



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第66期）

“去美元化”与国际货币体系变革

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2023年5月



CMF宏观经济热点问题研讨会（第66期）

“去美元化”与国际货币体系变革

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：中国人民大学经济研究所



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

“去美元化” 与国际货币体系变革

报告人：王晋斌

2023年5月27日

目录

- 一、“去美元化”出现加速势头
- 二、国际货币体系需要变革的原因
- 三、“去美元化”出现阶段性加速的原因
- 四、“去美元化”下美元货币体系的新变化
- 五、“去美元化”下美国新动向
- 六、“去美元化”下国际货币体系的未来

一、“去美元化”出现加速势头

现象1: **贸易本币结算是当前“去美元化”的主导方式**。为了减轻以及规避西方制裁带来的伤害，俄罗斯率先宣布推动“去美元化”。2022年4月1日起，俄罗斯向“不友好”国家和地区供应天然气时改用卢布结算。俄政府还表示，不排除将这种结算模式推广到其他领域，液化天然气和农产品等均在考虑范围之内。2022年4月俄罗斯表示希望与印度等国的贸易中增加使用非西方货币。此后，印度、中国、沙特、阿根廷、东盟等强调本币结算。

现象2: **黄金成为追捧对象**。5月5日世界黄金协会（WGC）报告称，第一季度全球央行的黄金储备增加了228.4吨，尽管环比下降了40%，但同比大涨176%，同时也是**有记录以来最强劲的一季度**，比2013年创下的一季度峰值高出34%。作为最古老和最传统的资产，黄金现在成为部分央行反抗美元的工具。黄金价格突破了2000美元/盎司关口，并徘徊在历史高位附近。

现象3：在过去几十年，亚洲一直在现有国际货币体系中寻求更大的自主权。

2000年5月，“10+3”财长会议在泰国清迈共同签署了建立区域性货币互换网络的协议，即《清迈倡议》。

中国的崛起为在货币事务上实现更大的区域自治提供了一条道路。“一带一路”倡议和亚洲基础设施投资银行。

以美元为主导的国际金融体系有可能逐步演变成一个由多种货币发挥关键作用的多极货币体系。

ASIA PACIFIC ISSUES

Asia's Push For Monetary Alternatives

Marcus Noland

Dec 1, 2022

ECONOMICS EAST ASIA, CHINA, SOUTH ASIA, SOUTHEAST ASIA

SHARE 

Asia Pacific

I S S U E S

Analysis from the East-West Center
No. 156
December 2022

About the Authors

Marcus Noland is executive vice president and director of studies, Peterson Institute for International Economics, and a nonresident senior at East-West Center. His most recent book, *Hard Target: Sanctions, Inducements, and the Case of North Korea*, was coauthored with Stephan Haggard.

He can be reached at: mnoland@pie.com.

Papers in the Asia Pacific Issues series feature topics of broad interest and significant impact relevant to current and emerging policy debates. The series is named in honor of the author.

SUMMARY For the last quarter century, Asia has been seeking greater autonomy within the existing international monetary system. While the region has had the resources to go its own way, intraregional rivalries and a reluctance to damage ties to the US and the International Monetary Fund have put a damper on regional initiatives. Now the ascendancy of China offers a path toward greater regional autonomy in monetary affairs. Asia, led by China, has been playing a two-track strategy pushing for greater influence within the existing global institutions, while developing its own parallel institutions.

二、国际货币体系需要变革的原因

(一)、单极货币与多极货币之争

1、单极货币

国际货币体系将始终由单一货币主导，这反映了货币网络回报的增加。

Krugman P., 1980, "Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange," *Journal of Money, Credit, and Banking*, pp 513-526.

多极货币的结果是损失规模经济。

Krugman, P., (1984), "The International Role of the Dollar: Theory and Prospect", in J Bilson and R Marston (eds.), *Exchange Rate Theory and Practice*, University of Chicago Press, 261-278.

2、多极货币

多极货币可以更好地提供流动性，有助于降低系统性危机的影响程度和频率。

Eichengreen, B., 2011. *Exorbitant privilege: the rise and fall of the dollar and the future of the international monetary system*. Oxford University Press, Oxford UK.

Farhi, Emmanuel, Pierre-Olivier Gourinchas, and Hélène Rey, 2011. *Reforming the international monetary system*. CEPR.

(二)、当前国际货币体系内在矛盾：特里芬两难到新特里芬两难

第一种：Pozsar (2011) 提出来的，Pozsar眼中的新特里芬“两难”是指：美元短期债券太稀缺不够用，导致金融市场流动性不足；太多会不被信任，甚至被抛弃。

Pozsar, Zoltan, 2011, Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System. IMF Working Paper, No.190.

第二种：Gourinchas, Rey and Sauzet (2019) 提出了另一种新特里芬“两难”的表述，其基本观点是，随着新兴市场经济体的崛起，美国在全球产出中的份额以及它可以通过官方债务工具安全保证的全球产出份额必然会下降。随着美国产出在世界产出份额的不断缩小，美国不能无限期地成为世界安全资产的唯一供应者。

Gourinchas Pierre-Olivier, Rey H é l è n e, Sauzet, Maxime, 2019, The International Monetary and Financial System. NBER Working Paper, No. 25782.

上述两种新特里芬“两难”的表述含义是一致的：美元流动性提供与美元信用之间存在“两难”。

差异在于：Pozsar (2011) 从微观视角研究了美国短期政府债券或者政府担保债券在机构现金池的流动性功能和信用功能。Gourinchas, Rey and Sauzet (2019) 则是从全球视角研究了美债上限，这种上限依然是信用约束。前者注重金融市场微观主体风险管理行为，后者侧重美国宏观风险管理框架的约束。从思考视角来看，两者有互补性，均讨论了经济过度金融化背景下的美元流动性与美元信用“两难”。

（三）、当前国际货币体系负面外溢性：美国金融周期外溢性

Borio (2012,2014) 将其定义如下：金融周期是一种自我加强的、价值和风险之间以及风险态度和融资约束之间的互动，表现为繁荣和衰退。这些互动会放大经济波动，也可能导致严重的金融抑制和经济混乱。

Borio, C. (2012, 2014). The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?. *Journal of Banking & Finance*, 45, 182-198.

美国从国内经济状态出发的货币政策在美元主导货币体系下，对全球经济金融产生了巨大的负面外溢性。资本流动与金融市场风险是最基本的金融传递渠道。

（四）、当前国际货币体系负面外溢性：汇率敏感性

传统观点认为，汇率是外部平衡的调节器。Dornbusch (1976) 提出汇率“超调”理论以来，大量研究表明，汇率“超调”的成本非常巨大。

汇率危机：“超调”导致汇率大幅度偏离长期均值，引发金融市场动荡。

经济危机：“超调”导致物价和增长偏离长期趋势。

贸易危机：“超调”甚至导致经济衰退，贸易急剧下降，恶化经常账户。

（五）、“去美元化”具有内生需求，突破“双缺口”模型约束

新兴经济体“去美元”的呼声，本质上是世界经济多极化趋势的内在要求。所有经济体都有需求降低贸易投资中的货币错配风险，都有需求降低过度依赖单一货币带来的贸易风险，突破发展中经济体“双缺口”模型中的外汇缺口约束，从而突破储蓄-投资缺口的约束，能把更多的资源用于本国的经济建设。用本币结算能够有效实现这一目标，用本币交易还可以为收入和销售带来更多的确定性，提升价值链的稳定性。

三、“去美元化”出现阶段性加速的原因

1、制裁与新地缘政治经济关系演进推动了新地缘经济货币关系的加速。

地缘政治关系是支撑货币体系的重要因素。Eichengreen, Mehl and Chitu(2019)的国际货币“火星假说”；Weiss(2022)的地缘政治假说；Akinci,et.al(2022)的美元“帝国圈”假说。

Barry Eichengreen, Arnaud Mehl and Livia Chitu, 2019, Mars or Mercury? The geopolitics of international currency choice, Economic Policy April.

Colin Weiss, 2022, Geopolitics and the U.S. Dollar's Future as a Reserve Currency, Fed, International Finance Discussion Papers, No.1359.

Ozge Akinci, Gianluca Benigno, Serra Pelin, and Jonathan Turek, 2022, The Dollar's Imperial Circle, Fed, Staff Reports, no. 1045.

2022年乌克兰危机显化了次贷危机以来全球地缘政治经济关系的矛盾和冲突，也凸显了美元主导、欧元跟随的国际货币体系的地缘政治化性质。作为具有全球公共品属性的国际货币，如果以地缘政治关系作为能否使用的标准，必将带来现有国际货币体系的变革。全球货币进入了地缘大博弈时代。

2、过去几年的疫情冲击导致全球经济下行，商品和服务贸易萎缩，通过贸易获取外汇的空间受到大幅度挤压，出现**阶段性美元流动性不足**。

依据IMF (COFER) 提供的数据，从2020年1季度到2021年底，全球美元储备仅增加了**3155**亿美元。当美联储进入加息周期后，从2021年底到2022年4季度，全球美元外汇储备下降了**6144**亿美元。去年全球美元外汇储备下降的速度超过了2020-2021年全球美元外汇储备的积累速度，差额高达近3000亿美元。

依据WTO (TRADE FORECASTS) 给出的数据，2020-2022年三年全球货物贸易增速5.5%，年均**1.75%**，而2010-2022年均增速2.6%。

日期	美联储政策性利率	日期	欧洲央行政策性利率
2022年3月16日	0.08		
3月17日	0.33		
5月5日	0.84		
6月16日	1.58	2019年9月18日	0.00
7月28日	2.33	2022年7月27日	0.50
9月22日	3.08	9月14日	1.25
11月3日	3.83	11月2日	2.00
12月15日	4.33	12月21日	2.50
2023年2月2日	4.58	2023年2月8日	3.00
3月23日	4.83	3月22日	3.50
5月4日	5.08	5月10日	3.75

从2007年开始，美元货币互换成为美联储提供美元国际流动性的一种重要的补充方式。美联储一直长期协议合作的央行分别为**加拿大央行、英国央行、日本央行、欧洲央行、瑞士央行**。2020年3月全球金融大动荡时，为了缓解美元荒，美联储扩展了央行流动性交换的规划，3月19日宣告新增9家协议央行：澳大利亚联储、巴西央行、丹麦央行、韩国央行、墨西哥央行、挪威央行、新西兰央行、新加坡钱银当局、瑞典央行。联储宣布与9大其它国家的央行建立临时美元流动性互换协议，总金额高达4500亿美元。

2023年3月19日美联储和其他5家央行宣布采取协调行动，通过常设美元互换安排提高流动性，增加流动性供应；这是政策制定者为缓解全球金融体系日益紧张的压力而做出的最新努力。美联储在与加拿大央行、英国央行、日本央行、欧洲央行和瑞士央行协调的一份声明中表示，**将七天到期操作的频率从每周增加到每天，从3月20日周一开始每日操作，并将至少持续到今年4月底。**

Press Release

March 19, 2023

Coordinated central bank action to enhance the provision of U.S. dollar liquidity

For release at 5:00 p.m. EDT

Share 

The Bank of Canada, the Bank of England, the Bank of Japan, the European Central Bank, the Federal Reserve, and the Swiss National Bank are today announcing a coordinated action to enhance the provision of liquidity via the standing U.S. dollar liquidity swap line arrangements.

To improve the swap lines' effectiveness in providing U.S. dollar funding, the central banks currently offering U.S. dollar operations have agreed to increase the frequency of 7-day maturity operations from weekly to daily. These daily operations will commence on Monday, March 20, 2023, and will continue at least through the end of April.

The network of swap lines among these central banks is a set of available standing facilities and serve as an important liquidity backstop to ease strains in global funding markets, thereby helping to mitigate the effects of such strains on the supply of credit to households and businesses.

For media inquiries, please email media@frb.gov or call 202-452-2955

[Bank of Canada](#) 

[Bank of England](#) 

[Bank of Japan](#) 

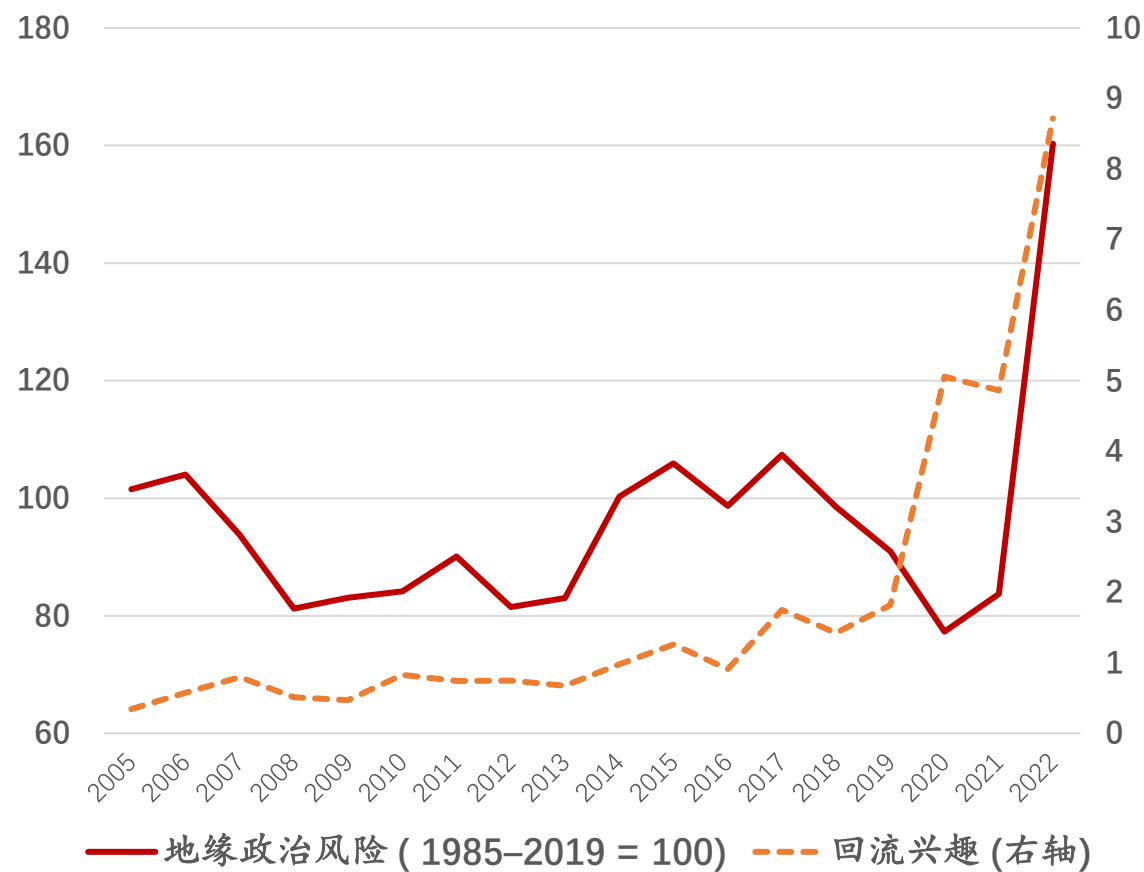
[European Central Bank](#) 

[Swiss National Bank](#) 

3、美国对外经济政策“政治化”导致美元流动性需求下降

次贷危机以来，全球进入了“慢全球化”时代，2008-2021年全球进出口/GDP的比例基本没有变化。**1980-2007年全球进出口/GDP的比例几乎上涨了一倍**，2007年全球进出口/GDP约为55%。次贷危机之后，美国采取的逆全球化措施阻碍了经济全球化的继续深化，美国对外经济政策“政治化”倾向显化，“关税”、“出口限制”等贸易壁垒降低了世界对美元贸易的需求。

地缘政治成本成为全球化最大的成本，成为逆全球化的主要推手，这会降低对储备货币的需求。2018年中美贸易摩擦、2020年世纪疫情爆发、2022年乌克兰危机，全球地缘政治格局发生了巨变，地缘政治风险快速上升，**强调安全而非效率优先**，制造业通过“友岸”和“近岸”等回流的形式也随之上升。



全球地缘政治风险与制造业回流兴趣
数据来源：IMF, WEO (April, 2023)

4、激进加息导致美元跨境借贷下降

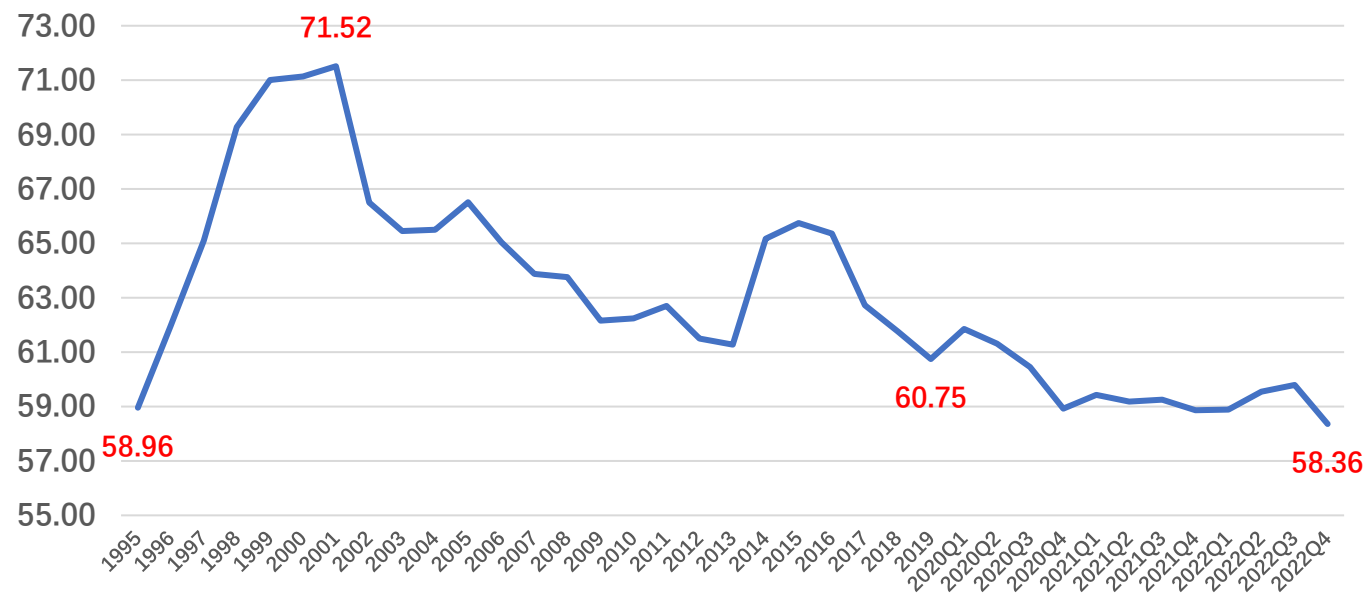
Total credit to non-bank borrowers by currency of denomination ¹: US dollar

Bank loans and debt securities issues, by residence of non-bank borrower

< Q4 2022 >						Amount outstanding (USD bn)			Annual change (%)		
Level: 1 2 3 4 5						Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22
☑ Borrowers outside the United States						13,294	13,091	12,834	1.3	-1.8	-3.8
☑ Of which: emerging market economies						5,416	5,281	5,160	3.6	-0.9	-3.3
▢ Africa and Middle East						1,296	1,289	1,265	5.7	2.3	-1.6
▢ Emerging Asia and Pacific						2,529	2,419	2,317	2.1	-3.7	-6.4
▢ Emerging Europe						351	334	333	2.1	-5.2	-6.5
▢ Latin America						1,240	1,240	1,245	5.1	2.8	2.0
☑ By instrument											
☑ Borrowers outside the United States						13,294	13,091	12,834	1.3	-1.8	-3.8
Bank loans						6,091	5,966	5,757	1.3	-2.6	-5.3
☑ Debt securities issues						7,203	7,125	7,076	1.4	-1.2	-2.6
Of which: non-financial borrowers						3,710	3,695	3,690	2.2	-0.3	-0.7
☑ Of which: emerging market economies						5,416	5,281	5,160	3.6	-0.9	-3.3
Bank loans						2,907	2,783	2,676	2.0	-3.0	-6.4
☑ Debt securities issues						2,509	2,498	2,484	5.6	1.6	0.2
Of which: non-financial borrowers						2,052	2,052	2,052	5.8	2.0	1.1
☑ Memo: Borrowers in the United States											
☑ Non-financial borrowers						66,849	67,658	68,080	6.9	7.2	5.6
Of which: government						29,575	29,846	30,068	6.3	7.2	5.2

四、“去美元化”下美元货币体系的新变化

(一) 美元储备占比下降

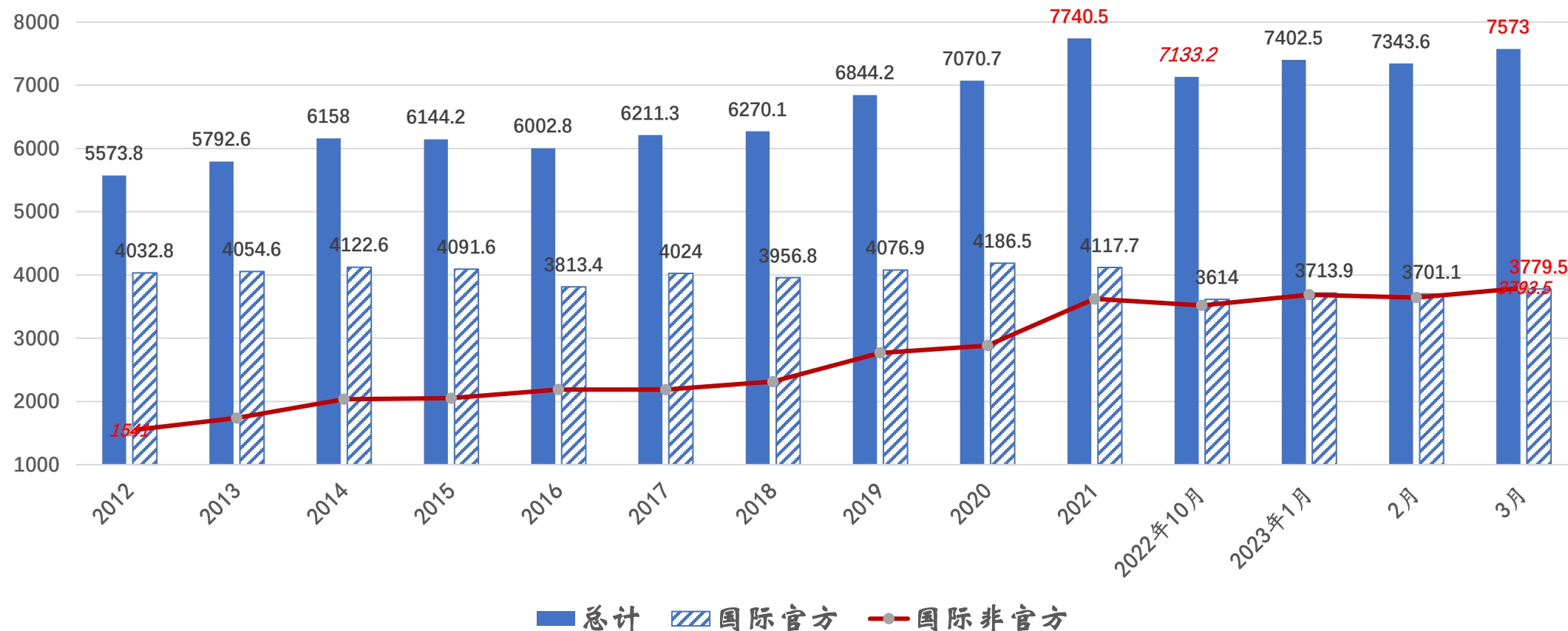


2021年非传统储备货币在全球储备货币中占比首次超过10% (10.26%)，国际储备货币多极化局面已经拉开帷幕。

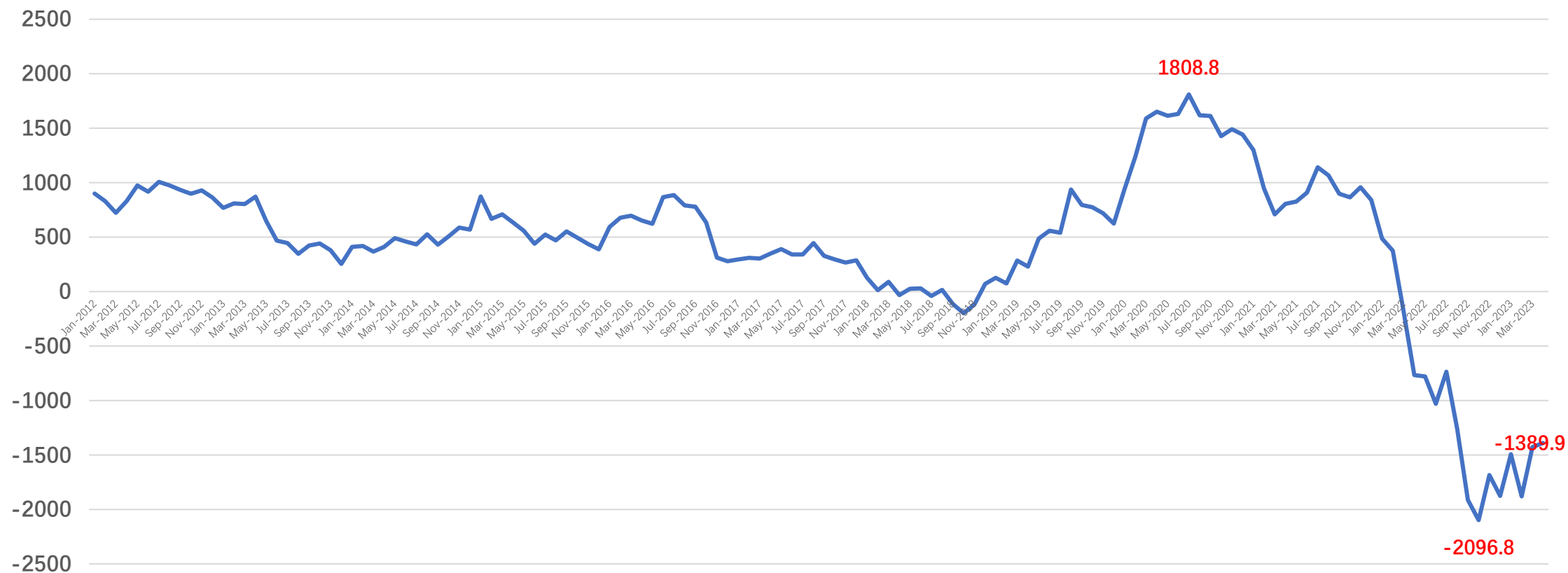
美元占全球已分配外汇储备占比 (%)

数据来源，IMF, COFER.

(二) 国际投资者持有美债数量变化：2023年3月私人持有美债首次超过官方。



国际投资者持有美债数量 (十亿美元)

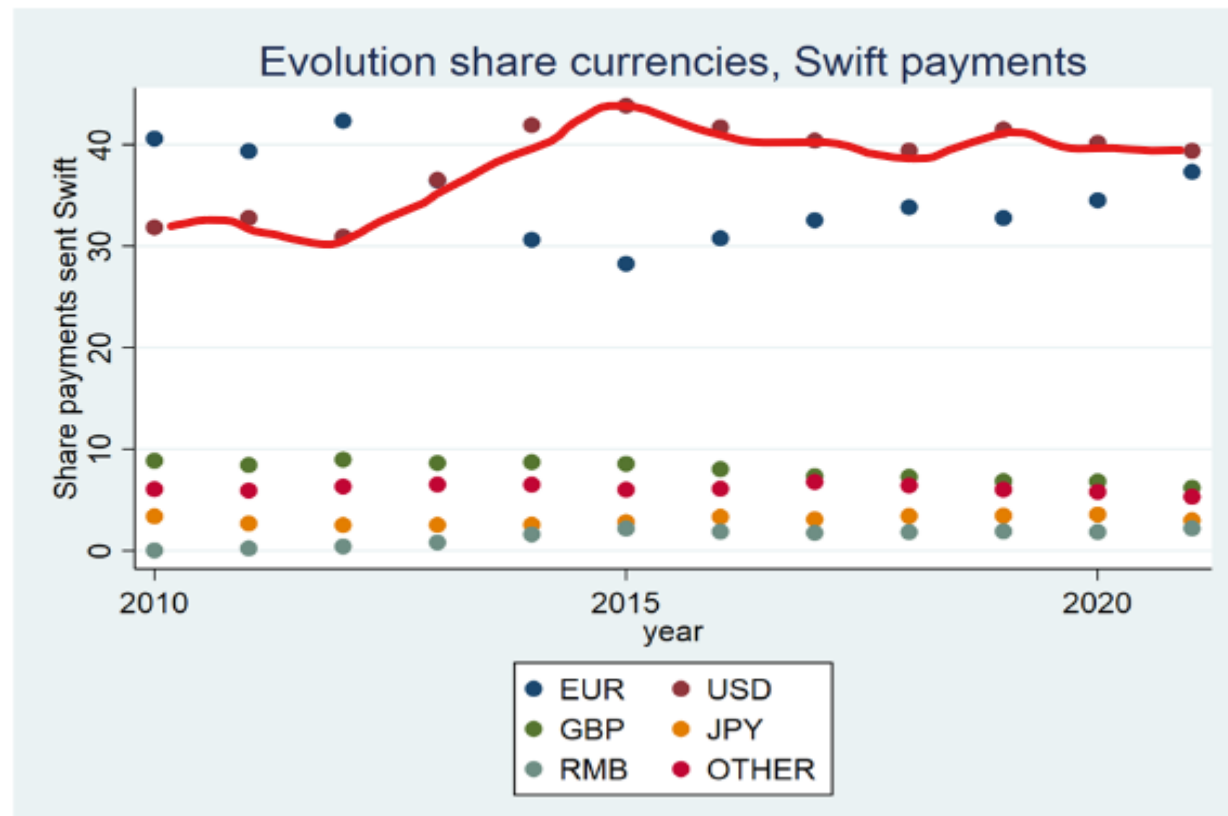


可交易债券市场价值与面值之差（十亿美元）

数据来源：FED.

(三)、美元在全球贸易结算中比例的变化

Figure 3. Share of World Currencies Over the Years (Swift Messages MT 103 and MT 202)



Hector Perez-Saiz, Longmei Zhang, and Roshan Iyer, 2023, Currency Usage for Cross Border Payments, IMF, WP/23/72.

(四) 美元在全球外汇市场交易量和占比的变化

Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and Over-the-counter (OTC) derivatives markets in 2022

OTC foreign exchange turnover by currency											
"Net-net" basis, daily averages in April in billions of US dollars and percentage share											
Currency		OTC turnover									
		2010		2013		2016		2019		2022	
		Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%
	USD	3,371	84.9	4,662	87.0	4,437	87.6	5,811	88.3	6,639	88.4
	EUR	1,551	39.0	1,790	33.4	1,590	31.4	2,126	32.3	2,292	30.5
	JPY	754	19.0	1,235	23.0	1,096	21.6	1,108	16.8	1,253	16.7
	GBP	512	12.9	633	11.8	649	12.8	843	12.8	968	12.9
	CNY	34	0.9	120	2.2	202	4.0	285	4.3	526	7.0
	AUD	301	7.6	463	8.6	349	6.9	446	6.8	479	6.4
	CAD	210	5.3	244	4.6	260	5.1	332	5.0	466	6.2
	CHF	250	6.3	276	5.2	243	4.8	326	4.9	390	5.2
	HKD	94	2.4	77	1.4	88	1.7	233	3.5	194	2.6
	SGD	56	1.4	75	1.4	91	1.8	119	1.8	182	2.4
	SEK	87	2.2	94	1.8	112	2.2	134	2.0	168	2.2
	KRW	60	1.5	64	1.2	84	1.7	132	2.0	142	1.9
	NOK	52	1.3	77	1.4	85	1.7	119	1.8	125	1.7
	NZD	63	1.6	105	2.0	104	2.1	137	2.1	125	1.7
	INR	38	0.9	53	1.0	58	1.1	114	1.7	122	1.6
	MXN	50	1.3	135	2.5	97	1.9	111	1.7	114	1.5
	TWD	19	0.5	24	0.5	32	0.6	60	0.9	83	1.1
	ZAR	29	0.7	60	1.1	49	1.0	72	1.1	73	1.0
	Other	184	4.6	83	1.6	103	2.0	121	1.8	174	2.3
	Total	3,973	200.0	5,357	200.0	5,066	200.0	6,581	200.0	7,506	200.0

(五) 美元在全球利率衍生品市场交易量和占比的变化

Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and Over-the-counter (OTC) derivatives markets in 2022

OTC interest rate derivatives turnover by currency

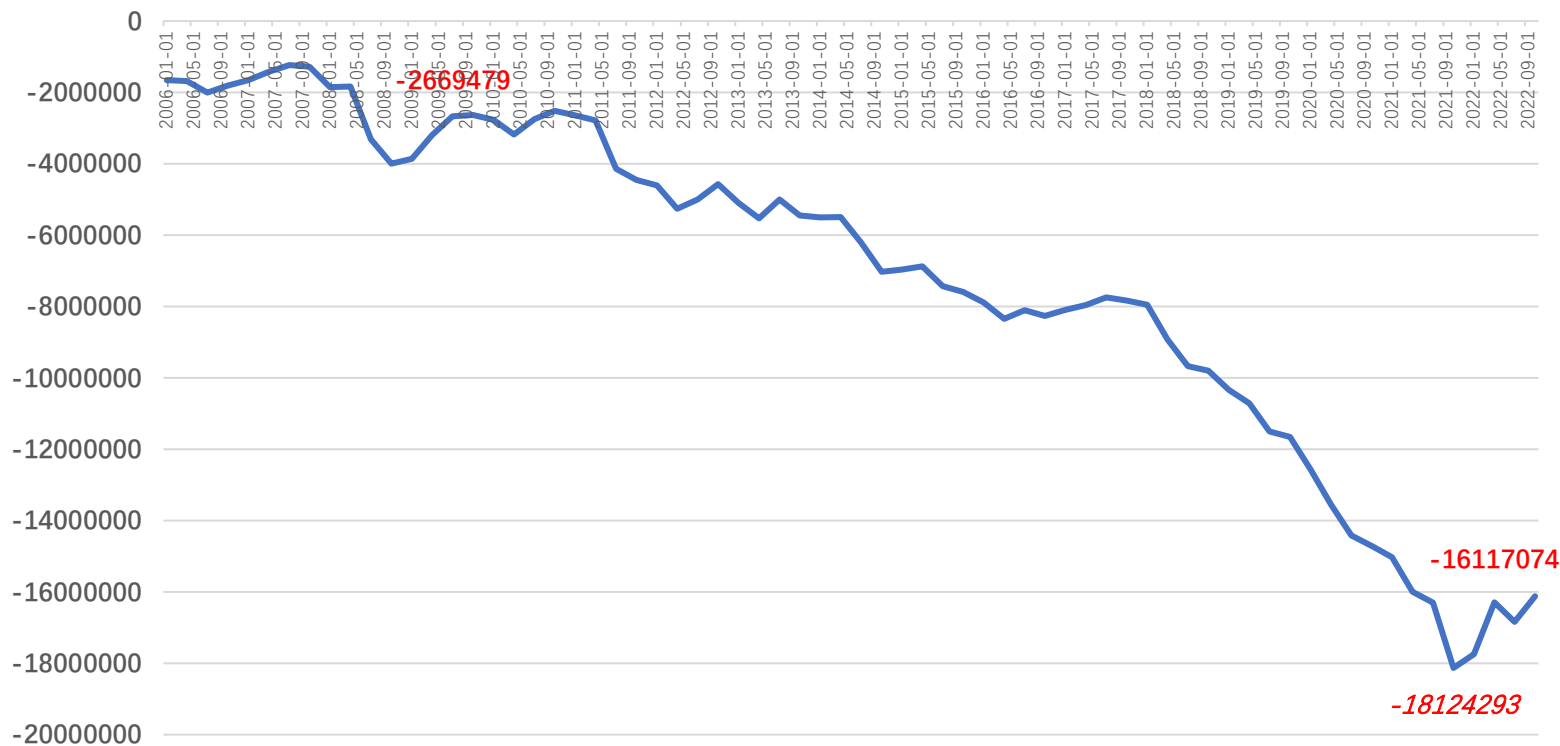
"Net-net" basis, daily averages in April in billions of US dollars and percentage share

Currency	OTC turnover									
	2010		2013		2016		2019		2022	
	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%
Total	2,054	100.0	2,311	100.0	2,677	100.0	6,439	100.0	5,226	100.0
USD	654	31.8	639	27.7	1,357	50.7	3,265	50.7	2,276	43.5
EUR	834	40.6	1,133	49.0	641	23.9	1,588	24.7	1,753	33.5
GBP	213	10.4	187	8.1	237	8.9	537	8.3	350	6.7
AUD	37	1.8	76	3.3	108	4.0	400	6.2	279	5.3
JPY	124	6.0	69	3.0	83	3.1	160	2.5	117	2.2
CAD	48	2.4	30	1.3	39	1.4	90	1.4	60	1.2
NZD	4	0.2	5	0.2	26	1.0	56	0.9	48	0.9
KRW	16	0.8	12	0.5	13	0.5	27	0.4	48	0.9
CZK	0	0.0	1	0.0	1	0.1	12	0.2	32	0.6
CNY	2	0.1	14	0.6	10	0.4	33	0.5	30	0.6
ZAR	5	0.3	16	0.7	16	0.6	25	0.4	27	0.5
SEK	20	1.0	36	1.6	19	0.7	61	0.9	25	0.5

(六)、美元体系本身出现了阶段性收缩：膨胀与收缩之间不对称

2006年1季度美国对外投资净头寸存量约为-1.66万亿美元，相当于美国从全球净借入了1.66万亿美元。依据美国财政部的数据，2006年1季度国际投资者持有美国国债存量为2.08万亿美元。仅靠美国国债存量就足够覆盖美国从全球净借入的资金存量。

2008年底国际投资者持有的美国国债存量增加至3.08万亿美元，国际投资者持有的美国国债存量就难以覆盖美国对外投资净负头寸，两者之间存在0.91万亿美元的缺口，这意味着美国需要通过国债以外的债务类证券从全球借款。新冠病毒感染疫情之前的2019年底，美国对外投资净头寸存量已经高达-11.65万亿美元，此时国际投资者持有美国国债存量为6.84万亿美元，两者之间相差4.81万亿美元。这意味着美国需要通过国债以外的更多债务类证券工具从全球融资。疫情暴发后的2021年底，美国对外投资净头寸高达-18.12万亿美元，达到历史峰值，此时国际投资者持有美国国债的存量也达到了历史峰值7.74万亿美元，两者之间差距巨大，达到了10.4万亿美元。



美国对外投资净头寸（百万美元）

数据来源：BEA.

(七)、全球货币盯住美元 占比的变化 (%)

2013-2021年下降了3.8个百分点

Table 5. Monetary Policy Frameworks and Exchange Rate Anchors, 2013–21

(Percent of IMF members as of April 30)¹

	US dollar	Euro	Composite	Other currency	Monetary aggregate	Inflation targeting	Other ²
2013	23.0	14.1	6.8	4.2	13.6	17.8	20.4
2014	22.5	13.6	6.3	4.2	13.1	17.8	22.5
2015	22.0	13.1	6.3	4.2	13.1	18.8	22.5
2016 ³	20.3	13.0	4.7	4.7	12.5	19.8	25.0
2017	20.3	13.0	4.7	4.7	12.5	20.8	24.0
2018	19.8	13.0	4.7	4.7	12.5	21.4	24.0
2019	19.8	13.0	4.2	4.7	13.5	21.4	23.4
2020	19.8	13.0	4.2	4.7	11.5	22.4	24.5
2021 ⁴	19.2	13.5	4.1	4.7	13.0	23.3	22.3

Source: AREAER database.

¹ Includes 190 member countries and the following territories: Aruba, Curaçao and Sint Maarten (all in the Kingdom of the Netherlands: information for Curaçao and Sint Maarten is reported together as they have a common central bank) and Hong Kong SAR (People's Republic of China).

² Includes countries that have no explicitly stated nominal anchor but instead monitor various indicators in conducting monetary policy.

³ Includes Nauru, which became an IMF member on April 12, 2016.

⁴ Includes Andorra, which became an IMF member on October 16, 2020.

IMF, July 7, 2022 , *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2021*

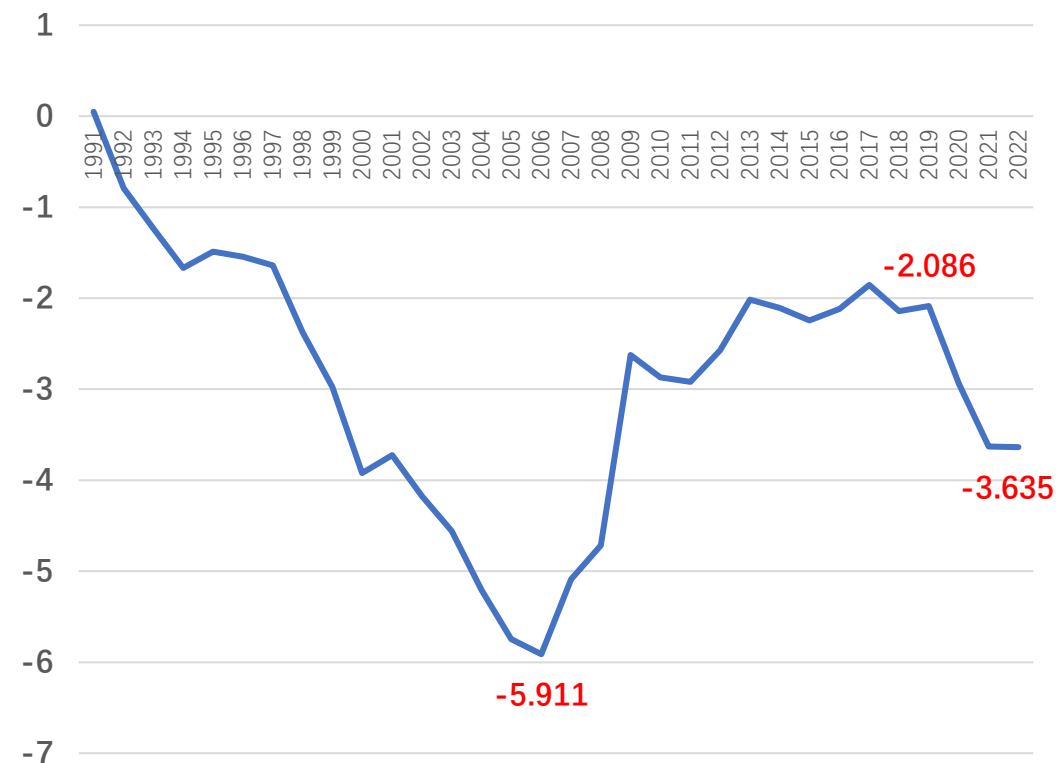
五、“去美元化”下美国新动向：问题

美元霸权面临的两大基本问题：

（一）、美国贸易赤字总量创历史新高，对外不平衡加剧

与次贷危机后美国对外贸易赤字下降不同，新冠疫情大规模刺激政策加大了美国对外贸易赤字。2006-2009年美国货物和服务贸易赤字由当年占GDP的5.5%下降至2.7%。2019-2022年美国货物和服务贸易赤字由当年占GDP的2.6%上升至3.7%，逆差总量从约5597亿美元上升至9481亿美元，对外贸易赤字总量创历史新高，贸易赤字占GDP的比例创次贷危机以来的新高。**2021-2022连续两年美国对外货物贸易赤字超过1万亿美元，2022年更是达到了近1.2万亿美元，占当年GDP的4.7%。**

随着财政刺激计划的退出，美国私人储蓄率从2021年的11.8%骤然下降至2022年的**3.3%**，这是1959年以来历史第二低储蓄率，仅次于2005年的2.9%。美国很难通过储蓄率上升来降低外对贸易赤字，大规模贸易逆差等同于美国需要从外部借入大量资金，并在全球投资中获取收益来部分弥补对外贸易逆差，维持美元借款信用。



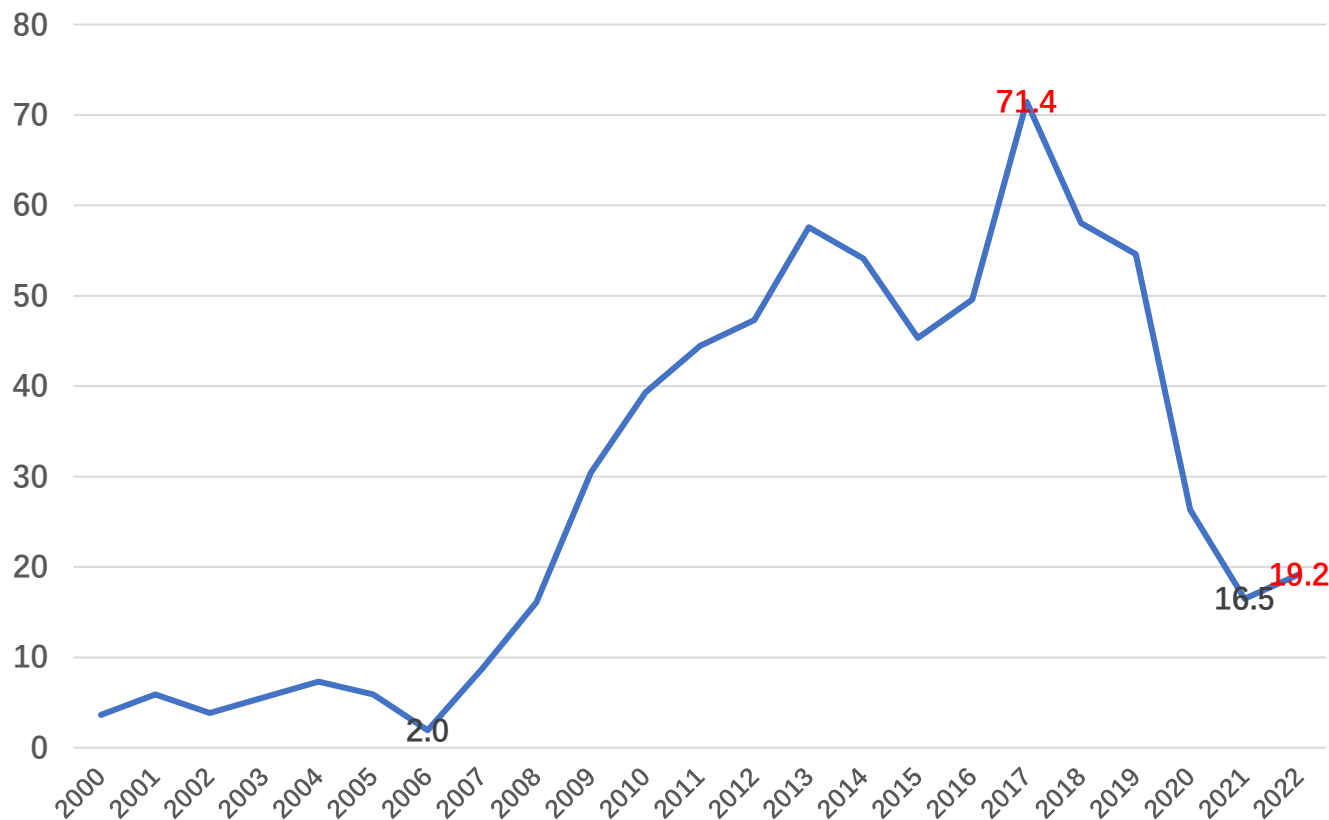
美国经常账户余额/GDP比例 (%)
数据来源：IMF, WEO ,April,2023.

五、“去美元化”下美国新动向：问题

(二)、两次大危机加速透支了美元体系 “过度特权”的信用

通过金融账户投资收益弥补对外贸易赤字意味着美国需要更加依靠美元体系的“过度特权”。美国通过大规模发行国债为美国财政赤字融资，同时为全球投资者提供美国国债作为安全资产，美国这种以低利率全球融资再到全球投资赚取高收益的结构性投融资模式（结构效应），称为美元体系的“过度特权”。“过度特权”带来的投资收益可以在一定程度上对冲美国对外贸易赤字，降低美元外部赤字的信用风险。美国依靠美元霸权体系，通过大规模的财政赤字货币化，帮助美国经济从两次大危机中走出来，美元霸权体系也因此走上了一条过于依赖美元“过度特权”支撑才能续行的路径。

两次大危机美联储总计为美国财政赤字融资超过**5万亿美元**。美国把美元货币体系的“过度特权”发挥到极致，透支了美元信用。



初级收入账户净收入占经常账户逆差的比例 (%)

注：2022年是前3季度的加总数据。数据来源：BEA。

五、“去美元化”下美国新动向：举措

（一）、采取金融全球化与贸易逆全球化并重的战略

2022年美国贸易赤字总量再创新高。依据BEA的数据，2022年美国金融账户从全球净借入6770.7亿美元，比2021年的7406.0亿美元略有下降，但美国作为全球风险资本家的性质不会改变。美国需要通过金融全球化获取投资收益来降低经常账户逆差总量不断扩大的压力，维护美元信用。

2022年乌克兰危机暴露了美元霸权的金融武器化行为，但对美国金融全球化战略影响不大。依据美国财政部的数据，俄罗斯在2010年10月持有1763亿美元的国债，2018年底只持有132亿美元，到了2019年基本清空了持有的美国国债。俄罗斯被排除在美欧主导的国际金融体系后，天然气卢布定价机制帮助俄罗斯稳定了金融和外汇市场。由于俄罗斯与欧洲经济金融关系更为密切，俄罗斯在全球经济中的影响力受到经济总量约束（2022年俄罗斯GDP为2.2万亿美元），对俄罗斯的制裁不会显著影响美国的金融全球化战略。

在关税战无法降低美国贸易赤字的情况下，制造业回流成为美国降低对外贸易赤字的基础方法。2021年以来美国推出的《两党基础设施建设法案》、《芯片与科学法案》、《通胀削减法案》都是通过补贴等措施鼓励“美国制造”的逆全球化行为。美国希望采取金融全球化与贸易逆全球化并重的措施来提高美国金融和实体经济的竞争力，增加美国就业，降低美国对外贸易赤字扩大对美元信用的损害。

金融全球化：继续发挥美元“过度特权”。制造业回流：降低进口和贸易赤字，维护美元信用。

五、“去美元化”下美国新动向：举措

（二）、构建石油+芯片双商品支柱的美元商品货币体系

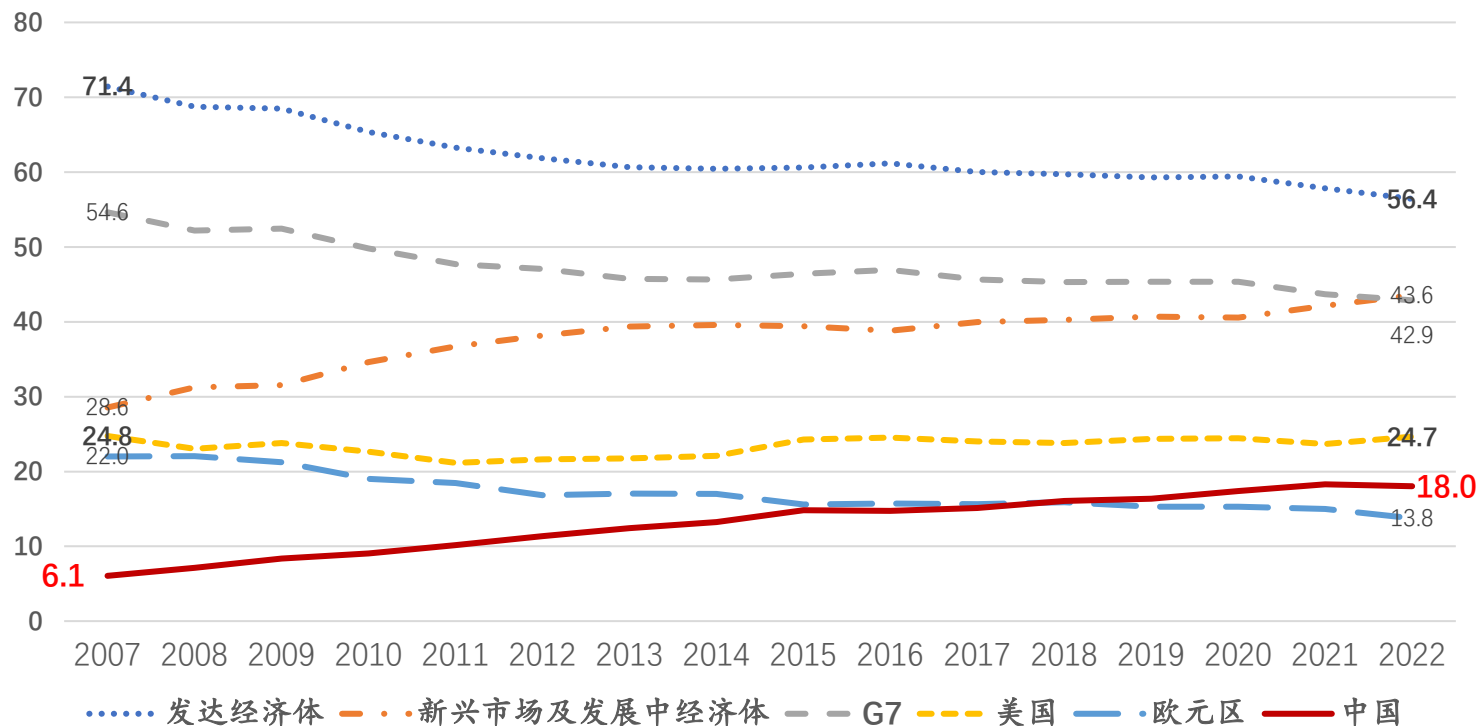
随着世界经济多极化趋势不断深化和地缘政治格局演进，“石油美元”出现了一定的松动。伊朗等产油国部分放弃美元计价，俄罗斯采取天然气卢布结算等都可以视为“石油美元”的部分瓦解。美国通过芯片联盟等方式收紧了芯片技术、设备和高端芯片的出口，试图阻碍其他国家发展高端芯片。“芯片美元”将成为继“石油美元”之后支撑美元霸权的又一个重要商品支柱。石油是基础能源的代表，芯片是高科技的代表，美国正在构造石油+芯片双商品支柱的美元霸权体系。

（三）、以地缘政治关系维系美元货币体系

乌克兰危机后北约的复活；美国重返亚太战略；美国非洲战略调整；主导强化G7对外的作用，等等。

六、“去美元化”下国际货币体系的未来

(一)、经济多极化和地缘政治格局深度演进形成了货币多极化的经济政治基础

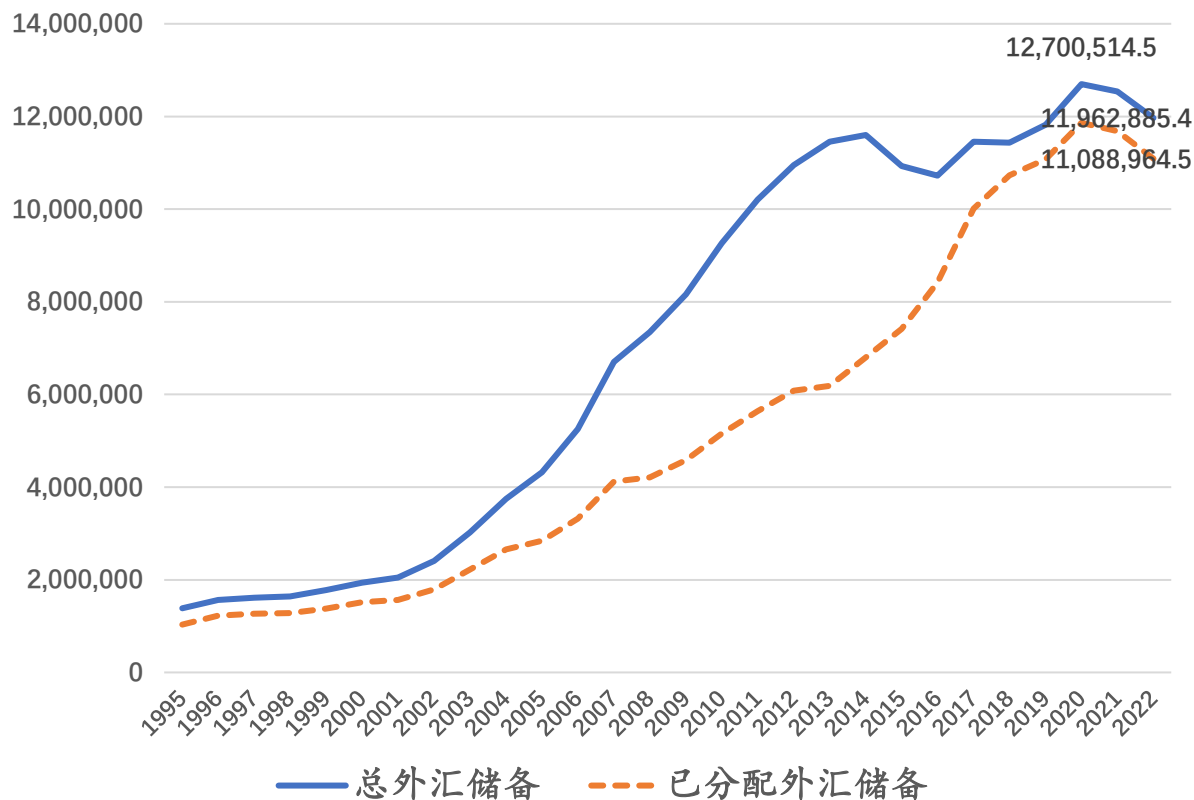


一项最近的研究表明，在中短期内，难以出现一个更加分散的国际货币体系，**新技术的影响仍然非常不确定**，但地缘政治的快速变化和发展可能会加速国际货币体系向多极化转变。

Hector Perez-Saiz, Longmei Zhang, and Roshan Iyer, 2023, Currency Usage for Cross Border Payments, IMF, WP/23/72.

六、“去美元化”下国际货币体系的未来

(二)、全球外储进入以存量结构调整为主的阶段，多极化货币进入激烈的竞争阶段



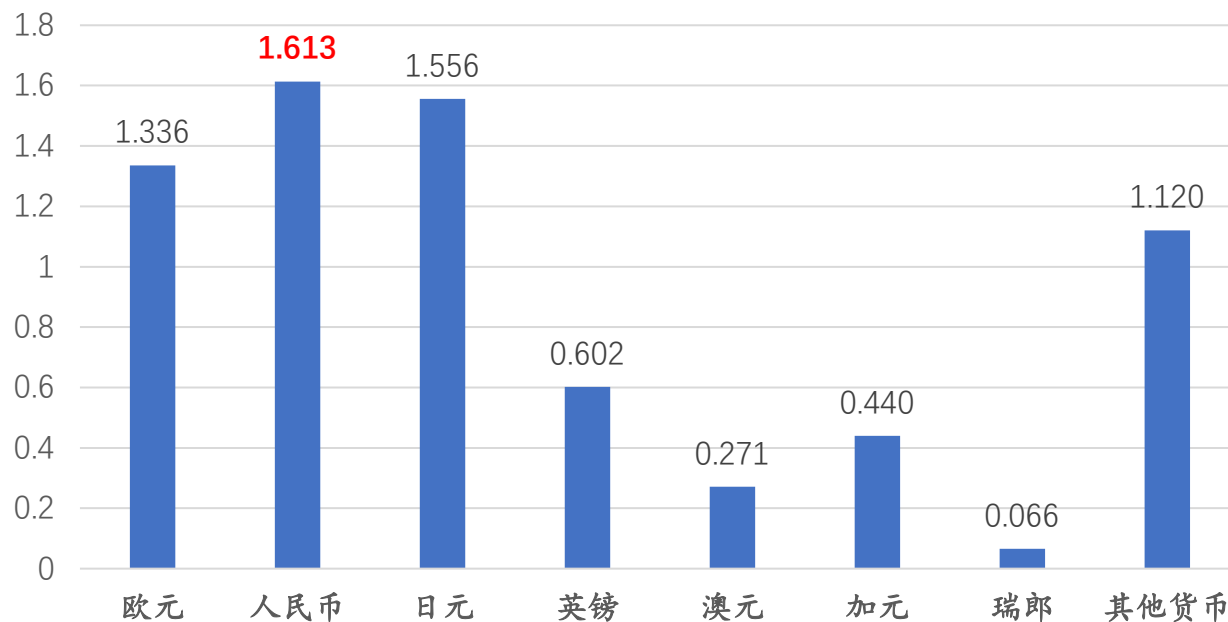
依据IMF (COFER) 的数据，2020年疫情冲击以来，全球外汇储备和已分配外汇储备的数量均出现了明显递减。截止到2022年4季度，全球外汇储备11.96万亿美元，已分配外汇储备11.08万亿美元。2019年第4季度全球已分配外汇储备数量11.07万亿美元，2022年第4季度为11.09万亿美元，疫情三年期间全球外汇储备数量发生了很少的变化。如果从更长一点的时间来看，2022年底全球外汇储备的数量与2014年底11.6万亿美元相当接近。**2014年以来全球外汇储备总量基本保持了动态平衡。**

全球总外汇储备和已分配外汇储备的数量（百万美元）

数据来源：IMF, COFER.

六、“去美元化”下国际货币体系的未来

(二)、全球外储进入以存量结构调整为主的阶段，多极化货币进入激烈的竞争阶段



全球多种货币对美元储备的替代 (2016-2022)

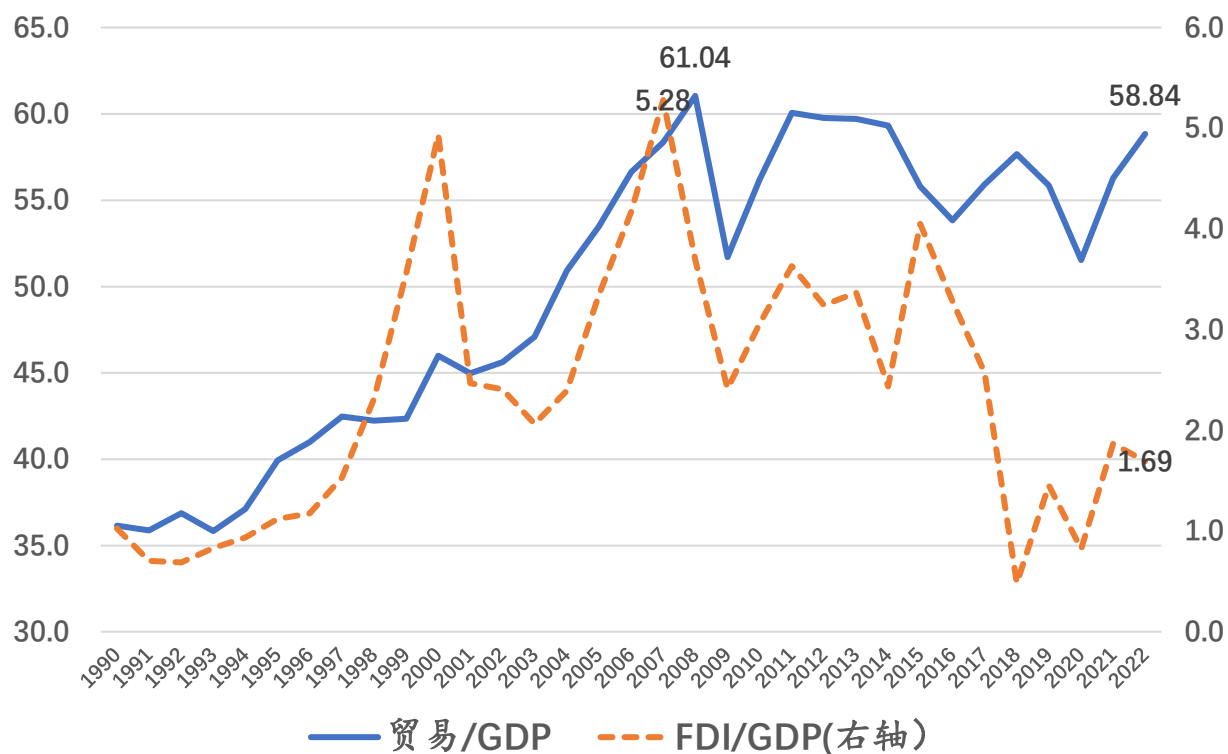
数据来源：依据IMF (COFER) 数据计算。

相比2016年时期的美元占比，2022年底美元占比出现了7个百分点的下滑，这7个百分点被IMF统计中的所有货币分享。

与疫情前的2019年相比，截止2022年底，美元占全球已分配外汇储备的占比下降了2.4个百分点，降至58.36%，自1995年有统计数据以来最低值。欧元基本保持20%多一点的占比，下降了0.12个百分点。日元下降了0.3个百分点，英镑和加元分别上升了0.3和0.52个百分点。美元指数中的瑞郎在全球外汇储备中占比小，2022年底仅为0.23%，相比2019年底的占比0.15%上升的幅度很大，达到了52.5%。

美元指数中货币分享了5个百分点，占美元下降7个百分点中的71.4%。

(二)、全球外储进入以存量结构调整为主的阶段，多极化货币进入激烈的竞争阶段



全球地缘政治风险与制造业回流兴趣

数据来源：IMF, WEO (April, 2023) .

依据IMF提供的数据，次贷危机以来，全球贸易/GDP的比例再也没有超过2008年的高点61.4%，2022年有所恢复达到58.84%；全球直接投资/GDP下降的速度较快，2007年是高点达到5.28%，2022年相比2018年的低点0.48%有明显上升，但也只有1.69%。这说明从全球创造的每单位GDP来看，全球增长与贸易的相关性长期以来处于停滞状态，而与直接投资相关性则出现了显著下降。

今年3月世界银行发布了《长期增长前景下降：趋势、预期和政策》（Falling Long-Term Growth Prospects: Trends, Expectations, and Policies）报告，在过去的十年间，新兴市场和发达经济体经济增长都急剧放缓。80%的发达经济体和75%的新兴市场经济体2011-2021年的经济平均增长率低于2000-2010年。世界经济未来面临“**失落的十年**”的风险，世界银行预计未来十年全球经济平均增速为2.2%。

(三)、有序推动人民币国际化：逐步匹配经济和地缘政治影响力与货币影响力

Allocations of special drawing rights, 1970-2021

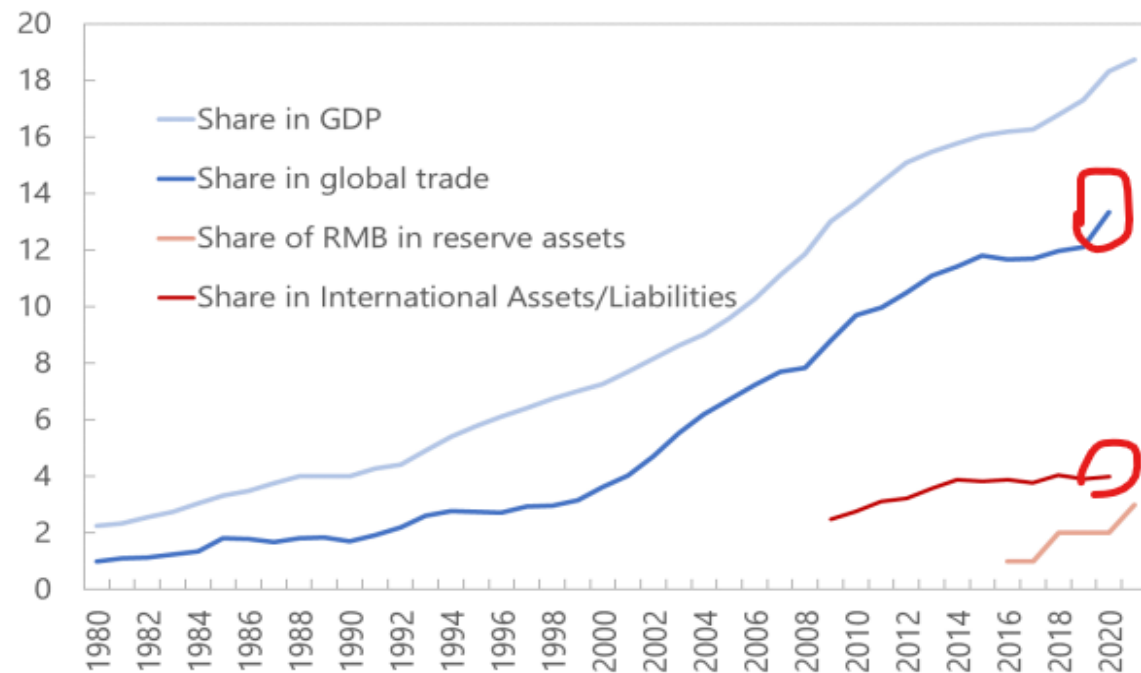
Date	SDR allocation		Cumulative SDR allocations	
	Billions of SDR	Billions of US dollars ^a	Billions of SDR	Billions of US dollars ^a
1970-72	9.3	9.3	9.3	9.3
1979-81	12.1	15.8	21.4	27.9
August 28, 2009	161.2	252.1	182.6	285.6
September 9, 2009	21.5	33.8	204.1	321.3
August 23, 2021	456.5	647.5	660.6	937.0
Memo: September 30, 2022	n.a.	n.a.	660.6	845.5

Edwin M. Truman, December 2022, The IMF Should Enhance the Role of SDRs to Strengthen the International Monetary System, PIIE, WP, NO.20.

2016年10月1日，人民币首次加入了特别提款权（SDR）篮子货币，成为全球五种主要货币的一员，这是人民币国际化里程碑式的事件。美元、欧元、人民币、日元和英镑在SDR权重分别为41.73%、30.93%、10.92%、8.33%和8.09%。2022年5月11日，国际货币基金组织（IMF）完成了五年一次的SDR定值审查，维持现有篮子货币构成不变，并将人民币的权重由10.92%提高到12.28%。美元权重由41.73%上调至43.38%，欧元、日元和英镑的权重分别由30.93%、8.33%和8.09%下调至29.31%、7.59%和7.44%。新权重组成的SDR自2022年8月1日正式生效。

(三)、有序推动人民币国际化：逐步匹配经济和地缘政治影响力与货币影响力

Figure 1. China's Rapid Integration vs. Limited Financial Integration



Sources: IMF, Swift and author's calculations.

人民币计价的国际资产和负债仅占世界外部资产和负债的4%，而在全球贸易中这一比例为13%。

Based on IMF World Economic Outlook.

Hector Perez-Saiz and Longmei Zhang, March 2023, Renminbi Usage in Cross-Border Payments: Regional Patterns and the Role of Swap Lines and Offshore Clearing Banks, IMF, WP/23/77.

(四)、货币多极化：深度思考成为国际货币需要担负的功能

国际货币的作用

货币功能	公共部门	私人部门
记账单位	汇率盯住/锚货币	贸易结算/金融证券定价
交换媒介	FX干预/最后贷款人	贸易和金融跨境支付
储藏价值	国际储备	金融证券面值/现金

Cohen, B. J. (1971). The future of sterling as an international currency.

Kenen, P. B. (1983). The role of the dollar as an international currency. Group of Thirty.

国际货币的作用

	私人部门	官方部门
交换媒介	媒介 (Vehicle)	干预 (Intervention)
记账单位	计价发票 (Invoice)	盯住 (Peg)
储藏价值	银行 (Banking)	储备 (Reserve)

Krugman, Paul (1984), “The International Role of the Dollar: Theory and Prospect”, in J Bilson and R Marston (eds.), *Exchange Rate Theory and Practice*, University of Chicago Press, 261-278.

（五）、货币多极化：出发点是追求各自经济-货币功能权利的实现

地缘政治经济关系：把握新地缘经济-货币关系变化中的机遇。

供给侧：创新驱动，创造差异化的产品；资源禀赋独特的产品；夯实产供应链地位，实现自身生产与全球的整合能力。

需求侧：发挥国内市场的作用，贸易逆差是需求侧定价权利（2022年中国贸易逆差前五名：澳大利亚、巴西、瑞士、沙特、俄罗斯）。

“中间货币”的桥梁作用：在非主要全球货币中充当“中间货币”。

（六）、货币多极化：长期是国际市场选择与竞争的结果

地缘政治影响力：国际声誉。

稳定的物价水平：稳定币（长期汇率稳定性：与全球其他主要货币币值）。

高质量的增长：稳定的投资收益率和高质量的产品。

高水平的开放：便利的跨境资本交易制度安排（跨境资本流动、跨国交易清算系统）。

提供安全资产：货币全球大循环的底层资产。（1）低信用和市场风险；（2）市场流动性高；（3）通胀风险有限；（4）低汇率风险；（5）有限的特殊风险。

（七）、货币多极化：“去美元”的过程需要依托美元背书

货币进入信用本位制后，任何一种货币需要其他重要货币为自己的定价背书。在美元尚是主导货币的情况下，任何一个货币的国际化都需要美元为自己定价背书。

未来相当长时间里，“去美元化”不是不要美元，而是要降低过度依赖美元所致的风险，降低过度依赖美元对自身造成的看得见的或者可预见的伤害。

国际货币体系的演进是一个长期的过程。千里之行始于足下。“去美元化”有助于建立**多元化相对平衡**的国际货币体系，以适应世界经济日趋多极化发展的内在要求。货币多极化是大趋势，最终需要经过国际市场的选择决定。



CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇



CMF专题报告发布，“去美元化”与国际货币体系变革

5月27日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第66期）于线上举行。

本期论坛由中国人民大学经济学院教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**刘凤良**主持，聚焦“‘去美元化’与国际货币体系变革”，来自学界、政界、企业界的知名经济学家**刘元春、毛振华、王永利、张礼卿、鄂志寰、王晋斌**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院党委常务副书记、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**王晋斌**代表论坛发布 CMF 中国宏观经济专题报告。

报告围绕以下六个方面展开：

一、“去美元化”出现加速势头

二、国际货币体系需要变革的原因

三、“去美元化”出现阶段性加速的原因

四、“去美元化”下美元货币体系的新变化

五、“去美元化”下美国新动向

六、“去美元化”下国际货币体系的未来

一、“去美元化”出现加速势头

近年来出现了一些值得关注的现象：一是“去美元化”出现加速的势头。比如过去几年间，贸易本币结算成为“去美元化”的主导方式，尤其是俄乌冲突之后，俄罗斯、东盟以及拉美等经济体都逐渐开始强调本币结算；二是黄金成为追捧的对象。在“去美元化”的条件下，各国央行对于黄金的追捧出现了明显的阶段性上升；三是亚洲在现有国际货币体系中寻求更大的自主权。比如2000年，“10+3”财长会议共同签署了建立区域性货币互换网络的《清迈倡议》，中国主导的“一带一路”倡议以及亚洲基础设施投资银行也都发挥了重要作用。亚洲太平洋杂志称，以美元为主导的国际货币体系有可能演变成由多种货币发挥关键作用的多极货币体系。

二、国际货币体系需要变革的原因

1、单极货币与多极货币之争

国际货币体系应该是单一货币还是多极货币，这是一个学术问题，与现实总是会存在比较大的差异。单一货币体系强调了货币的网络和规模经济，代表性学者是克鲁德曼；多极货币体系的代表性学者是 Eichengreen 等，他们认为多极货币体系可以更好地提供流动性，避免单一货币带来的外溢性，有助于降低系统性危机的影响程度和频率。

2、特里芬两难到新特里芬两难

当前，国际货币体系内在最深的矛盾就是从特里芬两难到新特里芬两难。特里芬两难比较准确地预计到了固定汇率制度的崩溃，因为美元的流动性和清偿性难以同时满足。新特里芬两难的含义与之前相似，是指美元流动性提供与美元信用之间存在“两难”。二者的差异在于，Pozsar 的新特里芬两难主要是从微观主体的角度，尤其是从金融机构对短期债券需求的角度出发，研究了美国短期政府债券或者政府担保债券在机构现金池的流动性功能和信用功能；Gourinchas 的新特里芬两难则更强调从全球资金循环的角度和安全资产的角度出发，认为若美国政府官方债务过多，会出现不被市场信任和抛售的可能性；债务太少又会导致全球产出下降，进而影响全球融资和全球无风险资产收益率。前者注重金融市场微观主体风险管理行为，后者侧重美国宏观风险管理框架的约

束。从思考视角来看，两者有互补性，均讨论了经济过度金融化背景下的美元流动性与美元信用“两难”。

3、美国金融周期外溢性

从历史情况来看，在美元主导的国际货币体系下，美国金融周期曾多次产生负面外溢性。美国的加息或降息行为对全球外汇、金融市场都会产生重要的外溢性，这是由于美国的宏观政策基本以国内为导向，不太会考虑到负面外溢性，即使出现外溢性也会通过货币互换来解决流动性问题。到目前为止，和美联储签订货币互换的央行全球大概只有十几家，其货币互换的范围狭窄。美国聚焦国内的货币政策带来了巨大的负面外溢性，并且这些外溢性大部分不需要由其自身承担，这是国际货币体系饱受诟病的重要因素之一。

4、汇率敏感性

由于金融周期存在外溢性，美联储的货币政策有时会变得比较激进，进而带来外汇市场大量的超调。比如在2020年3月的金融大动荡中，这种超调是很明显的。超调除了可能会导致汇率危机和金融危机之外，也可能会带来经济衰退动荡，导致贸易急剧下降，恶化经常账户。因此，无论是从金融层面还是从贸易层面来说，美国以自我为主的货币政策带来的负面外溢性都可能会对全球经济产生巨大的影响。

5、“去美元化”具有内生需求，突破“双缺口”模型约束

发展中经济体面临着“双缺口”，即外汇缺口和储蓄-投资缺口。在这种情况下，如果始终依靠单一货币从事国际贸易和投资，当出口不足时就可能会出现外汇缺口。若使用本币进行贸易结算，甚至进行投资，就有可能打破“双缺口”。因此，许多发展中经济体本身具备“去美元化”的内在需求。

三、“去美元化”出现阶段性加速的原因

1、制裁与新地缘政治经济关系演进推动了新地缘经济货币关系的加速

从货币史的角度来看，地缘政治关系是支撑货币体系的重要因素。Eichengreen 的“火星假说”、Weiss 的“地缘政治假说”和 Akinci 的“帝国圈假说”等都侧重于从地缘政治关系的角度来研究国际货币体系。俄乌冲突显化了次贷危机以来，全球地缘政治经济关系的矛盾和冲突。对于具有全球公共品属性的国际货币来说，如果以地缘政治关系作为其能否使用的标准，必将带来现有国际货币体系的变革。当前，全球货币体系进入了地缘大博弈的时代。

2、疫情冲击导致全球贸易大幅度萎缩



2. 过去几年的疫情冲击导致全球经济下行，商品和服务贸易萎缩，通过贸易获取外汇的空间受到大幅度挤压，出现**阶段性美元流动性不足**。

依据IMF (COFER) 提供的数据，从2020年1季度到2021年底，全球美元储备仅增加了**3155**亿美元。当美联储进入加息周期后，从2021年底到2022年4季度，全球美元外汇储备下降了**6144**亿美元。去年全球美元外汇储备下降的速度超过了2020-2021年全球美元外汇储备的积累速度，差额高达近3000亿美元。

依据WTO (TRADE FORECASTS) 给出的数据，2020-2022年三年全球货物贸易增速5.5%，平均**1.75%**，而2010-2022年均增速2.6%。

日期	美联储政策利率	日期	欧洲央行政策利率
2022年3月16日	0.08		
3月17日	0.33		
5月5日	0.84		
6月16日	1.58	2019年9月18日	0.00
7月28日	2.33	2022年7月27日	0.50
9月22日	3.08	9月14日	1.25
11月3日	3.83	11月2日	2.00
12月15日	4.33	12月21日	2.50
2023年2月2日	4.58	2023年2月8日	3.00
3月23日	4.83	3月22日	3.50
5月4日	5.08	5月10日	3.75

根据 WTO 的数据，2010年-2022年全球贸易增速为2.6%，其中，2020年-2022年的平均增速只有1.75%。贸易萎缩导致出口减少，加上对单一货币的依赖，全球美元储备大幅减少。根据 IMF 的数据，2020年一季度到2021年年底，全球外汇储备仅增加了3155亿；2021年底到2022年四季度，全球外汇储备下降了6000多亿。疫情冲击带来的贸易萎缩叠加贸易摩擦问题、供应链的问题等，共同导致了外部美元流动性收紧。

导致美元流动性收紧的另一个重要因素是，美联储和欧央行的激进加息导致资金回流。在一年多的时间里，美联储加息了500个 BP，这是近四十年来最激进的加息方式。在激进加息的背景下，发展中国家甚至发达经济体的美元流动性都出现了很大的问题。2007年次贷危机后，美国和5家主要央行签署了长期货币互换协议；2020年3月金融大动

荡后，协议国家又增加了9家，外汇美元互换总额度高达4500亿美元。今年3月份，瑞士央行曾一次性跟美联储互换了高达110亿美元的美元流动性。这表明在激进的加息方式下，美元指数中的经济体的美元流动性出现了问题，美元的外部流动性已经收紧。

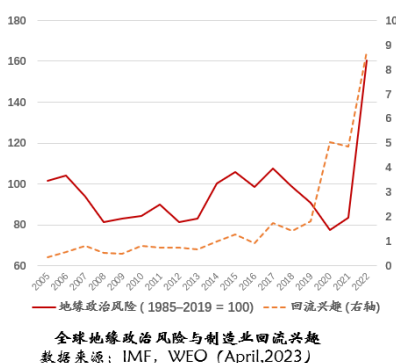
3、美国对外经济政策“政治化”导致美元流动性需求下降



3、美国对外经济政策“政治化”导致美元流动性需求下降

次贷危机以来，全球进入了“慢全球化”时代，2008-2021年全球进出口/GDP的比例基本没有变化。1980-2007年全球进出口/GDP的比例几乎上涨了一倍，2007年全球进出口/GDP约为55%。次贷危机之后，美国采取的逆全球化措施阻碍了经济全球化的继续深化，美国对外经济政策“政治化”倾向显化，“关税”、“出口限制”等贸易壁垒降低了世界对美元贸易的需求。

地缘政治成本成为全球化最大的成本，成为逆全球化的主要推手，这会降低对储备货币的需求。2018年中美贸易摩擦、2020年世纪疫情爆发、2022年乌克兰危机，全球地缘政治格局发生了巨变，地缘政治风险快速上升，强调安全而非效率优先，制造业通过“离岸”和“近岸”等回流的形式也随之上升。



IMF 指出，次贷危机以来，全球贸易进入了“慢全球化时代”。其重要标志是全球进出口占 GDP 的比例在2008-2021年间基本维持在55%左右，而1980-2007年间，该比例上涨了几近一倍。“慢全球化”叠加美国采取的逆全球化措施，降低了世界对美元贸易的需求。地缘政治关系、制造业回流等同样也是降低美元需求的重要因素。从2020年疫情暴发后，全球地缘政治风险与制造业回流兴趣都有明显上升，这意味着随着地缘政治风险的上升，制造业回流的兴趣骤然增加。

4、激进加息导致美元跨境借贷下降

4. 激进加息导致美元跨境借贷下降

Total credit to non-bank borrowers by currency of denomination 1: US dollar

Bank loans and debt securities issues, by residence of non-bank borrower

Level: 1 2 3 4 5	Q4 2022			Annual change (%)		
	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22
Borrowers outside the United States	13,294	13,091	12,834	1.3	-1.8	-3.8
Of which: emerging market economies	5,416	5,281	5,160	3.6	-0.9	-3.3
Of which: Africa and Middle East	1,296	1,289	1,265	5.7	2.3	-1.6
Of which: Emerging Asia and Pacific	2,529	2,419	2,317	2.1	-3.7	-6.4
Of which: Emerging Europe	351	334	333	2.1	-5.2	-6.5
Of which: Latin America	1,240	1,240	1,245	5.1	2.8	2.0
By instrument						
Borrowers outside the United States	13,294	13,091	12,834	1.3	-1.8	-3.8
Bank loans	6,091	5,966	5,757	1.3	-2.6	-5.3
Debt securities issues	7,203	7,125	7,076	1.4	-1.2	-2.6
Of which: non-financial borrowers	3,710	3,695	3,690	2.2	-0.3	-0.7
Of which: emerging market economies	5,416	5,281	5,160	3.6	-0.9	-3.3
Bank loans	2,907	2,783	2,676	2.0	-3.0	-6.4
Debt securities issues	2,509	2,498	2,484	5.6	1.6	0.2
Of which: non-financial borrowers	2,052	2,052	2,052	5.8	2.0	1.1
Memo: Borrowers in the United States						
Non-financial borrowers	66,849	67,658	68,080	6.9	7.2	5.6
Of which: government	29,575	29,846	30,068	6.3	7.2	5.2

美元和欧元在全球跨境借贷中的占比是最大的，尤其是美元。去年的三季度到四季度，美国之外的非银行美元跨境借贷都呈现下降趋势。去年四季度整体借贷下降了3.8%，其中，新兴经济体下降了3.3%。无论是银行贷款还是以美元计价的证券都出现了下降，导致美国之外地区的美元流动性吃紧。

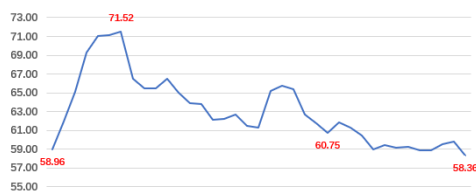
美联储加息带来的资金回流，加上各种制裁导致外部经济体对美元的需求下降，共同导致了阶段性“去美元化”的加速。

四、“去美元化”下美元货币体系的新变化

1、美元储备占比下降

四、“去美元化”下美元货币体系的新变化

(一) 美元储备占比下降



美元占全球已分配外汇储备占比 (%)

数据来源: IMF, COFER.

2021年非传统储备货币在全球储备货币中占比首次超过10% (10.26%)，国际储备货币多元化局面已经拉开帷幕。

截至2022年底，美元在全球储备中的占比降至59%以下，达到1995年以来的最低值。2021年，全球非传统储备货币在全球储备中的占比首次超过了10%，表明储备货币的多极化的局面拉开帷幕。IMF 统计口径是以分配的外汇储备占比来表示有储备币种的储备比例。2017-2018年以前，未分配储备在总储备中的占比高达30%-40%；2018年以后，已分配外汇储备占比达到90%以上，数据的准确性更高。但不管怎么看，非传统储备货币在2021年超过10%都预示着储备货币的多极化趋势。

2、私人持有美债超过官方



国际投资者持有美债的数量在2021年达到高点7.74万亿美元。去年10月，该数据下降至7.13万亿，这意味着十个月的时间内全球减少了6000亿美债。不过这不完全是市场的减持，也包括美债本身估值带来的影响。截至今年3月，随着美联储加息接近尾声，一些投资者进行了美债抄底，持有美债数量回升至7.57万亿美元。值得注意的是，今年3月，国际非官方投资者持有的美债数量首次超过了官方持有的数量，这表明美债对于市场来说具有更多的投资属性。



可交易债券市场价值与面值之差 (十亿美元)

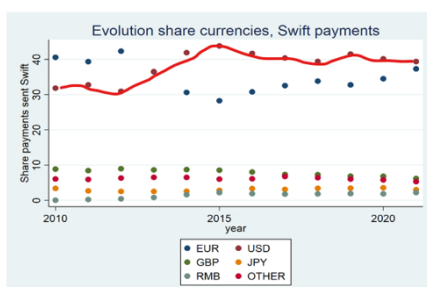
数据来源: FED.

从这个角度来看,当美债面值和市值间出现差异或差异预期时,投资者会抛售美债。2020年5月金融大动荡时期,美债收益率降至低点,美债可流通面值大概在21-22万亿美元,持有美债的账面盈余最高可达1.8万亿美元;2022年10月,美债可流通面值约24万亿美元,账面损失约2.1万亿美元,出现了超过9%的亏损;2023年4月,美债账面损失收窄,降至1.38万亿美元。如果投资者于去年10月买进美债,当前账面会有比较大的浮盈。

3、美元在全球贸易结算中比例的变化

(三)、美元在全球贸易结算中比例的变化

Figure 3. Share of World Currencies Over the Years (Swift Messages MT 103 and MT 202)



Hector Perez-Saiz, Longmei Zhang, and Roshan Iyer, 2023. Currency Usage for Cross Border Payments, IMF, WP/23/72.

美元在全球贸易结算中的比例从2010年30%多上升至到目前的40%,相较2015年的高点45%有所下降,但仍处在比较高的水平。欧元占比在2015年的下降幅度比较大,跌破

30%，与之对应的是美元占比的上涨。当前，欧元和美元在贸易结算中的比重接近，都在40%左右。

4、美元在全球外汇市场交易量和占比的变化



(四) 美元在全球外汇市场交易量和占比的变化

Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and Over-the-counter (OTC) derivatives markets in 2022

OTC foreign exchange turnover by currency										
"Net-net" basis, daily averages in April in billions of US dollars and percentage share										
Currency	2010		2013		OTC turnover 2016		2019		2022	
	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%
USD	3,371	84.9	4,662	87.0	4,437	87.6	5,811	88.3	6,639	88.4
EUR	1,551	39.0	1,790	33.4	1,580	31.4	2,126	32.3	2,282	30.5
JPY	754	19.0	1,235	23.0	1,096	21.6	1,108	16.8	1,253	16.7
GBP	512	12.9	633	11.8	648	12.8	843	12.8	968	12.9
CNY	34	0.9	120	2.2	202	4.0	286	4.3	526	7.0
AUD	301	7.6	463	8.6	349	6.9	446	6.8	479	6.4
CAD	210	5.3	244	4.6	260	5.1	322	5.0	466	6.2
CHF	250	6.3	276	5.2	243	4.8	326	4.9	390	5.2
HKD	94	2.4	77	1.4	88	1.7	233	3.5	194	2.6
SGD	56	1.4	75	1.4	91	1.8	119	1.8	182	2.4
SEK	87	2.2	94	1.8	112	2.2	134	2.0	168	2.2
KRW	60	1.5	64	1.2	84	1.7	132	2.0	142	1.9
NOK	52	1.3	77	1.4	86	1.7	119	1.8	126	1.7
NZD	63	1.6	106	2.0	104	2.1	137	2.1	125	1.7
INR	38	0.9	53	1.0	58	1.1	114	1.7	122	1.6
MXN	50	1.3	135	2.5	97	1.9	111	1.7	114	1.5
TWD	19	0.5	24	0.5	32	0.6	60	0.9	83	1.1
ZAR	29	0.7	60	1.1	49	1.0	72	1.1	73	1.0
Other	184	4.6	83	1.6	103	2.0	121	1.8	174	2.3
Total	3,973	200.0	5,357	200.0	5,066	200.0	6,581	200.0	7,506	200.0

根据 BIS 每三年一次的调查数据，2010年美元在全球外汇市场的交易量占比为84.9%，2022年的占比为88.4%。按照整体100%来换算，美元占比在44.2%左右。与历史数据相比，当前美元在全球外汇市场的占比处于高点，表明美元是高度金融化的产品。

5、美元在衍生品市场交易量和占比的变化



(五) 美元在全球利率衍生品市场交易量和占比的变化

Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and Over-the-counter (OTC) derivatives markets in 2022

OTC interest rate derivatives turnover by currency										
"Net-net" basis, daily averages in April in billions of US dollars and percentage share										
Currency	2010		2013		OTC turnover 2016		2019		2022	
	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%
Total	2,054	100.0	2,311	100.0	2,677	100.0	6,439	100.0	5,226	100.0
USD	654	31.8	639	27.7	1,357	50.7	3,265	50.7	2,276	43.5
EUR	834	40.6	1,133	49.0	641	23.9	1,588	24.7	1,753	33.5
GBP	213	10.4	187	8.1	237	8.9	537	8.3	350	6.7
AUD	37	1.8	76	3.3	108	4.0	400	6.2	279	5.3
JPY	124	6.0	69	3.0	83	3.1	160	2.5	117	2.2
CAD	48	2.4	30	1.3	39	1.4	90	1.4	60	1.2
NZD	4	0.2	5	0.2	26	1.0	56	0.9	48	0.9
KRW	16	0.8	12	0.5	13	0.5	27	0.4	48	0.9
CZK	0	0.0	1	0.0	1	0.1	12	0.2	32	0.6
CNY	2	0.1	14	0.6	10	0.4	33	0.5	30	0.6
ZAR	5	0.3	16	0.7	16	0.6	25	0.4	27	0.5
SEK	20	1.0	36	1.6	19	0.7	61	0.9	25	0.5

美元在衍生品市场的交易量占比从2010年的31.8%提升至当前的43.5%，相较2016年和2019年的50%有明显下降，但仍处于最高水平。欧元占比达到33.5%，同样很高。在外汇市场上，美元比欧元强势很多，但在利率衍生品市场上，欧元和美元的差距缩小了不少。

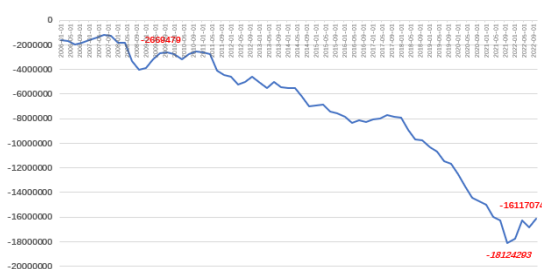
6、美元体系本身出现了阶段性收缩



（六）、美元体系本身出现了阶段性收缩：膨胀与收缩之间不对称

2006年1季度美国对外投资净头寸存量约为-1.66万亿美元，相当于美国从全球净借入了1.66万亿美元。依据美国财政部数据，2006年1季度美国对外投资净头寸存量约为2.08万亿美元，仅靠美国国债存量就足以覆盖美国从全球净借入的资金存量。

2008年底国际投资者持有的美国国债存量增加至3.08万亿美元，国际投资者持有的美国国债存量就难以覆盖美国对外投资净头寸，两者之间存在0.91万亿美元的缺口，这意味着美国需要通过国债以外的债券来证补从全球净借入。新冠疫情爆发之前的2019年底，美国对外投资净头寸存量已经高达-11.65万亿美元，此时国际投资者持有美国国债存量为6.84万亿美元，两者之间相差4.81万亿美元。这意味着美国需要通过国债以外的更多债券来证补从全球净借入。疫情爆发后的2021年底，美国对外投资净头寸高达-18.12万亿美元，达到历史峰值，此时国际投资者持有美国国债的存量也达到了历史峰值7.74万亿美元，两者之间差距巨大，达到了10.4万亿美元。



美国对外投资净头寸（百万美元）
数据来源：BEA.

2020年疫情之后，美国采取了大规模财政赤字货币化的策略。美联储资产负债表的国债数量急剧膨胀，相当于美联储用自身发行的货币去购买国债。在急剧的货币化过程中，美国对外投资净头寸出现了大幅下滑。2008年前后，美国对外投资的负净头寸仅为2.6万亿左右，而到2021年达到了18.1万亿。2020年四季度，负净头寸收缩至16.1万亿，减少了2万亿，这意味着美国向全球的累计净借款规模减少了2万亿。过去美国是一个“风险资本家”，依靠在全球范围内借钱和投资，赚取投资收益。国债数量的膨胀与对外投资的收缩之间存在着不对称的现象。

7、美元在全球汇率制度安排中的作用

(七)、全球货币盯住美元 占比的变化 (%)
2013-2021年下降了3.8个百分点

Table 5. Monetary Policy Frameworks and Exchange Rate Anchors, 2013–21
(Percent of IMF members as of April 30)¹

	US dollar	Euro	Composite	Other currency	Monetary aggregate	Inflation targeting	Other ²
2013	23.0	14.1	6.8	4.2	13.6	17.8	20.4
2014	22.5	13.6	6.3	4.2	13.1	17.8	22.5
2015	22.0	13.1	6.3	4.2	13.1	18.8	22.5
2016 ³	20.3	13.0	4.7	4.7	12.5	19.8	25.0
2017	20.3	13.0	4.7	4.7	12.5	20.8	24.0
2018	19.8	13.0	4.7	4.7	12.5	21.4	24.0
2019	19.8	13.0	4.2	4.7	13.5	21.4	23.4
2020	19.8	13.0	4.2	4.7	11.5	22.4	24.5
2021 ⁴	19.2	13.5	4.1	4.7	13.0	23.3	22.3

Source: AREAER database.

¹ Includes 120 member countries and the following territories: Aruba, Curaçao and Sint Maarten (all in the Kingdom of the Netherlands information for Curaçao and Sint Maarten is reported together as they have a common central bank) and Hong Kong SAR (People's Republic of China).

² Includes countries that have no explicitly stated nominal anchor but instead monitor various indicators in conducting monetary policy.

³ Includes Niue, which became an IMF member on April 12, 2016.

⁴ Includes Andorra, which became an IMF member on October 16, 2020.

IMF, July 7, 2022, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2021

每年7月，IMF 会发布全球汇率安排的报告。2013-2021年，全球盯住美元的货币占比下降了3.8个百分点，目前仍有19.2%的货币盯住美元，与2013年相比有明显下降。

五、“去美元化”下美国新动向

美元霸权面临着两大基本问题：

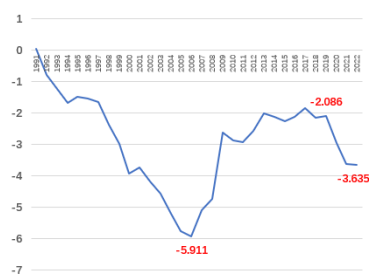
1、经常账户大规模赤字

五、“去美元化”下美国新动向：问题

美元霸权面临的两大基本问题：

(一)、美国贸易赤字总量创历史新高，对外不平衡加剧
与次贷危机后美国对外贸易赤字下降不同，新冠疫情大规模刺激政策加大了美国对外贸易赤字。2006-2009年美国货物和服务贸易赤字由当年占GDP的5.5%下降至2.7%。2019-2022年美国货物和服务贸易赤字由当年占GDP的2.6%上升至3.7%，逆差总量从约5597亿美元上升至9481亿美元，对外贸易赤字总量创历史新高，贸易赤字占GDP的比例创次贷危机以来的新高。2021-2022连续两年美国对外贸易赤字超过1万亿美元，2022年更是达到了近1.2万亿美元，占当年GDP的4.7%。

随着财政刺激计划的退出，美国私人储蓄率从2021年的11.8%骤降至2022年的3.3%，这是1959年以来历史第二低储蓄率，仅次于2005年的2.9%。美国很难通过储蓄率上升来降低对外贸易赤字，大规模贸易逆差等同于美国需要从外部借入大量资金，并在全球投资中获取收益来部分弥补对外贸易逆差，维持美元借款信用。



美国经常账户余额/GDP比例 (%)
数据来源：IMF, WEO .April,2023.

美国的储蓄率常年较低，2022年只有3.3%。美国人不爱储蓄，想消费就只能借钱。2021年和2022年，美国对外货物贸易赤字均超过1万亿美元。尽管服务贸易有一定顺差，

但根本无法抵消其经常账户的逆差。次贷危机后，美国对外账户出现了一个再平衡的过程，2018年前后，其经常账户赤字占 GDP 比重下降至2.1%左右，2022年底回升至3.6%，这意味着美国对外贸易赤字不断扩大。

2、两次大危机加速透支了美元体系“过度特权”的信用

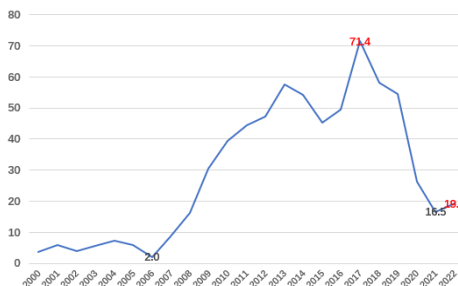


五、“去美元化”下美国新动向：问题

(二)、两次大危机加速透支了美元体系“过度特权”的信用

通过金融账户投资收益弥补对外贸易赤字意味着美国需要更加依靠美元体系的“过度特权”。美国通过大规模发行国债为美国财政赤字融资，同时为全球投资者提供美国国债作为安全资产，美国这种以低利率全球融资再到全球投资赚取高收益的结构性投融资模式（结构效应），称为美元体系的“过度特权”。“过度特权”带来的投资收益可以在一定程度上对冲美国对外贸易赤字，降低美元外部赤字的信用风险。美国依靠美元霸权体系，通过大规模的财政赤字货币化，帮助美国经济从两次大危机中走出来，美元霸权体系也因此走上了一条过于依赖美元“过度特权”支撑才能续行的路径。

两次大危机美联储总计为美国财政赤字融资超过5万亿美元。美国把美元货币体系的“过度特权”发挥到极致，透支了美元信用。



初级收入账户净收入占经常账户逆差的比例 (%)

注：2022年是前3季度的加总数据。数据来源：BEA。

贸易赤字的扩大会降低美元信用，但美国依靠美元体系的“过度特权”，将国债作为结构性杠杆产品，或者发行以美元计价的证券，用融入的资金进行全球投资，通过金融账户操作赚取投资收益。从投资的角度来讲，这些收益对于美国经常账户逆差的抵补作用不容小觑。2017年，这些收益可以抵补美国70%多的经常账户赤字；2021年，美国对外投资净负头寸达到历史峰值，投资收益只能抵补16.5%的经常账户赤字，这意味着美国依靠“美元特权”，从外部借钱再到外部进行投资，从而抵补美国经常账户的功能下降了。

次贷危机和新冠疫情中，美联储总计为美国财政赤字融资超过5万亿，这种“过度特权”会透支美元信用，导致国际投资者对美元未来的信用产生担忧。

为了解决上述问题，美国采取了以下措施：

1、采取金融全球化与贸易逆全球化并重的战略

金融全球化是美国对外竞争的有利措施，因为它意味着美国可以继续发挥美元的“过度特权”。同时，美国依靠贸易逆全球化提高制造业的竞争力，降低进口和贸易赤字，维护美元的信心。美国制造业增加值占 GDP 的比重自上世纪80年代以来几乎腰斩，现在仅为11-12%。为了提高制造业的竞争优势，2021年以来，美国推出了一系列的法案，包括《两党基建法案》、《芯片与芯片法案》、《通胀削减法案》等。此外，美国和欧洲把俄罗斯踢出了 SWIFT 系统，禁止其用美元和欧元交易，这是一种局部的逆全球化行为，并不会妨碍美国的金融全球化的战略。

2、构建石油+芯片双商品支柱的美元货币体系

随着世界经济多极化趋势不断推进，“石油美元”出现了一定松动。美国通过成立芯片联盟，把最好、最高级的芯片控制在自己手中。“芯片美元”将成为继“石油美元”之后支撑美元霸权的另一个重要商品支柱。

3、以地缘政治关系维系推动美元体系

乌克兰危机后北约的“复活”、重返亚太战略、非洲战略调整、主导强化 G7对外的作用等，都表明美国想通过地缘政治关系的变化继续维持美元霸权体系。

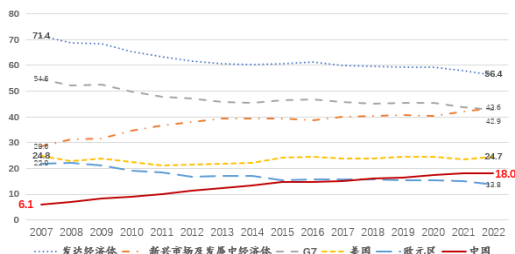
六、“去美元化”下国际货币体系的未来

一方面，美国要维持其霸权地位；另一方面，美元本身的变化以及外围经济体的需求改变推动着美元体系变革。双重博弈下，未来的国际货币体系将何去何从？

1、经济多极化和地缘政治格局深度演进形成了货币多极化的经济政治基础

六、“去美元化”下国际货币体系的未来

(一)、经济多极化和地缘政治格局深度演进形成了货币多极化的经济政治基础



一项最近的研究表明，在中短期内，难以出现一个更加分散的国际货币体系，**新技术的影响仍然非常不确定**，但地缘政治的快速变化和发展可能会加速国际货币体系向多极化转变。

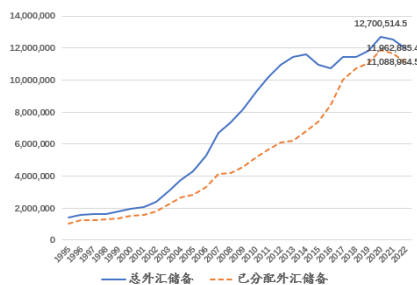
Hector Perez-Saiz, Longmei Zhang, and Roshan Iyer, 2023, Currency Usage for Cross Border Payments, IMF, WP/23/72.

货币多极化的趋势不可改变，只是时间长短的问题。在此过程中，新技术的影响十分不确定，但地缘政治的快速变化和发展可能会加速国际货币体系向多极化转变，因为支撑国际货币体系的底层关系是地缘政治关系。

2、多极化货币进入激烈的竞争阶段

六、“去美元化”下国际货币体系的未来

(二)、全球外储进入以存量结构调整为主的阶段，多极化货币进入激烈的竞争阶段

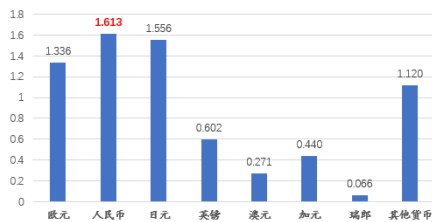


全球总外汇储备和已分配外汇储备的数量 (百万美元)
数据来源: IMF, COFER.

依据IMF (COFER) 的数据，2020年疫情冲击以来，全球外汇储备和已分配外汇储备的数量均出现了明显递减。截止到2022年4季度，全球外汇储备11.96万亿美元，已分配外汇储备11.08万亿美元。2019年4季度全球已分配外汇储备数量11.07万亿美元，2022年4季度为11.09万亿美元，疫情三年期间全球外汇储备数量发生了很少的变化。如果从更长一点的时间来看，2022年底全球外汇储备的数量与2014年底11.6万亿美元相当接近。**2014年以来全球外汇储备总量基本保持了动态平衡。**

六、“去美元化”下国际货币体系的未来

(二)、全球外储进入以存量结构调整为主的阶段，多极化货币进入激烈的竞争阶段



全球多种货币对美元储备的替代 (2016-2022)

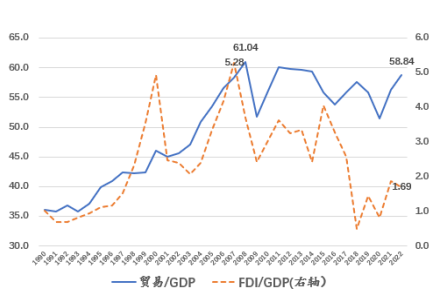
数据来源：依据IMF (COFER) 数据计算。

相比2016年时期的美元占比，2022年底美元占比出现了7个百分点的下滑，这7个百分点被IMF统计中的所有货币分享。

与疫情前的2019年相比，截止2022年底，美元占全球已分配外汇储备的占比下降了2.4个百分点，降至58.36%，自1995年有统计数据以来最低值。欧元基本保持20%多一点的占比，下降了0.12个百分点。日元下降了0.3个百分点，英镑和加元分别上升了0.3和0.52个百分点。美元指数中的瑞郎在全球外汇储备中占比小，2022年底仅为0.23%，相比2019年底的占比0.15%上升的幅度很大，达到了52.5%。

美元指数中货币分享了5个百分点，占美元下降7个百分点中的71.4%。

(二)、全球外储进入以存量结构调整为主的阶段，多极化货币进入激烈的竞争阶段



全球地缘政治风险与制造业回流兴趣

数据来源：IMF, WEO (April, 2023)。

依据IMF提供的数据，次贷危机以来，全球贸易/GDP的比例再也没有超过2008年的高点61.4%，2022年有所恢复达到58.84%；全球直接投资/GDP下降的速度较快，2007年是高点达到5.28%，2022年相比2018年的低点0.48%有显著上升，但也只有1.69%。这说明从全球创造的每单位GDP来看，全球增长与贸易的相关性长期以来处于停滞状态，而与直接投资相关性则出现了显著下降。

今年3月世界银行发布了《长期增长前景下降：趋势、预期和政策》(Falling Long-Term Growth Prospects: Trends, Expectations, and Policies) 报告，在过去的十年间，新兴市场和发达经济体经济增长都急剧放缓。80%的发达经济体和75%的新兴市场经济体2011-2021年的经济平均增长率低于2000-2010年。世界经济未来面临“失落的十年”的风险，世界银行预计未来十年全球经济平均增速为2.2%。

从全球外汇储备的角度来讲，近年来全球外汇储备正在发生结构性变化。截至2022年底，全球外汇储备只有11.96万亿美元，较2020年的12.7万亿美元有明显下降。1995-2012年，伴随全球化快速发展，全球外汇储备量快速上涨。2014年以来，全球外汇储备的总量基本维持了动态平衡，不太可能继续出现大规模的上升。在存量调整期多极化货币竞争将更加严酷。

2016-2022年，美元在全球外汇储备中的占比下降了7个百分点，平均每年下降1个百分点。美元损失的份额由其他货币分享，其中人民币分享的比重最大，达到了1.613%。在过去几年中，人民币是全球外汇储备占比上涨最快的单一货币。美元指数中，欧元、日元、英镑、加元、瑞朗分享了五个百分点，占美元下降的7个百分点中的70%。

自2007年以来，全球贸易占 GDP 的比重从60%多下降至不到59%；直接投资占 GDP 比重也从5. %下降至1. 7%。逆全球化导致世界进入“慢全球化时代”，因此想通过贸易和投资增加对外汇的需求是比较困难的。今年3月，世界银行发布报告称，世界经济未来面临“失落的十年”的风险。在此背景下，全球对外汇储备的需求也不太可能出现大幅上升。

3、有序推动人民币国际化，逐步匹配经济和地缘政治影响力与货币影响力



(三)、有序推动人民币国际化：逐步匹配经济和地缘政治影响力与货币影响力

Allocations of special drawing rights, 1970-2021

Date	SDR allocation		Cumulative SDR allocations	
	Billions of SDR	Billions of US dollars ^a	Billions of SDR	Billions of US dollars ^a
1970-72	9.3	9.3	9.3	9.3
1979-81	12.1	15.8	21.4	27.9
August 28, 2009	161.2	252.1	182.6	285.6
September 9, 2009	21.5	33.8	204.1	321.3
August 23, 2021	456.5	647.5	660.6	937.0
Memo: September 30, 2022	n.a.	n.a.	660.6	845.5

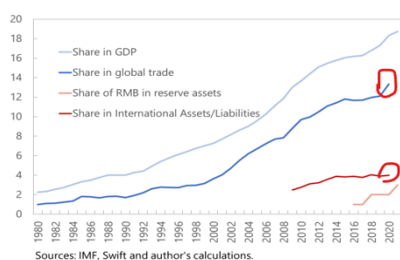
Edwin M. Truman, December 2022, The IMF Should Enhance the Role of SDRs to Strengthen the International Monetary System, PIIE, WP, NO.20.

2016年10月1日，人民币首次加入了特别提款权（SDR）篮子货币，成为全球五种主要货币的一员，这是人民币国际化里程碑式的事件。美元、欧元、人民币、日元和英镑在SDR权重分别为41.73%、30.93%、10.92%、8.33%和8.09%。2022年5月11日，国际货币基金组织（IMF）完成了五年一次的SDR定值审查，维持现有篮子货币构成不变，并将人民币的权重由10.92%提高到**12.28%**。美元权重由41.73%上调至**43.38%**，欧元、日元和英镑的权重分别由30.93%、8.33%和8.09%下调至29.31%、7.59%和7.44%。新权重组成的SDR自2022年8月1日正式生效。



(三)、有序推动人民币国际化：逐步匹配经济和地缘政治影响力与货币影响力

Figure 1. China's Rapid Integration vs. Limited Financial Integration



Sources: IMF, Swift and author's calculations.

人民币计价的国际资产和负债仅占世界外部资产和负债的4%，而在全球贸易中这一比例为13%。
Based on IMF World Economic Outlook.

Hector Perez-Saiz and Longmei Zhang, March 2023, Renminbi Usage in Cross-Border Payments: Regional Patterns and the Role of Swap Lines and Offshore Clearing Banks, IMF, WP/23/77.

自2016年入篮以来，人民币在篮子中的比重不断上升，体现了人民币在全球贸易结算中的重要性不断提高。从贸易角度来讲，人民币在国际上的影响力提升非常快。按累计算分配，目前全球有6606亿个 SDR，其价值随着篮子中货币汇率的变化而不断变化。作

为成员国之间贸易流动性的补充，SDR 的规模有限，最值钱的时候没有超过一万亿美金。此外，由于没有二级市场的交易，它的流动性也是不足的。

人民币的国际化是侧重贸易为基础的国际化。当前，中国已经成为世界第一大出口国和第二大进口国，但是以人民币计价的资产和负债在全球占比依然较低。在有序推动人民币国际化的过程中，我们坚持金融账户的审慎管理和推进，同时加大贸易以人民币计价结算，扩大对外开放，在稳中求进的总基调下有序推动人民币国际化。未来，要逐步将我国的经济和地缘政治影响力与货币影响力匹配起来，人民币国际化还有很大的成长空间。

4、深度思考成为国际货币需要担负的功能

对于以出口为导向的经济体来说，若要加速货币国际化，突然增加世界对其货币的需求，可能会导致货币大幅度升值，从而影响其出口和经济增长。因此，要深度思考国际货币的基础功能，包括记账、交换媒介和储藏功能等，按照本国的实际情况对不同阶段货币国际化所要达到的目标做出规划。

5、货币多极化的出发点是追求各自经济-货币功能权利的实现

要把握好地缘政治关系的变化，从而推动货币国际化。从供给侧的角度来说，创造全球需要的商品，有独特的资源禀赋，或者在全球产业链中有独特的地位，都可以成为定价的基础。从需求侧的角度来说，贸易逆差是需求侧定价权利的基础。同时，在地缘政治格局的变化中，有些货币可以充当中间货币，比如俄罗斯国内现在基本上没有美元欧元市场，若一国货币能够起到桥梁的作用，也是一种国际化的表现。

简而言之，货币国际化的底层关系是地缘政治关系。供给和需求都是国际化的权利，特定历史条件下，充当中间货币同样也是国际化的权利，拥有相应能力的货币可以追求自己经济-货币功能权利的实现。

6、长期来看，货币国际化是国际市场选择与竞争的结果

地缘政治影响力，稳定的物价水平，高质量的增长，高水平的开放，以及提供安全资产的能力等，都是衡量货币国际化水平的标准。高水平的货币国际化是国际市场选择与竞争的结果，要综合涵盖以上的方方面面。

7、“去美元化”的过程需要依托美元背书

在信用本位下，任何一种货币都需要其他重要货币为自己的定价背书。例如，美元指数就是通过其他六种货币为自己定价背书。因此，“去美元化”不是不要美元，而是要降低过度依赖美元可能导致的风险，包括地缘政治的制裁、美国金融周期的外溢性等。在美元还是主导货币的条件下，其他国家的货币要和美元币值保持相对稳定，也需要美元为其货币在国际市场上进行背书和定价。长期来看，如果一国的物价和购买力稳定、金融市场发展得更好，能为全球提供更好的安全资产，供给侧很有竞争力，市场也很大，其货币成为国际货币只是时间问题。国际货币体系的演进是一个长期过程，但“去美元化”是大势所趋，它有助于建立一个多元化的、相对平衡的货币体系，从而适应世界多极化的发展。货币多极化是大势所趋，最终需要经过国际市场的选择决定。

论坛第二单元，结合 CMF 中国宏观经济专题报告，各位专家围绕“‘去美元化’加速的原因、对人民币国际化的影响”等问题展开讨论。

中国国际期货公司总经理王永利指出，2023年开始“去美元化”在国际上蔚然成风，美国的国际地位受到了巨大冲击。一方面，这是由于美国在面对世界格局的深刻变化时，高举美国优先的大旗，更加滥用世界霸权，大量投放货币并且快速扩张政府债务。另一方面，美国不断加大对竞争对手和异己国家的打压，主动挑起全球贸易战、挑动地区冲突、扩大科技封锁、滥用金融制裁、冻结甚至没收其他国家的储备资产、推动本国的再工业化和世界的逆全球化。

当前国际货币体系的问题在于，经济金融全球化的发展，与其所需要的全球一体化治理已经严重脱节。在全球一体化治理实现之前，难以形成超主权世界货币。随着世界格局的深刻变化、地缘政治影响等，利益集团要形成不同的、实力较均衡的货币区域，有可能催生出美元、欧元、人民币三足鼎立的格局。

推动人民币国际化最主要的是要致力于中国综合国力和国际影响力的提升，深化改革开放，加强国际沟通合作，保持经济社会相对美国较快发展。一是要积极压缩美元储备，增加对美元有竞争力的欧元储备；二是要积极推动双边或多边的贸易协定以及央行的货币互换；三是要全面深化金融交易市场的改革开放，加大人民币在金融交易中的使用。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家**毛振华**认为，“去美元化”的产生有三个原因：1）经济逆全球化和美国主权货币、美国本位论之间的矛盾；2）美国货币政策的外溢和美国主权货币之间的矛盾；3）地缘政治冲突加剧，美元成为美国政治斗争的工具。

当前，中国既有主动“去美元化”的潜在需求，又有被动“去美元化”的现实需求。在美国围堵中国的过程中，香港作为一个重要的窗口，受到的冲击可能是巨大的。香港要重视人民币交易产品的推出和人民币交易机构的培养，包括相应的人民币的定价机制、人民币产品的中介机构的培养，更好地发挥人民币离岸中心的作用。

中央财经大学金融学院教授、国际金融研究中心主任**张礼卿**指出，“去美元化”出现加速势头有两个直接原因，一是俄乌战争的影响，二是美国财政赤字和债务持续扩大。还有两个长期原因，一是美国 GDP 和对外贸易在全球占比下降，二是其他竞争性货币的出现。

当前，以美元为中心的国际货币体系存在两方面的问题：1）内在不稳定性，主要体现在特里芬两难和新特里芬两难；2）不公平性，具体表现为在金融动荡时期，相对贫穷的新兴市场国家大量购买美国债券，导致穷国的钱流向富国。

对于人民币国际化的建议：1）继续全面深化改革扩大对外开放，确保经济稳定增长，这是人民币国际化的基础；2）积极推进国内金融市场改革，加快金融市场的深度发展和对外开放，特别是加快国债市场的对外开放，加快人民币对外币衍生品市场的发展；3）适度加快资本账户的双向开放；4）加快汇率制度市场化改革，增强人民币汇率弹性；5）进一步完善法治营商环境；6）积极参与全球经济金融治理。

中国银行香港首席经济学家**鄂志寰**认为，次贷危机后，大范围的经济衰退以及失业攀升导致全球范围内民粹主义和逆全球化氛围不断加剧。大国博弈将贸易战延伸至科技战、金融战，增加了全球经济金融系统性风险，成为改变美元主导单极货币体系的共识基础。

人民币作为来自新兴市场的货币，经过过去十几年国际化发展，一方面，有国之大多者的宏观政策的牵引，另一方面，有作为全球第二大经济体和最大商品贸易国市场规模的驱动，将迎来重要战略机遇期。有序推进人民币国际化的政策建议：1）拓展人民币在对外贸易和投资中的使用；2）持续推进离岸人民币市场健康发展；3）探索数字人民币国际贸易及投资应用场景；4）以人民币国际化推进金融市场双向开放。

上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人**刘元春**认为，不应该将目前的动荡与过去每十年出现一次的美联储资产负债表的变化齐头并论，因为中国的崛起引发了拐点性的变化。本次变革不同于过去美元地位的波动，甚至可能与美元-黄金脱钩事件的影响等价齐观。

美元国际地位的下降并不是人民币国际化的充要条件。在人民币国际化的进程中，我们一定要看住自己的基本盘，尤其是在交易、支付、投资、储备等方面要有扎实的支撑力，稳步推进，而不是简单地通过填补美元地位下降带来的缺口实现国际化。此外，我们需要更多地注重欧元、日元、英镑在国际地位上的变化。

刘元春：重大拐点已现，稳步推进人民币国际化

刘元春 上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛

（CMF）联合创始人

以下观点整理自刘元春在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 66 期）上的发言

一、以更广、更深的维度把握“去美元化”

1、美元国际地位变化面临重大拐点

从美元的发展史来看，牙买加体系让美元成为信用货币，与黄金脱钩，这是美元史上最大的一件事。当时，学界所讨论的重点在于，脱离黄金后美元会失去其霸权地位。但事实上，即使是在冷战时期，美元的霸权地位也没有随着其与黄金的脱钩而发生根本性的变化。

1989年苏东剧变后，美元成为“一统天下”的基础性货币，其地位又迎来了新拐点。自牙买加体系以来，平均每十年会发生一次全球金融动荡，特别是新兴市场国家的金融动荡，从而引发大家对美元所面临的新特里芬两难的担忧。疫情的冲击，长期的经济停滞演化为滞胀，以及美国经济实力的相对下降，引发了美元在支付、结算、储备这三大功能上的弱化。我认为，不应该将目前的动荡与过去每十年出现一次的美元指数的变化齐头并论，因为中国的崛起引发了拐点性的变化。本次变革不同于过去美元地位的波动，甚至可能与美元-黄金脱钩事件的影响等价齐观。

2、质变过程漫长，需要以长期视角把握“去美元化”

货币的地位不仅仅取决于其参与经济交易的程度，更重要的是主体国家对货币支撑力。这种支撑力不仅来源于经济交易，还来源于安全资产以及对于未来风险的判断。其中，一个重要的支撑因素是军事实力和在全球的控制力。目前来看，美国对全球军事的

控制能力还没有发生变化。此外，美国的创新能力还在持续提升，其今年的经济状况也并没有一些人预期的差。因此，即使拐点已经出现，我们也要认识到发生质变的过程是漫长的，需要在更长的时期内把握美元在世界的地位。

二、不能将人民币国际化简单地等同于“去美元化”

美元国际地位的下降并不是人民币国际化的充要条件。从某种程度上来说，美元地位的变化与人民币国际地位的提升有此消彼涨的关系，但这个关系不是必然的。在人民币国际化的进程中，我们一定要看住自己的基本盘，尤其是在交易、支付、投资、储备等方面要有扎实的支撑力，稳步推进，而不是简单地通过填补美元地位下降带来的缺口实现国际化。

此外，我们需要更多地注重欧元、日元、英镑在国际地位上的变化。目前来看，欧洲经济式微的概率远远大于美国，未来欧元的国际地位可能会有更大的下降。因此，要从更广的视角来看待人民币国际化，而不能简单地用零和博弈的思维对标美元。通过对中国经济提升和美国经济式微的判断来简单化人民币国际化的步骤，可能会步入新的误区。

当前，人民币国际化应该抓住战略契机，这就需要我们不断完善国内金融市场和金融监管基础设施，在全球支付体系再造方面推出相应的新举措。

王永利：全球一体化治理实现之前难以形成超主权世界货币

王永利 中国国际期货公司总经理

以下观点整理自王永利在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 66 期）上的发言

一、以美元为中心的国际货币体系的形成和延续

1944年，布雷顿森林协议签署，形成了美元挂钩黄金，其他货币与美元基本固定挂钩的一种国际货币体系。尽管中间有过一些变化，但这一以美元为中心的货币体系一直延续至今。首先要肯定美元能够成为国际中心货币是由美国的综合国力和国际影响力决定的。在二战爆发后，英国及欧洲列强的综合国力和国际影响力受到严重破坏，美国的综合国力和国际影响力恰恰在两次大战中快速提升。因此，这不是美元想象取代英镑就能够实现的，而是一种综合国力和国际影响力博弈的结果。

美元与黄金挂钩，在坚持金本位制或金汇兑本位制的布雷顿森林体系的建立中发挥了很大作用。但是从理论上来讲它并不是一个好的选择，因为它违背了货币发展的逻辑和方向，使货币供应受到黄金储备的束缚，越来越跟不上世界经济发展中的货币需求，最后它难以逃脱崩溃的宿命。1971年8月，美国废弃了美元与黄金挂钩的承诺，布雷顿森林1.0随后崩溃。这个做法到今天为止在国际上依然被广泛诟病，很多人指责美国单方面背信弃义，掠夺全球财富。实际上，金本位制和金汇兑本位制的货币体系本身是不可持续的，美国长时间坚持美元与黄金固定挂钩付出了太多，这不可能一直坚持下去。在放弃了美元与黄金挂钩以后，当时美国的综合国力和国际影响力在全球领先的地位并没有被动摇。美国的国际影响力不仅体现在其自身的经济、军事、科研等方面，还体现在现行国际组织的建立上。联合国是在美国推动下宣告成立的，总部也设在纽约，美国是联合国安理会五个常任理事国之一，美国在众多国际组织和国际规则中都发挥了主导作用，美国还牵头推进了经济金融全球化发展，从而形成了强大的国际影响力。

尽管目前美国 GDP 在全球占比不如以前高了，但是美国在全球拥有大量投资，如果从 GNP 角度去看，美国经济实力要比它的 GDP 大得多。美国还有很多海外驻军，拥有强大的国际联盟力量。这些共同构成了美国远比经济实力、远比当年新增产值 GDP 排名世界第一更为强大、远超其他国家的国际影响力，成为支撑美元国际货币中心地位的基础。美元放弃与黄金挂钩之后，尽管一度出现较大贬值，特别是对黄金贬值，但它依然能够实现美元充分供应，有力支持了经济全球化发展，因此，美元国际地位没有被取代，反而得到了进一步加强。美元在全球外汇储备中的份额不降反升，特别是在上世纪90年代苏联解体以后，美国成为世界唯一霸主，美元国际地位达到历史高峰，当时美元全球外汇储备份额超过70%。

2000年欧元推出之后，欧元区国家全部使用欧元结算，美元在欧元区内被挤出。美元国际支付和外汇储备份额相应下降，欧元国际影响力得到增强，成为继美元后的第二国际货币。2020年末，美元在国际支付结算（包括贸易结算和金融交易）中的份额在42%左右，欧元在38%左右，二者合计80%；美元在全球外汇储备中的份额超过58%，欧元接近22%，二者合计同样在80%，其他国家的货币份额大大落后，这是当今国际货币体系的一个基本架构。

二、“去美元化”在国际上蔚然成风

2023年开始“去美元化”在国际上蔚然成风，欧元的出现、中国的崛起、更多新兴经济体加快发展，世界格局正在发生根本性变革。G7国家的 GDP 占全球份额从上世纪90年代的70%已经下降到2022年不足43%，美国的国际地位也相应受到越来越大的冲击。一方面，这是由于美国自身面对世界格局的深刻变化不是做深刻的自我变革，反而高举美国优先的大旗，更加滥用世界霸权，频繁推行量化宽松货币政策，大量投放货币并且快速扩张政府债务。另一方面，美国不断加大对竞争对手和异己国家的打压，主动挑起全球贸易战、挑动地区冲突、扩大科技封锁、滥用金融制裁、冻结甚至没收其他国家的储备资产、推动本国的再工业化和世界的逆全球化。

一个突发事件是2022年俄乌战争爆发，美欧迅速对俄罗斯采取制裁，将一个联合国安理会常任理事国的超过3000亿的大国海外储备资产进行冻结，把俄罗斯的主要涉外银行从 SWIFT 中踢出，之后又全面加强对中国的围堵打压。大国博弈和冲突明显增强，地缘政治分裂超出国际社会的一般想象。这些因素都使全球的产业链、供应链严重受损，投资和贸易的成本增加，很多国家资本外流，债务风险凸显。美元在很多国家出现严重短缺，给全球经济金融稳定带来冲击，这也推动了美国遭遇远超预期的高通胀，迫使其快速大幅度加息，但这又进一步造成美债等金融资产价格大跌。

2023年美国银行的危机集中爆发，银行信贷大幅收缩，经济衰退压力剧增，政府债务风险更加显现，美联储因为债券投资亏损严重，美国和美元信誉受到很大影响。正是在这种情况下，越来越多的国家主动或被动地开启“去美元化”，在国际上形成“去美元化”潮流。很多国家的央行扩大黄金购买，减少美元储备，甚至连美国国内也有很多个州在酝酿货币变革，这其实是世界格局剧烈变化在货币金融上的一种反映。

三、以最强国家主权货币作为国际中心货币天然存在风险

当今的国际货币实际上是以一个国家的主权货币作为中心货币形成的国际货币体系，这就存在一个问题，国际上很难形成对最强国家有效的国际约束，这个国家很容易过度追求本国利益最大化而损害他国或全球利益，破坏国际货币体系的公平性、公正性和应有效应的充分发挥。同时，这种国际货币体系也很容易诱惑主要国际货币的发行国通过货币金融的霸权过度追求虚拟经济回报，推动经济体系脱实向虚和社会主体高负债，削弱其经济自主性和可持续性。此外，国际货币的发行国还要承担维护货币全球流动性的调控重任。因此，成为主要国际货币不是只有好处而没有坏处，潜在风险问题同样很大，只是没有得到人们的高度重视。这种局面说明，经济金融全球化的发展，与其所需要的全球一体化治理已经严重脱节，这是当今国际货币体系存在的一个内在的大问题。

四、能否实现一种超主权世界货币？

面对现状，能否实现一种超主权世界货币呢？我的结论是，全球一体化治理实现之前，难以形成超主权世界货币。尽管这种超主权世界货币的探索实践也都有，但是理论和实践证明很难成功。

一种实践是回归黄金货币或者金本位制货币，或者以黄金加其他任何一种或多种货币作为货币锚定物，即布雷顿森林体系3.0等设想。这均违反了货币作为价值尺度和交换媒介的本质，即它需要保持货币总量与可交易财富价值规模相对应、具有可调性以保持货币币值基本稳定的核心要求，都会因为货币有限性供应跟不上可交易财富价值无限性需求，形成日趋严峻的货币紧缩，最后必然走向崩溃。到今天为止货币寻锚思潮依然很多，除了和黄金等挂钩之外，也有人提出和石油挂钩、和芯片挂钩等，这些都不现实。还要指出的是，所谓石油-美元、芯片-美元这种提法不是一个严肃的货币概念，它只是说在石油或者在芯片等更具世界影响力的领域使用美元这种货币，它表达了其本国的国际影响力，而不是货币和绑定物价格固定挂钩，这是两回事。

二是采取区块链等新技术。如果还是比照黄金原理，人为设定货币总量和阶段性新增供应量，打造去中心不可调节的加密货币，同样难以成为真正的流通货币，最多能成为一种特殊的数字资产。与一篮子主要国家货币结构性挂钩，形成超主权货币，并且和挂钩货币并存的设想，比如IMF的SDR，Facebook的Libra，在亚洲曾提出的与人民币、港币、日元、韩元挂钩的元币等，都是不可能成功的。其内在矛盾是，如果这种超主权货币真的能够全球流通，就会对挂钩货币的国际地位产生重大冲击，形成竞争关系，很难并存。正因如此，大家会看到欧元推出后其成员国原有的主权货币都必须彻底退出，二者不能并存。欧元本质上不是超主权货币而是一种区域主权货币。

此外，与单一主权货币等值挂钩的稳定币只能是一种代币，不可能超越超主权货币。因此，在实现全球一体化治理之前，现实选择只能以国家主权或者区域主权货币作为一种国际流通货币。

五、世界可能分化出一种多极化货币格局

随着世界格局的深刻变化、地缘政治影响等，利益集团要形成不同的、实力较均衡的货币区域，有可能催生出美元、欧元、人民币三足鼎立的格局。

我要特别强调，**货币多极化不等于货币多元化**。目前是以美元为中心，即美元一极独大的货币体系，不代表没有欧元、日元、英镑、人民币的国际储备。所谓多极化是指两种或三种货币相对均衡，有可以相互对抗实力的一种格局。当然，从全球利益最大化角度看，国际货币越集中统一，其运行成本风险才会越低，国际货币多极化并不是一个最佳选择。但在很难打造出超主权世界货币的情况下，次优现实选择可能只能是一定程度的国际货币多极化，不过最多就是三种货币，不可能也不应该再多。

六、人民币国际化迎来新的重大机遇

很多人问，中国是世界第二大经济体，是世界最大的货物贸易国，为什么人民币在国际支付和外汇储备中的份额都还不足3%？这里要强调综合国力和国际影响力绝不仅是指经济实力，更不是仅仅指当年新增产值 GDP 的世界排名或贸易的国际份额。因此，我们需要注意经济实力和综合国力、世界影响力之间的区别，但不可否认，人民币国际化确实迎来了加快发展的态势。

需要强调的是，人民币仍需要积极稳妥地推进。尽管从2009年推动跨境贸易人民币结算开始，人民币开启了国际化进程，但现在人民币在国际支付和外汇储备中的份额依然很低，更低于我们加入 SDR 篮子的12.28%份额，还存在巨大的发展空间。要推动人民币国际化最主要的是要致力于中国综合国力和国际影响力的提升，深化改革开放，加强国际沟通合作，保持经济社会相对美国较快发展。不仅要积极推动人民币在国际支付和外汇储备中份额的提高，也要积极推动美元在国际支付和外汇储备中份额的降低，具体可以分为三点。

一是在我国外汇储备中应该积极压缩美元储备，增加对美元有竞争力的欧元储备，积极改善与欧洲的关系，加强对 SWIFT 中立性的支持。

二是积极推动双边或多边的贸易协定以及央行的货币互换。在价值基本对等的范围内，积极推动本币结算，减少相关国家对美元的依赖。但需要注意的是，本币结算不是无止境的，要在双方价值对等的范围内，在央行货币互换的前提下推动，否则风险非常大。

三是全面深化金融交易市场的改革开放，加大人民币在金融交易中的使用。实际上，现在人民币在贸易方面的使用得到很大提升，但在金融交易方面还很少。从国内情况看，现在中国大陆国家级交易市场很分散，分属于不同监管部门，监管规则和运行系统均不统一，主体都还是会员制而不是公司制。这不符合统一大市场建设要求和国际大潮流，也难以充分对外开放并建成国际金融中心，这样就难以在国际金融交易上大量使用人民币计价清算，必然会使人民币在国际交易中的份额受到很大制约，这种格局需要尽快扭转。相应地，要进一步发挥香港国际金融中心的作用，进一步扩大人民币在香港金融交易市场的使用，充分发挥香港作为离岸人民币中心的功能。在加强大陆与香港金融交易市场互联互通的基础上，进一步向香港开放大陆的金融交易市场。一个大胆设想是，考虑由港交所全资收购深交所，并且按照港交所的模式综合经营各种金融交易，形成金融交易市场的新实验区，以不同的经营模式推动金融交易市场间的相互竞争和优胜劣汰。另一个更大胆的设想是，在坚持港币和美元联系汇率的前提下，能否进一步放宽汇率上下浮动限制，如从现在的五个点放大到十个点，并允许香港金融管理局将发钞行缴纳的外汇基金从单一美元储备进一步扩充为美元、日元、欧元、人民币等在内的多种储备货币，压低美元在香港官方储备的份额，进一步增强香港政策自主性和金管局在货币管理上的功能。

张礼卿：理性看待当前的“去美元化”现象

张礼卿 中央财经大学金融学院教授、国际金融研究中心主任

以下观点整理自张礼卿在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 66 期）上的发言

一、如何看待“去美元化”？

“去美元化”是热门词汇，现在已经是全世界主要搜索引擎的最热门词汇之一。究竟什么是“去美元化”？我理解主要包括这样一些内容：推行双边支付结算；重构区域性货币联盟清算体系；调整外汇储备结构、减持美元储备、增持黄金及其他货币等。先看几个具体事件。

今年以来，俄罗斯、伊朗共同宣布推出加密货币进行国际贸易；沙特宣布同意以美元以外的货币出售石油；南非宣布金砖国家希望绕开美元建立一个更加公平的国际支付体系；阿联酋和印度同时宣布要以卢比交易非石油产品；阿根廷、巴西也准备建立共同货币；巴西和中国达成协议不再使用美元作为中间货币等。今年上半年，特别是3月份以来，这方面的报道时有出现，也正因为这些报道，“去美元化”成为一个热点和看点。下面就几个相关问题谈一些个人的观察和思考。

1、近期“去美元化”有所升温的原因

当前“去美元化”之所以会成为热议话题，有两个直接原因。一是俄乌战争的影响。去年2月份美国启动对俄罗斯一系列金融制裁，包括禁止俄罗斯主要银行使用 SWIFT 系统，冻结俄罗斯3000亿左右美元储备。时任 IMF 首席经济学家戈皮纳特发出警告：美国这样做很可能导致其他国家央行不再愿意持有巨额美元欧元。IMF 以及其他组织和名人的表态一定程度上动摇了人们对美元和欧元的信心，这也是“去美元化”的最初由来。二是美国财政赤字和债务。疫情后美国财政赤字高达18%，居高不下。2008年美国国债只有10万亿美元，现在已经上升到31.4万亿美元，还有可能继续扩大，这将严重影响人

们对美元能否长期保持稳定的信心。“去美元化”过程在一定程度上也是全球投资者进行资产组合调整的过程，如果人们对美元的信心开始削弱，自然会减持以美元计价的各种金融资产。

还有两个长期因素。一是美国 GDP 和对外贸易在全球占比下降。美国 GDP 在二战结束初占全球的56%，2020年下降至24%，即占比下降一半以上。对外贸易占全球贸易比重也从32%降到10%以下。二是其他竞争货币的出现。与二战结束初期世界货币只有美元和英镑不同，如今已有越来越多的竞争性货币显现，从欧元诞生到其他非传统储备货币开始占有一席之地，自然使得美元在一定程度上被减持。

2、“去美元化”不可能在短时间内实现

“去美元化”将是一个长期过程，不可能在较短时间内完成。有三个原因。第一，从目前看，“去美元化”的宣示多于行动，表态多是“在国际贸易结算中寻求更多货币作为结算货币”，即寻求多元化尝试，但并没有排除美元结算。在多数实际情形中，一般仍会以美元结算为主，只是通过增加使用其他货币进行结算和储备，来避免对美元的过度依赖。第二，从1914年美元开始逐渐取得国际货币地位起，美元在全球货币体系中的作用一直是在波动中发展的。1914年美元在全球储备货币体系中的占比为零，十年后迅猛增长到70%，首次超过英镑。1944年跌至18%。1971年回升至84%。1990年跌至48%。2000年升回至70%左右，2023年初又降低到58.4%。这些数字显示，作为国际储备货币，美元的地位其实存在很大的波动性。当前所谓的“去美元化”现象，有可能是长期趋势中的一个阶段。很难就此判断美元地位将会一路下行，而不会再次出现反弹甚至是显著的反弹。第三，尽管近两年美元储备货币地位有所下降，在过去20年间从70%左右下降到58.4%，但仍然远高于第二名的欧元。另外，最新数据显示，目前美元在全球外汇交易中的比重高达88%，而且过去两年仍呈上升趋势，离岸美元的规模在过去两年也从7.8万亿上升到8.3万亿。

总体而言，美国的综合实力依然强大，特别是它的金融市场相当发达，其发达程度远远领先于世界任何地区，这是美元依然能够在相当长时间内成为最重要国际货币的

关键。研究发现，主权货币能否充当国际货币主要取决于三方面因素。一是发行国的经济规模，包括经济总量、贸易总量、金融市场规模及其在全球 GDP 中的占比。二是流动性，主要是指金融市场流动性，即发行国能否提供足够的金融资产，这些金融资产能否实现跨境交易，即资本账户是否足够开放。三是可信度，发行国能否保持持续稳定的经济增长，币值是否稳定，央行是否独立，金融管制是否健全，法律、政治制度是否健全等。在上述三方面，可以相信，在未来较长的一段时间内，美国依然有较大优势，尽管从长期看这些优势会逐渐弱化。

值得指出的是，未来美国经济规模将会进一步相对收缩，在全球 GDP 中占比会进一步下降，但经济规模不是唯一的决定性因素。从历史来看，英国在1870年到1914年的经济总量已经低于美国，但英镑依然是唯一的国际货币。二战结束初期，英国的经济地位更是弱于美国，但英镑在布雷顿森林体系成立之后的近二十年间仍然占绝对主导，最高时曾达到80%。因此，经济规模不是唯一的，甚至不是最主要的因素，金融市场发达程度、流动性、安全资产的提供能力以及给外国投资者提供的信心支撑等更为重要。

3、双边基础上的贸易本币结算可持续吗？

在目前的“去美元化”安排中，许多国家都在宣示以后要在双边贸易中去除美元，改用本币进行结算。其实，这种安排很难持久。在双边贸易基础上使用本币进行贸易结算，如想持续，必须以双边贸易平衡为基础，而这是很难做到的。如果不能实现双边贸易平衡，即一方有逆差，另一方有顺差，那么顺差方能否从逆差方获得大量以逆差方货币为计值的金融资产就成为一个问题。如果可以获得，那么双边贸易本币结算就可以延续下去，否则会很快终结。在上世纪六七十年代，我国曾和拉美国家、苏联签订双边支付协定，这些支付协定到八十年代后基本都被废除，原因就是不能解决这一问题。

4、数字货币可能取代美元吗？

加密货币本质上不是货币，而是金融资产，波动性巨大，所以试图以加密货币进行“去美元化”应该没有什么可能性。而央行数字货币（CBDC）则是一种技术形态，也不大可能改变基于诸多基本面因素而形成的格局。

5、“去美元化”对人民币国际化有何影响？

“去美元化”确实为人民币国际化提供了一定机会，但它也同时给其他货币提供机会。能否抓住这个机会推进人民币国际化还需看自身努力。加州伯克利大学经济学教授 Barry Eichengreen 最近有一篇文章谈到，从2000年至今美元在全球储备体系中的占比下跌11个百分点，但人民币上升2.7个百分点，剩余空间给了其他非传统储备货币，包括北欧的一些货币、加元、澳元、韩元、新加坡元等。

二、国际储备货币体系的主要缺陷

当前的国际储备体系可以追溯到1944年召开的布雷顿森林会议，其基本特征是美元为中心。借助“双挂钩”，美国成功地使 IMF 的成员国持有足够的美元储备，以便能够有效地维持可调整的盯住美元的汇率安排。在1973年布雷顿森林体系瓦解后，“双挂钩”不复存在，但由于美国拥有高度发达和开放的金融市场（特别是国债市场），加上强大的网络效应，美元作为主导性国际储备货币的地位并没有发生显著变化。在全球储备货币构成中的占比基本一直保持在60%以上。

以美元为中心的储备货币体系具有内在不稳定性，而且不公平。美国著名的金融史学家金德伯格尔等曾经认为，在美元“霸权”体制下，美国可以向世界提供自由贸易体制和最后贷款人等公共产品，从而有助于世界市场出清和金融稳定。这可能是布雷顿森林体系建立的初衷，也是其合法性所在。

但在20世纪60年代以后，情况发生了很大的变化。整个世界面临的现实是，一方面，美元在充当主要国际货币时不断遭遇“特里芬难题”，即世界各国因为扩大贸易的需要，对于美元流动性的需求不断上升，而这要求美国不断扩大经常项目逆差，以便持续增大美元的供给；但美元供给的增加最终导致美元贬值和货币动荡。20世纪80年代后期开始，又出现了所谓的“新特里芬难题”，即世界各国对于安全的美元资产（如国债）的需求不断上升，而这又要求美国政府维持不断扩大的财政赤字和国债。同样，这种美元和美债供给的增加，最终也将使得美元资产失去其安全性，美元和美债的危机难以避免。

另一方面，美国的货币政策产生了巨大的政策溢出效应，在全球金融周期的作用下，严重影响到世界其他地区的经济和金融稳定。譬如，2008年次贷危机后量化宽松政策的实施和退出曾在新兴市场经济体造成巨大冲击。2020年3月份以来的无限量化宽松政策引发了全球流动性泛滥和通胀压力的快速上升。近两年，美联储的激进加息再次对全球经济金融稳定（特别是新兴市场经济体）产生了冲击。

现行储备货币体系之不公平，主要表现为新兴市场经济体和发展中国家为了应付日趋频繁发生的国际金融动荡局面，不得不大量持有美元储备资产（典型的做法是购买美国国债）。这意味着穷国向富国输出资本，显然缺乏合理性。

三、国际储备体系的改革方案和可能前景

关于“国际储备体系的改革”这个题目自1960年代以来，一直有学者在研究，也受到政策制定者的关注。在2009年周小川行长那篇著名的文章发表后，又一次引起了广泛的热议。这十多年来，这方面的讨论时起时落，没有真正停止过。最近出现“去美元化”现象，似乎给这方面讨论又加了一把火。应该如何看待曾经有过的各种主要的改革建议，如何判断未来的发展趋势，再次成为需要认真思考的问题。

回顾布雷顿森林体系瓦解后的几十年，为了克服美元为中心的储备体系的内在缺陷，学者们提出过不少改革方案，其中主要包括回归国际金本位、创设单一世界货币、实施基于 SDR 的超主权货币以及实行多元储备货币等。

从历史经验可知，回归国际金本位的方案完全没有可行性，因为黄金供给严重不足，存在着天然的通货紧缩倾向。同时，也因为不存在信用货币的发行机制，政府不可能在经济萧条发生时采取必要的扩张性货币政策。基于同样的原因，近年来出现的一些建议，如比特币本位、Zoltan Pozer 布雷顿森林体系3（即大宗产品本位制）等也没有可能性。

单一世界货币和基于 SDR 的超主权方案是较为理想的方案，可以彻底解决特里芬难题带来的内在不稳定性。不过，这两种方案需要主要经济体在政治上具有足够的合作

意愿，而这也不容易。单一世界货币需要建立世界中央银行，这需要世界各国，特别是主要国家之间对此具有共识并能够通过一致行动加以实施。美国在 IMF 有一票否决权，只要它不赞成，基于 SDR 的超主权货币方案也很难实现。同时，该方案在技术上也存在一定的局限，主要是它的适用范围仅仅在 IMF 系统内，并没有商业性使用。另外，SDR 如果要成为一种超主权货币，需要有准备，而现在仅仅基于成员国的认缴份额，这是不充分的。上世纪70年代曾经有人提出“替代账户”的建议，即各国将其外汇储备存入 IMF 的这个特别账户，在事实上充当 SDR 的发行准备，但也因为一些技术上的困难而不能成为现实。

当然，任何事情都不会绝对。随着国际竞争格局的变化，我们也还是存在一些机会去加以推进，而且不排除经过长期努力有可能实现。就基于 SDR 的超主权方案而言，我们看到了一些希望。大家知道，2009年，未来应对全球金融危机，IMF 分配了2500亿美元 SDR；新冠疫情发生后，IMF 再度分配了6500亿美元 SDR。未来，在面临全球流动性危机的时候，仍然有望继续扩大分配，并成为多元储备资产体系中的一个逐渐重要的组成部分。如果2023年底 IMF 第16次份额审查结束后，该组织的总份额能够增加，那么客观上也会出现更多的有利机会。

相比之下，多元储备货币方案可能是较为现实可行的方案。该方案的主要倡导者是 Barry Eichengreen，他认为应该由美元、欧元、人民币（曾经认为是日元或亚元）等几种主要货币来共同构成全球储备货币，其他货币与这几种货币根据其实际情况选择挂钩。该方案实际上是顺其自然，是基于竞争的自然选择，并不需要大国之间拥有共同的政治意愿，因此，可能比较容易实现。近段时间出现的“去美元化”趋势，有可能加快这一多元化进程的发展。这一方案的一个重要优点是，因为通过货币竞争，主要储备货币发行国的财政和货币政策将会变得相对自律，从而有助于全球经济金融的稳定。同时，“特里芬难题”将会因为被多种储备货币分担而变得相对缓和。

从趋势看，多元储备货币体系的形成同样将是一个长期过程。美元国际地位的衰落不可避免，但欧元、人民币会何时能成为与美元同等重要的货币，现在还很难讲。展望未来，如果欧盟与中国能有效地增强各种有利因素，创造各种有利条件，那么多元储备

货币体系出现所需的时间或许会短一些。简单地说，欧元逐渐壮大很大程度上取决于其内部问题，包括财政政策自信以及政治联盟加强，而人民币国际化地位提升很大程度上取决于我国能否有序推进人民币国际化。

四、有序推进人民币国际化的六点建议

人民币国际化是多元储备体系发展进展中的一个重要组成部分。从经验性结论出发，人民币国际化要想在未来成为多元储备货币中的一极，显然还需要付出巨大的努力。建议做好以下工作。

第一，通过全面深化改革和扩大对外开放确保经济持续稳定增长，同时积极提升中国的综合实力，这是人民币国际化的基础。

第二，继续推进国内金融市场改革，加快金融市场的深度发展和对外开放。特别是应加快国债市场的建设，增强其流动性，努力提升其国际化程度（目前程度很低）；同时加快外汇衍生品市场的发展，为外国投资者使用和持有人民币提供充足的汇率避险工具，降低其使用和持有人民币的风险和成本。

第三，适当加快金融账户的双向开放。经过多年探索，中国在货币政策、汇率政策、宏观审慎管理和金融监管等方面积累了很多经验，也拥有越来越多的政策工具，对于一般性的跨境资本流动冲击已经可以从容应对。当然，继续提升监管能力和水平仍然非常必要。

第四，加快汇率制度的市场化改革，扩大人民币汇率制度的弹性。

第五，进一步完善法制与营商环境。人民币国际化的最终成功，有赖于境外机构和个人对我国经济运行和营商环境的充分信任，所以一个好的、尽可能与国际接轨的制度环境至关重要。

第六，积极参与全球经济金融治理。譬如，继续推动中国在 IMF 中份额和投票权的提升，RMB 在 SDR 中占比的继续提升。利用 G20 等国际经济政策对话机制，以便于中国在重大国际经济金融事务上发挥应有的作用。努力承担更多的国际责任。当前，受疫情和美联储激进加息的冲击，不少新兴市场经济体正面临严重的主权债务风险。中国可更加积极地参与全球金融安全网建设，通过扩大双边互换协议签订等方式，加强与这些国家之间的货币金融合作。更加积极地参加 DSSI 计划和商业性减债计划。与此同时，通过加强与一些经贸往来密切的国家之间的汇率合作，逐步增强人民币作为“锚货币”、干预货币和储备货币的国际地位。

鄂志寰：国际货币体系改革知易行难，“去美元化”任重道远

鄂志寰 中国银行香港首席经济学家

以下观点整理自鄂志寰在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 66 期）上的发言

一、新一轮“去美元化”三重动因

1、全球金融危机后大国博弈常态化，改变美元主导单极国际货币体系的共识基础

2008年美国次贷危机引发全球金融风暴之后，全球经济进入低增长、低利率、低通胀时期，对于宏观政策的依赖非常强烈，大规模债务持续积累增加了金融脆弱性。大范围的经济衰退以及失业攀升导致全球范围内民粹主义和逆全球化氛围不断加剧。随后又出现大国博弈，由贸易战延伸至科技战、金融战，大国博弈和中美脱钩趋势增加了全球经济金融系统性风险，成为改变美元主导单极货币体系的共识基础。

2、新冠疫情以来美国货币政策大转折，引发“美元荒”和“流动性泛滥”恶性循环

疫情期间，美元流动性从最开始的“美元荒”到后来的“流动性泛滥”，对全球带来很大影响。最近一年多，美国暴力加息，把利率迅速提到2007年以来的新高点，其抑制通胀作用尚不明显，但已迫使新兴市场面临美元成本的急剧攀升。这让大家看到了单极国际货币体系带来的问题，从而形成了“去美元化”的整体金融市场共识。

3、俄乌冲突及欧美金融制裁引发“美元武器化”忧虑

俄乌冲突以后，欧美制裁俄罗斯引发“美元武器化”的忧虑，持有美元储备不再是最安全的选择。美元从布雷顿森林体系瓦解后进入牙买加体系所谓“无体系的体系”，这个“无体系的体系”时代重要的特点就是，美元本身是一个信用货币，具有大家对它的共同信任是它能够成为国际货币的重要基础。现在大家发现这个信任是有条件的，而

且也面临了一些不确定性，因此，对“美元武器化”的担心很大程度上削弱了对美元的信心，这是目前“去美元化”各种舆论不断发酵的重要原因。

二、美元目前仍是国际主要的交易货币、储备货币和支付货币

从支付货币角度来看，SWIFT 的最新数据显示，2023年4月，在基于金额统计的全球支付货币排名中美元占比42.71%，全球排名第一。这个数字背后的原因是，美元是全球主要商品交易和非商品交易等各类交易的重要计价基础，这使得它能多年保持全球支付占比排名第一的地位，尽管每年数字有上下浮动，但整体优势还在持续。

从交易货币角度来看，根据外汇交易（BIS）统计数据，以200%制为基础，去年美元占比达88.5%。因此，从外汇交易上来讲，美元还是全球非常主流的一个货币。它保持这样领先的外汇交易额还是说明了美国的金融市场非常发达，支撑美元在全球外汇交易中的占比。

从储备货币角度来看，截至2022年底，美元外汇储备占比为58.36%，远超欧元20.47%的水平，美元储备占比具有主导性。在国际货币基金最新公布的特别提款权构成来看，英镑、日元、欧元比例有所下调，唯有美元和人民币有所上升。

这些数据表明，尽管有“去美元化”的呼声，但美元在贸易、投资、金融交易中的主导地位依然是事实。“去美元化”是大家的共同期待，但必然是道阻且长的过程。

三、人民币国际化迎来新的重要战略机遇期

国际货币体系改革是对历次金融危机进行反思后得出的共同结论。

在布雷顿森林体系转向牙买加体系后，几乎每十年左右就会爆发一轮金融危机，从80年代拉美债务危机到90年代东南亚金融危机，以及2008年前后美国次贷危机引发的全球金融危机，历次金融危机有一个共性：在全球经济上升时期，由于缺乏黄金约束，美

元流动性快速泛滥，充斥全球金融市场；在经济下行时期，美元流动性快速收缩，引发新兴市场爆发美元荒，从而引发各类金融危机。美元流动性与金融危机的传导过程再度证明单一货币体系的内在缺陷，美国前财政部长康纳利曾说过，“美元是我们的货币，却是你们的问题”。这揭示了美元独大带来的全球性困扰。

因此，每次金融危机都会引发关于国际货币体系改革的讨论，2008年也不例外。但是，一旦危机平息，国际货币体系改革的声音就会渐渐减弱。

国际货币体系改革的共识是从单一或者单极走向多元化，国际货币的多元化也是货币竞争和综合国力竞争的直接体现。人民币作为来自新兴市场的货币，经过过去十几年的国际化探索，一方面有国之大者的宏观政策的牵引，另一方面有作为全球第二大经济体和最大商品贸易国市场规模的驱动，人民币国际化将迎来一个新的重要战略机遇期。



“十四五”规划提出了“稳慎推进人民币国际化，坚持市场驱动和企业自主选择”；二十大报告提出“推进高水平对外开放” “有序推进人民币国际化”。我把人民币国际化的政策驱动过程概括为一个战略屋：上面的“十四五”和二十大报告对人民币国际化的政策表述是第一个层次的战略指针，左侧是国家部委不断优化跨境人民币政策体系，是人民币国际化的三大支柱之首；大湾区作为各项人民币国际化的先驱，是区域层面对

人民币国际化发挥重要的支撑作用，是人民币国际化三大支柱之中；最右侧的东南亚双边货币合作以及在双边本币合作的基础上进一步上升为 RCEP 区域多边货币合作，是人民币国际化三大支柱中的外部支持因素。以上从政策制定到政策执行与传导，形成了完整的人民币国际化政策驱动体系，将为人民币国际化发展提供难得的新发展机遇。

市场牵引力量始终是人民币国际化的重要基础。随着内地金融市场不断扩大对外开放，境外机构持有的内地债券规模和托管量有所提升，一些债券指数相继纳入国际债券，可以更好地吸引国际投资者配置人民币资产。市场牵引力量持续上升在人民币国际化进程中起到非常重要的推动作用。

离岸市场是市场牵引的早期主要推动者和全周期参与者。首先，在人民币国际化早期，以香港为主的离岸人民币市场是人民币国际化的主要推动者，2009年以来的各项人民币国际化措施多数是以香港作为主要实施地点，大量的政策反馈主要在香港市场进行，这是一个有利条件。其次，在人民币国际化进入主场驱动期之后，即以国内金融市场开放作为人民币国际化重要牵引的时期，离岸市场成为人民币国际化全周期的参与者。经过香港离岸人民币市场的清算额占到全球75%以上，承担了主力军作用，而且跨境结算规模仍在持续上升。



外汇储备保持增长



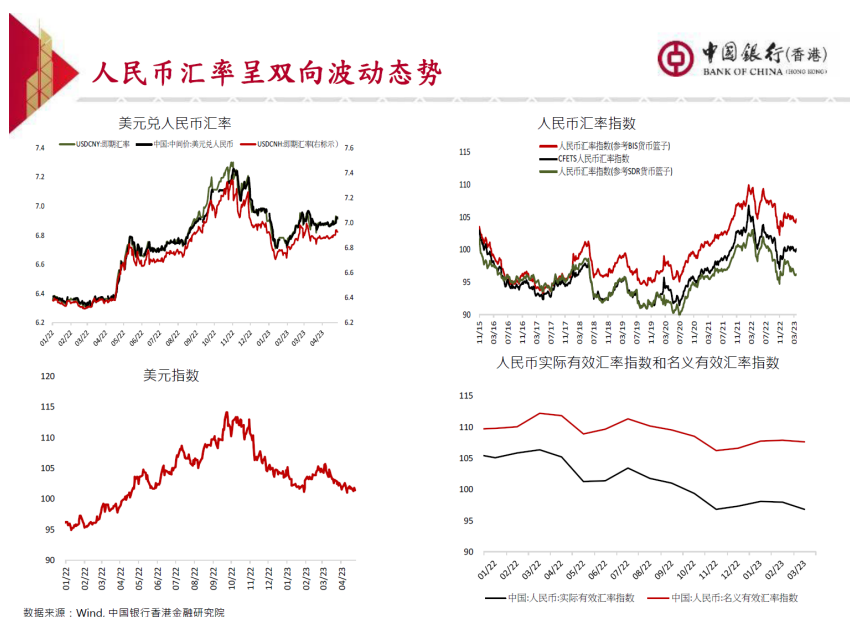
- 截至4月末，中国外汇储备规模为32047.66亿美元，环比增加208.94亿美元，连续两个月上升，创近14个月新高。
- 今年一季度，国际收支保持基本平衡，经常账户顺差820亿美元，与同期GDP之比为2.0%，继续处于合理均衡区间。服务贸易逆差470亿美元，其中旅行逆差434亿美元，同比增长58%。4月份我国外汇市场运行平稳，境内外汇供求基本平衡，银行结售汇顺差55亿美元。4月外商来华直接投资继续保持净流入，外资连续两个月净买入境内证券。

Exhibit 1: China's foreign exchange reserves

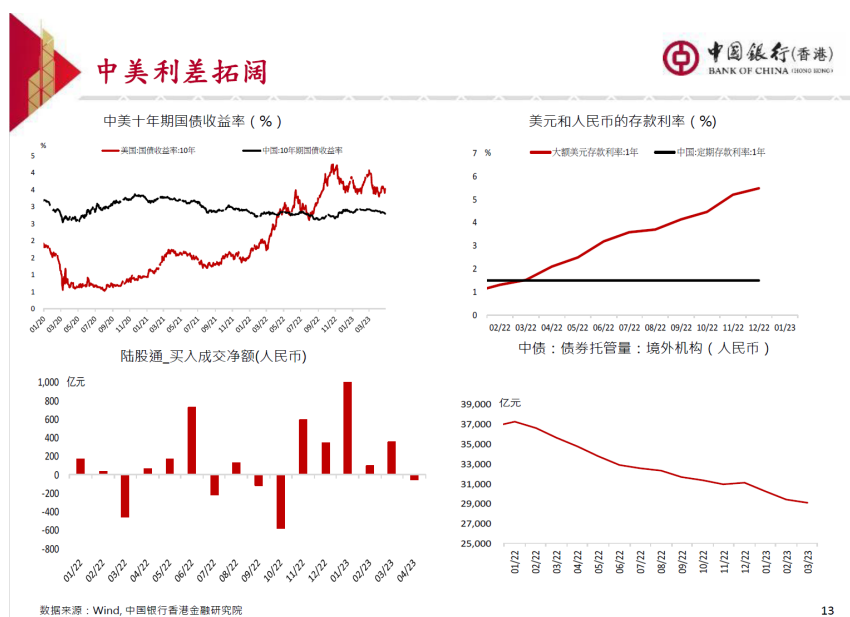


Source: WIND, BOCHK Financial Research Institute

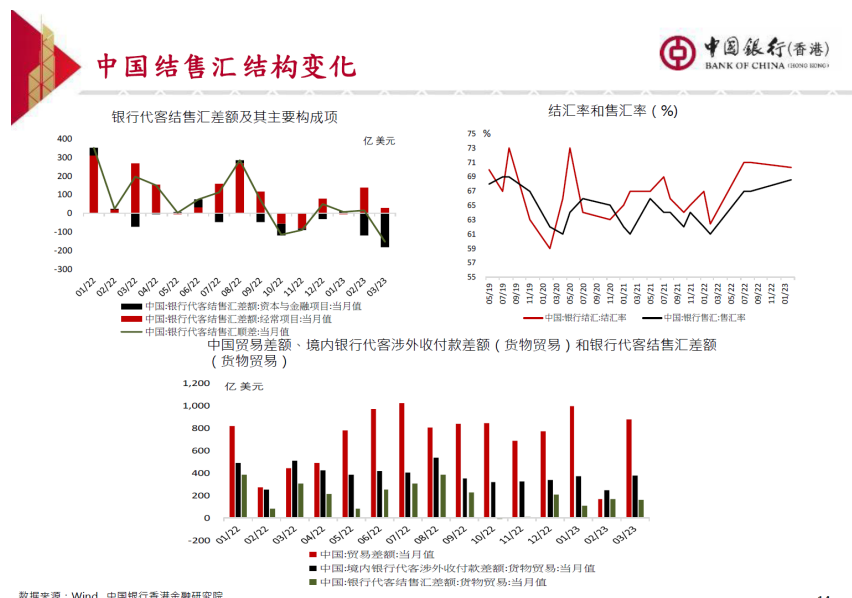
上图显示，外汇储备也在持续提升，人民币国际接受程度有明显上升。



未来人民币国际化发展有着一系列有利因素和新变化。从汇率角度看，近些年人民币汇率波动性及汇率弹性均有上升，逐渐形成双向预期的局面。最近一个时期，随着美国加息，美元指数有所调整，人民币面临一定的贬值压力。人民币汇率形成机制更加市场化，人民币汇率的双向波动有利于进一步推进人民币国际化。



中美周期差异以及双方利率汇率走势的变化，在一定程度上对人民币国际化造成影响。但总体而言，人民币更多是以市场力量来解决外部冲击。



14

根据结售汇结构变化可以看出人民币国际化市场的决定力量在持续上升。

四、有序推进人民币国际化，扩大人民币使用程度

1、拓展人民币在对外贸易和投资中的使用

减少市场主体在跨境贸易和投资中使用其他货币面临的汇率风险和货币错配风险。加强本外币协同程度，支持市场主体在对外贸易和投资中更多使用人民币，尤其是跨国公司在本外币兑换资金池试点方面需要做更多探索。随着这方面政策的不断成熟，可以持续扩大规模，更好促进在人民币跨境投融资方面的业务创新，加大对人民币的支持力度。事实上，人民币国际化政策已由原来的央行主导扩展到更大的政策层面，如对央企的支持等，各种措施共同推进人民币国际化。

2、持续推进离岸人民币市场健康发展

在强调离岸人民币市场重要性的同时，要进一步完善离岸人民币流动性供给机制，激发市场主体创新发展离岸人民币市场产品和服务的动力，丰富离岸人民币产品体系。要不断优化人民币清算行布局，在更大区域内尤其在 RCEP 区域内加强离岸人民币清算体系整体建设，加强对清算行的政策支持，发挥好清算行培育离岸人民币市场的作用，把基础设施的作用切实发挥到更高层面。

3、探索数字人民币国际贸易及投资应用场景

在央行间的数字货币（CBDC）多边连接网络方面，目前也取得了很大进展。中国人民银行、香港金管局、泰国央行和阿拉伯联合酋长国的中央银行现在正推进数字货币桥（mBridge）的探索，希望把数字货币作为真实跨境交易，探索数字人民币在国际贸易中的应用可能，直接与贸易对象国进行本币结算。

4、以人民币国际化推进金融市场双向开放

持续提升人民币国际化的影响和地位，需要以金融市场深度和广度的提升作为重要基础。近几年，金融市场开放很大程度上是以人民币国际化措施为主，即金融市场开放与人民币国际化是并行关系。未来，可以在加快金融市场向全面制度型开放转型的基础上，进一步提高人民币金融资产的流动性，加大境外投资者对人民币持有的水平和能力。目前，资本市场互联互通方面也已取得很大进展，在推进资本市场国际化上也有许多新的措施，最近香港即将推出港币双柜台交易。其出发点是降低“南向通”投资者持有港股的汇率风险和投资成本。从更长远角度，它是对沪港通、深港通的优化，可以进一步完善人民币在离岸市场计价的应用场景，对提升人民币国际化有重要作用。

在内地资本市场拥有更大深度和广度后，境外投资者才有足够动力和选择来配置人民币，它可以从根本上解决制约人民币国际化发展的问题，提升国家金融竞争力。因此，从长远角度看，提升金融市场深度和广度是为人民币国际化提供根本性支持的重要选择。



把脉中国经济 传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站: <http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号:

