日期：2020 年 06 月 30 日

后疫情时代的国际金融秩序大变局

分析师： 胡月晓
Tel： 021-53686171
E-mail： huyuexiao@shzq.com
SAC 证书编号： S0870510120021

报告编号：

相关报告：
《中国货币变革现状和调控变化》（2020 年 6 月 4 日）
《大宗商品价格决定当前汇率走势》（2020 年 3 月 24 日）
《海外“新冠”疫情对中国经济、市场影响》（2020 年 3 月 15 日）
《期限结构波动中缓降趋势明了》（2020 年 1 月 13 日）

■ 主要观点

美元这次是真泛滥了

在金融体系信用扩张能力正常的情况下，FED 规模空前的报表扩张，必然带来流动性的泛滥。相对于 2008 年 QE 时期，广义货币 M2 增速平稳不同，2020 年 M2 出现了暴涨局面，相对于 2019 年平均 5.0%、2019 年末 7.0%的增速，2020 年 4 月美国 M2 飙升到了 18%，远超上世纪 70 年代、本世纪“911”时期。

美元泛滥吹大美股泡沫

国际金融市场上美元扩张与否，不是看 FED 报表扩张，而是要看最终金融体系创造的美元信用扩张，即广义流动性的增长。由于 2020 年美国金融体系和 2008 年时有着不同境遇，此次 FED 扩张是真给市场“吹泡泡”了。美元流动性的扩张，直接扭转了美国股市的颓势，使得美股在长期牛市终结态势相当明了的形势下，在美国国内疫情不知几时得控、经济冲击不明了的情况下，在快速下跌后还能快速反弹，并几乎收复失地！

大宗商品价格演变决定国际货币走势

当前石油在国际市场上的变化，正是中短期（3-6 月）决定国际汇率走势的决定性力量。正是前期国际石油价格低迷的局面，短时提升了美元真实购买力，从而推升了美元指数。美元泛滥、美国经济在世界经济版图中重要性的下降，优势产业信息产业在封闭政策下长期利益受损等局面，都使得美元的强势地位，在后疫情时代很难长期维持！

数字货币发展或成国际支付领域颠覆性创新

疫情极大促进了互联网技术对经济和社会生活方面的普及性应用和全方位渗透，在国际支付领域，颠覆性的国际支付安排技术进步正悄悄地发生变化。现有的国际支付安排体系下，主权货币在国际支付市场上的竞争，难以撼动现有的国际货币主导格局。西方世界进一步滑入负利率，美元泛滥将改变二战以来国际货币格局，传统的“特里芬”难题消失，国际货币地位的重要性下降，使得国际主导货币的优势消失，未来国际货币的竞争或许表现为另一种跨界竞争——数字货币对主权货币的替代！

中国对国际资金吸引力上升

美国股市长牛趋势的终结和疫情给经济造成的冲击，直接导致了美国金融市场的动荡。得益于高效抗疫成果和不断提升的经济地位，2020 年疫情给中国金融市场造成的波动，在全球主要经济体中最为有限，后疫情时代国际资本流入中国市场的现象，将成国际金融领域的一大亮点。

目 录

一、疫情后国际金融环境的变化 3

1. FED“放水”再创记录速度和规模新双高 3

2. 与 2008 年危机影响的不同 5

3. 美元这次是真泛滥了 6

二、美元的泛滥与美元的“伪紧张” 7

1. 美元泛滥吹大美股泡沫 7

2. 美元指数决定：经济霸权 VS 利率平价 7

3. 大宗商品价格演变决定国际货币走势 8

三、全球央行货币政策格局走向分化 10

1. 欧元区负利率状态进一步确认 10

2. FED 也有滑入负利率倾向 11

3. 中国等新兴市场维持货币政策正常化 12

4. 中外利差将长期存在 12

四、国际货币多元格局稳定中酝酿变化 14

1. 国际货币“双头”垄断格局不变 14

2. 中国对国际资金吸引力上升 15

3. 数字货币发展或成国际支付领域颠覆性创新 16

图

图 1 海外疫情仍未见拐点迹象 3
图 2 FED 的降息进程倾向下沉 4
图 3 FED 资产规模的台阶式跃升格局（百万美元） 4
图 4 全球主要央行货币乘数的变化 5
图 5 美国广义货币超常规增长 6
图 6 美国三大股指的变化(月) 7
图 7 美元指数的变动（月） 8
图 8 国际原油价格的走势（美元/桶，天） 9
图 9 欧洲央行基准利率的变化 10
图 10 欧元区国家间利差拉开并趋稳定（长期国债收益率） 11
图 11 日本政策目标利率早已为负(无担保隔夜拆借利率) 12
图 12 主要经济体货币扩张力度的差异化态势（M2 同比增长，%/月） 13
图 13 全球主要国际货币支付份额格局平稳（%） 14
图 14 全球主要国债收益率比较（YTM-10Y，%） 16

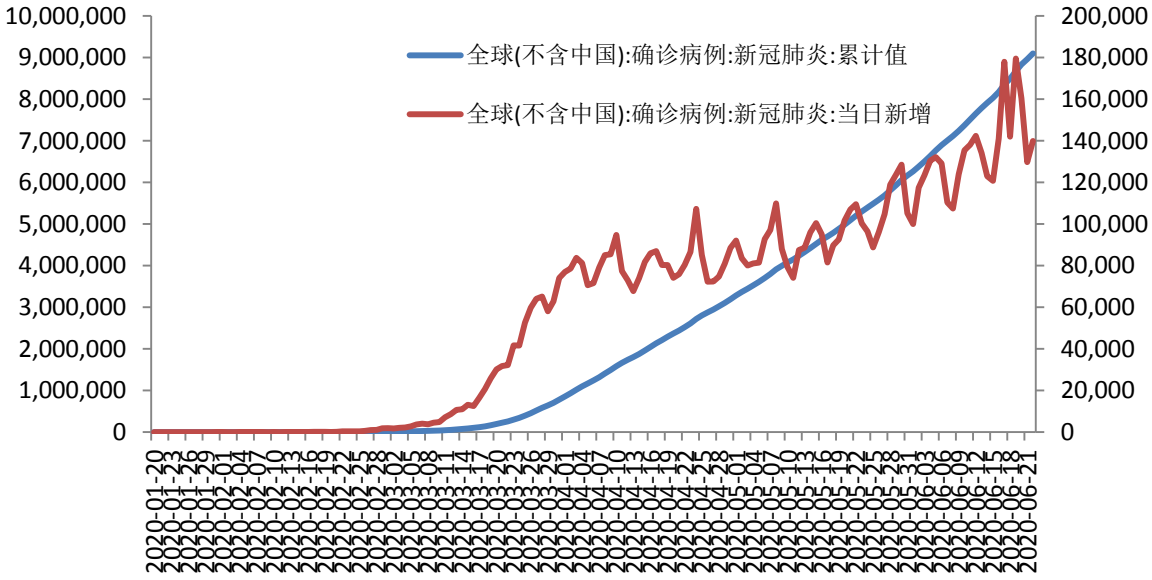
一、疫情后国际金融环境的变化

1. FED“放水”再创记录速度和规模新双高

海外 Ncov-2019“新冠”疫情仍在肆虐中，处于疫情风暴眼的美国日新增病例仍无放缓迹象！ 6 月 21 日，全球（不含中国）感染新冠肺炎人数突破 900 玩，当日新增 12.97 万；从当日新增趋势上看，感染人数仍未有下降趋势，后续随着检测能力上升反而有可能进一步增加，海外新冠肺炎感染人数突破千万已不日可达！疫情虽还未得到控制，封锁控制措施却在海外多地得到不同程度解除——签于经济和社会生活的影响，西方对完全医学上所需的切断传染的严格隔离措施，很难长时间施行，未来疫情反复甚至进一步恶化，不仅成了医学专家，也是社会各界有识之士的共同担忧！

此次疫情不仅对当前的经济和社会生活产生了影响，为应对疫情冲击而采取的非常规激励和救助手段，更是对后续经济运行产生了根本性改变，全球经济格局或许因此改变，国际经济和国际金融秩序将发生重大变动。

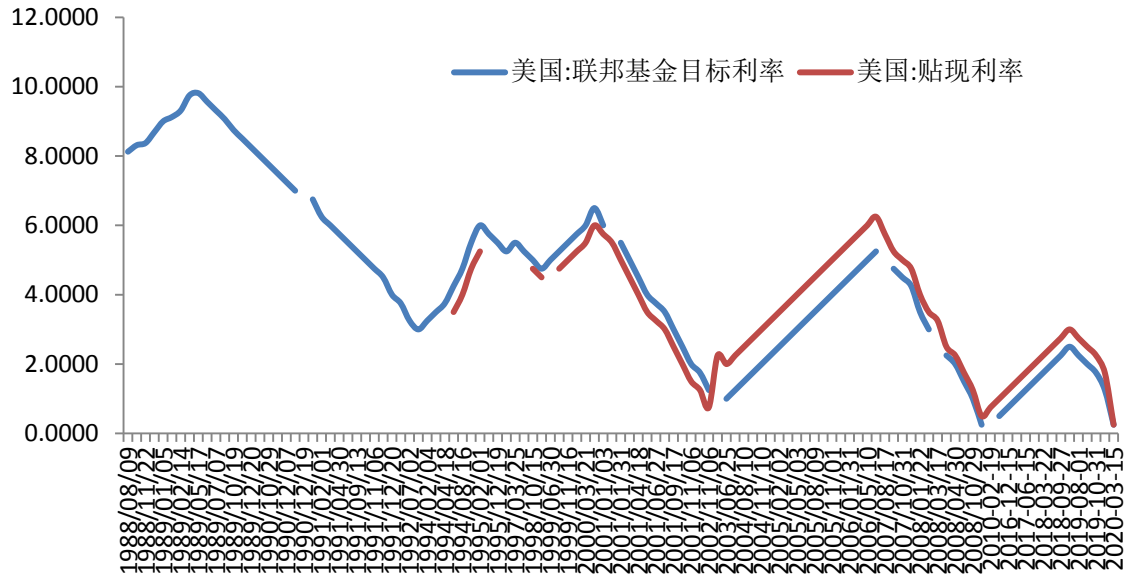
图 1 海外疫情仍未见拐点迹象



数据来源： Wind，上海证券研究所

从 FED 政策出台的节奏看，FED 对股市的关注要远超经济。早在疫情初期之时的 3 月，FED 就采取了超常规、大力度、高频次的降息行为，2 周内 2 次降息，于 3 月 3 日和 3 于 15 日先后降息 50bp 和 100bp，将联邦基金目标利率再次降到 2008 年危机后的记录低点 0.25；自 1982 年 FED 设立联邦基金目标利率以来，这波降息的力度和频度，不仅空前，预计也将绝后。

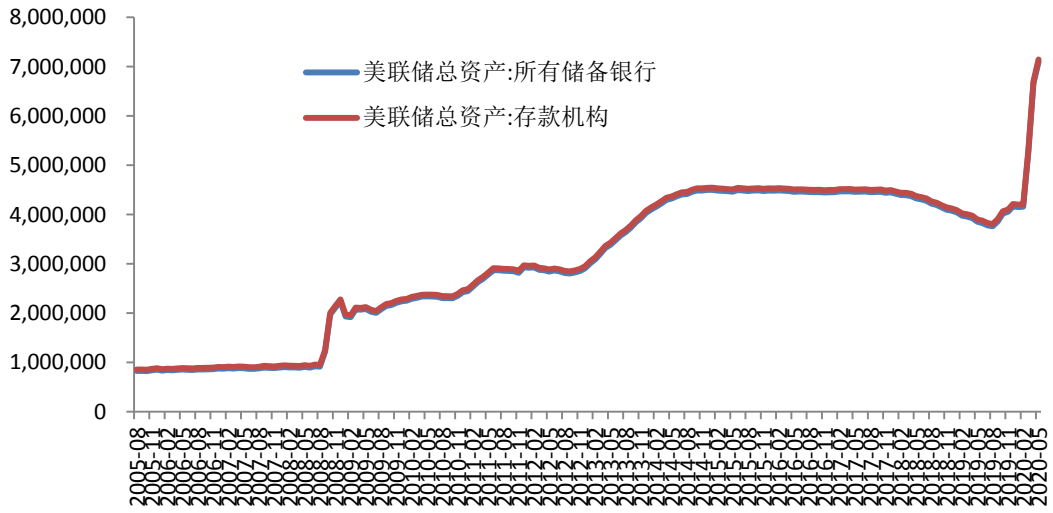
图 2 FED 的降息进程倾向下沉



数据来源： Wind，上海证券研究所

随着疫情失控态势确认，美国政府拼命甩锅推卸自身责任，FED 则再度祭出 QE 政策，且力度大大超越 2008 年危机时期。2020 年 2 月，FED 总资产（所有储备银行）规模为 41586.4 亿美元，5 月飞速上升到 70973.2 亿美元，短短 3 个月内增加 29206.8 亿美元，同比增长 70.66%,报表扩张速度和力度远超 2008 年危机时期。2008 年危机爆发后 FED 实施 QE1 时期是报表规模上升最快和最猛烈时期，2008 年 8 月，FED 总资产（所有储备银行）规模为 9114.8 亿美元，12 月上升到 22409.5 亿美元，4 个月内增加 13294.7 亿美元，同比增加 145.86%。

图 3 FED 资产规模的台阶式跃升格局（百万美元）

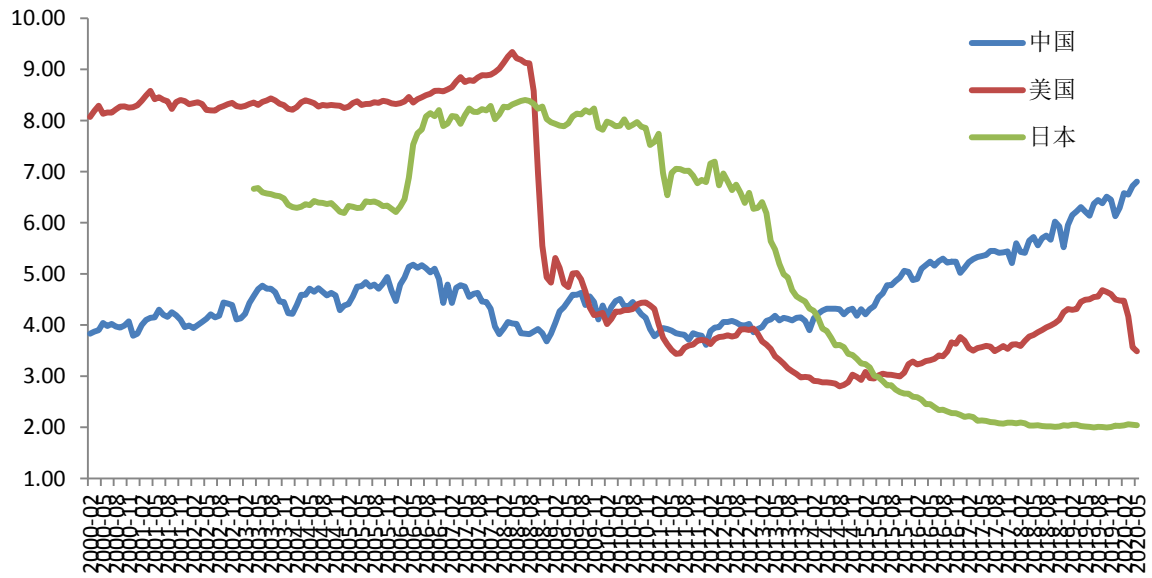


数据来源： Wind，上海证券研究所

2. 与 2008 年危机影响的不同

但 2020 疫情冲击和 2008 危机影响不同的是，2008 年危机期间，美国金融体系机能受到了很大伤害，信用扩张能力直线下降。我们知道，FED 作为中央银行，其资产负债表规模扩张意味着基础货币投放的增加，报表规模翻倍就意味着基础货币投放翻倍。2008 年，衡量美国金融体系机能的货币乘数——代表信用扩张能力，由危机前的 9.2（2008 年 6 月）断崖式下降到 4.8（2008 年 12 月），之后继续下降，直到 2014 年 8 月的最低点 2.8。从时间对比上看，每次美国货币乘数下降的时期都对应着 FED 报表规模的扩张时期，可见 FED 通过量化政策精确调控着美国流动体系，维护货币平稳；从实际效果看，FED 在 2008 危机期间的 3 轮 QE，并没有带来美国广义货币增长的剧烈变动，而是维持平稳。因此，笔者一直认为美国 QE 是救金融，中国在金融体系扩张一直很强烈（即货币乘数没有变化）情况下，跟随扩张货币势必带推升资产泡沫，损害制造业长期发展基础的投资增长！

图 4 全球主要央行货币乘数的变化



数据来源： Wind，上海证券研究所

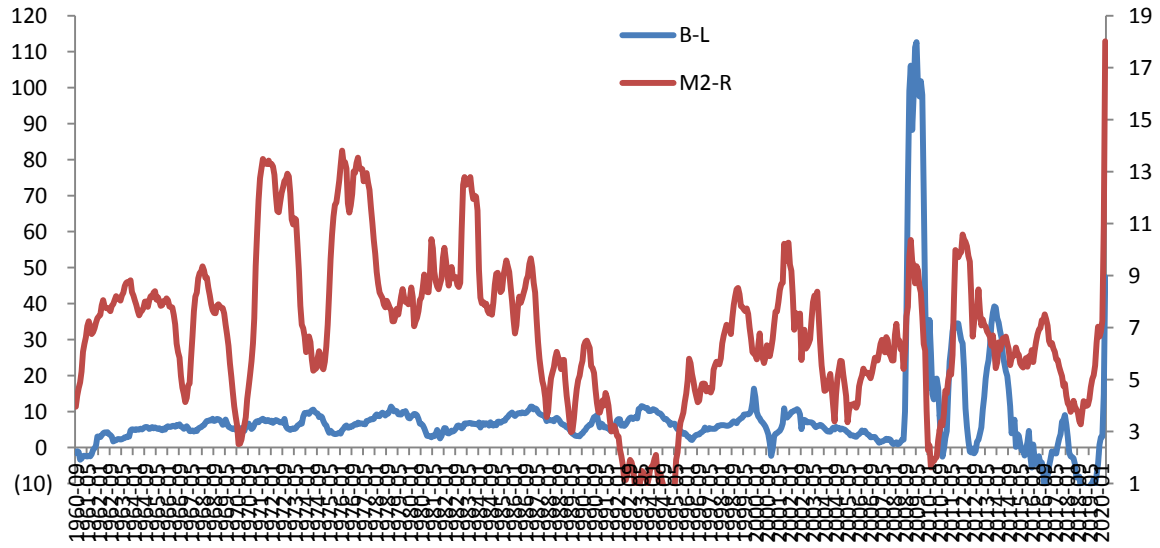
2020 年疫情对美国金融体系影响甚小。从金融体系机能的角度，决定金融信用扩张能力的主要是存款类金融机构，即商业银行。而商业银行的经营性资产主要是信贷资产和债券等固定收益类资产，这也是 2008 年危机时货币乘数快速下降的原因，次贷和基于次贷的各类衍生证券（主要是 ABS）价格大跌，银行的资产负债表严重恶化，导致放贷能力下降。2007 年美国金融市场崩溃主要是债权资产

下跌，即次级按揭贷款风险暴露导致银行信贷资产风险暴露，及建立在其上的证券化资产（各类 ABS\MBS 等衍生产品）信用风险暴露，而存款类金融机构大量持有这类资产。

3. 美元这次是真泛滥了

一般而言，银行等存款类金融机构由监管限制和传统经营习惯，很少持有甚至几乎不持有权益类资产，尤其是股票，即使在上世纪 90 年代全球自由化风潮后。即具有创造信用功能的银行资产大部分是自己熟悉的信贷资产和高等级的债权资产，而当时由“两房”担保的各类次级按揭的 ABS 被认为是高安全性的。信用风险暴露后，银行资产质量急剧下降，信用创造能力急剧收缩，美国金融体系的货币乘数由危机前的 9.0 在不到 2 年时间内速降到 3.0 下方——对此局面，除了 QE，别无它法。存款类金融机构是主要的信用创造者，基本不持有交易性股权资产，主持为债券，而债券受 FED 降息影响在此轮波动中直接受益。因此，美国金融体系在当前疫情冲击下技能基本正常，货币乘数仅略有下降，由 2019 年 12 月的 4.5，下降到了 2020 年 4 月 3.6，属于金融机构经营趋向谨慎后主动调节的结果。在金融体系信用扩张能力正常的情况下，FED 规模空前的报表扩张，必然带来流动性的泛滥。相对于 2008 年 QE 时期，广义货币 M2 增速平稳不同，2020 年 M2 出现了暴涨局面，相对于 2019 年平均 5.0%、2019 年末 7.0%的增速，2020 年 4 月美国 M2 飙升到了 18%，远超上世纪 70 年代、本世纪“911”时期。

图 5 美国广义货币超常规增长



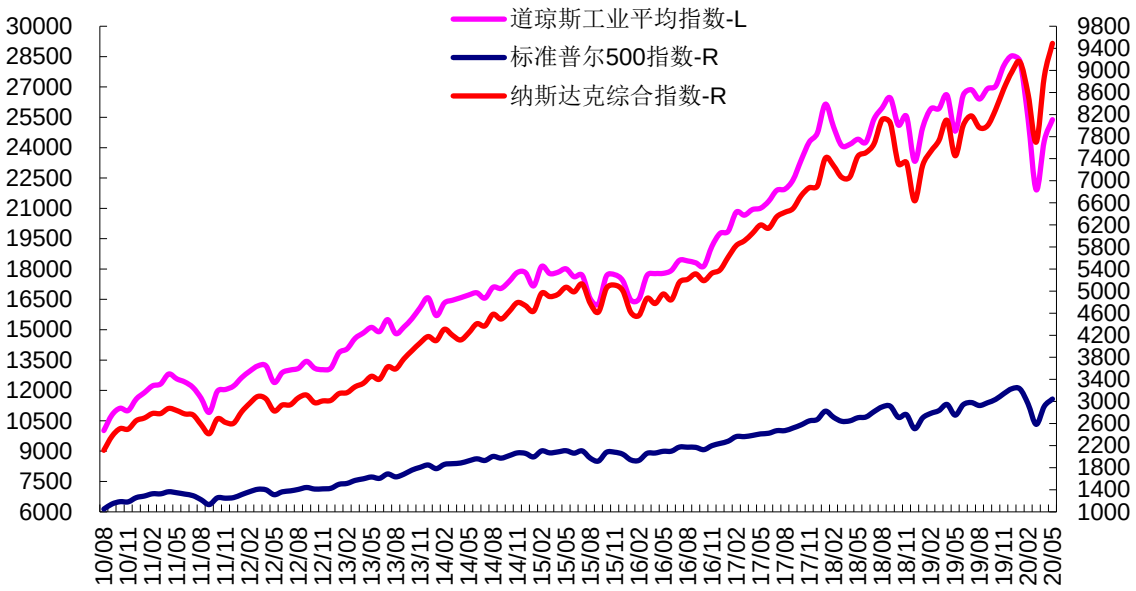
数据来源： Wind，上海证券研究所

二、美元的泛滥与美元的“伪紧张”

1. 美元泛滥吹大美股泡沫

国际金融市场上美元扩张与否，不是看 FED 报表扩张，而是要看最终金融体系创造的美元信用扩张，即广义流动性的增长。由于 2020 年美国金融体系和 2008 年时有着不同境遇，此次 FED 扩张是真给市场“吹泡泡”了。美元流动性的扩张，直接扭转了美国股市的颓势，使得美股在长期牛市终结态势相当明了的形势下，在美国国内疫情不知几时得控、经济冲击不明了的情况下，在快速下跌后还能快速反弹，并几乎收复失地！

图 6 美国三大股指的变化(月)



数据来源： Wind，上海证券研究所

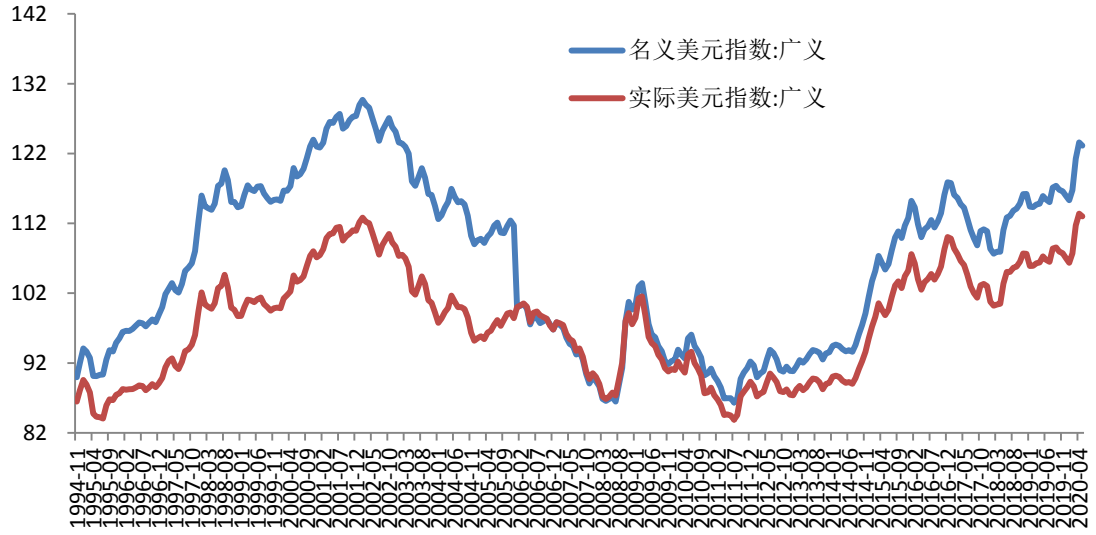
美股持续 10 余年长期牛市的基础有二:始于 2003 年的“去股权化”趋势、美国引领全球信息产业的优势地位。前一基础在 2017 年就基本结束，依靠税改法案吸引海外资本回流，勉强延续了 2 年；信息产业的领先优势，虽然在芯片等关键零部件环节还保有领先优势，但在下游终端消费环节已受到中国华为严重冲击，并在下一代技术 5G 发展方面，落后于中国（为此美国千方百计弹压中国，对其而言是正确之举）。

2. 美元指数决定：经济霸权 VS 利率平价

与利率平价理论推导的结果不同，美元泛滥反而推高了美元指数，

2020 年 4 月、5 月，名义美元指数接近 10 年高点，实际美元指数达到 10 年高点。回顾美元指数变动历史可以发现，每次经济冲击的美元大扩张期，都是美元指数的高涨期。2001 年为应对“911”的货币扩张时期、2008 年金融危机后的 QE 时期，美元指数都经历了“高光时刻”。

图 7 美元指数的变动（月）



数据来源： Wind，上海证券研究所

利率平价是国际金融领域的基础理论之一，对理论与实际的差异，最为通常的解释是从机构行为角度阐述：美元扩张时期通常也是世界经济动荡时期，机构避险使得资金有流向美国倾向！现实世界的表现也的确吻合，同样被认为是避险货币的日元，在避险行为决定国际金融形势时期，表现也是如此。

然而，更进一步的分析可以发现，所谓避险，而是基于对世界经济格局前景的判断。经济动荡下，世界经济增长面临压力，只有最有潜力领先的经济体才能成为避险资金的去向。因此，过去认为世界经济动荡期，资金将涌向美国及在全球和美国有很多投资的美元影子货币日元，实际上是认为美国经济领先地位的稳固和持续。

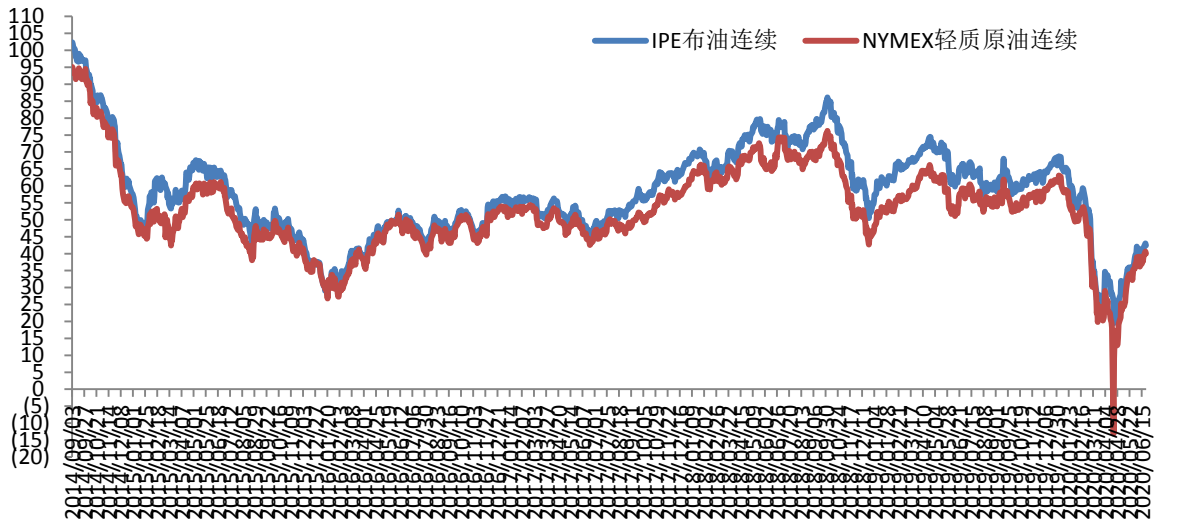
3. 大宗商品价格演变决定国际货币走势

2008 金融危机后已过去 10 多年，全球经济至今未走出危机阴影，究其原因是以美国为首的西方发达经济体失去了引领全球经济发展的动力和能力，但新兴市场由于体量规模限制，虽有活力却仍不能撬动世界经济进入繁荣阶段。为维持领先优势和对其有利的国际分工格局，发达经济体在国际贸易、投资和金融领域，2010 年后有

意无意制造的争端在不断增多。可见，美国等西方发达经济体对国际资本的吸引力是逐渐下降的，这使得欧美国家的宏调政策也越来越关注对国际资本吸引力的影响。实际上，随着经济全球化和金融一体化的发展，吸引国际资本也已成为了当代国际竞争的重点，过去经济危机时期以贬值为主要内容的货币战、贸易战，等国际竞争加剧模式已基本被资本吸引竞争替代。对美国来说，维持股市一直涨局面对其吸引国际资本有重要影响，因此 FED 不惜让美国也滑入负利率境界，再度“大放水”，成功推动了股价反弹！

然而，资金回流美国却没有看到，至少没有成为普遍现象。美元指数上涨并不是国际金融市场上美元紧张的结果。实际上，美元指数的上涨是国际金融市场上各路资本，在美元真实购买力短期波动影响下，在预期自反馈机制下投机的结果。其经济基础是石油价格的短期非常态化波动。从决定货币汇率的逻辑上看，“一价定律”是基础，经济和金融只是影响波动的因素。从国际汇率波动分析的角度，在不同经济运行时期和经济发展阶段，结合经济形势和金融市场的变化，用作“一价”比较的商品既不同，也简单，有时可能仅是一、二种商品。当前石油在国际市场上的变化，正是中短期（3-6 月）决定国际汇率走势的决定性力量。正是前期国际石油价格低迷的局面，短时提升了美元真实购买力，从而推升了美元指数。但是，按照石油市场前景判断的价格趋势，其市场均衡区间一般认为会回到 30-40 美元/桶；在国际油价触底回升后，美元指数也就开启了下行通道。美元泛滥、美国经济在世界经济版图中重要性的下降，优势产业信息产业在封闭政策下长期利益受损等局面，都使得美元的强势地位，在后疫情时代很难长期维持！

图 8 国际原油价格的走势（美元/桶，天）



数据来源： Wind，上海证券研究所

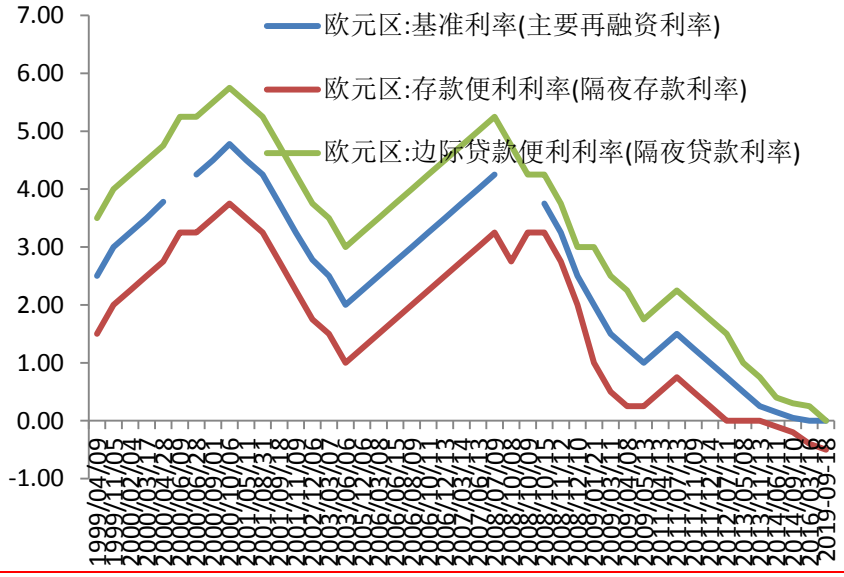
三、全球央行货币政策格局走向分化

1. 欧元区负利率状态进一步确认

危机期间的的货币扩张，进一步将发达经济体推入了负利率状态。负利率通常是指准备金市场上基准货币的利率，如央行各种公开市场操作的利率、各种类型准备金存款利率、央行对存款类金融机构的各类再贷款、再贴现利率等。负利率并不是指居民的实际储蓄或贷款利率（名义利率-通货膨胀），而是指中央银行在基础货币调控领域，对商业银行实施的、影响准备金变化的各种工具利率。从宏观调控的角度，负利率是一种非正常的货币政策。

按照欧元准备金市场主要基础货币利率指标存款便利利率（隔夜存款利率）看，2014 年 6 月欧元区就进入了负利率状态。2014 年 6 月 11 日，欧洲央行（ECB）将存款便利利率下调至-0.1%。日本虽然很早就进入了流动性陷阱，金融市场利率持续处于近乎为零的低位，但也直到 2016 年才实行负利率政策；2016 年 2 月 16 日，日本央行将政策目标利率（无担保隔夜拆借利率）下调至-0.1%。这是迄今为止，明确实行负利率政策的 2 个全球主要经济体。其它几个或先或后（如 2012 年 7 月的丹麦和 2015 年 1 月的瑞士）实行负利率的国家，应其经济和金融体量在全球经济和金融格局中占比微小，因而影响不大。

图 9 欧洲央行基准利率的变化

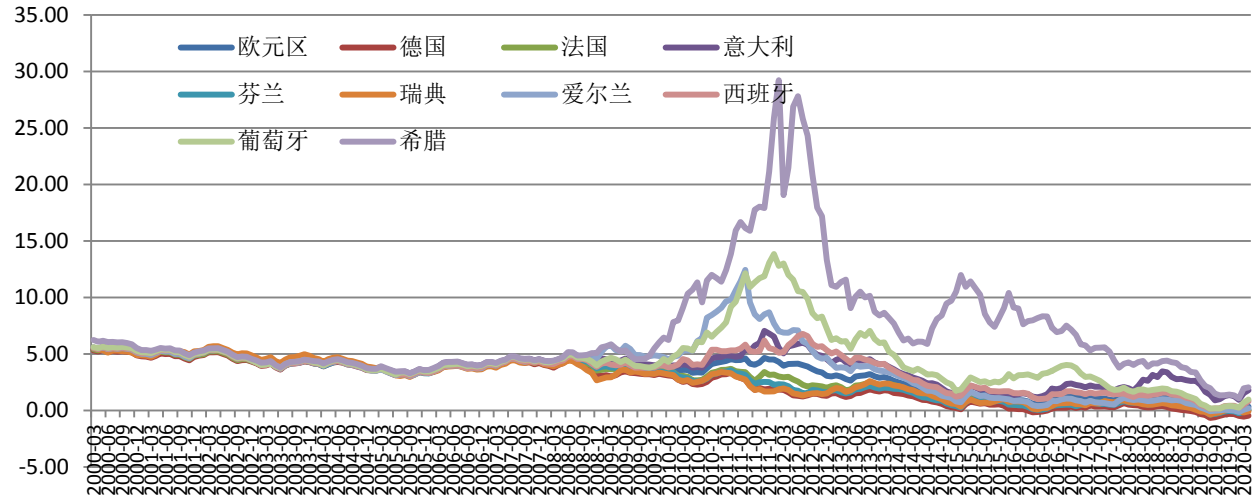


数据来源： Wind，上海证券研究所

欧洲在推出欧元后，加入统一货币区的经济体在国际金融市场上的借贷利率趋于一致，显然这是市场忽略了各国信用差异，给予了欧

元区中落后经济体过低的市场利率。金融危机发生后欧元区国家间的利率分化重现出现，高信用国家和低信用国家的利率差，在危机后先扩大，后再缩小，并于 2018 年趋于稳定。与 2008 金融危机前相比，由德国和希腊间长期国债利率差构成的利率差区间，扩大了 20 倍;20004-2007 期间的利率差区间宽度基准为 0.2,2018 年为 4.0。

图 10　欧元区国家间利差拉开并趋稳定（长期国债收益率）



数据来源：Wind，　上海证券研究所

可见，欧债危机的市场根源在于，欧元成立后采用统一货币国家的借贷利率，也下降至和德法核心国家相同，使得“欧猪”国家因短视而过分举债，危机后利率差分化，现在已基本回归正常。统一货币带来通用利率的错误得到修正，再加上欧洲在财政、金融等方面的完善变革，如欧盟执委会于 2020 年 5 月推出高达 7500 亿欧元的抗疫复苏计划，该计划如得通过实施，实际上意味着统一财政上得以实质迈出一大步；欧债危机之后令市场忧虑持续存在的欧元存续危机，实际上已基本化解，如欧洲经济能在疫情后正常平稳运行，欧元在国际金融领域的上升之势，终将形成。2020 年欧洲疫情虽然也很严重，但不会引发欧元的大放水，仅会带来 ECB 的有限扩张。

2. FED 也有滑入负利率倾向

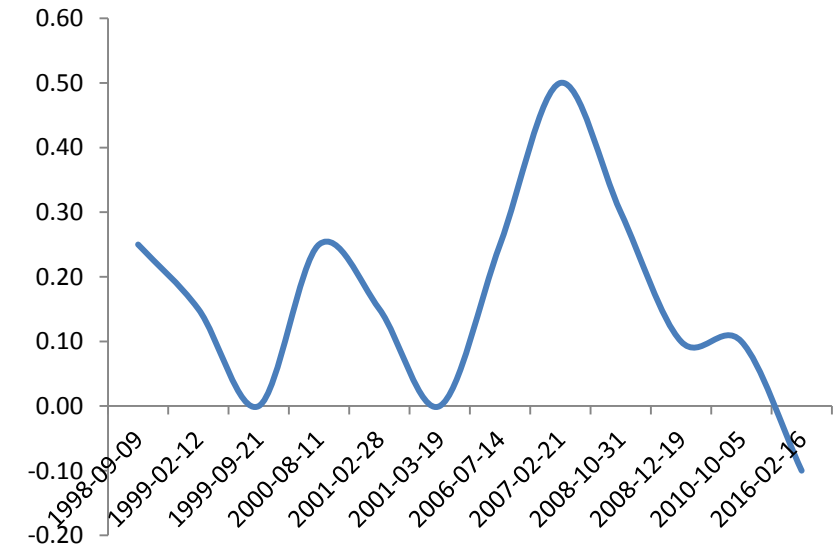
美国虽然目前还没有公开宣布负利率，仅是将联邦基金目标利率下调至零，但由于在数量方面的极度扩张，滑入负利率的倾向已急剧升高。FED 再度疯狂扩表的目的，是为了扩张信用规模，但金融机构出于各种原因不配合——金融体系机能下降。2008 金融危机前，美股金融机构很少持有超额准备金，金融危机后为修复报表持有超额储备大增，美国超额准备率在 2014 年 7 月居然达到了创纪录的

25%；此后逐步下降，到 2019 年 9 月跌破 10%，此后再度上升，2020 年 2 月疫情发生后再度加速增加，2020 年 4 月上升到 18.1%，当月增加 5.6%。可见，由美国超储率高位反复的情况可以看出，美国金融机构不愿放贷由来已久，既不是因疫情冲击，也不是因股市下跌，而是美国经济债务依赖型增长模式越来越走到了尽头！基于国际经济和金融形势的变化，美国货币政策也需要转向类似中国的流动性分布调整。在美国直购资产的信用创造机制下，货币扩张和债务增长间有着直接联系。这意味着 FED 进一步扩张报表规模，受到债务限制的约束将越来越明显。实际上早在 2018 年，欧美金融市场上代表国家信用的政府债券不足，因而对央行货币政策操作造成制约的局面就已出现。因此，未来 FED 政策重点将不得不转向推动金融机构放贷，而在已实行零利率的现状下，要进一步推动金融机构放贷，就只有实行负利率。

3. 中国等新兴市场维持货币政策正常化

后疫情时代，只有中国等新兴经济体能延续和实现货币政策正常化，ECB 将有改变负利率政策的努力，而 FED 在现超级 QE 基础上，有着滑入负利率状态的强倾向。

图 11　日本政策目标利率早已为负(无担保隔夜拆借利率)



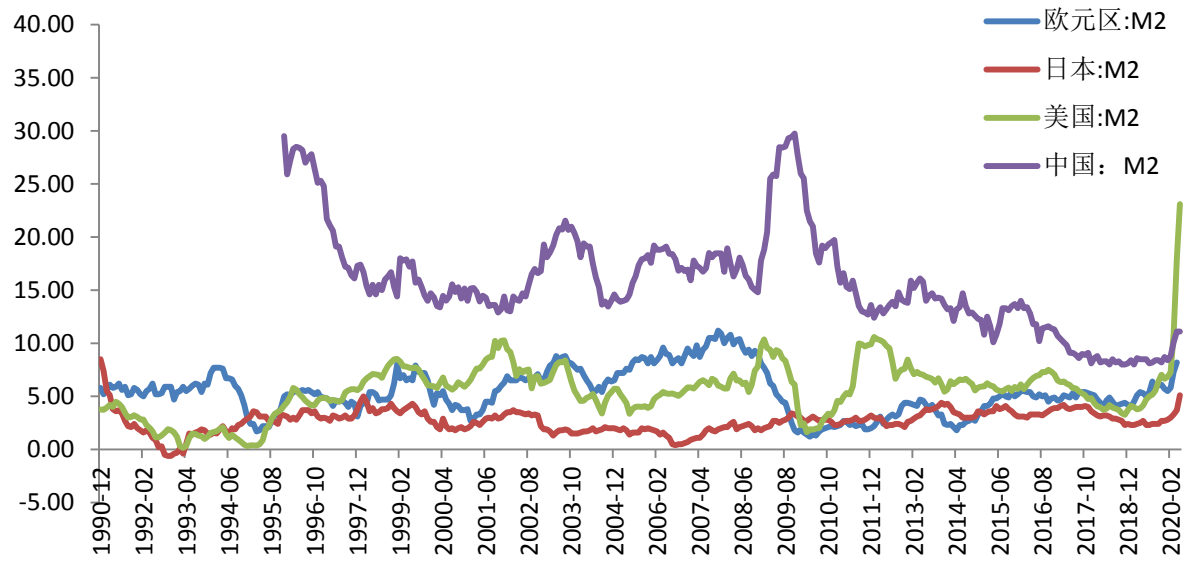
数据来源：　Wind，上海证券研究所

4. 中外利差将长期存在

虽然各国均以货币扩张应对疫情冲击，但各国间货币扩张力度差异加大，主要经济体中，美国、巴西扩张最为猛烈，英国、南非次之，

日本最为平和。虽然同为货币扩张，各国国内利率市场受到的影响却并不一样，各国利率市场走势呈现了明显的分化态势：欧洲债市利率上扬，美国、英国、中国债市的利率则发生了程度不一的下降。各国间利率走势的方向差异，反映了以下事实：已实行负利率的欧洲在努力实现货币政策正常化，美国则有着滑入负利率的倾向，中国等新兴市场则有着较为充足的正常货币政策操作空间。

图 12　主要经济体货币扩张力度的差异化态势（M2 同比增长，%/月）



数据来源：Wind，　上海证券研究所

美国等西方经济体市场利率低迷的原因，除了受超低政策利率和经济前景欠佳影响外，还受海外信用货币制度对央行基础货币创造安排的影响——基础货币创造需要与主权信用挂钩，这种安排在提高了货币稳定性的同时，也使得央行对政府债券的需求提高，实际上是政府获取了货币发行收入。在现代信用货币制度安排下，政府赤字不再以后期通胀形式化解，在当代直接以国债形式、通过货币发行得到补偿！这种安排下，债务越补偿，社会越欢喜（因为得到了货币）；央行扩张报表还直接推动了利率水平的下降。在国际范围内造成的影响，就是中国和美欧等西方主要经济体间利差的持续存在。

2008 年金融危机后，FED 的 QE 政策直接扭转了中美之间的利差方向。2010 年 6 月后，中美间 10 年国债收益率差持续为正；2020 年 FED 再度开启规模空前的货币扩张行为，使得中美间利差进一步扩大！中外利差的存在，将对中国的国际金融环境发生重大影响，亦为中国当前的金融开放改革创造了较为有利的条件。

不过，对中外利差引起的国际资金流入也不能期望太高。首先，基

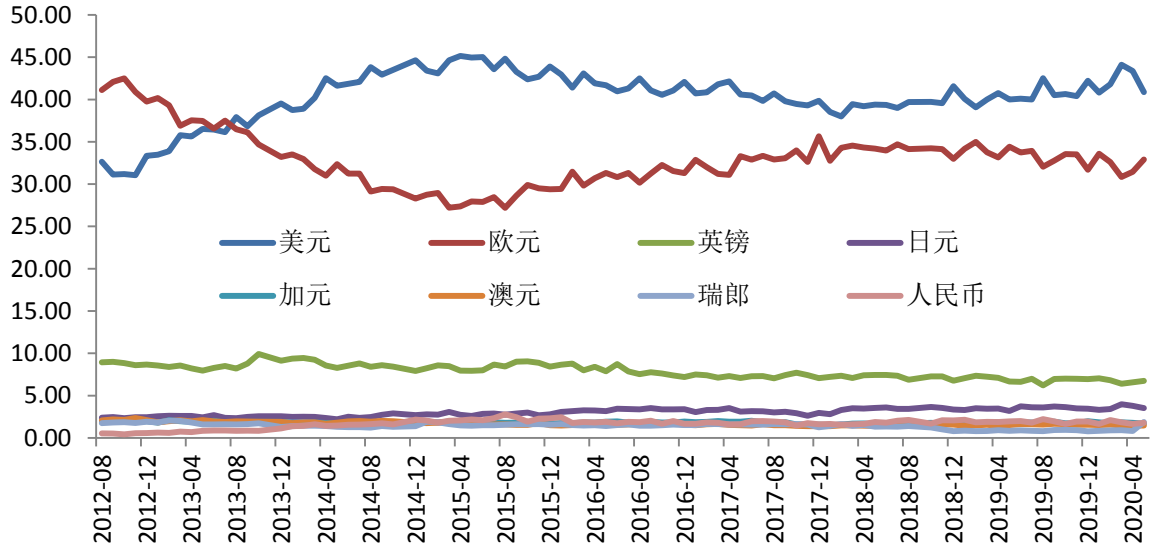
于利差流入的资金基本上是风险偏好较低的资金，大部分会流向固定收益市场，尤其是主权债券市场，但中国主权债券市场规模不够大，且评级受到国际评级机构歧视（其实这是国际金融战的重要内容），因此，未来爆发性增长概率不大，但近 2 年快速增长的势头将延续；截止 2020 年 5 月，海外持有中国债券规模 2.4 万亿(RMB)，比 2019 年末增加 2000 亿，比 2018 年末增加 7000 亿。其次，对流入股市的资金更不能抱太多期望。延续当前的指数纳入机制对海外资金流入的影响，未来流入股市的资金更多地来自金融开放引起的配置性资金流入。主动性资金流入受资本项目开放改革、汇率市场化改革等其它因素影响，利差对权益性市场的资金影响较不明显。

四、国际货币多元格局稳定中酝酿变化

1. 国际货币“双头”垄断格局不变

“新冠”疫情并没有改变国际货币地位分布的格局，美元、欧元“双头”垄断的格局并无发生变化。国际支付领域的格局（2019 年 12 月）是，美元和欧元组成了遥遥领先的第一梯队，分别占了 42.2%和 31.7%的市场份额；中间梯队的是英磅和日元，分别占有 7.0%和 3.5%的份额；余下的包含中国的为第三梯队，争夺少有的剩下份额。从国际支付安排看，中间梯队以下的收付阶段安排都是双边和区域性的，因而各种货币之间的增减变化都在各自所属梯队间发生。

图 13　全球主要国际货币支付份额格局平稳（%）



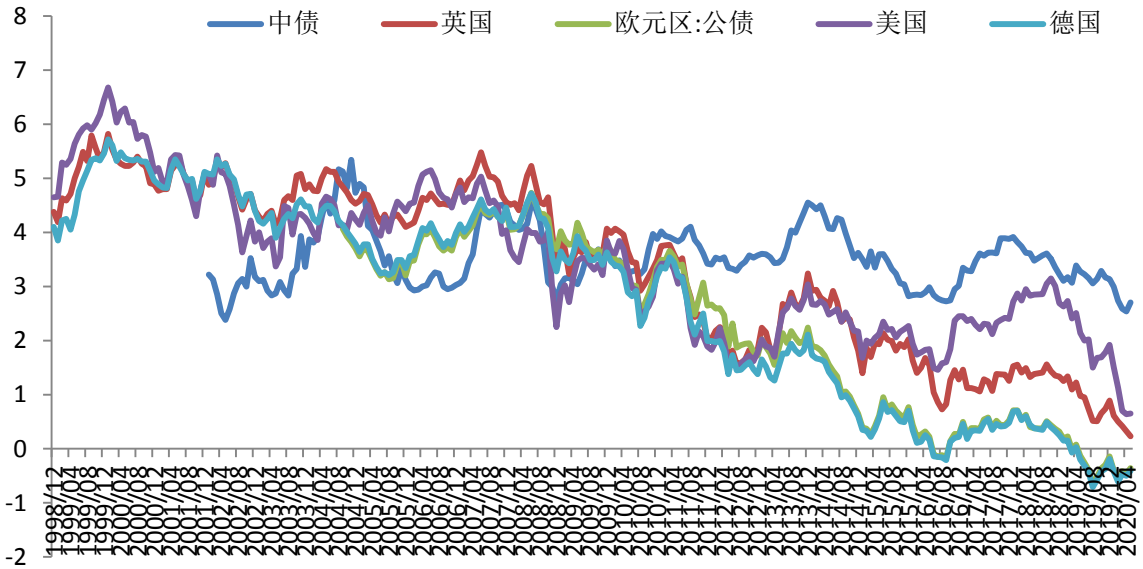
数据来源：Wind，　上海证券研究所

国际支付份额的最大变化发生在美元和欧元之间，双方之间互为得失。2020 年的疫情并没有改变美元国际主导货币的地位，截止 2010 年 4 月美元在国际支付中的份额反而上升，所得主要来自欧元和英磅的减少。即使未来美元指数下行，美元在国际支付领域的国际主导货币地位也不会改变，国际货币分梯队的多元格局将保持稳定，当前仍看不到有主权货币能在国际支付市场上实现梯队爬升的迹象。国际支付中各币种间的稳定格局，实际上体现的是如下事实：现有主要国际货币发行国，凭借其现有在国际支付安排中的优势地位，压制了其它主权货币因经济发展而提升国际化这种自然需求的实现。

2. 中国对国际资金吸引力上升

美国股市长牛趋势的终结和疫情给经济造成的冲击，直接导致了美国金融市场的动荡。FED 大力度超级 QE，使得国际金融领域美元再度泛滥；国际商品市场变化和投资资本共同维护了美元强势，因而使得美元在国际支付格局中的地位不降反升。从各国货币乘数变化体现的各国金融体系机能受到的影响看，美国金融体系机能受到冲击最大，英国次之，欧洲和日本基本不受影响，中国等众多新兴经济体则保持稳定。金融体系机能变化差异，意味着各国金融市场波动变化差异；金融体系机能受到冲击越大，金融市场波动越大。显然，美国金融市场虽然规模庞大，但抗波动性能力却持续下降，虽然凭借头号经济强国地位仍在国际金融竞争中保持了强大地对国际资本吸引力，但其地位下降趋势也已形成。欧洲金融市场的抗波动性，在欧债危机后逐渐走稳回升，2020 年疫情对欧洲金融市场的冲击相对有限。得益于高效抗疫成果和不断提升的经济地位，2020 年疫情给中国金融市场造成的波动，在全球主要经济体中最为有限，如果不是中国金融资产本身的国际化和多元化发展趋势占据了主流，后疫情时代国际资本流入中国市场的现象，将成国际金融领域的一大亮点。

图 14 全球主要国债收益率比较（YTM-10Y，%）



数据来源：Wind， 上海证券研究所

3. 数字货币发展或成国际支付领域颠覆性创新

疫情极大促进了互联网技术对经济和社会生活方面的普及性应用和全方位渗透，在国际支付领域，颠覆性的国际支付安排技术进步正悄悄地发生变化。现有的国际支付安排体系下，主权货币在国际支付市场上的竞争，难以撼动现有的国际货币主导格局。

相对于国内主权货币的使用，国际支付安排本身较为依赖互联网信息技术的进步，而较不依赖国际货币的主权信用安排。因此，数字货币技术在国际支付领域的应用，实际上是一个比国内支付安排中，更为友好和适宜的场景——数字货币本身不能脱离监管（数字货币的监管更像金属货币，只是构成数字货币信用基础的“金属”，是建立在区块链技术之上的算法和算力，数字货币成为法定货币的前提是发行阀门控制让渡于政府，发行权控制使得数字货币也具有了主权货币的特征），但不依赖主权信用，在西方现有的通行信用货币制度下，货币背后的国家信用要靠国债体现，因而当代主权货币总是要受一国财政波动的影响。

因此，在国际支付安排中使用数字货币，就使结算货币脱离了当前要受主权货币发行国国内政策影响的不足。同时，数字货币的技术支撑体系，对国际支付安排的技术体系进步需求，有着内在的一致性。疫情造成的互联网技术的进步及应用提升，5G、IDC 等新基建的进展，信息技术、物联网技术的基础设施日益完善，区块链技术应用的场景将更进一步接近现实。随着越来越多国家央行尝试数字货币应用，能够不影响主权信用安排的国际支付领域应用，在疫情后终将也得到尝试，并凭借数字货币本身相对于主权货币结算方式

的技术优势，以及不受主权信用安排政策影响的独立性，而获得优先发展，并在将来对现有国际货币格局产生颠覆性影响。

西方世界进一步滑入负利率，美元泛滥将改变二战以来国际货币格局，传统的“特里芬”难题消失，国际货币地位的重要性下降，使得国际主导货币的优势消失，未来国际货币的竞争或许表现为另一种跨界竞争——数字货币对主权货币的替代！

分析师声明

胡月晓

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。