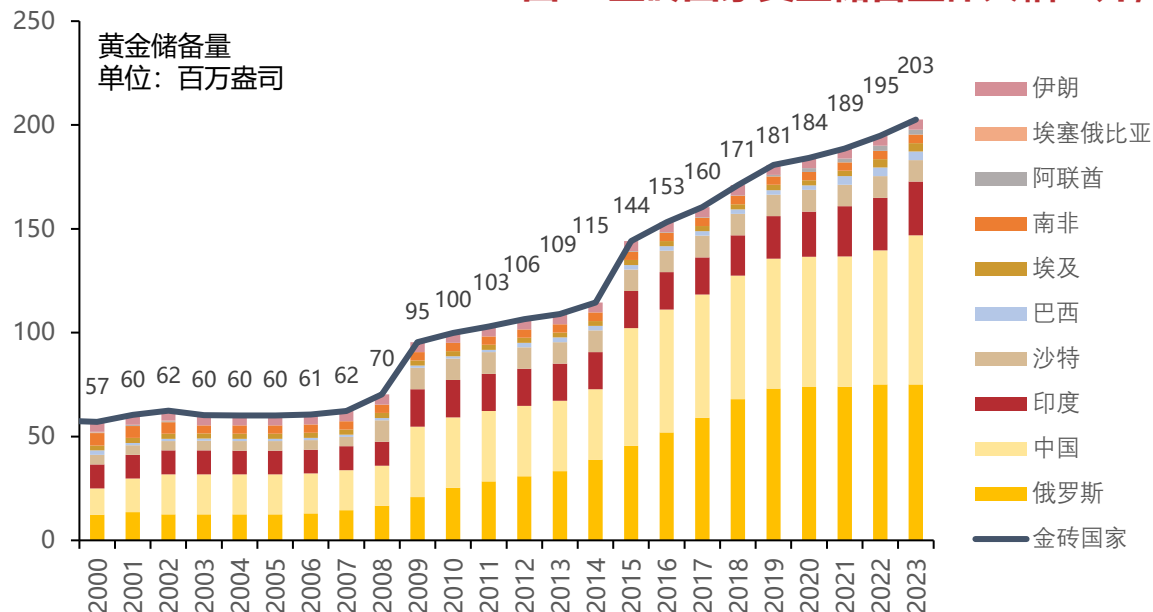


## 2.2.4 金砖国家总体增持黄金，俄罗斯、中国和印度增持显著

- 金砖国家官方黄金储备显著增长。**自2000年至2023年，金砖国家官方黄金持仓从约5705万盎司增至20259万盎司左右，整体增幅超过三倍，仅南非和埃塞俄比亚进行了小幅减持。俄罗斯、中国和印度增持明显，分别增加了约6260万、5920万和1430万盎司，三国因此进入2023年官方黄金储备前十，并超越了欧洲央行的黄金储备量。值得注意的是在2008年全球金融危机后，金砖国家对黄金储备的增持幅度明显加大，反映了近年来金砖各国对抗全球经济波动、增强金融稳定的战略需求。

\* (伊朗自1996年并未向IMF汇报黄金储备情况，这里假定其持仓水平一直与1995年时相同。)

**图：金砖国家黄金储备整体大幅上升，除埃塞俄比亚和南非以外都进行了黄金增持**



资料来源：IMF、华源证券研究

**表：多个金砖国家进入官方黄金持仓前十**

2000年官方黄金持仓前十国家/组织 (百万盎司)		2023年底官方黄金持仓前十国家/组织 (百万盎司)	
美国	261.61	美国	261.50
德国	111.52	德国	107.79
国际货币基金组织 (IMF)	103.44	国际货币基金组织 (IMF)	90.47
法国	97.25	意大利	78.83
意大利	78.83	法国	78.35
瑞士	77.79	俄罗斯	75
荷兰	29.32	中国	71.87
日本	24.55	瑞士	33.45
欧洲央行 (ECB)	24.03	日本	27.20
葡萄牙	19.51	印度	25.83

## 2.2.5 金砖国家加快组建货币联盟，加速去美元化进程

- **当前跨境支付系统仍由美国主导，长期助长了美元特权。**当前跨境支付体系主要包括两大组成部分，一是由各国开发使用的以本国货币计价的跨境支付系统，以美国的纽约清算所银行同业支付系统（CHIPS）为主导；二是跨境支付报文信息传递系统，以环球同业银行金融电讯协会系统（SWIFT）为核心。
- **金砖国家寻求破局，打造金砖支付体系。**货币支付领域是金砖合作的重要组成部分，根据russian news agency，金砖国家工商理事会金融服务工作组组长安德烈·米哈伊利申向塔斯社表示，金砖国家正在制定一系列旨在建立包容性国际金融体系的工具，其中一些工具可能会在今年秋季的喀山峰会上公布，他们正在为秋季金砖国家峰会准备一份针对零售和 B2B 领域的一些解决方案的报告，项目清单包括共同记账单位（Unit）、金砖国家数字货币国际结算平台（Bridge）、支付系统（Pay）、结算存管系统（Clear）、保险系统（Insurance）、金砖国家评级联盟等。
- **央行数字货币、区块链技术的发展为金砖支付体系提供了现实契机。**mBridge是一个由多个国家和地区的央行合作开发的跨境央行数字货币（CBDC）平台项目。该项目旨在通过技术平台促进各国央行数字货币之间的跨境支付和结算，从而提高跨境支付的效率、降低成本并增强金融系统的连通性和安全性。mBridge项目由香港金融管理局（HKMA）、泰国央行（Bank of Thailand）、中国人民银行（PBOC）和阿联酋央行（CBUAE）等多国央行共同推动，并由国际清算银行创新中心（BIS Innovation Hub）提供技术支持。

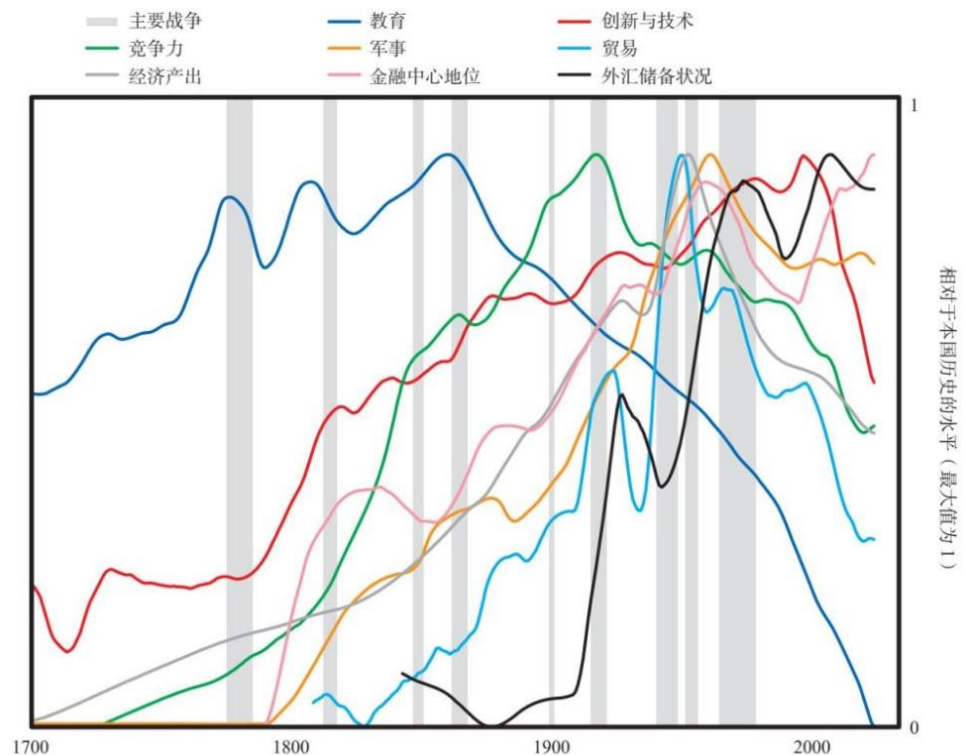
**表：金砖国家领导人峰会关于国际支付系统的讨论**

时间	进程
2019	认为金砖国家关于国际支付系统的调查十分重要
2020	赞赏了金砖国家在国家支付系统合作方面开展的持续工作，特别是成立金砖支付工作组，期待在这方面进一步取得进展
2021	肯定金砖国家支付工作组通过对话和讨论继续开展支付合作
2022	强调在现有工作机制下持续开展工作的重要性，包括金融领域信息安全，以及作为经验和知识交流平台的金砖国家支付工作组，并欢迎各国央行在支付领域进一步合作
2023	认识到快速、廉价、透明、安全、包容的支付体系有广泛益处，期待金砖国家支付工作组关于在金砖国家推进《二十国集团完善跨境支付路线图》有关要素的报告，欢迎金砖国家成员分享跨境支付系统互联互通等支付基础设施方面的经验，相信这将进一步加强金砖国家间合作；鼓励进一步就支付工具开展对话，以促进金砖国家成员与其他发展中国家间的贸易和投资流动，强调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市的重要性，鼓励加强金砖国家间代理银行网络，促进本市结算；责成财长和央行行长研究金砖国家本市合作、支付工具和平台，于下次领导人会晤前提交报告。

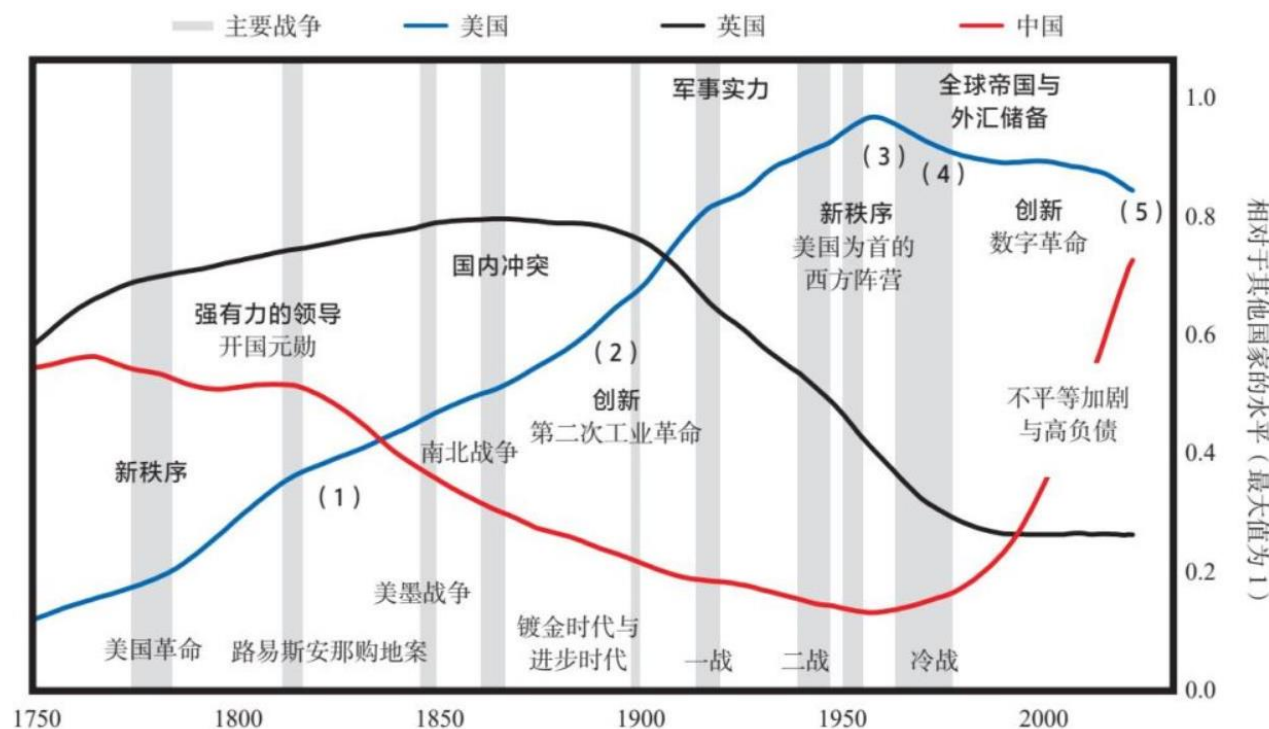
## 2.2.6 美元全球储备货币地位无虞 但“特权”地位可能已经在崩溃

- 根据Ray Dalio的大国周期分析框架，美国在多种要素层面已经在走下坡路。根据关键指标的最新数据（2024.6），美国似乎是一个逐渐衰落的大国（目前在当今主要国家中排名第一）。美国的主要优势是其强大的资本市场和金融中心、强大的军队、高教育水平、储备货币地位、创新/技术、高经济产出、对全球贸易的重要性、有效的劳动力和资本分配以及丰富的自然资源。它的弱点是其不利的经济/财政状况和其巨大的国内冲突。八个主要的权力指标今天非常强大，但总的来说，在过去20年里缓慢下降。
- 美元从“储备货币”到“特权货币”是一国全要素竞争力全面领先后，实行强势的军事、政治、外交、金融手段的综合结果。美国在二战后崛起成为超级大国，美元在布雷顿森林体系后成为第一储备货币，但正如我们前文分析的，真正形成特权是在70年代两次石油危机后，“石油美元”的建立才真正成就了“美元特权”。这种“特权货币”的特征我们认为需要“全要素竞争力全面领先”作为前提才能长期存在。我们认为这一轮与之前最大的不同在于，冲击美元特权的金砖国家不光人口和经济体量大，而且在政治、军事上并不依附于美国，因此美国无法像80年代一样强制相对日元和德国马克贬值，也无法像90年代一样通过亚洲金融危机抑制正在崛起的亚洲四小龙。随着金砖国家成员的扩张，以及一个新的金融体系的逐渐成型，“美元武器化”的威力也将不复存在，美元的特权地位可能已经在崩溃的边缘。

图：美国关键决定因素指数



图：1750年至今美国的发展轨迹



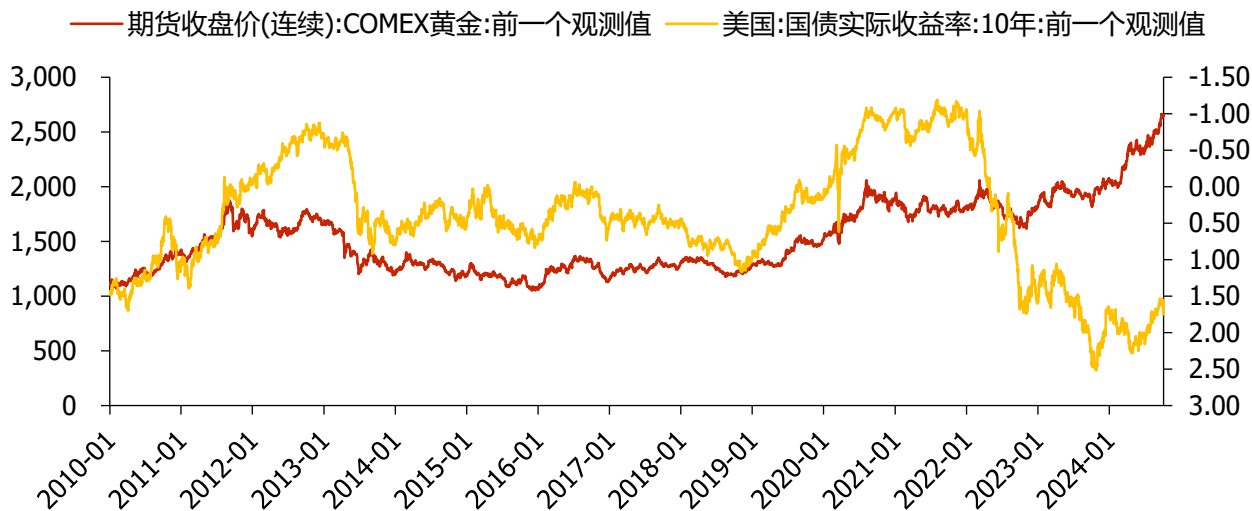
资料来源：Ray Dalio 《原则2》，华源证券研究

- 1、历史视角复盘美元特权的维持：战争、
- 2、美元这一轮面临前所未有的困难 金砖支付体系的进展可能是重要催化剂
- 3、看好黄金、Vix、人民币资产

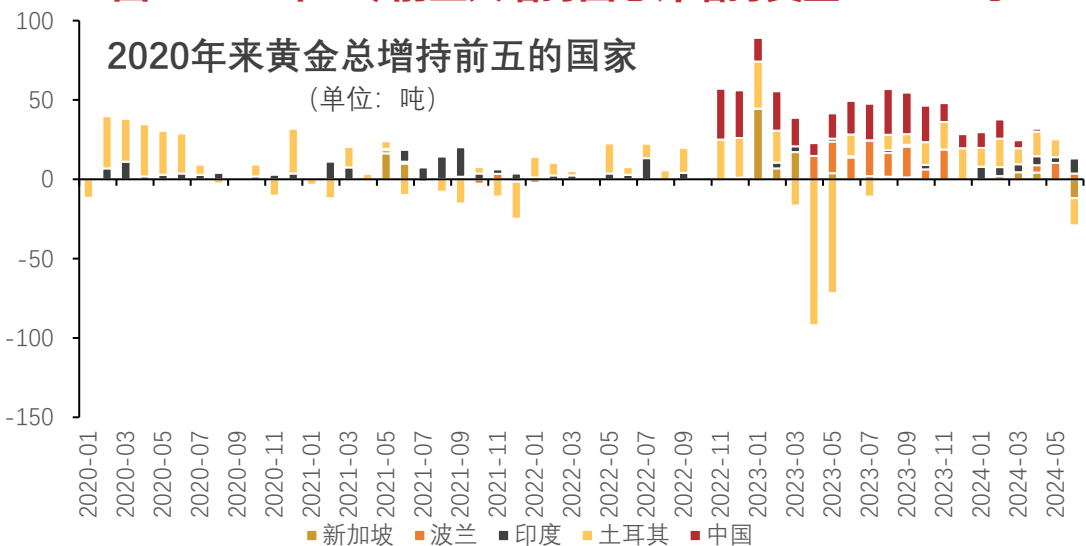
## 3.1 看好黄金：外储多元化+金砖支付背书，金价被低估

- 在美国对中俄进行制裁的背景下，中俄等国纷纷寻求外汇储备多元化，通过增持黄金降低美元资产依赖。2020年以来多国持续增持黄金，尤其中国曾连续18个月共增持316吨黄金，足见央行对增加黄金储备的决心。进入2024年后，俄罗斯财政部在多个场合表示，已与多个国家央行进行名为“金砖之桥”的结算平台的研究。黄金储备在中俄去美元化过程中再次成为货币系统支撑的潜力不断提升。
- 金价整体对美股低估程度严重。美元每盎司金价对标普500指数从2008年经济危机后近1.5的高位压缩至0.5以内。相较于美股，黄金处在被严重低估位置。
- 金价与美债收益率一般呈负相关，但2022年至今金价和美债的整体走势呈同向上涨，出现显著背离。金价在美高利率环境表现出反常上升动力。

**图：金价与美债收益率出现显著背离**



**图：2020年至今前五大增持国总计增持黄金994.92吨**

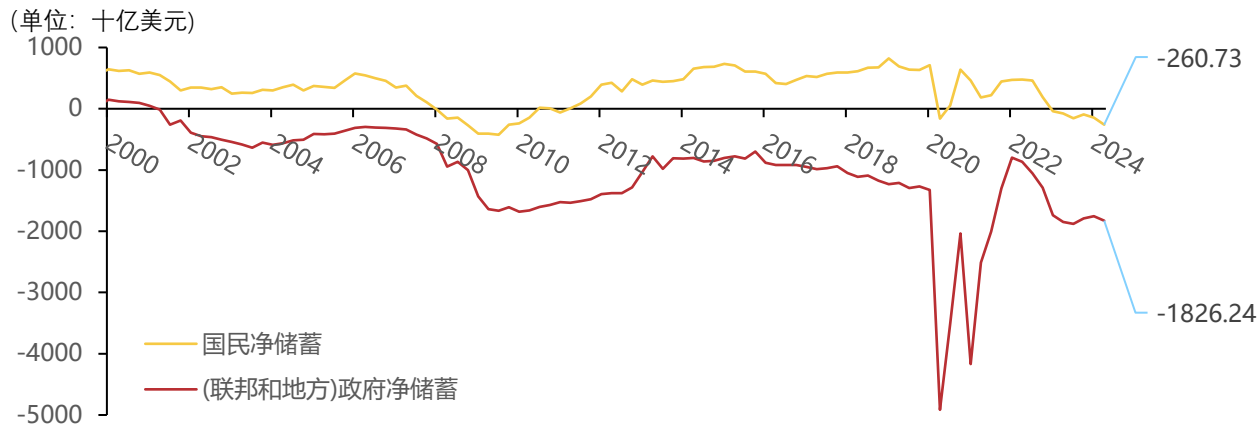


**图：金价对S&P500指标严重低估**

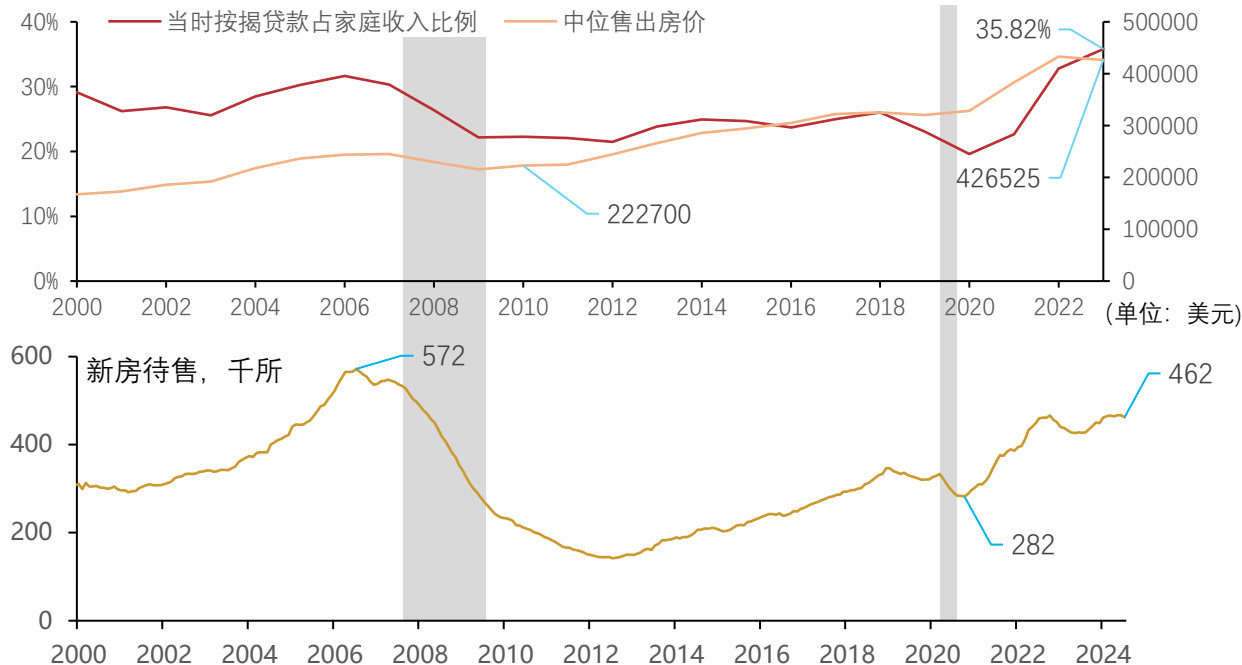


## 3.2 国民储蓄持续负数并进一步下行，美房价历史新高

图：国民与政府净储蓄连续走低，偿债和持续投资能力堪忧



图：房价继续走高，高利率环境下按揭压力大，新房库存压力大



资料来源：美联储经济数据库、华源证券研究

国民与政府净储蓄呈持续下降趋势。国民净储蓄（右上，黄色）在2022年中旬开始不断恶化，自2023年至今持续探负——类似情况仅在2008年到2010年Q3经济危机后和2020年Q2疫情期间短暂出现过。2024年Q2的国民净储蓄在-2607.3亿美元水平，较Q1的-1438亿美元左右大幅下探。国民资本存量事实上已被持续透支，经济长期发展可持续性存疑。

政府的投资能力和债务可持续性恶化。政府净储蓄（右上，红色）已自2001年Q2后长期处于负值。在2020年由于疫情和财政刺激政策，政府净储蓄出现大幅恶化，2020年Q2最低点接近-5万亿美元，2022年Q1回升至近期高点近-7970亿美元左右后又不断恶化至2024年Q2的近-1.83万亿美元。

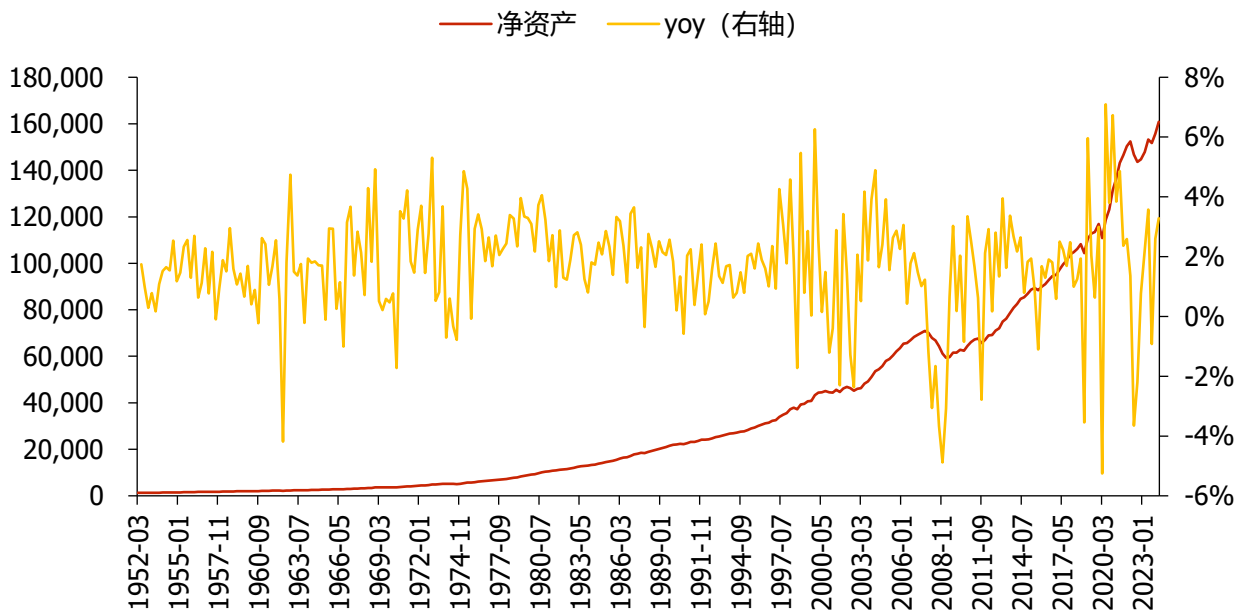
美国房价持续上升，高利率环境下房屋可承担性恶化。2023年中位数售出房价达42.65万美元，较2010年经济危机后22万美元水平翻番。以2023年中位房价与按揭贷款利率计算出的月按揭还款额占家庭收入比例也达35.82%，甚至超过了2007-2008年地产热时高位。普通家庭住房购买压力逐年增大。

房市新房库存压力显著。新房待售数量在2006年曾达到约57.2万套的高点，随后由于金融危机导致房地产市场急剧萎缩，库存迅速减少，至2012年中旬触底至15万套以下。2020年左右受疫情居家行情影响，房产需求旺盛，新房库存下探至28.2万套。但随着快速解封和美联储加息周期，美房产再次供过于求，2024年7月待售新房已攀升至46.2万套。美国房产市场事实上承压，国民对房产的消费能力较差，迫切等待降息降价。

## 3.2 美国家庭部门净资产增长主要依托房产与股票的升值，产生消费依赖

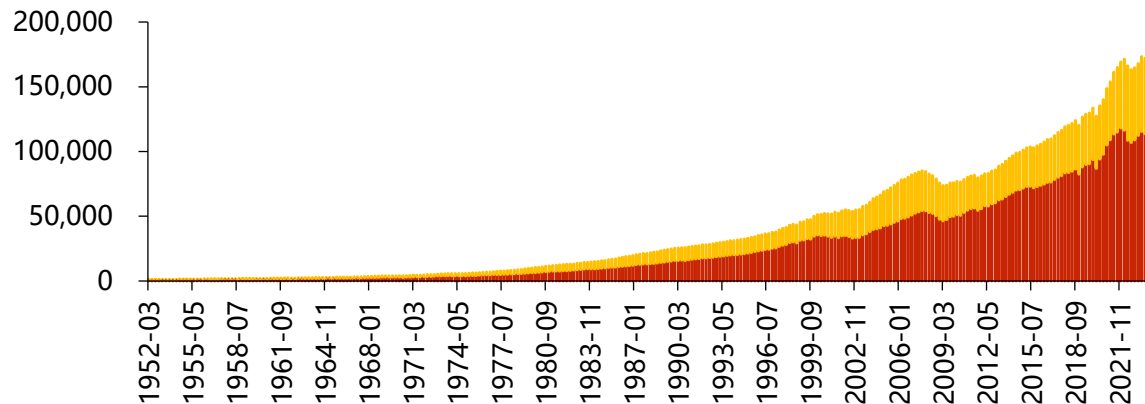
美国家庭部门净资产持续增长，主要依靠房产和权益资产价格上涨带动。根据美联储数据，截至2024年一季度末，美国家庭部门总资产为181.4万亿美元，净资产为160.8万亿美元；从结构来看，金融资产和非金融资产分别占比68%和32%，房地产占比为25.3%，直接持有股票占比为18.8%、间接持有股票占比为9.3%、DB权利占比为9.2%、非公司业务股权占比为8.5%。美国居民财富对权益资产的依赖会传导到消费信心，在资产拥挤价格高估的情况下，任何资产价格的明显回调会带来消费信心的快速衰退，进而影响经济数据，产生反身性。

图：美国家庭部门净资产持续增加（十亿美元）

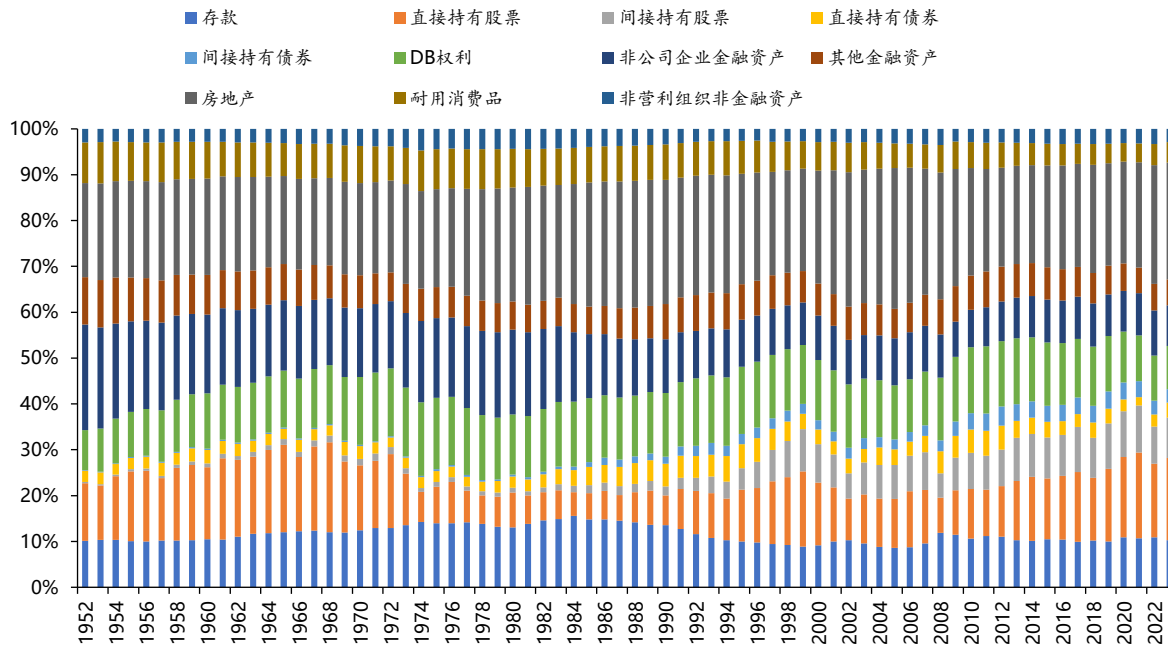


图：美国家庭部门总资产情况（十亿美元）

■ 美国:家庭和非营利组织:金融资产 ■ 美国:家庭和非营利组织:非金融资产



美国家庭部门资产分布情况



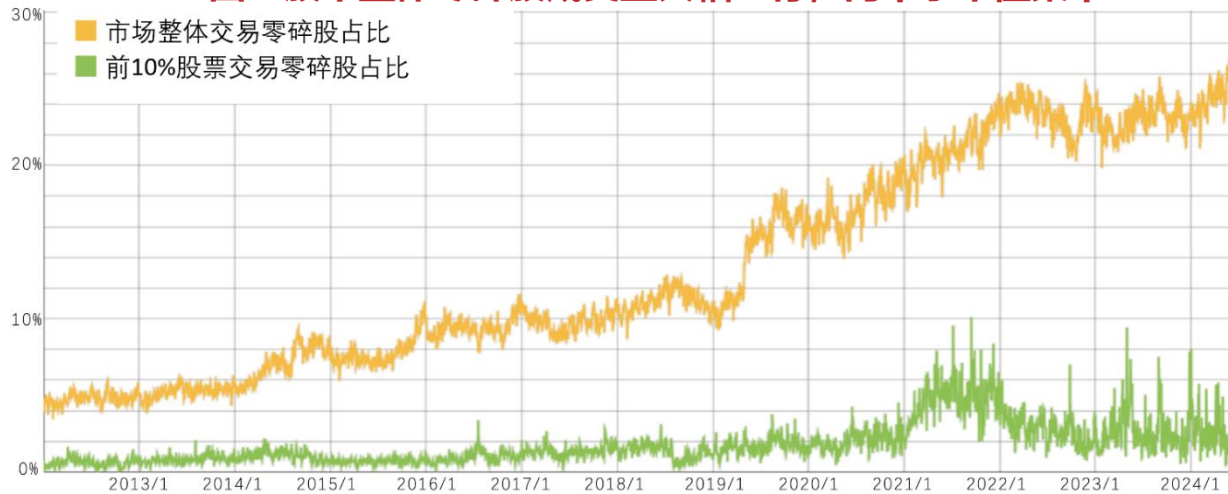
## 3.2 美股整体拥挤度上升，市值头部集中，中小股散户比例激增

- 关键指标显示美股拥挤度正在显著上升。S&P的**市值集中度**在近年达到了几十年以来的新高，**市值前十大股票占S&P500总市值份额曾在2023年底超35%**。相较于该比例在2000年互联网泡沫时期与2020年曾达到的25%与30%左右高点，此次比值上升到前所未有的高点，透露出美国股市中的市值集中程度已经达到令人担忧的水平。
- 相对的，**零碎股成交量**（Odd-Lot trades，少于100股的交易）对市场整体占比显著持续增加到**25%左右**，在前10%市值股成交量中的比例却始终未超过10%，说明近年涌入的散户集中于中小市值股票，且可能偏好高风险高获利的交易机会；中小股可能吸引了更多短期的投机行为。

图：S&P500市值向前十大股集中



图：股市整体零碎股成交量大幅上行，向中小市值集中

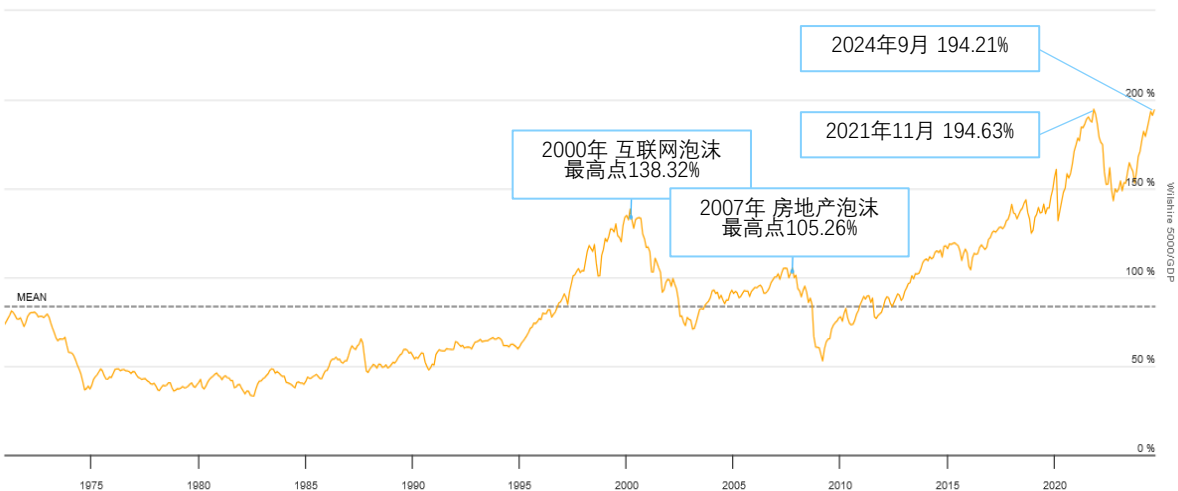




## 3.2 多指标显示美股显著高估，巴菲特持续减持

- **巴菲特指数**直接以一国股市总市值与该国内GDP对比，美国市值选取**Wilshire 5000**全市场指标，囊括纽交所（NYSE），纳斯达克（NASDAQ）和美国证交所（NYSE AM，前AMEX/ASE）所有普通股和地产信托（REITS）。2024年九月这一指数已处在**194%**左右，远超2000与2007年两次股市泡沫，齐平加息前2021年11月水平，美股相对经济严重高估。
- 相对应的，巴菲特持续减持股票，现金持有量创历史新高。其公司伯克希尔-哈撒韦现金持有水平为历史最高，达**1890亿美元**。
- **Shiller P/E10**指标或十年周期调整市盈率（Cyclically Adjusted Price-Earnings Ratio）将标普五百指标与其过去十年的（通胀调整后）平均市盈作比值，来推定市场长期估值水平是否偏高。该指标已达**36.63**，仅次于1999年末的**44.19**和2021年末的**38.58**，**远高于2007和2018年高点水平**，市场估值严重偏高。
- **各指标都警示可能的投资泡沫**。考虑到美联储正开始新一轮的降息，**低利率的环境可能会进一步推动投资者热情，美股泡沫风险可能快速加剧**。

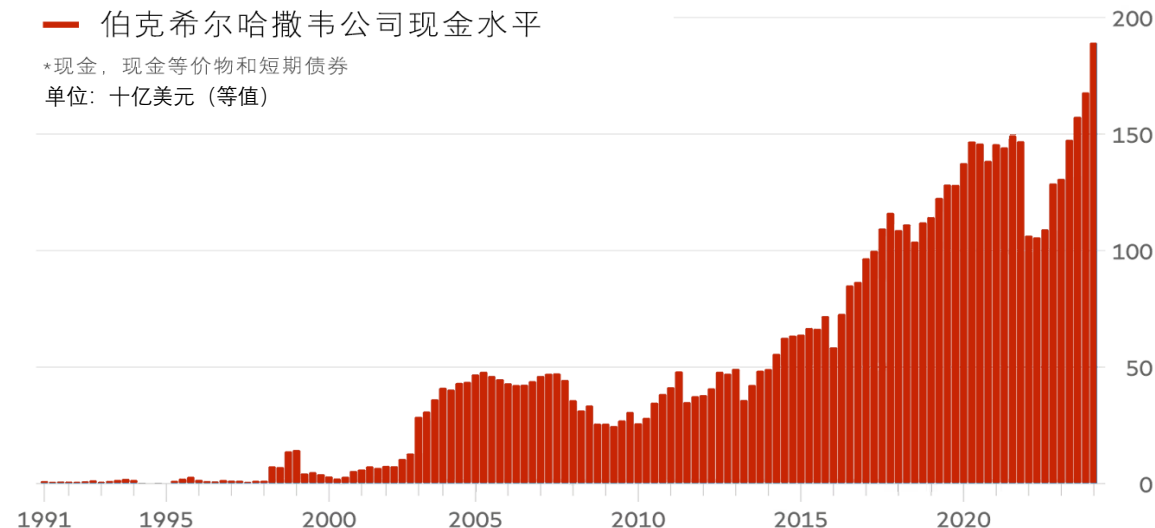
**图：巴菲特指数疫情后第二次冲高，再次逼近200%**



**图：Shiller P/E10指标达到历史第三高（逼近2021年11月和2000年互联网泡沫）**



**图：巴菲特公司现金持有创历史新高**



## 3.2 美国地产、股票新高，拥挤度高，看好VIX指数

- VIX俗称恐慌指标。**VIX指数是芝加哥期权交易所母公司CBOE提供的一种计算前瞻性指标，通过S&P500指数看涨和看跌期权的实时中间报价生成对美国股市未来30天预期隐含波动性的衡量。更具体地说，VIX通过衡量期权价格来判断股票市场的波动性，因为一旦某些因素引发市场恐慌，交易者和投资者会倾向于买入期权，从而导致价格上涨。因此VIX也被称作VIX恐慌指标。
- 投资者可以通过VIX指数对冲权益资产敞口。**VIX本质是基于布莱克-舒尔斯/BS期权定价模型计算的以到期时间为权重，基于远期价格校正的期权价波动率。由于VIX指标的前瞻性本质，以及和其挂钩的产品与股市的强负相关性，投资者可以通过VIX指数交易对冲美股相关的市场敞口，尤其是在市场高位、预期波动性增加的情况下。
- VIX指标在2008年经济危机以及2020年3月疫情时都在股市开始下跌时达到过高点，其他股市下跌初期也出现过大幅波动。**VIX指数近期高点出现在2024年8月5日，正是该日S&P500出现了3%的大跌。基于当下美股显著高估、房产市场承压，以及美股市场拥挤度较高的形势，投资者表现出更谨慎机动的投资态度，市场总体的潜在波动性增加，交易VIX指数在未来可能成为较好的选择。

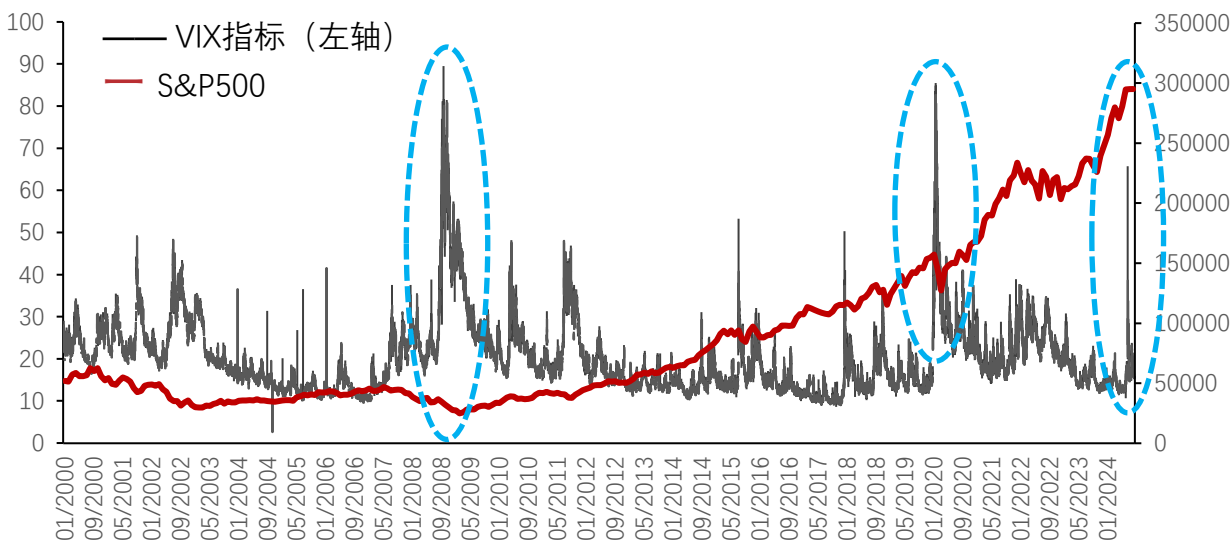
VIX的计算方法：

$$\sigma^2 = \frac{2}{T} \sum_i \frac{\Delta K_i}{K_i^2} e^{RT} Q(K_i) - \frac{1}{T} \left[ \frac{F}{K_0} - 1 \right]^2$$

其中：

$\sigma$	$VIX = \sigma \times 100$	$R$	无风险利率直到到期
$T$	到期时间（以年为单位）	$F$	期权隐含的远期价格
$K_0$	第一个等于或略低于 $F$ 的行权价	$Q(K_i)$	第 $i$ 个价外期权的期权价格，行权价为 $K_i$ ;
$K_i$	第 $i$ 个价外期权的行权价： 若 $K_i > K_0$ ，则为看涨期权 若 $K_i < K_0$ ，则为看跌期权 若 $K_i = K_0$ ，则为看涨和看跌期权	$\Delta K_i$	行权价区间： 最高价外行权价 $K_i$ : $K_i - K_{i-1}$ 最低价外行权价 $K_i$ : $K_{i+1} - K_i$ 否则: $(K_{i+1} - K_{i-1}) / 2$

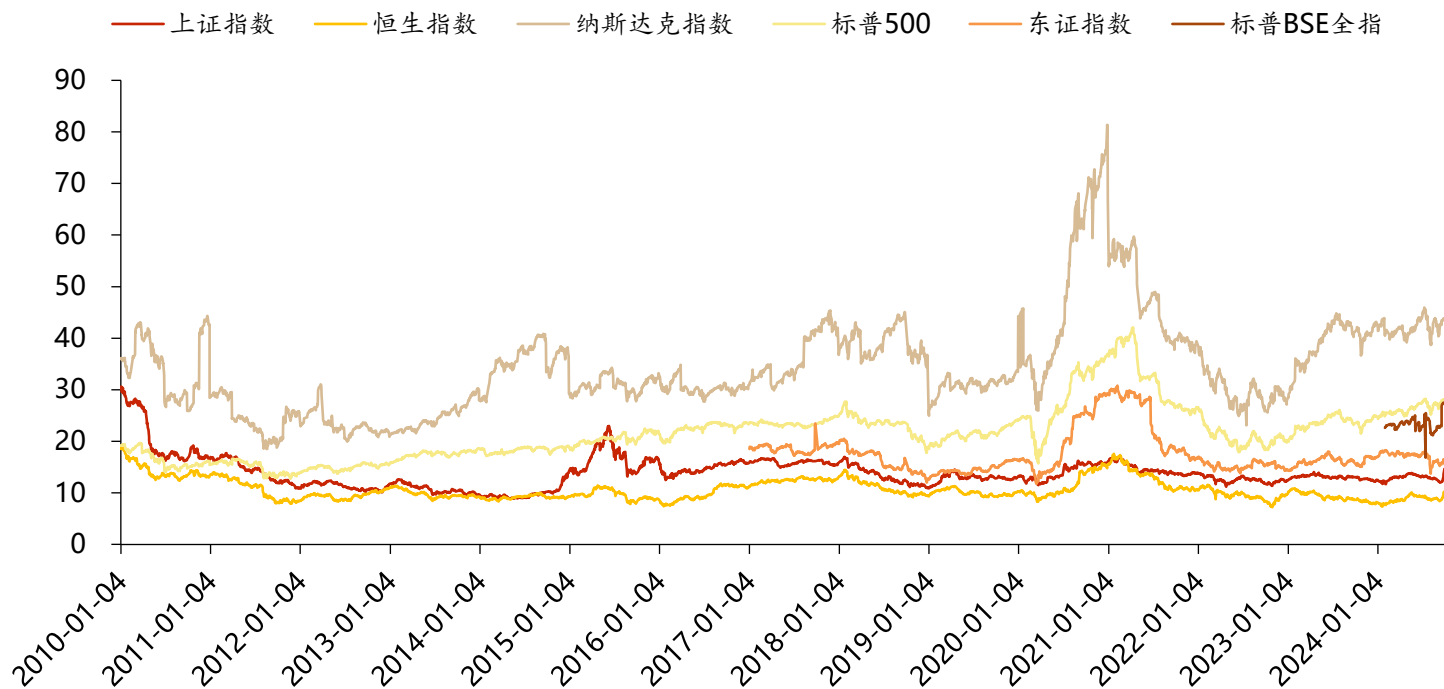
图：VIX在市场下行波动期多次走高



## 3.3 中国政策转向叠加美国降息周期，看好人民币资产

- 人民币资产目前依旧处于低估状态，从历史来看，当前市盈率均处于历史中位数以下；当前，恒生指数、上证指数市盈率仍低于印度、日本、美国主要指数市盈率。
- 国内政策转向叠加美国降息周期是近期人民币资产大幅上涨的主要催化剂。9月24日国新办新闻发布会拟推出系列政策组合拳，包括降准降息、下调存量房贷利率、统一首套房和二套房的房贷最低首付比例、创设证券、基金、保险公司互换便利、创设股票回购、增持再贷款等；9月26日的中央政治局会议与9月24日放宽货币政策紧密衔接，会议强调，要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。要降低存款准备金率，实施有力度的降息。要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施。

**图：主要指数历史PE-TTM情况**



**表：主要国家估值情况 (截至2024/10/9)**

区域	指数	代码	PE-TTM	市盈率分位数	世界银行预测GDP增速
印度	标普BSE全指	SPBSAIP.BO	26.329	93%	6.6%
日本	东证指数	TPX.GI	16.157	42%	0.7%
美国	标普500	SPX.GI	27.884701	97%	2.5%
	纳斯达克指数	IXIC.GI	43.2883	88%	
	道琼斯工业指数	DJI.GI	27.9702	97%	
港股	恒生指数	HSI.HI	10.1697	38%	
A股	上证指数	000001.SH	14.364	29%	4.8%
	深证成指	399001.SZ	25.276199	49%	

**目前的全球政治与金融格局驱动了我们这次对美元阶段性历史的复盘：**2018年，特朗普政府开启了美中贸易摩擦，2020年新冠疫情导致美联储和财政联合刺激，2022年2月开始的俄乌冲突加剧了全球经济不确定性与通胀，全球资金出于避险、利率差异、经济增速差异等多重原因回流美国，美元指数中期持续走强。但我们意识到，美国债务在2024年7月突破超过35万亿美元（自2020年以来增加超12万亿美元），而俄乌冲突中的“美元武器化”行为加剧了全球国家持有美元作为储备的潜在担忧。虽然许多经济学家认为目前由于美国债务占GDP的比例（123.8%）远低于日本（218.7%），美国债务完全可控。但我们认为美元债务体量及新增债务速度远大于其他经济体，而新增债务需要有增量债券人来持有，未来可能会进入一个美债供大于求的阶段，从而产生“被动高利息”-“美债利息偿还占财政支出高比重”的负向循环，从而大幅削弱美元。这个时点我们认为经典西方经济学给我们的指引有限，我们希望求诸历史阶段来理解美国、美元与全球政治经济格局的关系。

**这个报告复盘了1960-1980年代从美元危机到脱钩黄金到“石油美元”的美元再崛起过程，与当今世界的格局非常类似：**二战后布雷顿森林体系建立确认了美元的全球核心货币地位，但日本、德国等国家的战后经济奇迹，叠加美元的持续超发，以戴高乐总统领导的法国为代表的欧洲国家开始抛售美元购买黄金，1971年布雷顿森林体系解体美元与黄金脱钩，美元信任进一步承压。随之而来的1973年第一次石油禁运大幅增加了全球因购买大宗商品所需要的美金，叠加战争避险情绪共同支撑了美元，在这次危机期间美国与OPEC国家形成了“石油美元”协议，通过美国的军事保护来换取美元的再循环；1978年伊朗革命带来的第二次石油危机后，美国采取了激进的加息政策，间接引爆了拉美债务危机，美国相对全球其他国家的经济发展优势再次建立，美元开启了长达5年的强势周期，直到1985年广场协议主动贬值。我们认为这段历史与我们目前所处的时代有诸多相似：1) 金砖国家不断壮大的同时在外汇储备中减少美债增加黄金；2) 俄乌冲突带来的全球通胀和避险情绪使资金回流美元 3) 美元加速超发。

**我们总结了这一轮美元面临的困难，也识别到这次与60-80年代美元再崛起的核心区别：美元面临的困难：**1) 美国债务快速增加，贬值担忧加剧；2) 美元武器化降低美元信任；3) 全球支付体系多元化，“石油美元”被淡化；4) 金砖国家经济向好，跑赢G7；5) 2024年10月金砖国家会议探讨新支付体系。**这一轮核心的不同：**1) 上一轮的竞争国家日、法、德都受到当时美国的军事震慑，而这一轮金砖国家则不同；2) 这一轮金砖国家体量庞大，发展经济不依赖美元债务，美国可能无法通过美元潮汐炮制类似拉美和亚洲金融危机来削弱金砖国家；3) 这一轮顺差国家不像OPEC国家受美国军事保护，没有义务将顺差回流美债；综上所述我们认为，随着金砖国家成员的扩张，以及一个新的金融体系的逐渐成型，“美元武器化”的威力也将不负存在，美元的特权地位可能已经在崩溃的边缘。

**看好黄金、VIX与人民币资产：****黄金：**金价跟随实际利率的框架在当前已经失效，全球央行相对美债更增持黄金是核心推动因素，当我们预期的美债供大于求导致被动高利息的阶段出现时，预计黄金的美元价格将持续创新高；**VIX：**当下美国表征经济数据依然指引“软着陆”场景，但贫富差距的持续扩大已经逐渐伤及美国经济的根基，由于美国居民财富集中于房产和权益资产，房价、股价都在历史新高的当下，任何小概率事件导致的市场回调会大幅削弱消费信心，形成市场与经济基本面的反身性，建议使用VIX指数对仓位进行保护；**人民币资产：**中国目前正在采取强有力的货币、财政政策进行逆周期调节，此前全球的EX-China资金配置正在反向，看好外资回流与居民存款搬家共振带来的人民币资产崛起。

**风险提示：地缘政治风险、汇率风险**

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

华源证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

### 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

### 销售人员信息

华东区销售代表李瑞雪lirui xue@huayuanstock.com

华北区销售代表王梓乔wangziqiao@huayuanstock.com

华南区销售代表杨洋yangyang@huayuanstock.com

### 股票投资评级说明

**证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：**

买入 (Buy)：相对强于市场表现20%以上；

增持 (Outperform)：相对强于市场表现5% ~ 20%；

中性(Neutral)：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；

减持(Underperform)：相对弱于市场表现5%以下。

**行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：**

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性(Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡(Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深300指数