

美元信用边界与美国财政赤字货币化

王晋斌 蒋冬雪

摘要: 本文从“特里芬难题”中抽象出美元信用边界:在金本位下,美元信用边界就是美国储备的黄金数量要至少等于美元-黄金维持固定兑换价格要求的数量;在信用本位下,美元信用边界就是美元创造安全性资产的最大边界,这也是美国财政赤字货币化能力的全球边界。在美元信用的最大边界内,美元作为全球重要的安全性资产属性不发生实质性变化。一旦突破美元信用的最大边界,美元国际货币体系将发生实质性改变。

关键词: 特里芬难题;美元信用边界;财政赤字
中图分类号: F831 **文献标识码:** A

一、金本位与信用本位制度下的美元信用边界

1960年,美国经济学家特里芬在《黄金与美元危机——自由兑换的未来》一书中指出,由于美元与黄金挂钩,而其他国家的货币与美元挂钩,美元取得了国际核心货币的地位,但世界各国为了发展国际贸易,必须用美元作为结算与储备货币,这样

就会导致流出的美元在世界各地不断累积,对美国国际收支来说,就会发生长期逆差;而美元作为国际货币核心的前提是必须保持美元币值稳定,这又要求美国必须是一个国际贸易收支长期顺差国。这两个要求互相矛盾,是一个悖论,由此被称为“特里芬难题”(Triffin Dilemma)。

“特里芬难题”揭示了国际货币在金汇兑本位制度下的两难困境,是固定汇率制度下国际货币体系的永恒难题。“特里芬难题”也称为流动性和清偿性两难。一方面,维持国际流动性不出现困难;另一方面,流动性不出现困难,但会导致币值不稳定,又会导致清偿性困难。

流动性和清偿性两难的“特里芬难题”很好地解释了美元-黄金固定汇率制度的崩溃。二战后,美国通过布雷顿森林体系确立了其国际货币主导地位,保持国际贸易收支顺差,在布雷顿森林体系下,西欧经济快速复苏,国际贸易发展下,各国对美元有大量需求,美国经常账户收支差额逐步逆转为国际贸易收支逆差,国际市场由“美元荒”进入“美元过剩”,反映了国际货币格局滞后于贸易格局调

作者简介: 王晋斌,中国人民大学经济学院党委常务副书记、国家发展与战略研究院研究员;蒋冬雪,博士研究生,中国人民大学经济学院。

图1 美元指数走势（1995—2020Q3）



整。若美国国际收支出现持续顺差，则美元供不应求，难以满足国际需求。若美国国际收支出现持续逆差，则可能导致美元贬值，甚至出现美元危机，影响世界经济的平稳运行。因此，美元的“特里芬难题”，一方面，表现为国际收支赤字增加；另一方面，赤字增加减弱了投资者对美元的信心，导致美元出现贬值趋势。如果市场投资者对大量美元储备同时进行结构性调整，会影响主要货币的汇率，带来外汇市场的动荡。1971年8月15日，尼克松宣布关闭黄金窗口，禁止美国财政部用黄金兑换外国所持有的美元，全球进入了美元信用本位制。

在信用本位制下，“特里芬难题”则表现为满足国际清偿性与维护美元信心之间的矛盾。美国以外的国家持有的美元越多，由于“信心”问题，这些国家就越不愿意持有美元，甚至会抛售美元，美元体系也会出现削弱，甚至瓦解。在信用本位制下，金本位和信用本位的差异在于：金本位下，美国储备的黄金是美元全球固定汇率货币体系的支撑；信用本位下，美国的信用是美元主导国际货币体系的支撑，美国信用下降的过程就是美元国际货币体系逐步削弱的过程。一旦货币发行发挥弥补财政赤字功能的时候，债务就会出现急剧增长，会进一步导致美元贬值及其信用的改变。债务过度扩张，一方面，催生资产泡沫和投机行为；另一方面，美元贬值可能会引起美元资产价格的大调整，存在引发全球性资产价格急剧调整的风险。破解“特里芬难题”，

应对美元扩张及其危害的直接途径是最大限度地降低美元国际储备需求，减少对美元的依存度，改善自身的国际收支平衡水平。

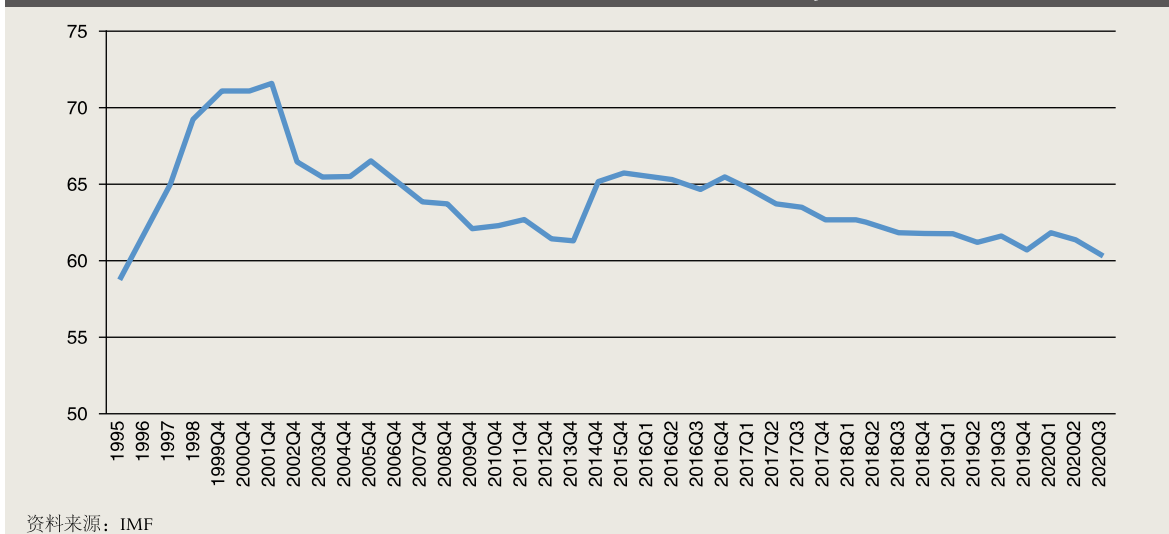
综上所述，本文从“特里芬难题”中抽象出美元信用边界：在金本位下，美元信用边界就是美国储备的黄金数量要至少等于美元-黄金维持固定兑换价格要求的数量；在信用本位下，美元信用边界就是美国财政赤字货币化能力的全球边界。在美元信用的最大边界内，美国国债作为全球重要的安全性资产属性不发生实质性变化。一旦突破美元信用的最大边界，美元国际货币体系将发生实质性改变。

二、美元指数强弱不能完全代表美元信用的高低

金本位的崩溃，意味着国际货币定价再也没有稳定的“锚”。在信用本位制下，美元的定价也因此没有稳定的“锚”。尽管贬值的美元在一定程度上会被国际市场看空，但这并不能完全代表美元信用的下降。

衡量美元强弱的美元指数是其他六种货币组成的，各种货币的占比分别为欧元 57.6%、日元 13.6%、英镑 11.9%、加拿大元 9.1%、瑞典克朗 4.2%、瑞士法郎 3.6%。目前来看，针对美元指数至少有几点值得关注。第一，在很大程度上欧元的强弱决定

图2 美元储备占全球已分配外汇储备的比例（1995—2020Q3，单位：%）



资料来源：IMF

美元的弱强。第二，美元指数的货币篮子没有发展中国的货币。换言之，除了上述六种货币以外，其他的货币强弱都无法直接影响美元的弱强。第三，该指数已经不能准确衡量美元贸易汇率，因为与美国发生国际贸易的主要经济体远不止上述六个经济体。第四，即使是六种货币组成美元指数，也不是按照贸易权重来确定货币权重的。第五，现行的美元指数是在1999年1月1日欧元出现后，纽约棉花交易所对美元指数期货合约的标的物进行了调整，从十个国家减少为六个经济体，欧元成为权重最大的货币。尽管在20多年前推出的美元指数期货的计算原则是以全球各主要国家与美国之间的贸易结算量为基础，以加权的方式计算出美元的整体强弱程度，并以100点为强弱分界线。但今天的美元指数已经不能全部反映美国主要的贸易伙伴以及主要贸易伙伴货币的强弱。

美元指数计算规则为什么不调整呢？答案也许和设计初衷的贸易指数有差异。美元指数包含了当今世界最主要的国际货币。依据国际货币基金组织（IMF）的COFER提供的数据，截至2020年第三季度，全球已分配的外汇储备中，除了美元占比60.46%外，欧元占比20.53%、日元占比5.92%、英镑占比4.50%、加拿大元占比2%、瑞士法郎占比0.17%。这就是说美元和组成美元指数的货币在国际储备货币中的占比为93.58%。进一步考虑到国际贸易结算的货币，美元和欧元的占比大约为80%。可见，美元指数本

质上是一个国际货币集团，在构成上具有明显的排他性。

因此，美元指数的强弱直接对应的是欧元、日元等货币的弱强。美元指数走弱并不能代表美元货币体系受到了明显的冲击。美元强弱主要是受到美国和其他组成美元指数经济体的经济状况、货币和财政政策状况，以及美国与其他经济体汇率政策协调的影响。从历史上的美元指数走势来看，波动范围较大。换言之，美元指数强弱不能完全代表美元信用，世界上没有一种货币会一直走强，也没有一种货币会永远走弱。

从美元指数走势看，历史上并不是每个加息周期美元都走强，从国际清算银行（BIS）提供的美元名义指数和美联储提供的联邦基金实际利率的数据，看不出彼此之间明确的关系，因为影响美元走势的因素众多。

本文试图讨论的问题是，美元指数强弱与美元储备在全球外汇储备中的占比之间的关系，从而反映出美元强弱不能完全代表美元信用的高低。图1显示了美元指数波动幅度很大，在1995年至2020年第三季度，美元指数基本在70~120之间波动。在1995—2001年美元指数上升区间，美元外汇储备的占比有明显的上升，大约上升了10个百分点。但在2011年年底至2017年美元指数的上升期，美元储备占比基本没有变化（见图2），美元占全球外汇储备基本稳定在60%以上的水平。2020年第三

季度，美元储备占全球已分配外汇储备约 60.5%，这一数据处于 1995—1996 年之间的水平。换言之，25 年间美元指数呈现较大波动，但美元储备占全球外汇储备的比例基本没有变化。

美元指数与美元作为储备货币之间的关联性并不大。主要原因是，美元指数反映的是国际金融市场流动性的松紧，尤其是离岸美元市场流动性的松紧。如果市场上美元多了，投资者形成美元贬值预期，做空美元，美元指数就下降；反之，当国际金融市场上美元紧缺，投资者会追逐美元，美元指数就会上升。不管是做多美元，还是做空美元，美元都是标的，说明市场上投资美元的投资者很多，也体现了美元的重要性。国际市场，尤其是在金融危机或者金融市场出现大的动荡时，美元就成为追逐的对象，美元指数就会走强。

从图 2 的趋势来看，从 2015 年开始，美元储备占全球外汇储备的比例是下降的，5 年间大约下降了 5 个百分点，这或许反映出国际社会对美元的信心正在削弱。

三、信用货币制度下的美元信用边界

美元信用最大的边界是什么？很难给出准确答案，但提供安全资产的能力可以视为美元信用最重要的支撑，这与过去的“特里芬难题”中强调美元币值的稳定存在明显不同。所谓安全资产是一种简单的债务工具，在出现不利的系统性事件时能保持其价值。从实际操作来看，安全资产就是“对信息不敏感”的资产。如果美元币值稳定，有利于稳定全球的物价水平，那么美国发行的货币就会被其他经济体更多地使用，这种“搭便车”对所有经济体都是有利的。问题在于，美国着眼于解决自身经济发展面临的问题，财政和货币政策的自主性决定了“自私性”，决定了美元作为“公共物品”会损害全球其他使用该货币经济体的利益，即国际货币的过度扩张不能保持其币值的稳定性。因此，在币值不能确保稳定的条件下，美元开始通过提供安全资产（美国国债、MBS 等）来帮助维持和扩大美元信用边界，但提供安全资产也面临着新“特里芬难题”，就是安全资产的短缺问题，供给多了，安全性下降；

供给少了，流动性存在问题。

如何创造安全资产？需要有支撑货币体系的支柱。美国的政治（军事）、经济、科技和美元全球支付体系是支撑美元体系的四大支柱。为了维护这四大支柱，维护美元霸权，美国不遗余力。在军事上，不以自己国家划分战区，而是全球部署，以全球划分战区；在科技上，注重创新型科技人才的培养，拥有创新能力和知识产权保护意识，是很多重大的高科技领域的领头羊，科技方面一直领先全球，先进的科技还能有效维持美军的战斗力；在经济上，美国的跨国公司全球布局，获取垄断利润，增加跨国企业在全球的影响力；在支付体系上，保持全球货币支付体系的垄断性。上述四大支柱目的都是为了创造美元安全资产（主要是美国国债），并通过美元的供给以及具备深度和广度的美元金融市场来助推美元需求，从供给和需求两侧来维持，甚至提高美元作为国际货币的重要性，维持美元国际货币体系。

2020 年以来，美国财政赤字货币化愈发严重。截至 2020 年 12 月 31 日，美联储资产负债表中的总资产已超过 7.36 万亿美元；而 2020 年 1 月 2 日，美联储的总资产大约 4.17 万亿美元。截至 2020 年 12 月 17 日，美联储资产负债表总资产中持有美国国债数量大约 4.66 万亿美元，占美联储总资产的 63.3%；而 2020 年 1 月 2 日，美联储总资产为 4.17 万亿美元，持有的国债数量大约 2.33 万亿美元，美国国债占美联储总资产的 55.8%。这意味着美联储在 2020 年大约增持了 2.33 万亿美元的美国国债。如果按照目前美国国债全年增加了 4.32 万亿美元来看，相当于美联储包揽了美国政府债务融资的近 54%。近年来，美国政府债务正在加速积累。截至 2021 年 1 月 12 日，美国国债存量高达约 27.7 万亿美元。随着美国国债存量的不断攀升，美国以外的国际投资者持有美国国债的比例是不断下降的，2012—2014 年，国际投资者持有美国国债的比例约为 34%，这个时期美国国债存量约为 16 万亿~18 万亿美元。截至 2020 年第二季度，美国国债存量约为 26.5 万亿美元，外国投资者持有的比例下降到 26.61%。从外国投资者持有美国国债的绝对值来看，2020 年第二季度约为 7.05 万亿美元，2019 年年底

为 6.84 万亿美元，外国投资者持有美国国债仅增加了 0.21 万亿美元，而 2019 年年底至 2020 年第二季度美国国债存量增加了 3.276 万亿美元。相比 2010 年国外投资者持有约 4.44 万亿美元的美国国债，截至 2020 年第二季度增长到 7.05 万亿美元，外国投资者持有的美国国债数量仍在上升，但外国投资者持有美国国债的数量出现了急剧的边际递减。这也是 2020 年美联储大规模购买国债的原因。目前，美联储的购债计划是每月 1200 亿美元，其中，包括 800 亿美元的政府债券。为了防止美国国债安全资产属性出现变化，2020 年 3 月 31 日，美联储允许采用国债回购的形式缓解当时国际金融市场美元流动性的不足，并在国际金融市场上显示出美国国债可以随时换取美元的信号，来维持美国国债安全资产的性质不发生实质性变化。

从美元的供给来看，受 2008 年全球金融危机和 2020 年新冠肺炎疫情冲击，美元的供给迅速增长。美联储的资产负债表从 2007 年的大约 1.2 万亿美元扩张到目前的约 7.4 万亿美元，这一增速远远高于美国 GDP 增速和美国物价水平的总和。由于美元是国际货币，一方面，大量的美元流出美国，成为其他经济体借贷的资金；另一方面，大量的美元导致全球出现了金融的过度深化。金融资产数量急剧膨胀，尤其是以美元计价的金融产品数量急剧增长。2008 年，美国股市市值和政府债务市场规模大约都在 10 万亿美元。目前，美国股市市值约为 50 万亿美元，政府债务市场规模突破 27 万亿美元。以美元计价的衍生品交易数量也急剧增长。按照 BIS 的数据，2020 年 9 月美元计价的期货日交易量达到 4.08 万亿美元，2007 年年底为 2.7 万亿美元，高点 2020 年 3 月时曾达到令人惊叹的 12.23 万亿美元。美国依靠具有深度和广度的国际金融市场，为美元的供给和交易提供了流动性平台。

从美元的需求来看，依据 BIS 的 Global Liquidity Indicators (Updated 28 January 2021) 相关数据，2020 年第三季度相比 2019 年年底，美国以外的非银行借贷者美元借贷存量增加了 4940 亿美元。2019 年年底，新兴市场经济体非银行借贷者的美元借贷存量为 3.818 万亿美元，2020 年第一季度为 3.92 万亿美元；2020 年第二季度明显上涨，达到

4 万亿美元；2020 年第三季度这一存量下降到 3.99 万亿美元。与 2019 年年底相比，2020 年第一季度至第三季度，新兴市场经济体非银行借贷者的美元借贷增量为 1720 亿美元。其中，银行贷款增量不大，只有 80 亿美元，其余的都是通过债务证券发行来获取的，数额达到 1450 亿美元。截至 2020 年第三季度，银行借贷的增长年率只有 1.1%，但证券发行增长年率高达 11.7%，这可能与债务证券发行的低利率成本有关，也可能与当前背景下银行跨境借贷面临高风险有关。截至 2020 年第三季度，新兴经济体非银行借贷者美元借贷的增长年率为 4.6%，低于 2019 年第四季度 4.9% 的增长年率水平，流向新兴经济体的美元信贷出现了放缓迹象。

因此，非美元经济体对美元的持续需求是美国财政赤字货币化得以长期实施的条件。从需求侧来说，美元信用边界与美国财政赤字货币化之间的关系就是美国以外的经济体对美元需求的边界。从供给侧来说，就是美国靠政治（军事）、经济、科技和支付体系来为美元的供给增信。当美元供给的边际增信不足以弥补全球对美元需求的边际风险溢价补偿时，国际投资者对美元需求的偏好就会下降，美元信用边界就会出现，美元国际货币体系就会朝着实质性变化的方向演变。

为了缓解“特里芬难题”，扩展美元信用边界，美国其实已经做过很多尝试。布雷顿森林体系时期，美元国际储备变化量等于美国国际收支变化，当美国黄金储备增长率大于或者等于美元供给增长率时，美元国际储备具有内在稳定性。因此，出现了为控制黄金需求，保持美元国际储备稳定的“十国集团”（维持美元和黄金的比价）与欧洲几大央行的货币互换协议（缓解“美元过剩”）“尼克松冲击”（针对贸易逆差和美元危机）。在牙买加体系时期，美元摆脱黄金的束缚，金汇兑本位制终结，美国成为最大受益者，似乎不存在产生“特里芬难题”的根源了，但“特里芬难题”只是被暂时延缓、弱化，实际上一直存在。为了缓解国际贸易逆差，美国也采取了多种策略：美元贬值促进出口；通过要求对方货币升值来降低双边贸易逆差（例如，1985 年的广场协议）；吸引资本回流，用资本账户顺差来抵补经常账户逆差；采用多国货币互换协议来缓解金

融危机带来的美元流动性压力；采取贸易摩擦来试图降低双边贸易的顺逆差（例如，2018 年中美贸易摩擦）。

从长期来看，美国在全球的影响力出现加速下降的拐点，美元创造安全资产的能力就会骤然下降，国际货币体系就会发生实质性变化。而目前，美元货币体系尚未出现重大危机，主要原因是全球其他经济体缺乏大规模提供竞争性安全资产的能力。1967 年，为补充美元流动性，IMF 创造了多种货币组成的特别提款权（SDR）。目前，SDR 规模小，且不存在足够深度和广度的国际交易市场，这两者决定了 SDR 很难成为国际货币。同时，美元指数中的其他货币也存在过度扩张的倾向，欧洲央行、日本央行、英国央行、加拿大央行等自 2008 年全球金融危机以来的扩表规模巨大，尤其是 2020 年新冠肺炎疫情冲击下，上述央行（例如，加拿大央行）总资产扩张幅度远超过美联储，这就导致了目前美元指数仍处于不低的位置运行。主要发达经济体竞争性的扩表也减缓了美元信用的下降。尤其是欧洲央行、日本央行等采取负利率政策，导致全球负收益率国债规模急剧增长，而美国国债尽管处于低收益率（例如，10 年期国债收益率在 1.1% 左右），但是正收益，相对于负利率债券来说，仍然具有一定的吸引力。

从美国采取的应对疫情大胆而激进的救助和刺激政策来看，美国很可能在全球发达经济体中率先修复经济，相对于美元指数中的其他货币来说，这反而会增加美元的信用。因此，美元信用边界的相对性，决定了当前美元主导的国际货币体系尚难以出现重大变革。

四、总结与启示

美元供给和全球对美元需求的偏好变化之间是一个长期的动态博弈过程。正如蒙代尔所说，国际货币体系存在刚性，会养成习惯性使用的倾向。习惯的改变需要很长时间，要改变习惯，直接的办法是提供可以替代的产品。从这个角度来看，非美元经济体，要参与国际货币体系改革，必须把提供安全性资产作为基本出发点。首先，创造安全资产必

须依托于实体经济的发展。国际货币史表明，货币竞争的背后，本质是经济和技术的竞争，只有依托实体经济的强大国际竞争力才能够创造出被国际投资者广泛接受的安全资产。其次，创造安全资产必须高度重视金融业的发展，需要提供优质的金融资产，大力发展具有交易深度及广度的金融市场。高质量的金融市场是国际投资者管理资产组合和金融风险的重要支撑平台。再次，创造安全资产必须重视金融开放，便于资金的跨境流动和交易。最后，创造安全资产需要完善的现代金融监管体系，包括机构监管和市场监管，防止出现金融交易带来的系统性风险。因此，对新兴经济体来说，创造安全资产将是一个渐进的过程，要坚持稳中求进，需要足够的耐心。提供可替代美元的安全性资产越多，参与国际货币体系变革的基本筹码就越多。当其他经济体创造出更多的优质安全性资产时，其他经济体就不会再把资金都投向发达经济体，而是在全球进行多元化投资，主要经济体的外部融资就会受到约束，其财政赤字货币化也就因此受到了约束，这是收缩美元信用边界的条件，也是促进全球平衡发展的根本措施。

参考文献：

- [1] 陈建奇. 破解“特里芬”难题：主权信用货币充当国际储备的稳定性[J]. 经济研究, 2012 (4): 113-123
- [2] 韩宝兴. 从“特里芬难题”看美元的扩张及其影响[J]. 中国金融, 2009 (2): 29-30
- [3] 王晋斌. 不平衡调整的成本有多大——基于历史事件反思当前的中美贸易摩擦[J]. 国际金融, 2018 (8): 35-39
- [4] 吴秀波. 当前中国面临的形势及宏观经济政策走向——写在全球金融危机爆发一周年之际[J]. 价格理论与实践, 2009 (9): 4-6
- [5] Caballero R.J., Emmanuel F., Pierre O.G. The Safe Assets Shortage Conundrum[J]. Journal of Economic Perspectives, 2017(3): 29-46
- [6] Davis E.A. The New Triffin Dilemma[J]. Review of Radical Political Economics, 2018(4): 691-698

（责任编辑：杜慧萍）