



## 美元正迈向长期贬值

联系人 吴晨曦  
电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn  
电话 021-68555105

### 主要观点

在债务周期的后期，债务的增长超过商品和服务的增长。应对债务负担，决策者拥有四种手段：

紧缩（减少开支）

债务违约和重组

将资金和信贷从多于其需要的人手中转移到少于其需要的人手中（例如，增加税收）

印钞和货币贬值

而现实意义中，印钞的阻力远小于前三种手段的阻力。这也是疫情发生后各国正在施行的。这反而加剧了问题本身——货币数量和购买商品和服务的数量之比过高，以至于其使用货币无法获得对应的价值。货币持有人转而持有抗通胀资产和其他货币，这将导致货币贬值的自我强化。美元的贬值难以避免，只是时机未知而已。

## 一、 美国通货膨胀难以避免

市场并不是处在抛弃美元，或是信任美元这两个极端之间。人群的想法和行为好比一道光谱，有时更接近一端，有时更亲近另一端。而现在，市场比以往大多数时刻都更加远离美元。

我们都了解布雷顿森林体系建立以来，美元成为有史以来第一个全球储备货币。背后的方式是美国用黄金支撑美元，其他国家的货币和美元挂钩。这个体系持续二十多年之后，美国的黄金储备开始下降，人们开始怀疑美元的购买力——比以往更加的远离美元。

1971 年之后，美国转向了石油美元体系，用石油交易支持替代了黄金支持。这个体系背后的思路是美国用美元购买商品和资源，出口国则用美元购买美国的国债，由此塑造了美元流通循环。这是人类第一个完全的法币系统，诞生至今不超过半个世纪。

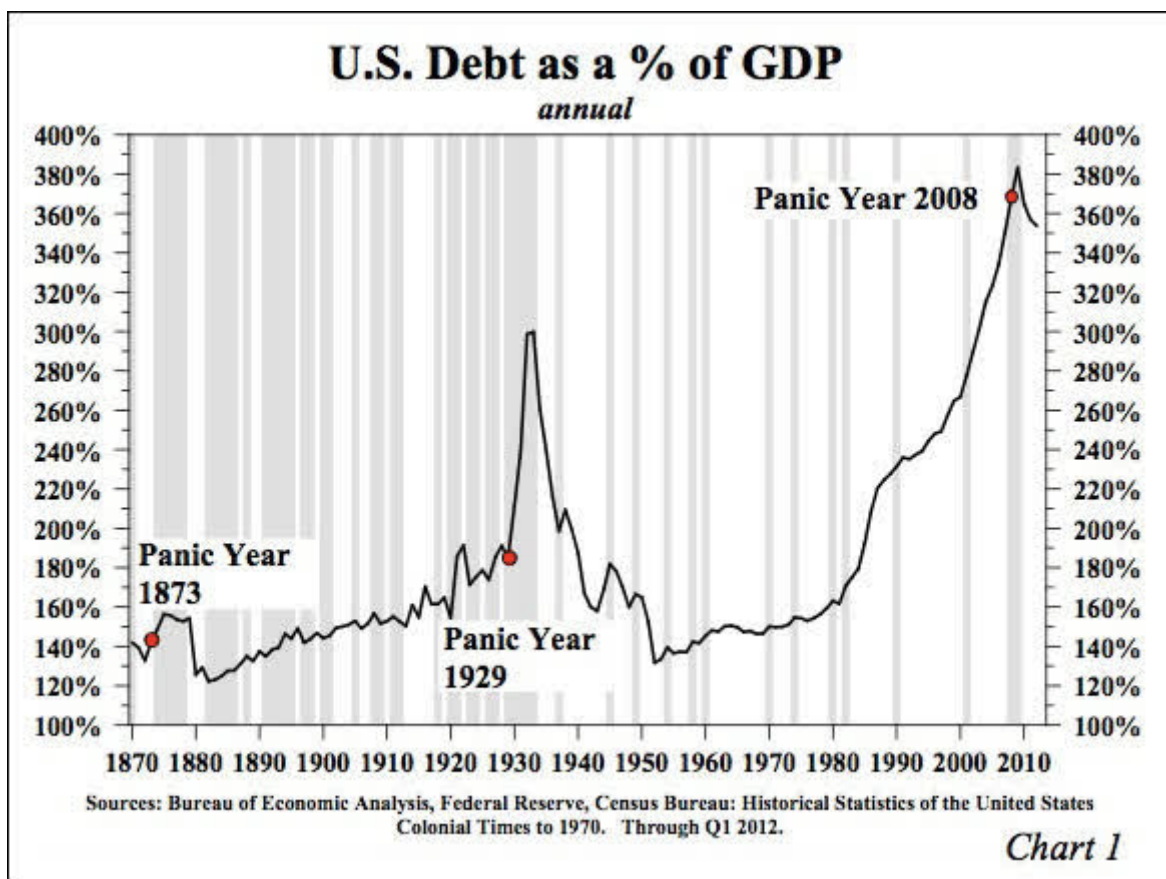
但是，完全的法币体系依赖于其他国家持续购买美国国债。而其他国家购买美国国债的重要条件是美国的通货膨胀程度。从 2015 年到 2019 年，美国政府的债务水平增加了 4.6 万亿美元，但是外国人只购买了其中的 7000 亿美元。并且几乎是在 2019 年由私人投资者购买的。新冠疫情加剧了这一切，2020 年印刷的美元占据历史上所有美国四分之一的流通量。

特里芬难题一直在困扰着美国。如果美国作为全球储备货币，那么美元的需求增加，美国就要长期存在贸易逆差从而产生美元的供应。进而意味着美国要有更多的进口和更少的出口，进而掏空美国的制造业和工业基础。20 世纪 70 年代的制造业占美国 GDP 的近 30%，而现在只有 11%。工业占美国 GDP 的 19%，而世界平均水平为 30%。

特里芬难题意味着美国的债务会不断累积。从短期商业周期的角度考虑，债务增加会导致衰退，然后被迫去杠杆化，然后复苏，然后债务再次累积。这个过程伴随着通货膨胀和货币贬值。甚至还伴随着低利率——因为低利率意味着经济体可以维持一个高债务/GDP 的比率，否则无法维持利息的支付。

从长期的角度考虑，通货膨胀无可避免——尽管这并不意味着会在现在发生。每当主权债务占 GDP 的比重超过 130%时，历史上 52 个案例中就有 51 个没有实际偿还债务。换言之，这也是通货膨胀。

图表 1 美国债务占 GDP 比重

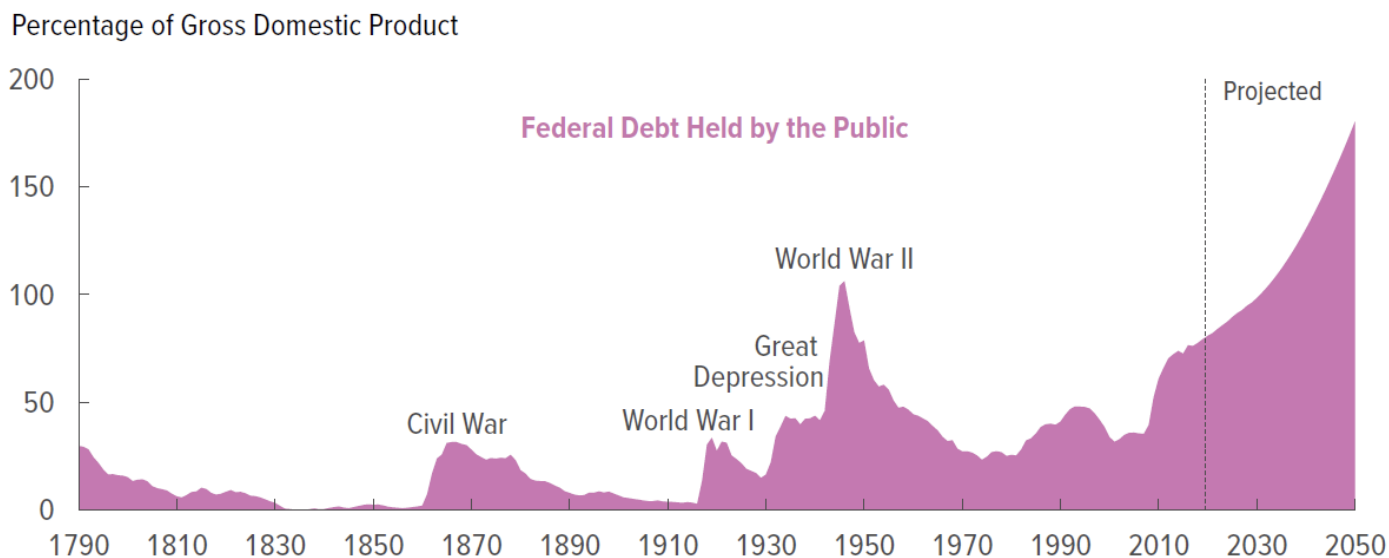


资料来源：网络

事实上，无论时个人、公司还是国家，都会自然而然的沿着阻力最小的道路行动。所以解决债务的唯一方式就是继续印钞——尽管美国政府在尝试增税。

## 二、美国难以扭转通胀

图表 2 美国公共债务占 GDP 百分比



资料来源：Bloomberg

图表 3 美元走势



资料来源：FRED

美国转向法币体系后，曾有三次美元飙升。一次是沃尔克将利率上调到两位数，一度使得通货紧缩来临。然后在 85 年签订了广场协议，使得美元相对日元和德国马克贬值。然后，在 90 年代科网股泡沫期间，美元第二次飙升，以及金融危机之后美元第三次飙升。而第三次得强美元状态正因为美联储将基础货币扩大数万亿美元得举动而结束。背后的因素很直接，由于特里芬难题，美国无法同时实现两个目标——拥有全球储备货币，或者是重新实现美国制造。当前高债务环境的“结局”可能涉及高财政赤字支出（由央行货币化）、现金和国债收益率低于通货膨胀率、从通货紧缩到通货膨胀的趋势转变，以及随后的货币贬值。

#### 四、结论

在债务周期的后期，债务的增长超过商品和服务的增长。应对债务负担，决策者拥有四种手段：

紧缩（减少开支）

债务违约和重组

将资金和信贷从多于其需要的人手中转移到少于其需要的人手中(例如，增加税收)

印钞和货币贬值

而现实意义中，印钞的阻力远小于前三种手段的阻力。这也是疫情发生后各国正在施行

的。这反而加剧了问题本身——货币数量和购买商品和服务的数量之比过高，以至于其使用货币无法获得对应的价值。货币持有人转而持有抗通胀资产和其他货币，这将导致货币贬值的自我强化。美元的贬值难以避免，只是时机未知而已。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

### 总部

上海市浦东新区源深路 273 号  
电话：021-68559999（总机）  
传真：021-68550055

### 上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、  
307 室  
电话：021-68400688

### 深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方  
广场 2104A、2105 室  
电话：0755-82874655

### 大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号  
期货大厦 2506B  
电话：0411-84803386

### 芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号  
伟星时代金融中心 1002 室  
电话：0553-5111762



### 郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来  
公寓 1201 室  
电话：0371-65613449

### 铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财  
富广场 A2506 室  
电话：0562-5819717

## 免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。