

市场两大驱动因素，四个发展阶段 兼谈美元霸权和卢布结算令

大类资产配置专题报告

银河证券研究院 总量&固收团队

刘丹
2022.04.28

一、2022年俄乌冲突下，卢布结算令影响深远

二、2000年后去美元化过程：欧元和黄金的挑战

三、2011年以后的能源供给和能源交易，竞争加剧

四、2020年以后美元信用遭遇更大挑战，“卢布结算令”加速去美元化

五、资产配置：滞胀+金融条件收紧，叠加去美元化背景

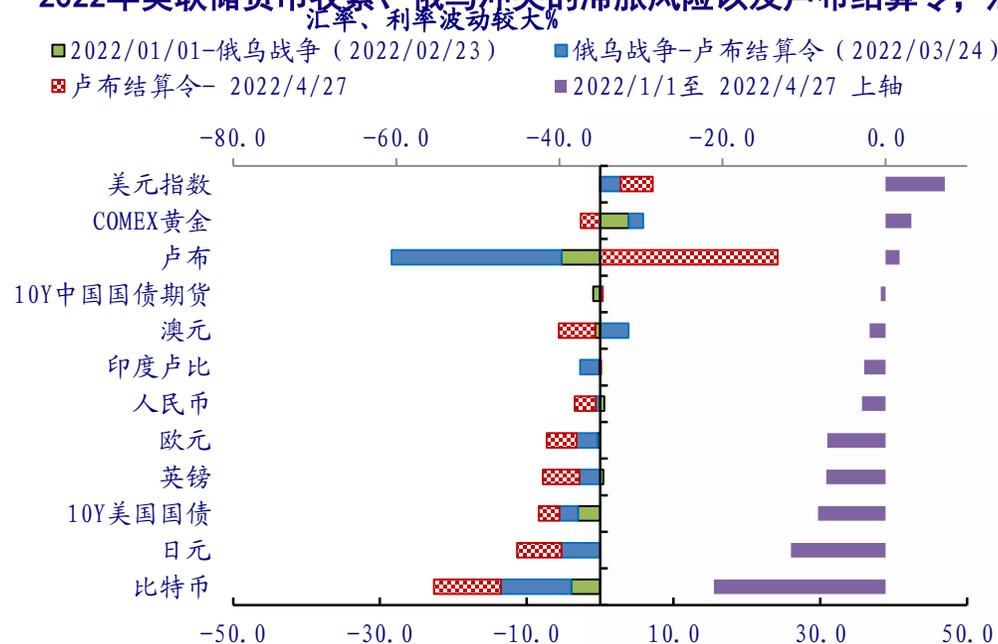
- 国际局势、大国关系，超出我们研究范围。战争的原因也很复杂，仅从数据角度来看美元的国际货币地位和其他事件及资产的关联，并探讨相关的美元、原油、黄金的表现和逻辑。
- 全球能源交易涵盖较广泛，我们仅以原油交易相关分析为主。目前石化能源里面，原油、天然气等交易中，天然气交易占比有所抬升，但原油交易占比依旧最大，一定程度仍具有代表性。
- 去美元化：我们的度量标准主要全球外汇官方确认储备中美元占比的变化，其次考虑贸易结算货币变动，有主动、有被动，不严格区分。
- 涉及的资产：原油、黄金、美元、美债、欧元。
- 最后部分，我们介绍下我们对于大类资产配置的观点。

一、2022年俄乌冲突下，卢布结算令影响深远

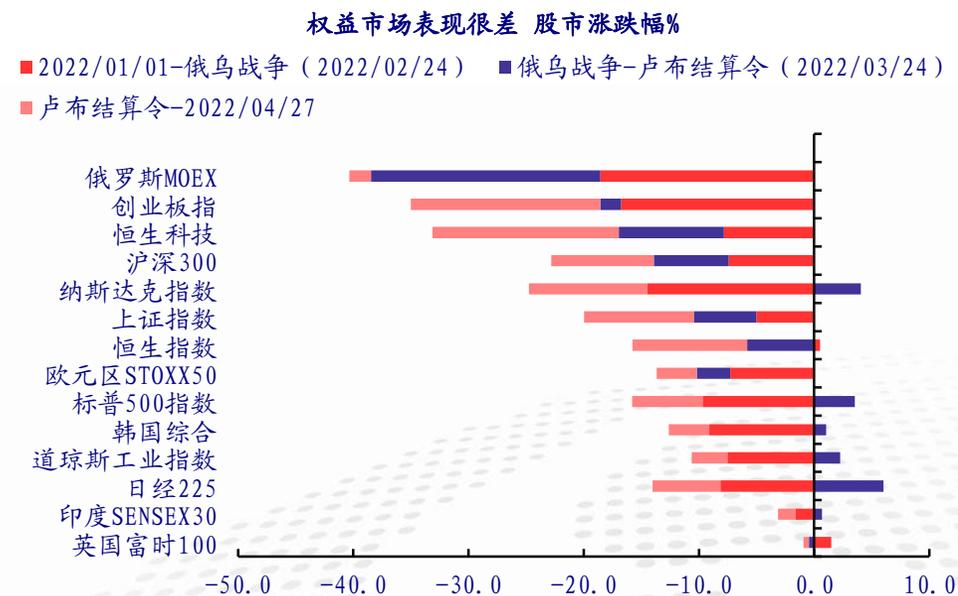


一、2022年初以来市场两大驱动因素外，卢布结算令影响深远

2022年美联储货币收紧、俄乌冲突的滞胀风险以及卢布结算令，汇率、利率、权益市场波动大



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

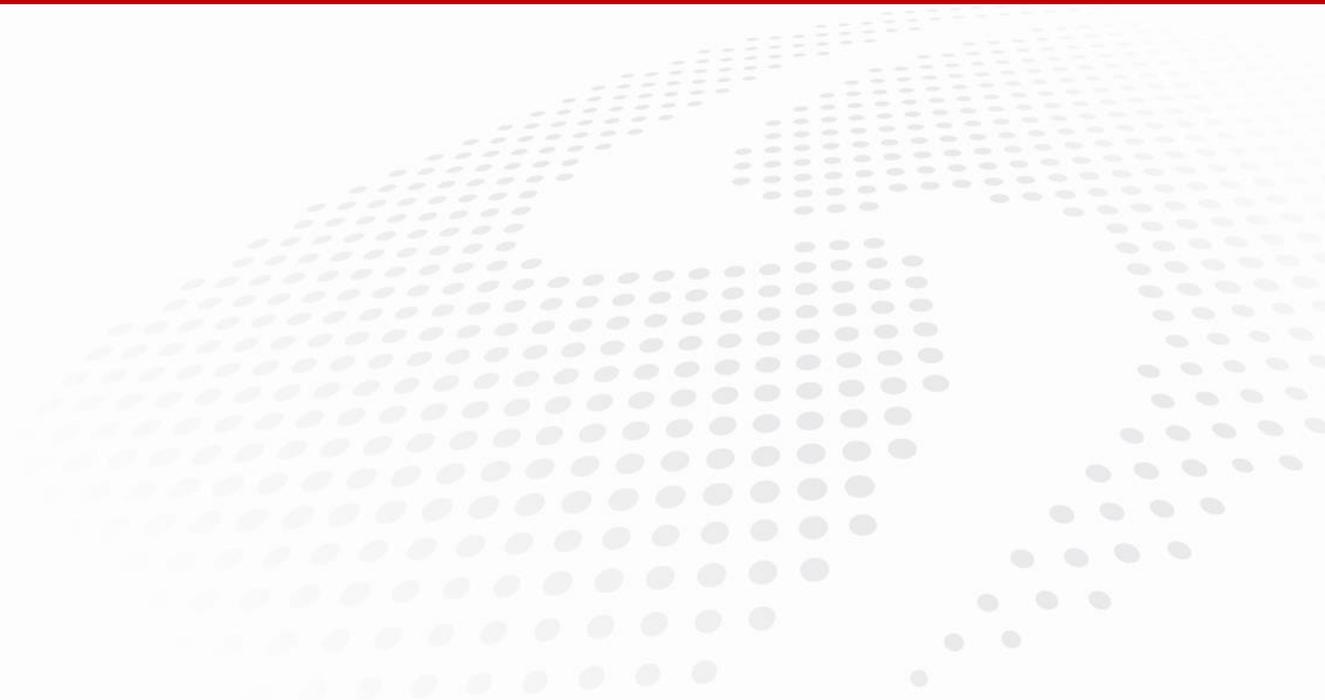


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2022年以来，我们认为主导市场两大驱动因素，市场表现我们暂时分为三个阶段：年初至俄乌冲突，俄乌冲突至卢布结算令，卢布结算令至今。

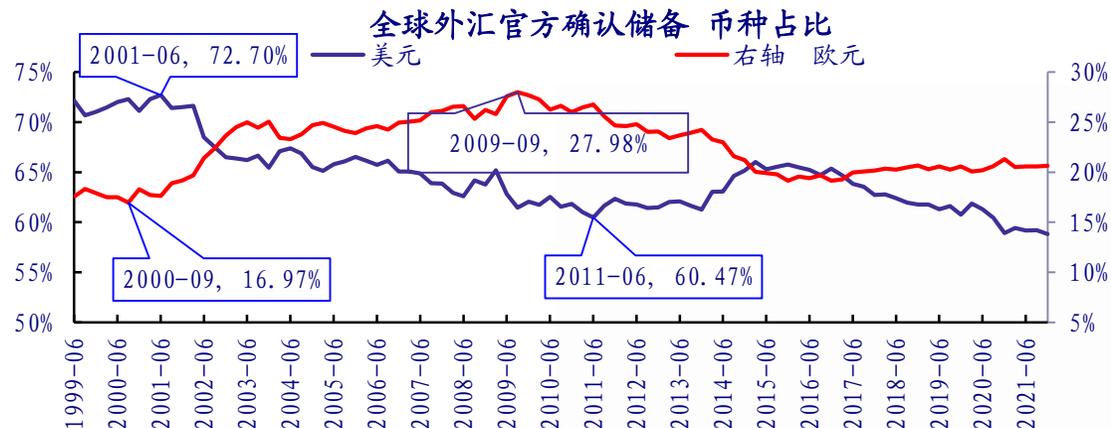
- **市场主导两大驱动因素：**一是美联储货币收紧预期不断升温，美债利率大幅上行打压权益市场估值。主导第一阶段。
- **二是俄乌冲突的下的供给冲击和滞胀风险，加息预期上调，经济预期下调。**供给冲击造成通胀压力加速抬升加大各国央行尤其是美联储货币政策加速收紧压力，同时全球“滞”的风险加大，经济预期下调，二者叠加，权益市场面临较大调整压力。主导第二阶段。
- **第三阶段，俄乌冲突下，卢布结算令带来的对于美元体系的挑战增加：**对于资产的影响，汇率、利率体现比较明显。卢布结算令以后，随着美联储货币政策收紧预期基本price in，美长债利率的抬升一部分原因或因去美元化导致的美债抛售压力导致。美债利率的大幅上行，各国货币遭受挑战，卢布由于绑定黄金，卢布汇率向理论值靠拢，黄金亦受到支撑。各国权益市场调整压力加大，尤其是科技股，但俄罗斯股市跌幅放缓。
- **从卢布结算令谈起，我们梳理下美元霸权和俄乌冲突：美元、原油、黄金。**

二、2000年后的的去美元化过程：欧元和黄金的挑战



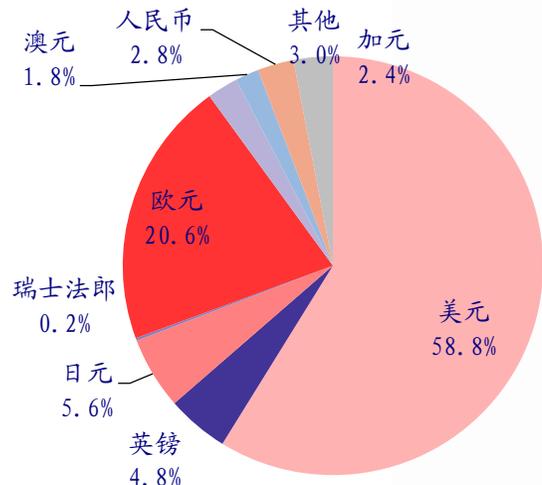
(一) 石油美元与战争：欧元和2000年-2011年的去美元化过程

2000年-2009年，欧元对美元形成巨大挑战



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

全球外汇官方确认储备 币种占比 (2021年12月)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

- 1971年，布雷顿森林体系崩塌，美元与黄金脱钩。
- 1974年，建立石油美元体系。
- 1999/01/01，欧元启动。

2000年-2011年，全球官方外汇储备中美元占比已从高点72.70%大幅下跌超过10%至62.33%。在这期间的战争，与能源供给国密切相关，美国北约直接参与的战争：

伊拉克战争

- 2000年11月，伊拉克宣布使用欧元替代美元对石油储备进行重新定价。2002年去美元化加速，美元官方储备占比大幅下滑。
- 2003/03/20 第二次海湾战争，伊拉克战争。美国2003/04 /15宣布结束军事行动，2011年12月第二次海湾战争结束。

次贷危机和欧债危机：2009年12月欧债危机使全球欧元储备量于高点下滑，全球开始减持欧元，欧元占比的下滑缓解了去美元化压力，但去美元化仍在持续。

利比亚战争

- 2011/02-2011/10：利比亚战争。卡扎菲政府持有143吨黄金，欲建立泛非货币。

叙利亚战争

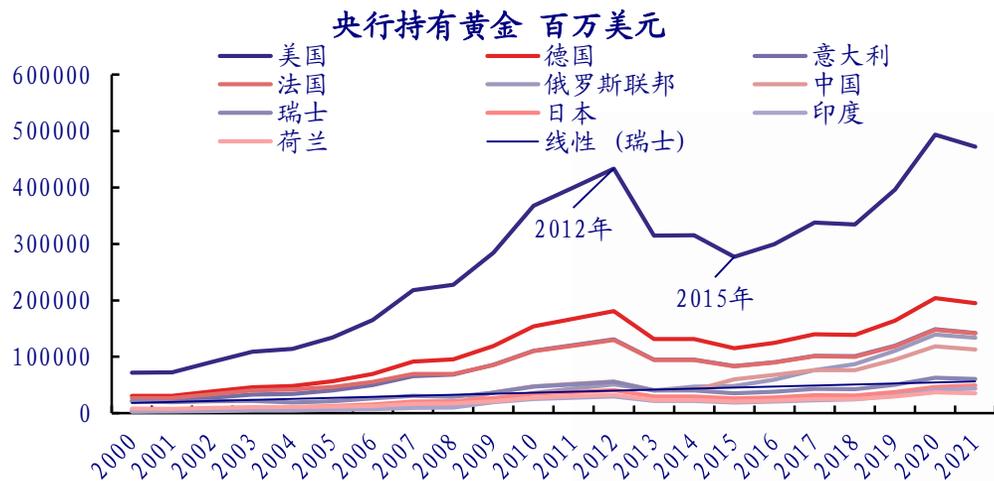
- 2011/03：叙利亚战争开始。美国、北约、俄罗斯、伊朗等均参与。
- 2011年以后伊朗和利比亚在欧洲市场份额下降。（对伊朗的制裁一直都在，2011年11月，驱逐和伊朗中央银行做生意的外国金融机构，欧盟等国被迫对伊朗石油和银行制裁。）

时点来看，2002年去美元化加速→2003年伊拉克战争，2011年利比亚和叙利亚战争及对伊朗等经济制裁→去美元化压力缓解。欧元是主要竞争者。

- 2011年-2015年去美元化趋势有所改变，2015年以后，美元又重新面临去美元化压力，不过此次欧元并没有构成威胁，美元占比的下降并没有伴随欧元份额的上升，从信用货币来看，其它币种暂时也不足以威胁美元地位。

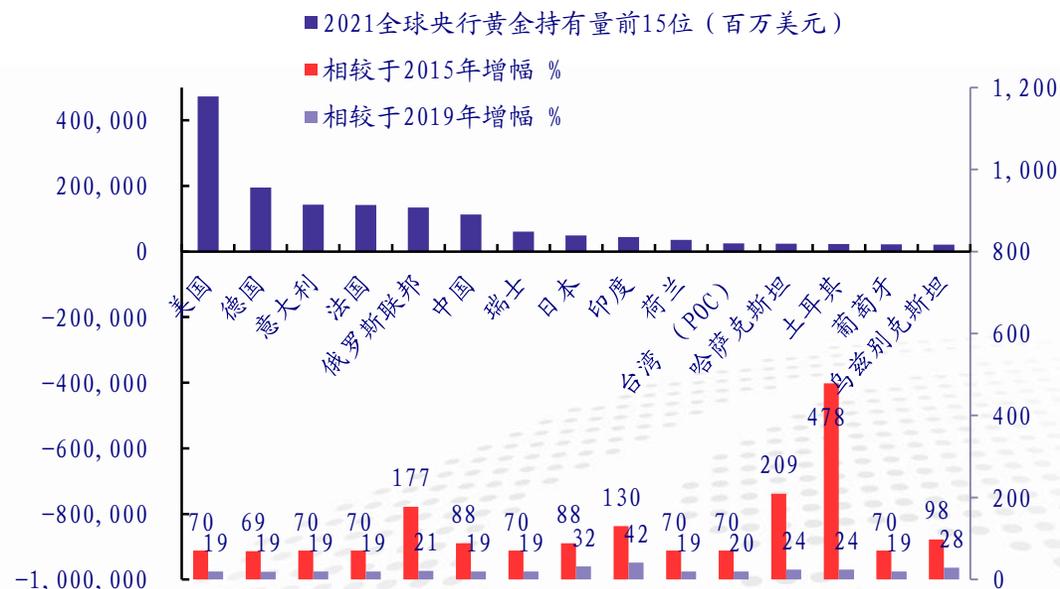
(二) 2015年以后黄金对美元的挑战

2015年以后各国央行明显增持黄金



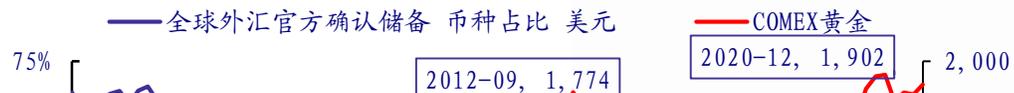
俄罗斯、土耳其、印度、日本、中国等黄金持有量增幅较大

2021全球央行黄金持有量前15位及其增幅



去美元化进程中黄金价格上涨, 与美元外储量呈相反趋势

黄金的货币属性与去美元化进程, 黄金上涨



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41195

