

美元体系两大红利已经耗尽，内政稳定性持续下降，美元体系已经动摇。

未来中国资产的关键词或成为“科技与高端制造者”

过去40年美元体系两大红利已耗尽，美国内政稳定性下降、美元体系已经动摇。美元货币体系逆转成为中国摆脱固有增长模式的契机，我们站在人民币国际化的起点，全球宏观与大类资产研究范式亦已发生巨变。当前与未来中国资产的关键词或为“科技与高端制造”，我们也应在这一框架下理解中国特色估值体系。

四个异常现象说明美国内政不稳，美元体系动摇。

- 1) 2020年大选特朗普未能连任。
- 2) 全球贸易导向逆转。
- 3) 地缘风险抬头。
- 4) 美元外储占比跌破60%。

美元体系以两大“效率红利”为基础。

- 1) “人矿红利”。产业承接国可以提供三个维度的红利：成本红利期（产业承接前期）、信用红利期（产业承接中后期）和人才红利期（产业承接之后）。
- 2) “估值红利”。里根推动美国进入减税期，加上美国国防实力的保护伞，企业加速向外延伸，但财政压力与年俱增，无风险利率中枢持续下移在为财政减压的同时亦提振了全球资产估值。

人矿红利与估值红利：

资产之蜜糖；债务之砒霜。过去40年间，美国资产扩张的速度与国家债务基本一致；90年代以来日本处于由国家债务扩张驱动经济增长的模式中；韩国资产扩张亦有居民部门高杠杆等代价。此外，资产与债务同步扩张，但二者在不同国别、不同部门、不同群体间存在反差，造就了全球甚至各国内部的贫富分化。成瘾性消费令中低收入群体获得多巴胺满足暂缓了分化压力。

目前美元体系的“效率红利”已经基本耗尽。

1) 欧美各国总和生育率显著低于2.1说明移民红利结束，2002年越南总和生育率跌破2.1表明二战后全球的第四轮产业转移无法发挥其人口红利。

2) 疫后美债的超低收益率为估值红利期画上了句号。美元体系下，资本全球逐利的游戏最终通过加剧内部贫富分化反噬执政者支持率的方式导致了美国内政不稳。

美元体系处于收敛期，矛盾转向对外。

预计美国即将进入加税期，随着政府杠杆率回落，无风险利率亦有望回升。此过程又伴随着美国在全球的军事战线收敛，跨国企业的对外扩张动作将被约束，制造业本土化或将加速。美国内部矛盾将进一步转向对外；地缘、制裁、贸易瓶颈等因素叠加，非美加速去美元化。

这一次“人才红利”的赢家或是中国。

每个产业承接国完成产业承接后都有可能被美国进行“人才收割”。但当下情况有所不同。但以颜宁为代表的部分科研人才回国或表明国内科研发展相较于美国拥有更大吸引力。

中美各自循环：人民币国际化的起点。

1) 美元货币体系逆转亦可成为中国摆脱固有增长模式的契机，“一带一路”以及资源国利用人民币进行贸易结算将推动人民币体系成型。

2) 人民币体系意味着什么？十四五跨过中等陷阱奠定了高质量发展根基后，人民币体系意味着“资源与资金走进来；制造走出去”。

3) 跨过中等陷阱之时就是人民币计价资产的盛宴之日。本世纪以来中国经济经历了三个阶段：地产支柱时代消费升级时代高端制造时代。十四五以来我们正处于第三阶段，这一阶段资产的关键词为“科技与高端制造”，在这一框架下理解中国特色估值体系或许也会有更清晰的认识。