



## 「我們能前往的地方！」<sup>1</sup>：關於美元、儲備貨幣和《南華早報》

在開始美元的討論前，我們先要快速了解兩件事。

#1: 儘管第一、二季度美國數據強勁，但美國經濟似乎仍會在今年稍後時份放緩。如下文所示，多項較長期的領先指標均指明這一走向。原本過剩的家庭儲蓄也在減少，年底前應已消耗60%-70%。點擊[此處](#)以查看圖表集。

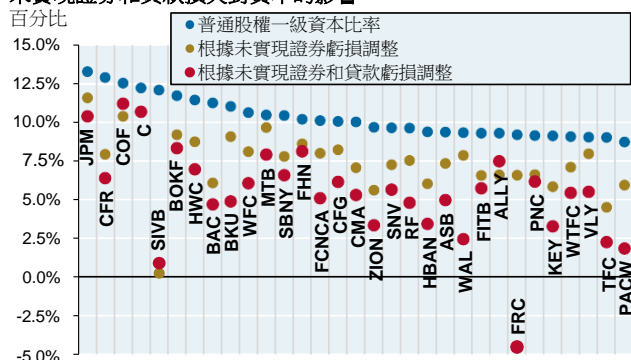
#	類別	領先指標...	領先時間...	預測將走弱的領域...
1	經濟	美國供應管理協會的新訂單與庫存差額	3個月	ISM製造業指數
2	就業	失業率、勞動力參與率、個人消費支出(PCE) 通貨膨脹及平均時薪	12個月	非農就業人數
3	就業	單戶住宅銷售	16個月	初請失業金人數
4	通貨膨脹	小型企業定價計劃	12個月	消費物價指數(CPI)中位數
5	通貨膨脹—商品	零售庫存與銷售比率	12個月	核心商品消費物價指數(CPI)
6	通貨膨脹—服務	ISM調查中的服務價格	9個月	服務業消費物價通脹
7	通貨膨脹—服務	服務業生產物價通脹	9個月	服務業消費物價通脹
8	通貨膨脹—服務	職位空缺	9個月	除住宅外服務業消費物價指數
9	借貸	銀行收緊工商業貸款	9個月	公司債違約
10	借貸	報告信貸標準收緊的受訪者	9個月	銀行借貸
11	建造業	領先經濟指標	18個月	建築業活動
12	利潤	聯邦基金利率、有效公司稅率、 失業率和生產率增長	8個月	整體經濟利潤
13	利潤	經濟活動、商業信心、供應商交貨、工資、通貨膨脹、 周期性GDP	12個月	標準普爾利潤
14	租金	Zillow觀察的租金指數	12個月	租金通脹
15	收入	活躍卡車利用率	6個月	標普營收增長
16	工資	招聘廣告中公布的工資平均增幅	4個月	工資中位數
17	工資	再僱備率代理指標	12個月	工資

資料來源：Alpine Macro、彭博資訊、摩根士丹利、Piper Sandler、Steno Research、Trahan Macro Research、摩根資產管理。2023年4月。

#2: 「水痘派對」以及美國區域性銀行。對此，我沒有太多要說的了。我分別在3月10日和4月10日研究了讓我們走到今天這一步的所有因素，其中包括資產負債表機制以及錯綜複雜的(a)聯儲局的收益率曲線操縱、貨幣擴張和通脹失誤；(b)一些銀行糟糕的資產負債狀況和久期決策；及(c)存戶無視聯邦存款保險公司(FDIC)擔保限制而造成的存款過度集中等因素。

我唯一想補充的一點是：由於「集體責任」規則的存在，現有的大銀行需要共同承擔FDIC在解散倒閉銀行時造成的任何損失；而另一方面，對於大型銀行而言，他們向無法存續的銀行施以援手的另一個原因是存在經濟動機，否則是不會這樣做的。我不確定這樣的「水痘派對」是否阻止危機擴散的好主意，就讓我們拭目以待吧。

未實現證券和貸款損失對資本的影響



資料來源：摩根資產管理，2022年第四季度。所有計算均基於10-K報告

需要明確的是，銀行業過去曾為FDIC造成的巨額損失埋單。2009年，FDIC基於資產減去一級資本而非存款徵收補充費用，旨在將更多的負擔轉嫁給大型銀行。如果FDIC最終要讓大型銀行來為其給予紓困的未投保存戶埋單，則推出某種分級存款保險是有意義的，據此，所有銀行都要為規模較大的商業存款支付更高的擔保費用，並根據未投保存款在其融資中所佔的比例進行相應調整。

<sup>1</sup> 靈感來自《你要前往的地方！》，這是蘇斯博士(Dr. Seuss)於1990年出版的最後一本書



## 「我們能前往的地方！」：關於美元、儲備貨幣和《南華早報》

4月4日，《南華早報》發表了一篇題為《美元統治地位的終結也將宣告美國霸權的隕滅》的文章。對此，我們能做些什麼：我們可以用世界經濟論壇的數據來探討一下關於各國／地新聞自由的問題；該特定出版物隸屬機構的問題；中國加入世界貿易組織後對外匯的干預及對美國製造業工資的影響；經濟合作與發展組織的重商主義措施；及具體評估各國的法治、司法獨立、產權和資本管制，所有這些會影響儲備貨幣地位的因素。

現在並不是探討這類問題的好時候，而且，鑒於我此前已經寫過一些相關話題，我只有在客戶問及的時候才會來談美元儲備貨幣的問題。能夠縱觀大局是很重要，由此能避免因各個國家／地區採用人民幣或其他貨幣進行交易和結算的個別傳聞而過度影響判斷。有關去美元化的討論之聲一直沸沸揚揚，但到目前為止還是「雷聲大雨點小」。

**攤開來說就是，儲備貨幣地位茲事體大。**美國在全球貿易中僅約佔12%，在全球GDP中則約佔25%。然而，美元在外匯、貿易計價、債務發行和外匯儲備投資中的佔比卻要高得多，這就是美元成為公認的世界儲備貨幣的原因。全部美國國債中有大約35%由外國官方和私營部門的投資者所持有；如果這一數字降至20%（歐洲高評級主權債券發行國的平均外國持有佔比<sup>2</sup>），美國的利率可能會大幅上升，以吸收額外的3.6萬億美元的國債供應。接下來，讓我們仔細探討。

### 目錄

i. 外匯、貿易與國際金融 .....	3
ii. 外匯儲備投資 .....	4
iii. 美國制裁對持有美元儲備的意願有何影響？ .....	5
iv. 央行多元化配置而增持黃金又將如何？ .....	6
v. 中國擴大資本賬戶開放的風險 .....	7
vi. 中俄軸心和不結盟國家的行為 .....	8
vii. 威脅儲備貨幣地位和估值過高是兩碼事 .....	8
viii. 央行在新冠疫情期間拋售美國國債又作何解釋？ .....	9
ix. 20世紀美元取代英鎊的歷史中能吸取什麼經驗教訓？ .....	9
x. 總結：美國有大約20年的時間來解決這個問題 .....	10
xi. 附錄及資料來源 .....	11

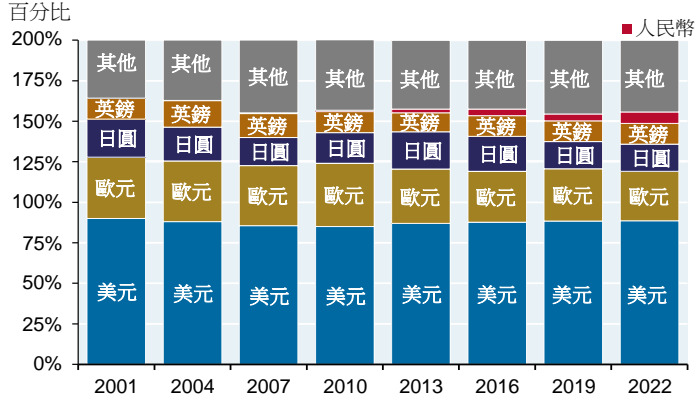
<sup>2</sup> 德國、法國、荷蘭和奧地利是歐元區主要的高評級主權債發行國。這些國家有大約20%的主權債務在歐元體系之外被持有。該數字在歐洲央行疫情緊急買債計劃(Pandemic Emergency Purchase Program)吸收1.7萬億歐元政府債務之前更高（Eichengreen和Gros，2020年）。



## i. 外匯、貿易與國際金融

過去20多年，美元在外匯市場的角色基本沒變；2022年，美元在全部外匯交易的佔比約為89%。也就是說，89%的全球交易中有某一方選擇了以美元進行結算。2022年，美元的日均成交額為6.6萬億美元，較2019年的5.8萬億美元增長14%，與總成交額的變化一致。除主導現貨市場外，美元還主導了85%的外匯遠期和掉期市場。人民幣份額的確有所增長，但體量尚不足以讓柱圖的紅色部分嵌入標籤。

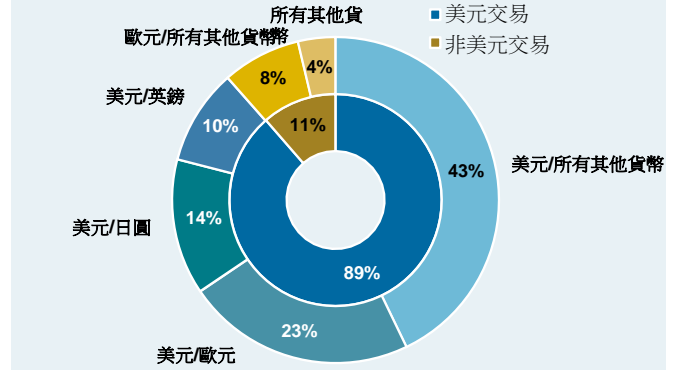
外匯成交額（按幣種）



資料來源：國際清算銀行。2022年4月。

美元仍主導外匯交易

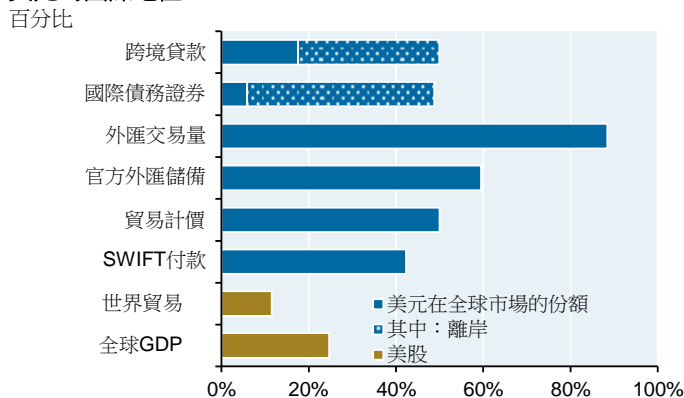
佔全球交易的百分比（按貨幣對劃分）



資料來源：國際清算銀行。2022年4月。

美元在外匯中佔據主導地位的部分原因：美元在貿易和國際金融中被用作匯兌媒介。如下所示，大約一半的跨境貸款和國際債務證券以美元計價。非美國實體作為發行人／借款人的情況在所有全球貸款發行和所有國際債務發行中分別佔65%和88%；這清楚地證明了美元在國際金融領域的主導地位。另外，在所有貿易計價中，約半使用美元，此比例遠高於美元在全球貿易中所佔的12%份額。

美元的國際地位



資料來源：國際清算銀行季度回顧。2022年12月5日。

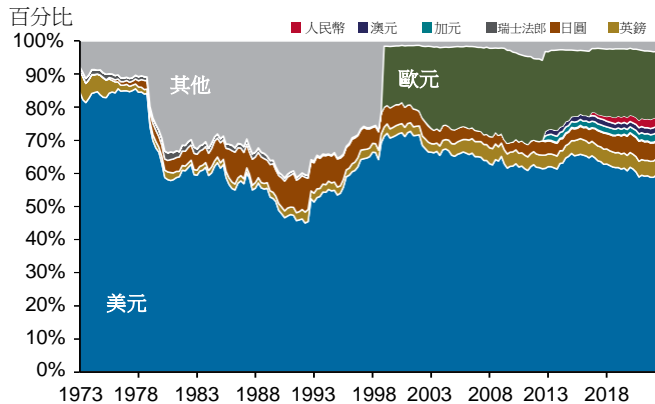


## ii. 外匯儲備投資

美元仍是外匯儲備投資的首選貨幣，佔比約60%。美元佔比自2015年以來已下降約6%，原因是部分央行分散所持貨幣至美元和歐元以外的貨種。然而，這一轉變中的大部分（約75%）是由於增持其他較小經濟體的貨幣：澳元、加元、瑞典克朗和韓元，這也成為了新近的現象。請注意，右圖所示俄羅斯突然拋售美國國債的情況並未在其他地方出現。

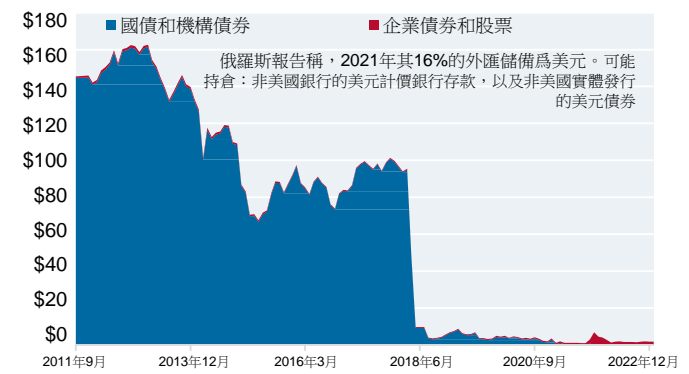
只有25%的轉變是由於增加對人民幣的配置，而其中大部分則是由俄羅斯所推動，該國在全部中國人民幣儲備持有量中佔到三分之一。中國政府債券市場的規模位列全球第三（大於德國、法國和西班牙的總和），而國際貨幣基金組織(IMF)曾在2016年將人民幣納入其「特別提款權貨幣籃子」，為其他央行增加人民幣儲備提供了一些動力；然而至今進展仍然非常緩慢。

在全球外匯儲備所佔份額（按貨幣劃分）



資料來源：國際貨幣基金組織、摩根大通。2022年第四季度。

俄羅斯官方／私人持有的美國證券  
十億美元



資料來源：美國財政部、摩根資產管理。2023年

各國外匯儲備（包括特別提款權但不包括黃金，百萬美元）			
1 中國	3,247,257	6 沙特阿拉伯	452,231
2 日本	1,203,213	7 俄羅斯	446,713
3 瑞士	837,358	8 中國香港	428,999
4 台灣地區	567,114	9 韓國	419,444
5 印度	521,183	10 巴西	332,907
		11 新加坡	289,153
		12 美國	235,949
		13 泰國	210,346
		14 以色列	200,490
		15 墨西哥	198,636
		16 波蘭	155,798
		17 英國	153,635
		18 捷克	139,801
		19 印度尼西亞	135,755
		20 德國	99,735

資料來源：彭博資訊、摩根大通。2023年。所顯示的國家數量(n) = 85%全球儲備

英國《金融時報》最近有一篇文章指出，過去幾年美元儲備以絕對值計算下降了8%，證明美元地位正在走弱<sup>3</sup>。但正如外交關係委員會的布拉德·塞瑟(Brad Setser)<sup>4</sup>所解釋，這種推理有誤，屬於草率的經濟學例證：

- 美元絕對外匯儲備下降所主要反映的是外匯儲備組合隨美國加息和債券價格下跌而產生的估值變化
- 各國央行還隨著美元升值而拋售美元，以維持其持有的英鎊、日圓和歐元等其他貨幣的份額（正常的投資組合再平衡）
- 日本去年拋售500億美元以阻止日圓貶值（並非美元多元化事件）
- 上述引用的IMF數據僅反映了央行的外匯儲備配置情況。美國債務證券的其他主要持有者包括主權財富基金和國有銀行，而該等持有者並無去美元化的跡象

<sup>3</sup> 「美元🙄」，《金融時報》，2023年4月19日

<sup>4</sup> 我非常青睞外交關係委員會的布拉德·塞瑟，他是我獲取關於外匯、央行儲備、國際收支、貿易等各種資訊的主要來源之一。布拉德還曾在美國財政部擔任經濟學家，專注於國際經濟分析



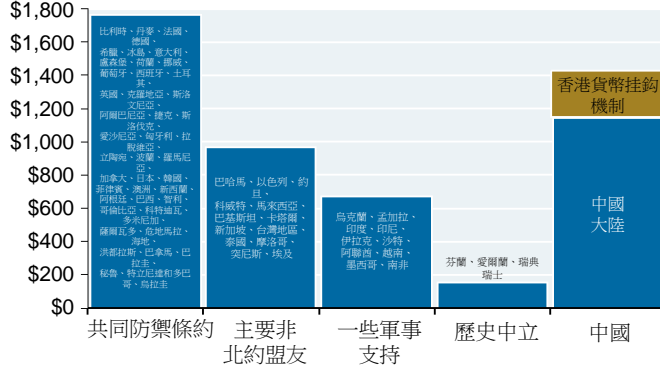
### iii. 美國制裁對持有美元儲備的意願有何影響？

自俄羅斯資產在俄烏衝突爆發後被凍結以來，就有人推測制裁對美元儲備貨幣地位的影響。雖然美國也曾對阿富汗、伊朗、利比亞和委內瑞拉實施制裁，但對俄羅斯制裁的影響範圍更廣，所涉經濟規模更大。然而，美元的儲備貨幣風險或許有所誇大：

- 一些研究發現，地緣政治關係與一國外匯儲備投資之間存在聯繫。這是在20世紀初所觀察到的；而在1960年代到1980年代，美元儲備是完全由依賴美國軍事支持的美國政治盟友所持有。新興經濟體也傾向於以其軍事裝備進口來源的國家所用貨幣作為外匯儲備配置（Iancu等，2020年）
- 當下的情況如何？聯儲局國際金融部門發現，50%-60%的美國「安全美元資產」由一直與美國保持密切聯繫的外國政府所持有（Weiss，2022年10月）。如果包括與美國有軍事合作協議的國家（有資格獲得美國軍事物資的非北約盟國）和中立國（有兩國正在加入北約），此數字則上升至75%。安全美元資產包括美國國債、機構債券和美國金融機構的短期債務。至於多元化所產生的制裁相關益處，則是，因凍結俄羅斯外匯儲備而被凍結的歐元甚至比美元還多
- 中國香港的貨幣與美元掛鈎，因而規定其流動資產中至少有80%須以美元持有（目前其美元資產約佔90%）。同樣地，由於大部分石油銷售以美元計價，**沙特阿拉伯**和**阿聯酋**將本國貨幣與美元掛鈎
- 巴西總統盧拉(Lula)曾對美元的核心作用表示失望，但美元仍佔巴西外匯儲備的80%。巴西持有的人民幣(5.4%)已經超過了歐元(4.8%)，但數額很小
- 中國方面情況如何？中國的銀行在2022年4月告訴中國官員，考慮到中國的外匯儲備規模，將外匯儲備多元化配置到日圓或歐元是「不切實際」的<sup>5</sup>（有關對日本政府債券交易量暴跌的評論，請見附錄）。雖然中國一直減少持有美元，但美元在中國外匯儲備中的佔比大致維持在60%左右（布拉德·塞瑟，外交關係委員會）

外國官方投資者持有的安全美元資產估值

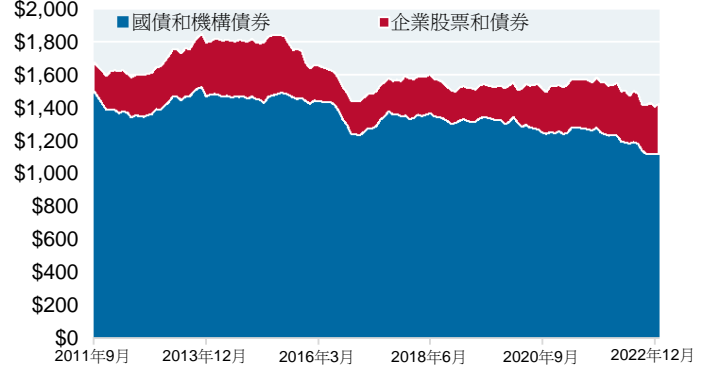
十億美元，2021年12月



資料來源：Weiss（美聯儲）。2022年10月

中國官方／私人持有的美國證券

十億美元



資料來源：美國財政部、摩根資產管理。2023年

三種情況可能會使美元在全球外匯儲備中的佔比降至50%以下：新興經濟體將美元在外匯儲備中所佔份額降至與其美元出口計價持平；中國將其外匯儲備中的美元佔比降低10%，即3,200億美元；以及中國香港放棄與美元掛鈎，剝離1,700億美元的美國國債。在此情況下，美元在全球外匯儲備中的佔比將由目前的60%降至40%-50%（Weiss，2022年10月）。即便如此，美元在全球外匯儲備中的佔比預計仍將是其他任何貨幣的兩倍。

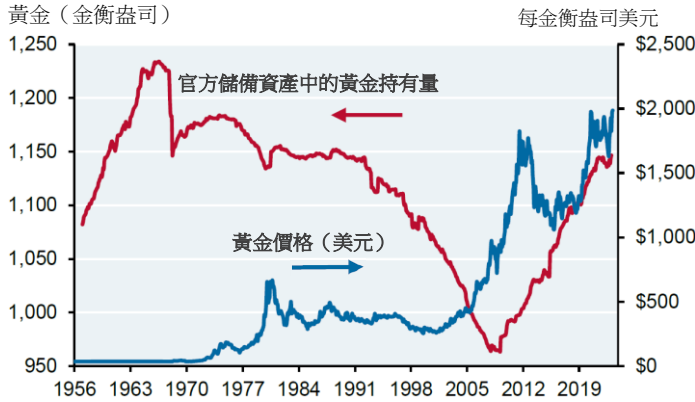
<sup>5</sup> 「中國政府與銀行業會晤，討論保護資產不受美國制裁」(China meets banks to discuss protecting assets from US sanctions)，《金融時報》，2022年4月30日



#### iv. 央行多元化配置而增持黃金又將如何？

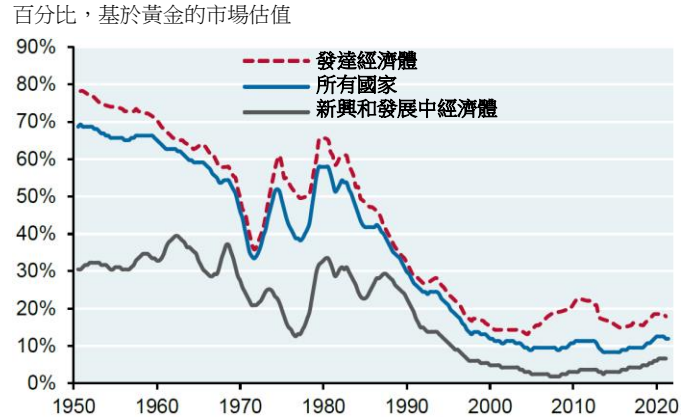
美元多元化可通過增持黃金而不是增持另一種法定貨幣來實現，這是一種自2009年以來就一直存在的趨勢。但如果以佔官方儲備的比例衡量，相比戰後黃金作為主要儲備資產的時代，黃金在過去10年的增幅小得可憐（見第二張圖表）。該表顯示自2015年以來黃金持有量增幅最大的央行。

官方儲備資產中的黃金持有量與黃金價格



資料來源：國際貨幣基金組織、彭博資訊、摩根資產管理。2023年4月。

黃金在官方儲備資產中的份額



資料來源：國際貨幣基金組織、國際金融統計、Eichengreen等。2023年。

部分例子顯示，制裁促使若干經濟體增持黃金：土耳其（於2020年在美國／歐盟制裁後）；巴拉圭（在南方共同市場制裁（2012年）後）；以及白俄羅斯（在俄羅斯制裁（2010年）及美國／歐盟制裁（2006年）後）。但正如上一張圖表所示，制裁（紅色柱圖）在黃金儲備配置中發揮的作用估計微乎其微。三個最主要的解釋因素：與貨幣和財政政策有關的問題（Eichengreen等，2023年）。

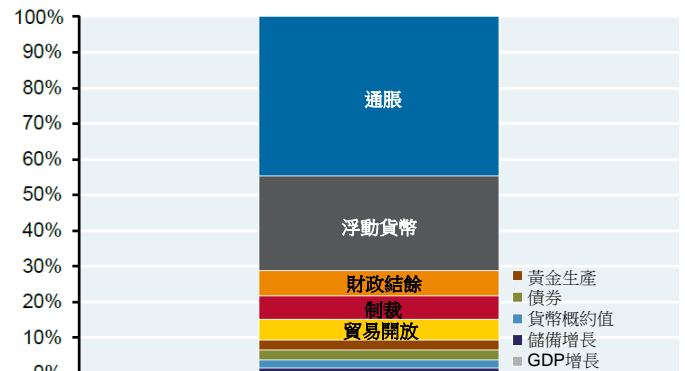
與2015年相比，央行黃金持有量增幅最大

國家／地區	黃金（金衡盎司）	相對於2015年變動（盎司）	相對於2015年變動（%）	黃金佔外匯儲備百分比
俄羅斯	74.8	36.0	48%	25%
中國	66.5	32.6	49%	4%
土耳其	24.5	7.9	32%	39%
印度	25.4	7.5	29%	9%
波蘭	7.4	4.0	55%	9%
泰國	7.9	3.0	38%	7%
日本	27.2	2.6	10%	4%
新加坡	6.6	2.5	38%	4%

資料來源：國際貨幣基金組織、彭博資訊、摩根資產管理。2023年

發展中經濟體黃金份額的決定因素

回歸分析的決定性份額



資料來源：Eichengreen等。2023年。

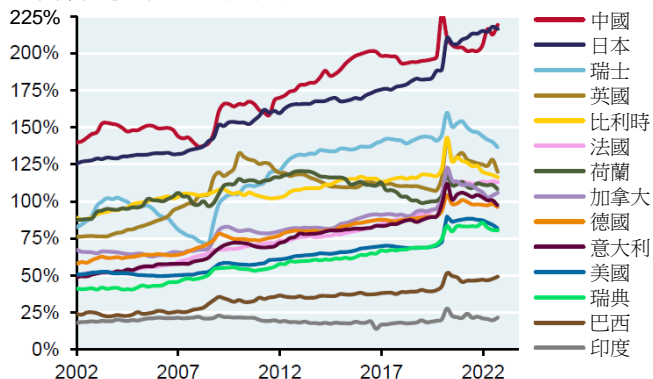
加密貨幣情況如何？迄今為止，除薩爾瓦多（比特幣佔2%）外，並無其他央行增持加密貨幣，儘管研究認為比特幣可作為黃金的補充，以事先防範制裁風險（Ferranti，2023年）。至於央行的數碼貨幣，它們只是以數碼形式呈現法定貨幣風險。也就是說，這些貨幣是基於對所發行央行的充分信任和信用所支持。因此，與單純持有以B國貨幣計價的資產（無論是政府債券還是離岸銀行存款）相比，A國購買B國的央行數碼貨幣並不會提升多元化效益。同樣的邏輯也適用於由金融資產直接或間接支持的穩定幣。



## v. 中國擴大資本賬戶開放的風險

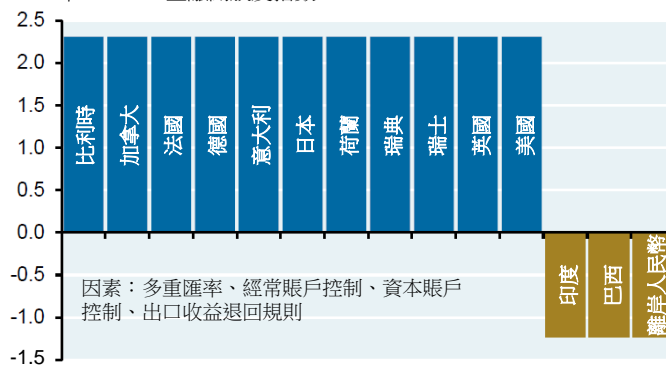
如果中國希望看到各國／地增加人民幣的多元化配置，則可能須放寬對居民資本流出的限制。這最終可能會激勵非中國實體發行以人民幣計價的債券，並產生與美元和歐元市場相同的深度和流動性。但完全可兌換的人民幣顯然與中國的政策不一致。**中國的貨幣供應量非常高；資本賬戶管制措施的存在使得境內市場得以維持較低的波動性。**中國正在安排互換額度和貨幣清算機制，但並未朝著完全可兌換貨幣的方向邁進。如右圖所示，Chinn-Ito金融開放度指數是一項衡量資本賬戶開放程度的指標。

如果情況發生的話，中國的流動性會流失多少？  
M2貨幣供應量佔GDP的百分比



資料來源：Haver Analytics、摩根資產管理。2022年第四季度。

中國人民幣：開放與封閉的案例  
2020年Chinn-Ito金融開放度指數

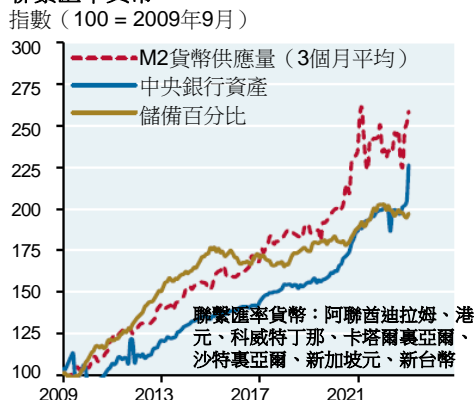


資料來源：Chinn & Ito (2006年)，「金融發展的重要因素是什麼？資本管制、制度和互動」。數據更新日期截至：2022年10月4日。

我在新加坡的同事吳安瀾(Alex Wolf)做了一些分析，更能說明中國在人民幣方面面臨的挑戰。中國通過世界上最大規模的貨幣擴張之一實現高增長目標：中國國內銀行資產已達全球GDP的55%。然而，這或許只能通過資本賬戶封閉來維持。以下就是提出這一觀點的理據：**無論是從固定的貨幣掛鉤機制還是浮動匯率機制著眼，外匯儲備、央行資產和貨幣供應都應大致匹配。**掛鉤貨幣需要貨幣紀律，而浮動貨幣在國內貨幣供應量與外匯儲備相距甚遠時進行調整。附錄以阿根廷情況為例，說明當貨幣供應與央行資產／儲備偏離太遠時，貨幣貶值是如何發生的。

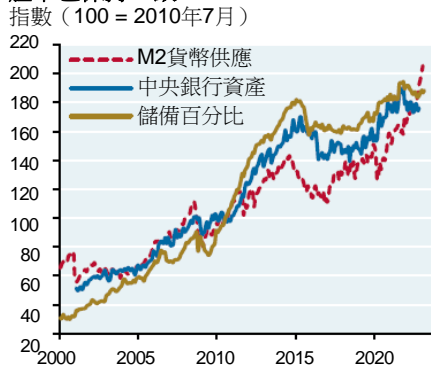
如您所見，中國的情況完全不同：它的貨幣供應、外匯儲備和央行資產之間存在巨大的脫節。這可能只有在資本賬戶持續封閉的情況下才能持續，而這似乎與儲備貨幣地位不符。

聯繫匯率貨幣



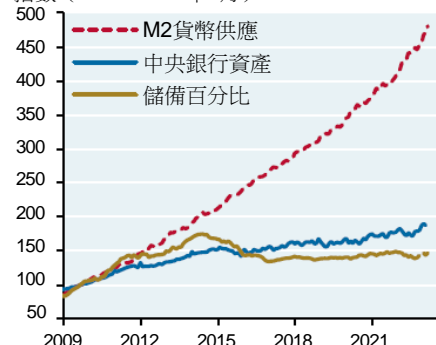
資料來源：彭博資訊、摩根資產管理。2023年2月。

墨西哥：貨幣政策和貨幣在自由浮動經濟體中也保持一致



資料來源：彭博資訊、摩根資產管理。2023年3月。

指數 (100 = 2009年9月)



資料來源：彭博資訊、摩根資產管理。2023年3月。



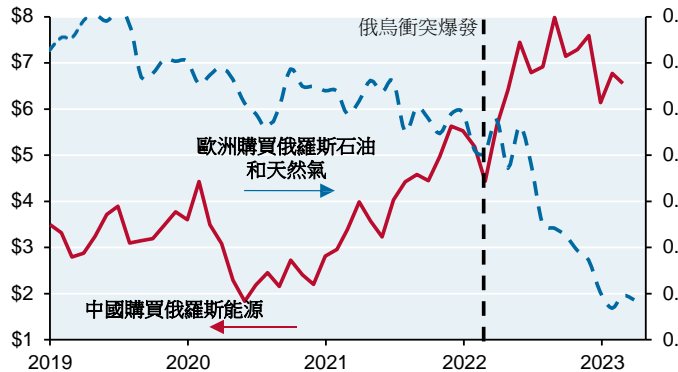
## vi. 中俄軸心和不結盟國家的行為

隨著中俄軸心鞏固，觀察不結盟國家的行為將變得重要。去美元化的苗頭確實存在：我們正在監測沙特和中國的石油流動，其中一些可能很快會以人民幣計價；印度購買俄羅斯石油已經以阿聯酋迪拉姆計價；西伯利亞電力2號天然氣從俄羅斯輸往中國，目前正處於談判當中（西伯利亞電力1號的輸送以歐元計價）；以及中國從巴西購買鐵礦石，可能在將來某天會以人民幣結算。但數額很重要，目前尚不清楚這些流動在宏觀層面的重要影響。

已經顯而易見的是：中國與其他央行安排了人民幣**3.7萬億元（5,500億美元）**的互換額度。這是中國成為新的「最後貸款人」策略的一部分，類似於二戰後的美國。最後貸款人的角色鞏固了當時的美元主導地位，而且發生在美國市場自由化之前。中國的海外貸款和經濟援助主要流向中國的「一帶一路」倡議國家，而在過去10年，這些貸款約為IMF貸款的20%（Horn等，2023年）。

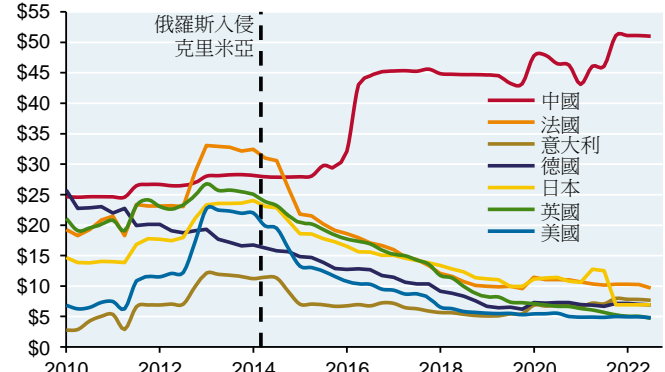
土耳其、中國、印度和其他國家不參與俄羅斯石油禁運的決定又將產生什麼影響？如果沒有俄羅斯的生產，油價可能會飆升至200美元；因此，有報道稱西方希望俄羅斯繼續生產石油。這些國家以30美元左右的折扣購買俄羅斯原油，符合西方減少俄羅斯資本流入的目標，也符合他們自身的經濟利益。

中國與歐洲購買俄羅斯能源規模比較  
十億美元



資料來源：能源與清潔空氣研究中心、美國能源信息署、中國海關總署、彭博資訊、摩根資產管理。2023年3月。

對俄跨境銀團貸款  
十億美元



資料來源：國際清算銀行。2022年第三季度。

## vii. 威脅儲備貨幣地位和估值過高是兩碼事

雖然美元的儲備貨幣地位可能不會馬上受到來自四面八方的影響，但這並不意味著美元沒有進一步下跌的空間。下圖顯示美元最近從30年來高位回落的過程。因此，大量經濟結果可能會繼續壓低美元；只是不要把宏觀經濟問題與儲備貨幣問題混為一談。

摩根大通美國實際廣義有效匯率指數  
基於消費物價指數，指數(100 = 2010年)



資料來源：摩根資產管理。2023年第一季度。

### 關於匯率預測

雖然美元似乎可能回到2015-2019年的水平，但匯率預測往往是徒勞的。很多分析匯率模型的學者得出結論認為名義匯率幾乎是不可預測的；2023年一項宏觀經濟模型研究發現，它們在預測匯率方面並不比隨機游走方法高明多少（Engel和Wu，2023年）。





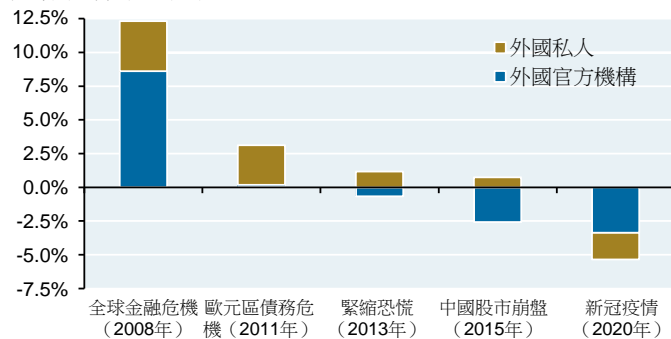
### viii. 央行在新冠疫情期間拋售美國國債又作何解釋？

在金融危機期間，外國官方投資者淨買入美國國債，而在新冠疫情期間淨賣出美國國債。然而，2013年聯儲局縮表恐慌和2015年中國股市崩盤期間同樣發生淨賣出，而就此而言，2020年的拋售並非個例。根據聯儲局的說法，2020年美國國債拋售增加的原因是：(a)外國註冊對沖基金解除美國國債基差交易；及(b)共同基金流出，促使拋售美國國債以滿足贖回。在2008年期間，這兩個渠道並沒有那麼重要，因為美國國債現金期貨基差交易僅在2018年大幅增長，而且共同基金持有的美國國債在金融危機後才大幅增加（Vissing-Jorgensen，2021年）。

如右圖所示，與以往的情況相似，在新冠疫情後，外國對美國國債的購買有所反彈（Weiss，2022年1月）。換言之，幾乎沒有證據表明，儲備貨幣地位因新冠疫情期間發生的情況而產生變化。

危機時外國淨購買美國國債

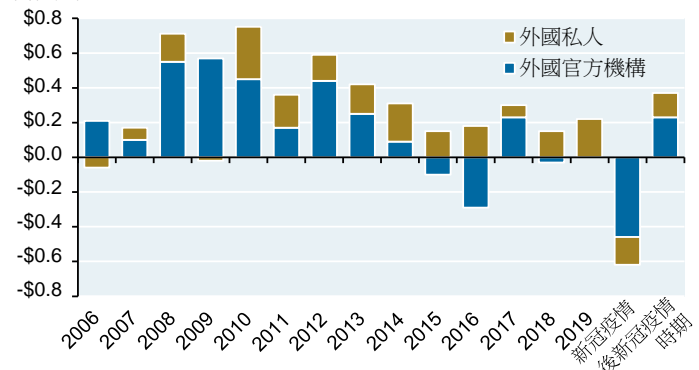
佔外國總持有量的百分比



資料來源：美國聯邦儲備委員會金融與經濟討論系列 (FEDS) 說明。2022年1月。

按年份／類型列示的外國國債淨購買量

萬億美元



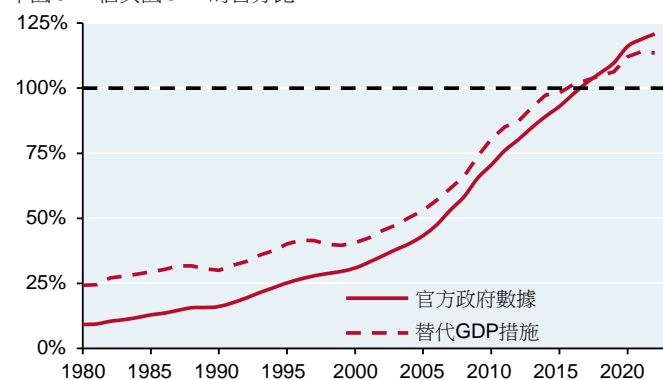
資料來源：美國聯邦儲備委員會金融與經濟討論系列 (FEDS) 說明。2022年1月。

### ix. 20世紀美元取代英鎊的歷史中能吸取什麼經驗教訓？

關於中國經濟規模如何超過美國的討論有很多。過去100年，中國的崛起令人矚目，其人均GDP增幅居世界之首（見附錄）。但儲備貨幣的地位比規模更重要，比如市場深度、流動性、違約解決的清晰度、完善房地產權益的能力等。如圖二所示，在美元取代英鎊成為世界儲備貨幣時，美國的經濟規模至少是英國的3.5倍，即使根據Eichengreen等人（2012年）的研究，將1920年代末作為過渡點，情況也是如此。按照1945年的標準歷史過渡日期計算，當英鎊兌美元匯率發生轉換時，美國的經濟規模是英國的4.7倍。

目前中國經濟規模比美國大

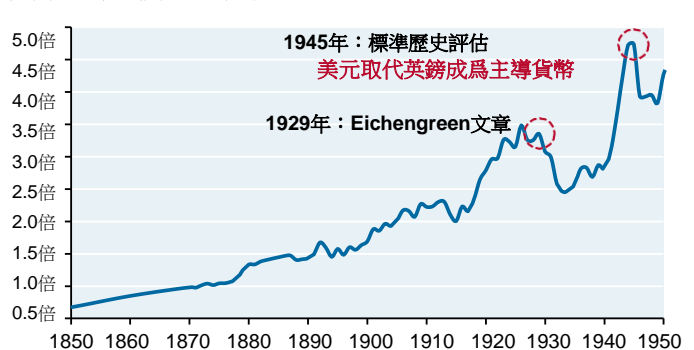
中國GDP佔美國GDP的百分比



資料來源：世界大型企業聯合會、摩根資產管理。2022年。

當美元取代英鎊成為世界儲備貨幣時，美國經濟規模比英國的大3.5至5倍

美國GDP佔英國GDP的百分比



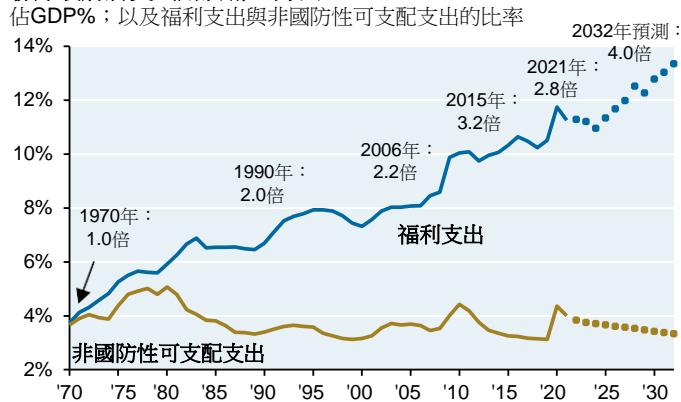
資料來源：世界大型企業聯合會、Angus Maddison項目、摩根資產管理。2022年。



## x. 總結：美國有大約20年的時間來解決這個問題

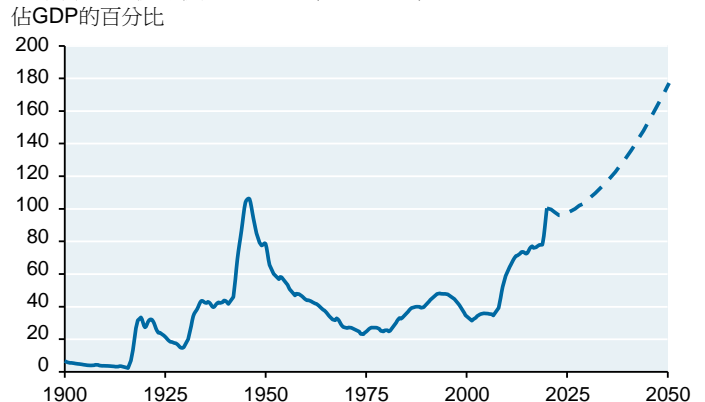
我並沒有無視美國面臨的長期財政問題<sup>6</sup>，且經常著墨有關議題，寫成「人見人恨的圖表」系列，如下面的第一張圖表。提醒一下，人人都討厭這張圖表，因為它強調了影響長期生產力的非國防性可支配支出<sup>7</sup>是何以被無人知道如何控制的福利支出所排擠，而國會預算辦公室預計，到2050年，福利支出最終將使美國聯邦債務在GDP中的佔比增加一倍。甚至還提到此問題依然是美國政治的第三條軌道<sup>8</sup>。

### 聯邦政府將支出用於哪些方面？



資料來源：國會預算辦公室、摩根資產管理。2022年5月。虛線為國會預算辦公室預測。

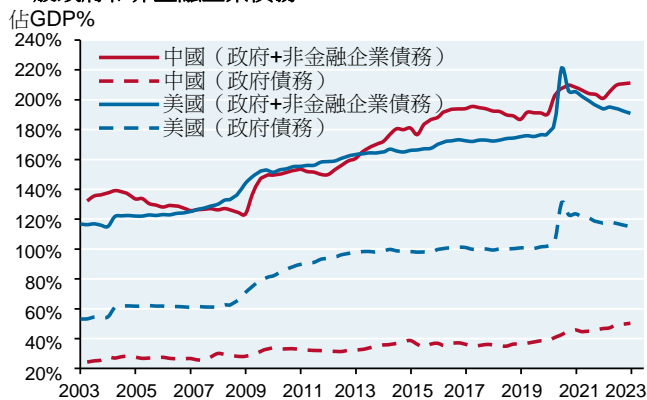
### 公眾持有的聯邦債務，1900年至2050年



資料來源：「2022年長期預算展望」(The 2022 Long-Term Budget Outlook)，國會預算辦公室。2022年7月

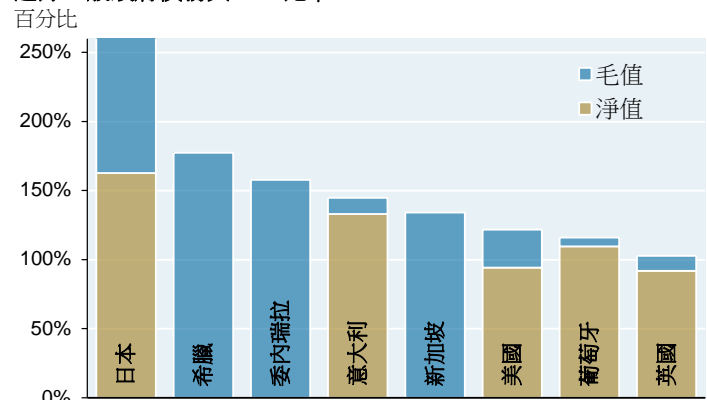
在我看來，在人民幣成為儲備貨幣的持續威脅出現之前，美國還有大約20年的時間來解決問題，尤其是中國自身還有亟待解決的債務問題。中國的債務已在私營企業積累，某些企業部門與政府的牽扯也越來越多。當美國的債務比率轉向升至希臘／日本／委內瑞拉的水平時，美元作為儲備貨幣的地位或會如人們預料已久般衰落。

### 一般政府和非金融企業債務



資料來源：萬得、CNBS、美聯儲。2022年第四季度。

### 選錄一般政府債務與GDP比率



資料來源：國際貨幣基金組織、摩根資產管理。2022年。淨債務不適用於德國、委內瑞拉、新加坡

岑博智(Michael Cembalest)，摩根資產管理

<sup>6</sup> 我認為債務上限之爭更有可能導致格拉姆-魯德曼-霍林斯式的削減政府支出協議，而不是違約，因此我認為債務上限目前不會對美元構成風險

<sup>7</sup> 非國防性可自由支配支出的例子：交通基礎設施、空中交通管制、武器工程兵團、科學／能源、減少污染、教育／培訓、執法、司法、疫苗開發、食品及藥物管理局、生物恐怖主義等。

<sup>8</sup> 摘自《紐約時報》，2023年2月17日：「由於共和黨放棄削減福利，里克·斯科特將社會保障從計劃中刪除。這位佛羅裏達州共和黨人在受到兩黨的批評後改變了立場，表明共和黨已經完全放棄了改革國家福利計劃的呼籲」

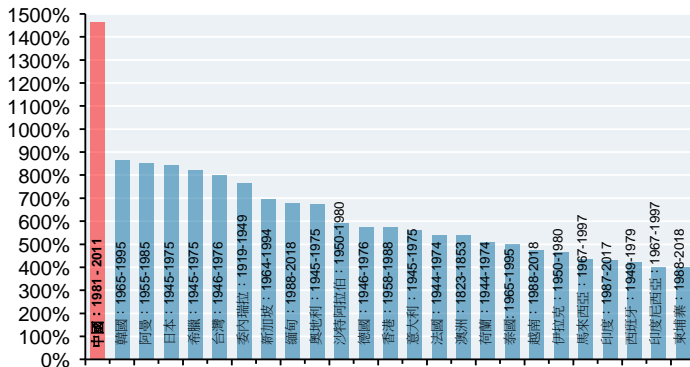


## xi. 附錄及資料來源

第一張圖表顯示過去100年人均GDP增幅最大的國家；迄今為止，中國排名第一。第二張圖表顯示，每當阿根廷貨幣供應量相對於央行資產／儲備增長過快時，貨幣最終都會崩潰。自2000年以來，已經發生了5次這樣的事件（！！）。

### 中國經濟轉型的大背景

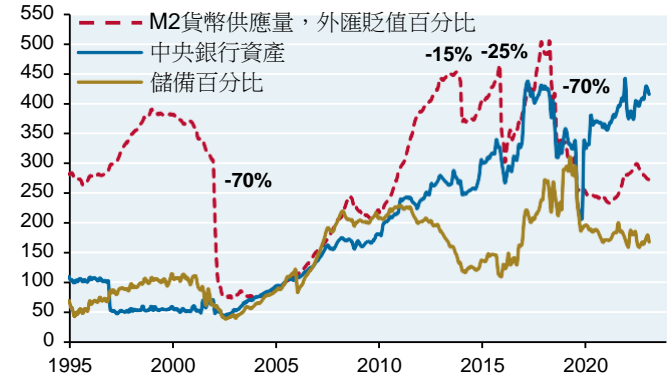
按國家／地區劃分的實際人均GDP 30年來最大增幅



資料來源：世界大型企業聯合會、格羅寧根大學、摩根資產管理。2021年。

### 阿根廷

指數（100 = 2005年6月）



資料來源：彭博資訊、摩根資產管理。2023年2月。註：阿根廷披索兌美元貶值百分比。

日本政府債券交易員：居家辦公完全沒問題。據《華爾街日報》報道，日本政府債券的交易量曾經暴跌。去年10月，已發行10年期日本政府債券連續4天沒有交易，為1999年以來的首次。原因是：日本央行將10年期日本政府債券收益率的上限設為0.25%，而當時的30年期日本政府債券收益率達到1.475%，從而讓交易員無事可做。日本政府債券交易的崩塌始於若干年前，當時10年期利率上限為0%。2016年某一時點，美國5-10年期政府債券的平均日交易量為1,120億美元，而日本則為1.72億美元。

### 資料來源

Arslanalp、Eichengreen和Simpson-Bell。「美元統治地位的隱形侵蝕：積極多元化與非傳統儲備貨幣的崛起」(The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies)，IMF工作文件，2022年

Arslanalp、Eichengreen和Simpson-Bell。「黃金成為國際儲備：不再是野蠻的遺迹？」(Gold as International Reserves: A Barbarous Relic No More?)，國際貨幣基金組織工作文件，2023年1月

Eichengreen和Gros。「後疫情時代的全球貨幣秩序：歐元的風險與機遇」(“Post-COVID-19 Global Currency Order: Risks and Opportunities for the Euro)，歐洲議會經濟委員會，2020年9月

Eichengreen、Chitu和Mehl。「美元何時取代英鎊成為領先的國際貨幣？來自債券市場的證據」(When did the US Dollar overtake Sterling as the leading international currency? Evidence from the bond markets) NBER工作文件，2012年

Engel和Wu。「預測21世紀的美元」(Forecasting the US dollar in the 21<sup>st</sup> century)，《國際經濟學雜誌》，2023年1月

Ferranti、Matthew。「對沖制裁風險：央行儲備中的加密貨幣」(Hedging Sanctions Risk: Cryptocurrency in Central Bank Reserves)，哈佛大學，2023年1月

Horn、Parks、Reinhart和Trebesch。「中國成為國際最後貸款人」(China as an International Lender of Last Resort)，NBER，2023年4月

Iancu、Anderson、Ando、Boswell、Gamba、Haboyan、Lusinyan、Meads和Wu。「國際貨幣體系演變中的儲備貨幣」(Reserve Currencies in an Evolving International Monetary System)，IMF部門文件，2020年

Vissing-Jorgensen、Annette。「2020年春季的國債市場和聯儲局的反應」(The Treasury Market in Spring 2020 and the Response of the Federal Reserve)，《貨幣經濟學雜誌》，2021年4月

Weiss、Colin。「疫情期間美國國債的海外需求」(Foreign Demand for US Treasury Securities during the Pandemic)，《金融及財經討論系列報告》(FEDS Notes)，聯邦儲備系統理事會，2022年1月



Weiss、Colin。「地緣政治和美元作為儲備貨幣的未來」(Geopolitics and the US Dollar's Future as a Reserve Currency)，國際金融討論文件，聯邦儲備委員會，2022年10月

## 放眼市場檔案，2023年

### [「美式哥特主義」](#)

2023年1月24日

若聯邦債務問題無法解決，「西哥特人」可能會繞過制度尋求解決方案

### [冬季供暖](#)

2023年2月21日

大型語言模型之爭拉開帷幕：展望未來的網絡搜索、傳統智慧機器、太空中的幻覺熊、一些早期應用的成功，以及在真正的智能領域它們離人類還有多遠。

### [矽谷銀行倒閉](#)

2023年3月10日

其中有一件事與別不同，那就是矽谷銀行。

### [年度能源報告第13期](#)

2023年3月28日

可再生能源正在逐步發展，但並不總是以人們理想中的方式推進。今年的主題包括清潔能源投資增長和新能源法案的影響、電網脫碳速度趕超電氣化、石油需求長期前景、風能及太陽能平準化成本概念的缺陷、對關鍵礦物的爭奪、儲能和熱泵的經濟性不斷改善、能源傳輸困局、城市垃圾產生的能源、碳匯、中俄能源夥伴關係、甲烷追蹤和一些其他值得關注的未來能源觀點。

### [科學怪人](#)

2023年4月10日

銀行系統存款和聯儲局貨幣試驗的意外後果；商業房地產、區域銀行和新冠疫情入駐率衝擊；瑞士信貸或有資本證券的覆滅；市場和經濟的最新進展；以及三藩市的最新情況，三藩市在新冠肺炎疫情後的復甦是北美主要城市中最弱的



## 重要資訊

本報告對來自大通信用卡及借記卡交易的經挑選資訊採用非常嚴格的安全協議，藉此確保所有資訊保密及安全。所有經挑選資訊經過高度整合，全部獨家可識別資訊（包括姓名、賬戶號碼、地址、出生日期及社保號碼），在本報告作者收到有關資訊之前已經全部移除。本報告資訊並不代表大通信用卡及借記卡持有人整體數量。

本文件表達的觀點、意見及預測，均為岑博智先生按目前市場狀況作出的判斷；如有更改，恕不另行通知，且可能與摩根大通的其他領域所表達的觀點、意見及預測不同。本文件不構成亦不應視為摩根大通研究報告看待。

本報告所載觀點不擬作為在任何司法管轄區內買賣任何投資的建議或推薦意見，亦不擬作為摩根大通或其任何附屬公司就參與本報告所述任何交易而作出的承諾。本報告載列的任何預測、資料、意見或投資技巧及策略乃根據若干假設按目前市場狀況而作出，僅供說明用途，如有更改，恕不另行通知。本報告載列的全部資訊於編製當時均被視為準確。本文件並無載列足夠資料以支持任何投資決策，您不應據此依賴作為評估任何證券或產品投資的好處。此外，本報告使用者須自行就有關法律、監管、稅務、信貸及會計影響作出獨立評估，並且必須與其自身的專家顧問一同決定本報告所述任何投資是否相信適合其個人目標需要。進行任何投資決定前，投資者必須確保自己已取得所有可供獲取的相關資訊。投資者務須注意，投資涉及風險，投資價值及所得回報可能取決於市場狀況及稅務協定而波動，投資者不一定可全數取回投資本金。過去表現及收益率並非目前及未來業績表現的可靠指標。

本報告所述非關聯實體僅供說明用途，不應詮釋為已獲摩根大通公司或其關聯公司認可或保薦。

## 就摩根資產管理客戶而言：

「摩根資產管理」是摩根大通及其全球關聯公司從事資產管理業務的品牌名稱。在適用法例所容許的範圍內，我們可進行電話錄音及監察電子通訊記錄，藉以遵從我們的法律及監管規例和內部政策。摩根資產管理將會根據我們的隱私政策收集、儲存及處理個人資料（詳情可瀏覽：

<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>）。

### 可訪問性

僅適用於美國：如果您是殘障人士並需取得額外支持以查閱本文件，請致電我們尋求協助（電話：1-800-343-1113）。

本通訊文件由下列實體發行：

在美國，由摩根大通投資管理有限責任公司(J.P. Morgan Investment Management Inc.)或摩根大通另類資產管理有限責任公司(J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc.)發行，兩家公司均須受美國證券交易委員會監管；在拉美，由當地摩根大通實體（視情況而定）發行並僅供指定收件人使用；在加拿大，由摩根資產管理（加拿大）有限責任公司(JPMorgan Asset Management (Canada) Inc.)發行並僅供機構客戶使用，該公司乃加拿大所有省份及地區的已註冊投資組合經理及獲豁免市場交易商（除了育空），同時也是卑詩省、安大略省、魁北克省以及紐芬蘭和拉布拉多等地的已註冊投資基金經理。在英國，由摩根資產管理（英國）有限公司(JPMorgan Asset Management (UK) Limited)發行，該公司須受英國金融行為監管局授權及監管；在其他歐洲司法管轄區，由摩根資產管理（歐洲）有限責任公司(JPMorgan Asset Management (Europe) S.a r.l.)發行。在亞太地區，由以下發行實體在其主要受監管的司法管轄區內發行：摩根資產管理（亞太）有限公司(JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited)，或摩根基金（亞洲）有限公司(JPMorgan Funds (Asia) Limited)，或摩根實物資產管理（亞洲）有限公司(JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited)發行，各自均受香港證券及期貨事務監察委員會監管；摩根資產管理（新加坡）有限公司(JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited)（公司註冊編號：197601586K），本廣告或公告未經新加坡金融管理局審閱；摩根證券投資信託股份有限公司(Jpmorgan Asset Management (Taiwan) Limited)；摩根資產管理（日本）有限公司(JPMorgan Asset Management (Japan) Limited)，該公司乃日本投資信託協會(Investment Trusts Association of Japan)、日本投資顧問協會、第二類金融工具商同業公會及日本證券業協會的成員，須受日本金融管理局監管（註冊編號：330(Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firm)）；在澳大利亞，由摩根資產（澳大利亞）有限公司(JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) AFSL牌照號碼：376919)，僅供按照公司法第2001第761A條及第761G條（《公司法》）賦予的定義的「批發客戶」發行。在亞太所有其他市場，則僅向指定收件人發行。

## 就摩根大通私人銀行客戶而言：

### 可訪問性

摩根大通一直致力於為所有客戶提供符合其金融服務需要的產品及服務。如有任何關於產品及服務方面的問題，請致電摩根大通私人銀行客戶服務中心與我們直接聯繫（電話：1-866-265-1727）。

## 法律實體、品牌及監管資訊

在美國，銀行存款賬戶及相關服務（例如支票、儲蓄及銀行貸款）乃由**摩根大通銀行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**提供。摩根大通銀行是美國聯邦存款保險公司的成員。

在美國，投資產品（可能包括銀行管理賬戶及託管）乃由**摩根大通銀行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**及其關聯公司（合稱「**摩根大通銀行**」）作為其一部分信託及委託服務而提供。其他投資產品及服務（例如證券經紀及諮詢賬戶）乃由**摩根大通證券(J.P. Morgan Securities LLC)**（「**摩根大通證券**」）提供。摩根大通證券是**金融業監管局**和**證券投資者保護公司**的成員。年金是透過 Chase Insurance Agency, Inc（「**CIA**」）支付。CIA 乃一家持牌保險機構，以 Chase Insurance Agency Services, Inc. 的名稱在佛羅里達州經營業務。摩根大通銀行、摩根大通證券及 CIA 均為受 JPMorgan Chase & Co. 共同控制的關聯公司。產品不一定於美國所有州份提供。

在**德國**，本文件由**摩根大通有限責任公司(J.P. Morgan SE)**發行，其註冊辦事處位於 Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Germany am Main，已獲德國聯邦金融監管局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht，簡稱為「**BaFin**」）授權，並由 BaFin、德國中央銀行（Deutsche Bundesbank）和歐洲中央銀行共同監管。在**盧森堡**，本文件由**摩根大通有限責任公司盧森堡分行**發行，其註冊辦事處位於 European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司盧森堡分行同時須受盧森堡金融監管委員會（CSSF）監管，註冊編號為 R.C.S Luxembourg B255938。在**英國**，本文件由**摩根大通有限責任公司倫敦分行**發行，其註冊辦事處位於 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司倫敦分行同時須受英國金融市場行為監管局以及英國審慎監管局監管。在**西班牙**，本文件由**摩根大通有限責任公司 Sucursal en España（馬德里分行）**分派，其註冊辦事處位於 Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司馬德里分行同時須受西班牙國家證券市場委員會（Comisión Nacional de Valores，簡稱為「**CNMV**」）監管，並已於西班牙銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊，註冊編號為 1567。在**意大利**，本文件由**摩根大通有限責任公司米蘭分行**分派，其註冊辦事處位於 Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy，已獲德國聯邦金融監管局（BaFin）授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司米蘭分行同時須受意大利央行及意大利全國公司和證券交易所監管委員會（Commissione Nazionale per le Società e la Borsa，簡稱為「**CONSOB**」）監管，並已於意大利銀行行政註冊處以摩根大通有限責任公司分行的名義登記註冊。



冊，註冊編號為 8076，其米蘭商會註冊編號為 REA MI 2536325。在荷蘭，本文件由**摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行**分派，其註冊辦事處位於 World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, The Netherlands。摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司阿姆斯特丹分行同時須受荷蘭銀行 (DNB) 和荷蘭金融市場監管局 (AFM) 監管，並於荷蘭商會以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記，其註冊編號為 72610220。在丹麥，本文件是由**摩根大通有限責任公司哥本哈根分行** (即德國摩根大通有限責任公司聯屬公司) 分派，其註冊辦事處位於 Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark，已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司哥本哈根分行 (即德國摩根大通有限責任公司聯屬公司) 同時須受丹麥金融監管局 (Finanstilsynet) 監管，並於丹麥金融監管局以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記，編號為 29010。在瑞典，本文件由**摩根大通有限責任公司斯德哥爾摩分行** 分派，其註冊辦事處位於 Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden，已獲德國聯邦金融監管局 (BaFin) 授權，並由 BaFin、德國中央銀行和歐洲中央銀行共同監管。摩根大通有限責任公司哥本哈根分行同時須受瑞典金融監管局 (Finansinspektionen) 監管，並於瑞典金融監管局以摩根大通有限責任公司分行的名義註冊登記。在法國，本文件由**摩根大通銀行巴黎分行** 分派，其註冊辦事處位於 14, Place Vendôme, Paris 75001, France，在巴黎商業法院註冊處註冊編號為 712 041 334，已獲法國銀行業監察委員會 (Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)) 批准，並受 ACPR 及法國金融市場管理局 (Autorité des Marchés Financiers) 監管。在瑞士，本文件由 **J.P. Morgan (Suisse) S.A.** 分派，其註冊辦事處位於 rue du Rhône, 35, 1204, Geneva, Switzerland，作為瑞士一家銀行及證券交易商，在瑞士由瑞士金融市場監督管理局 (FINMA) 授權並受其監管。

就金融工具市場指令 (MIFID II) 和瑞士金融服務法 (FINSA) 而言，本通訊屬廣告性質。除非基於任何適用法律文件中包含的信息，這些文件目前或應在相關司法管轄權區內提供 (按照要求)，否則投資者不應認購或購買本廣告中提及的任何金融工具。

在香港，本文件由**摩根大通銀行香港分行** 分派，摩根大通銀行香港分行受香港金融管理局及香港證監會監管。在香港，若您提出要求，我們將會在不收取您任何費用的情況下停止使用您的個人資料以作我們的營銷用途。在新加坡，本文件由**摩根大通銀行新加坡分行** 分派。摩根大通銀行新加坡分行受新加坡金融管理局監管。交易及諮詢服務及全權委託投資管理服務由 (通知您的) 摩根大通銀行香港分行 / 新加坡分行向您提供。銀行及託管服務由摩根大通銀行新加坡分行向您提供。本文件的內容未經香港或新加坡或任何其他法律管轄區的任何監管機構審閱。建議您審慎對待本文件。假如您對本文件的內容有任何疑問，請必須尋求獨立的專業人士意見。對於構成《證券及期貨法》及《財務顧問法》項下產品廣告的材料而言，本營銷廣告未經新加坡金融管理局審閱。摩根大通銀行 (JPMorgan Chase Bank, N.A.) 是依據美國法律特許成立的全國性銀行組織；作為一家法人實體，其股東責任有限。

關於拉美國家，本文件的分派可能會在特定法律管轄區受到限制。我們可能會向您提供和/或銷售未按照您祖國的證券或其他金融監管法律登記註冊、並非公開發行的證券或其他金融工具。該等證券或工具僅在私下向您提供和/或銷售。我們就該等證券或工具與您進行的任何溝通，包括但不限於交付發售說明書、投資條款協議或其他發行文件，在任何法律管轄區內對之發出銷售或購買任何證券或工具要約或邀約為非法的情況下，我們無意在該等法律管轄區內發出該等要約或邀約。此外，您其後對該等證券或工具的轉讓可能會受到特定監管法例和/或契約限制，且您需全權自行負責確定和遵守該等限制。就本文件提及的任何基金而言，基金的有價證券若未依照相關法律管轄區的法律進行註冊登記，則基金不得在任何拉美國家公開發行。任何證券 (包括本基金股份) 在巴西證券及交易委員會 CVM 進行註冊登記前，均一概不得進行公開發售。本文件載列的部分產品或服務目前不一定可於巴西及墨西哥平台上提供。

應收件人要求及為收件人之便，本文件收件人可能已同時獲提供其他語言版本。儘管我們提供其他語言文件，但收件人已再確認有足夠能力閱讀及理解英文，且其他語言文件的使用乃出於收件人的要求以作參考之用。若英文版本及翻譯版本有任何歧義，包括但不限於釋義、含意或詮釋，概以英文版本為準。

「摩根大通」是指摩根大通及其全球附屬公司和聯屬公司。「摩根大通私人銀行」是摩根大通從事私人銀行業務的品牌名稱。本文件僅供您個人使用，未經摩根大通的允許不得分發給任何其他人士，且任何其他人士均不得使用，分派或複製本文件的內容供作非個人用途。如您有任何疑問或欲收取這些通訊或任何其他營銷資料，請與您的摩根大通團隊聯絡。

© 2023 年。摩根大通。版權所有。

在澳大利亞，摩根大通銀行 (ABN 43 074 112 011/AFS 牌照號碼：238367) 須受澳大利亞證券及投資委員會以及澳大利亞審慎監管局監管。摩根大通銀行於澳大利亞提供的資料僅供「批發客戶」。就本段的目的而言，「批發客戶」的涵義須按照公司法第 2001 (C) 第 761G 條 (《公司法》) 賦予的定義。如您目前或日後任何時間不再為批發客戶，請立即通知摩根大通。

摩根大通證券是一家在美國特拉華州註冊成立的外國公司 (海外公司) (ARBN 109293610)。根據澳大利亞金融服務牌照規定，在澳大利亞從事金融服務的金融服務供應商 (如摩根大通證券) 須持有澳大利亞金融服務牌照，除非已獲得豁免。根據公司法 2001 (C) (《公司法》)，**摩根大通證券已獲豁免就提供給您的金融服務持有澳大利亞金融服務牌照，且根據美國法律須受美國證券交易委員會、美國金融業監管局及美國商品期貨委員會監管，這些法律與澳大利亞的法律不同。**摩根大通證券於澳大利亞提供的資料僅供「批發客戶」。本文件提供的資料不擬作為亦不得直接或間接分派或傳送給澳大利亞任何其他類別人士。就本段目的而言，「批發客戶」的涵義須按照《公司法》第 761G 條賦予的定義。如您目前或日後任何時間不再為批發客戶，請立即通知摩根大通。

本文件未特別針對澳大利亞投資者而編製。文中：

- 包含的金額可能不是以澳元為計價單位；
- 可能包含未按照澳大利亞法律或慣例編寫的金融信息；
- 可能沒有闡釋與外幣計價投資相關的風險；以及
- 沒有處理澳大利亞的稅務問題。