

# 美元周期、离岸美元体系与全球金融脆弱性<sup>\*</sup>

◎熊启跃 王书朦

**摘要:** 美元作为国际货币,其价格周期性变动对全球金融稳定具有重要影响,离岸美元体系快速发展是美元周期外溢影响持续强化的重要微观基础。本文研究离岸美元体系运作机制变化,剖析本轮美元强势周期对全球金融稳定的影响机制。本文研究表明,离岸美元规模持续攀升,资金运作呈现“去贷款化”特征,债券和外汇回购成为离岸美元体系信用扩张的重要方式。新兴市场美元债务份额不断提高,导致部分国家和地区“货币原罪”风险加大。美元流动性分层特征愈发突出,离岸美元定价权回归美国本土。在本轮美元周期中,跨境资金加速回流美国,流出新兴市场和发展中经济体;美元计价债券陷入违约潮,部分国家主权债务风险集中释放。非美货币汇率普遍面临贬值压力,部分国家储备资产加速消耗,甚至放弃固定汇率制度。非银行金融机构和中小银行风险释放,基于美元的金融制裁强度明显上升,国际货币体系加速向多极化方向演变。面对美元强势周期,我国应高度重视

并做好风险防范措施。

**关键词:** 美元周期;离岸美元体系;金融脆弱性;货币原罪;国际货币体系

**中图分类号:** F831

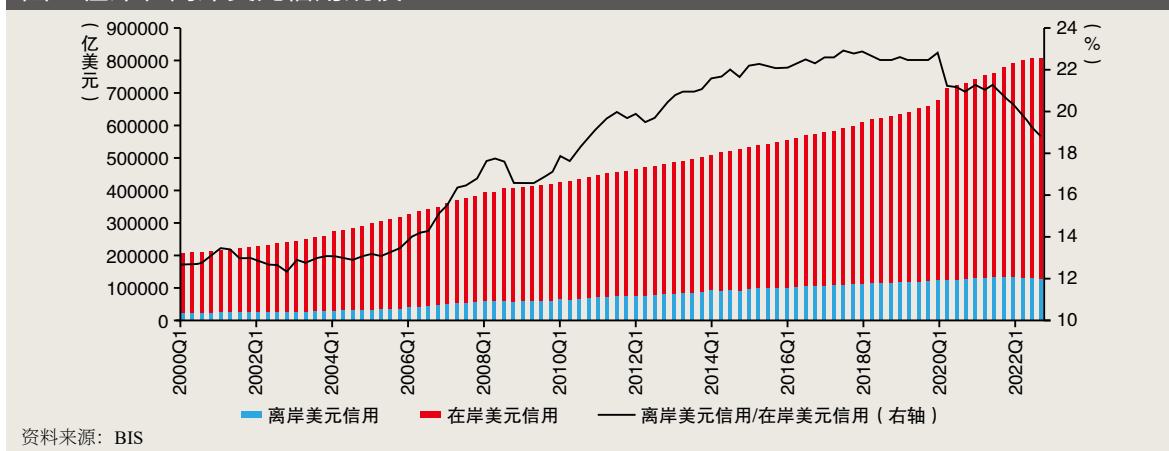
**文献标识码:** A

美元周期是美元名义汇率经历的周期性强弱变化,以及上述变化对全球经济、金融市场产生影响的总和。自布雷顿森林体系解体、全球进入浮动汇率时代以来,美国在全球贸易和经济总量中的份额持续下降,但美元在国际货币体系中的地位却不断得到巩固,美元周期对全球金融稳定的外溢影响持续增强(Obstfeld & Zhou, 2023)。作为国际货币,美元的使用范围远大于美国货币当局和监管机构的管辖范围,不受监管覆盖的美元流通区域形成了庞大的离岸美元体系。20世纪70年代,为规避Q条例对存款利率的管制,大量美元资金流入欧洲,离岸美元市场逐渐发展壮大。进入21世纪以来,离岸美元体系不断膨胀。2000—2021年,离岸美元信

作者简介:熊启跃,中国银行研究院主管;王书朦,中证数据有限责任公司高级经理。

\*基金项目:本文获国家自然科学基金面上项目“金融部门控制权网络与重大风险防范化解研究”(项目编号:72173091)资助。

图1 在岸和离岸美元信用规模



用（以美元计价的信贷和债券总和）由 2.3 万亿美元增加至 13.4 万亿美元，离岸美元信用 / 在岸美元信用的比值由 12.7% 升至 20.8%（见图 1）。离岸美元已成为国际货币体系的重要组成部分，其信用扩张和资金运作特征是影响美元周期全球外溢影响的重要媒介。

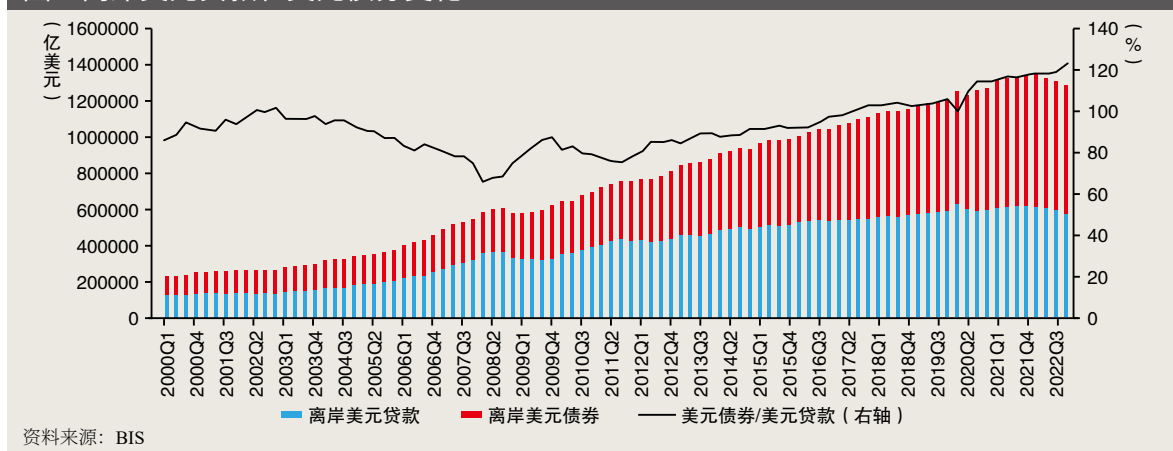
随着离岸美元体系不断扩大，美元周期的外溢影响持续增强。2022 年 3 月以来，美联储开启新一轮加息周期，联邦基金利率目标区间连续抬升 11 次共计 525 基点，加息速度和幅度历史罕见。在美联储强势加息等因素的推动下，2022 年 9 月，美元指数突破 114，创 20 年来新高。美元强势周期对全球金融稳定的影响再次引发广泛关注。作为全球最大的发展中国家，近年来我国对外开放程度不断提高，美元周期对我国金融稳定的外溢影响明显增强。在 2023 年 10 月召开的中央金融工作会议上，习近平总书记系统阐述了中国特色金融发展之路的基本要义即“八个坚持”，其中之一就是“坚持统筹金融开放和安全”。当前，加强离岸美元体系特征研究，厘清美元周期对全球金融稳定影响的机制和渠道，对我国更好地防范外部冲击，守住不发生系统性风险的底线，持续扩大高水平对外开放具有重要意义。

近年来，美元周期变动及其对金融稳定的影响成为理论界关注的重要话题。Rey (2013) 研究发现，美元周期主要受美联储货币政策立场、全球净储蓄规模、国际投资者风险偏好等系列因素影响。美元周期具有自我强化的顺周期特征，其与全球金融周期走势具有高度相关性和一致性。Shin & Bruno

(2021) 研究指出，强势美元并不会改善货币贬值国的贸易状况，反而会提高非美出口商的融资成本，对国际贸易产生挤压效应。Obstfield & Zhou (2023) 研究指出，强势周期美元会抑制全球投资、私人消费及政府支出，特别对广大新兴市场和发展中国家造成更为明显的冲击。Aldasoro et al. (2021) 研究发现，强势美元会对金融机构的外币流动性、杠杆率等指标产生影响，增加机构运行的不稳定性。Muller et al. (2021) 的研究表明，强势美元会使资产负债存在货币错配的债务人资产净值恶化，从而提高其融资溢价、抑制其信用扩张能力。Lu et al. (2022) 研究指出，浮动汇率制下，跨境资本流动日益频繁，各国对外资产负债快速积累，全球金融交易爆炸式增长，成为美元周期影响持续强化的重要基础。强势美元会加剧金融市场价格信号和交易对象错配，降低浮动汇率在调节资本流动方面的作用。

本文分析了离岸美元体系的运作机制变化，剖析了本轮美元强势周期对全球金融稳定的冲击效应。研究结果表明，离岸美元规模持续攀升，资金运作呈现去贷款特征，债券和外汇回购成为离岸美元影子银行体系信用扩张的主要方式。离岸美元体系发展强化了本轮美元周期的外溢效应。跨境资金加速回流美国，流出新兴市场和发展中国家。全球美元债券陷入违约潮，部分国家的主权债务风险集中释放。非美货币汇率普遍面临贬值压力，部分国家储备资产加速消耗，甚至放弃固定汇率制度。非银行金融机构和中小银行风险事件持续发生，基于

图2 离岸美元贷款和美元债券变化



美元的金融制裁烈度明显上升，国际货币体系加速向多极化方向演变。相较于现有研究，本文的创新之处主要体现在以下几方面：第一，对最近一轮美元周期的全球外溢影响进行系统梳理和研究。第二，从离岸美元体系运作特征的角度分析美元周期的外溢效应。第三，针对发展中国家应对美元周期外溢影响提出政策建议。

本明显上升，信用创造呈现“去贷款化”特征。与此同时，全球低利率和量化宽松的货币环境使债券成为最主要的融资工具。2008—2023年，离岸美元贷款和美元债券余额分别由33.0万亿美元、24.9万亿美元升至58.5万亿美元、71.0万亿美元，离岸美元债券/美元贷款由79.3%升至121.4%，提高42.1个百分点（见图2）。

## 一、美元强势周期下离岸美元体系运行特征

作为国际货币，美元价格的周期性变动对全球金融稳定具有重要的影响，离岸美元体系的快速发展是美元周期外溢影响持续强化的重要基础。近年来，离岸美元体系规模快速增长，其运作机制也发生了深刻变化。

### （一）离岸美元信用创造呈现“去贷款化”，债券成为主要信用扩张工具

自20世纪70年代离岸美元体系形成和发展以来，由国际大型银行主导的存款和贷款业务一直是最主要的信用扩张方式。2008年金融危机后，全球金融监管改革深化，银行业资本和流动性监管要求提高，银行体系通过存贷款业务进行信用扩张的成

### （二）离岸美元影子银行信用扩张方式深刻变化，债券和外汇成为重要的融资抵押品

伴随全球金融结构变化和金融产品创新，离岸美元市场发展出了与传统银行体系并行的影子银行生态。离岸美元影子银行体系由非银行金融机构主导，资金来源主要为同业批发性融资，这些资金不受存款保险保护，信用风险和溢价更高。为降低资金成本、创造利润空间，离岸美元影子银行体系普遍通过抵押融资实现增信、加杠杆和期限转换。根据抵押品和运作方式的不同，离岸美元影子银行体系主要分为资产证券化链条、债券回购链条和外汇抵押品链条。近年来，上述影子银行链条主要呈现以下运行特征。

一是资产证券化链条大幅收缩。资产证券化链条运作机制是：使用现金池<sup>①</sup>购买大量货币市场基

<sup>①</sup> 现金池(Cash Pool)由Poszar(2011)提出, 主要指规模超过存款保险范围, 由企业、机构投资者管理的资金。在量化宽松背景下, 存款吸引力下降, 现金池规模超过存款, 成为金融体系重要资金来源。

表 1 离岸美元影子银行链条的主要运作方式

链条	机制
资产证券化链条	现金池购买货币市场基金份额→货币市场基金购买 SPV 发行 ABCPs → SPV 购买出表机构资产→出表机构将贷款和应收账款出表
债券回购链条	现金池购买货币市场基金份额→货币市场基金通过短期债券回购向交易商提供融资→(一级)交易商通过长期债券回购向杠杆投资者提供融资→杠杆投资者投资资本市场、实体经济
外汇抵押链条	现金池购买非美资银行外币货币市场基金份额→非美资银行将外汇抵押给交易对手筹集美元→非美资银行将美元存入美联储获得利息

资料来源：根据公开资料整理

金份额；货币市场基金则购买特殊目的实体（SPV）发行的资产支持商业票据（ABCPs）；SPV 购买出表机构的贷款、应收账款等资产，并将其打包成 ABCPs；出表机构为腾挪资本和流动性空间，会将部分能够产生长期稳定现金流的资产出表。在资产证券化链条下，通过增信、加杠杆和流动性创造等行为，出表机构的表内低流动性资产最终以货币市场基金份额形式呈现在现金池投资者眼前（见表 1）。2008 年全球金融危机前，资产证券化链条是离岸影子银行体系的主要运作方式。开曼群岛、杰西岛及爱尔兰等离岸金融中心是 ABCPs 主要的发行和交易场所。ABCPs 底层资产主要为私人部门住房按揭贷款及其衍生品，在 2007 年次贷危机中这类资产风险集中释放，造成了资金链条崩塌。美联储数据显示，2008 年以来，针对资产证券化业务的监管明显强化，美元 ABCPs 余额由危机前最高 12256.7 亿美元降至 2023 年年末的 3040.3 亿美元<sup>①</sup>。

二是债券回购链条保持平稳增长态势。债券回购链条运作机制是：现金池购买货币市场基金份额，货币市场基金<sup>②</sup>通过隔夜或短期回购交易向证券交易商提供融资<sup>③</sup>，交易商通过更长期限的回购交易向杠杆投资者（如对冲基金、保险机构等）提供融资，杠杆投资者再将资金投向资本市场或实体经济，追求更高收益。在债券回购链条中，通过债券资产的多次抵押，货币市场基金短期低风险投资最终转化为杠杆投资者的长期风险投资（见表 1）。2008 年

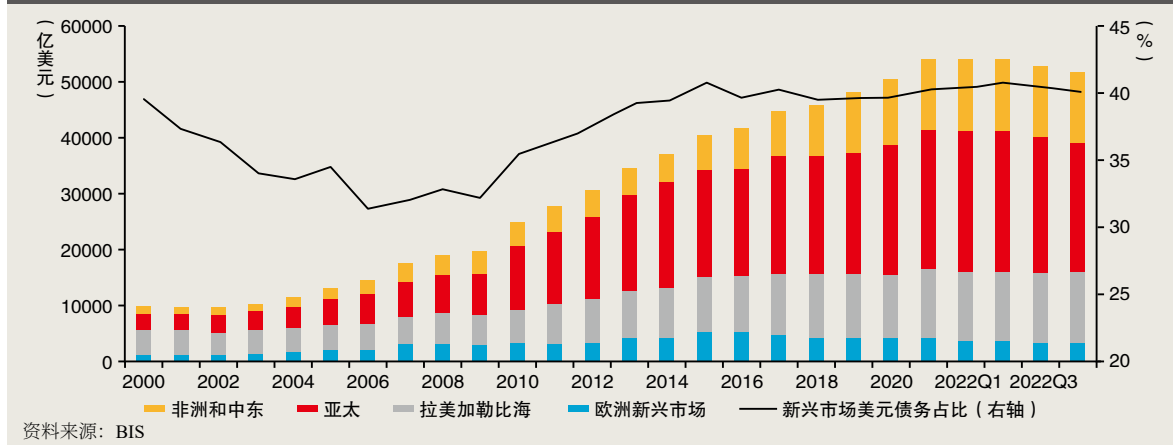
以来，全球低利率环境推动固定收益产品规模快速增长，增加了债券回购抵押品供给。与此同时，中央交易对手、场外金融衍生品监管的趋严，客观上促进了债券回购业务发展。与资产证券化链条相比，债券回购链条底层资产主要是债券（国债），具有低风险公共品属性，融资链条的稳健性更高。2008 年以来，美元债券回购余额长期保持在 4 万亿美元以上，其中以美国国债为抵押品的回购余额占比持续上升，2023 年年末占比已达 70% 以上。2012—2023 年，美国货币市场基金净值由 30041 亿美元升至 63716 亿美元，其中风险更低的政府型货币市场基金份额提升速度较为明显。

三是外汇抵押品链条成为重要资金运转方式。外汇回购影子银行链条的运转机制是：现金池（非美货币）购买货币市场基金份额，货币市场基金购买非美资银行发行的大额存单及商业票据，非美资银行将获得的外币通过货币掉期、外汇远期等外汇回购交易转换为美元，再将美元存入美联储准备金账户（见表 1）。外汇远期、掉期和货币掉期实际上是以非美货币为抵押，筹集美元的融资行为。与美资银行相比，非美银行在美分行不用缴纳存款保险保费，并按季末时点值考核流动性覆盖率<sup>④</sup>，其通过离岸市场筹集非美货币，通过外汇抵押品链条筹集美元，最终存入美联储的资金运转模式能够获得稳定的资金回报，这促成外汇抵押品链条规模不断攀升。2001—2022 年，全球外汇衍生品日均交易

① 资产证券化业务监管趋严体现在：提出针对资产证券化的资本监管框架；要求银行并表管理出表资产；强化资产透明度监管，将第三级资产纳入 G-SIBs 系统重要性得分考核。  
 ② 如果回购交易底层资产是国债，主要由政府型货币市场基金参与；如底层资产是银行发行的大额存单、商业票据，主要由优质货币市场基金参与。两类货币市场基金在底层资产和监管规则上存在明显不同，客观上造成了 ABCPs 和债券回购影子银行链条呈现差异化发展路径。  
 ③ 主要包括能够与美联储直接开展美国国债做市交易的一级交易商，既包含美国大型金融机构，也有部分来自欧洲和日本的大型金融机构。  
 ④ 外资在美银行分行不用缴纳存款保险保费。由于在资本、流动性及单一授信等方面监管要求考核较松，在美外资银行主要从事大额的批发业务，而在美外资子行主要从事零售业务。按季末时点考核的流动性覆盖率最大好处在于允许机构在非监管考核时点冲规模。美资银行的考核是按照日均值考核，这就显著降低了进行套利的空间。



图3 新兴市场美元债务规模及占全球离岸美元债务份额



量由 1.24 万亿美元升至 7.51 万亿美元。其中，外汇远期、外汇掉期和货币掉期的名义本金规模占比合计达 94.3%。当前，全球以外汇为抵押品的美元融资规模为 6 万亿—7 万亿美元。通过外汇远期、外汇掉期及货币掉期进行的融资活动不反映在资产负债表中，增加了融资链条的隐蔽性，大量从事外汇抵押融资业务的机构往往具有较大规模外币净资产。2006 年至 2022 年年末，全球非美资银行跨境净资产 / 跨境资产由 6.4% 升至 9.1%。

### （三）流入新兴市场的美元债务比例上升，非金融企业是债务举借主体

2008 年以来，在美元融资成本处于低位，美联储资产负债表快速扩张的背景下，离岸美元债务规模快速扩张，且呈现出新的特征。

流向新兴经济体美元债务（信贷 + 债券余额）的份额明显升高。2009—2015 年，新兴经济体美元债务占全球非美地区美元债务的比例由 32.1% 升至 40.6%。亚太、非洲和中东是推动新兴市场美元债务增长的主要区域。2008—2022 年，亚太、非洲和中东、拉美加勒比海及欧洲新兴市场的美元债务规模分别由 6717 亿美元、3724 亿美元、4682 亿美元、3168 亿美元增至 24185 亿美元、12890 亿美元、12339 亿美元和 3339 亿美元，增幅分别为 260.0%、246.1%、128.8% 和 5.4%（见图 3）。从国家层面看，全球美元债务规模较大的新兴市场国家包括中国、巴西、土耳其、印度、墨西哥、阿根廷、印度尼西亚和沙特阿拉伯。2022 年年底，上述国家美元

债务规模分别达 14241 亿美元、4462 亿美元、3319 亿美元、3303 亿美元、3113 亿美元、2388 亿美元、2218.1 亿美元和 2211.2 亿美元。美元债务 / GDP 比例较高国家包括智利（48.2%）、土耳其（43.1%）、阿根廷（41.5%）和哥伦比亚（39.0%）。从美元债务增速看，2008—2022 年，哥伦比亚（846%）、阿根廷（743%）、中国（411%）、印度尼西亚（389%）、沙特阿拉伯（358%）、墨西哥（303%）、土耳其（285%）、智利（231%）、马来西亚（217%）、南非（202%）等国家的美元债务规模增速较快。

新兴市场国家债务结构中本币债务份额整体提高。2008 年金融危机以来，随着新兴市场和发展中国家资本市场的发展，它们吸取了历史教训，偏好使用本币计价的债务进行融资，以缓解货币错配造成的“货币原罪”（Eichengreen et al., 2003）。2009—2022 年，主要新兴经济体美元计价债务在总债务中比例由 11.2% 降至 7.1%，本币计价债务比例由 84.1% 升至 90.6%。从不同部门看，金融机构美元计价债务占比由 17.9% 降至 13.4%，本币计价债务由 74.4% 升至 81.9%。非金融企业美元债务占比由 12.0% 降至 6.6%，本币债务占比由 84.3% 升至 91.5%。政府部门美元债务占比由 6.2% 降至 4.1%，本币债务占比由 89% 升至 93.8%。尽管新兴市场和发展中国家整体的“货币原罪”问题有所缓解，但部分国家对美元债务的依赖度却依然保持较高比例。2022 年年末，美元债务在总债务中份额较高的新兴经济体包括阿根廷、哥伦比亚、土耳其、墨西哥和智利。上述国家美元债务的筹措主体存在一定

表 2 2022 年年末新兴经济体不同主体美元债务占总债务比例 (%)

	金融机构	非金融企业	政府	总计
阿根廷	3.6	36.7	52.7	45.8
哥伦比亚	87.7	36.8	36.5	39.2
土耳其	68.7	24.3	43.2	38.0
墨西哥	21.5	55.5	13.4	28.2
智利	12.7	33.2	25.2	26.4
印度尼西亚	59.5	32.7	14.3	25.4
沙特阿拉伯	75.8	17.0	31.4	24.5
马来西亚	46.4	18.5	2.8	16.7
巴西	15.3	25.4	4.3	13.1
泰国	21.2	14.1	0.3	11.2
匈牙利	11.9	10.0	10.9	10.5
俄罗斯	18.7	6.9	12.6	8.8
印度	59.9	11.8	2.9	7.5
波兰	3.1	2.9	3.1	3.0
中国	6.5	2.6	1.1	2.9
捷克	1.0	1.6	0.0	0.9

资料来源：IIF

差别。阿根廷政府部门高度依赖美元计价债务，哥伦比亚和土耳其的金融机构高度依赖美元债务，而墨西哥和智利的非金融企业对美元债务的依赖度更高。金砖国家中，巴西和中国非金融企业对美元债务依赖度较高，而俄罗斯和印度金融机构对美元债务依赖度更高（见表 2）。

非金融企业是美元债务筹措的主体。IIF 数据显示，2022 年年末，主要新兴经济体<sup>①</sup>非金融企业美元债务占美元债务总规模的 48.6%，份额虽较 2009 年下降近 11 个百分点，但仍占据半壁江山。同期，主要新兴经济体金融机构和政府部门美元债务分别为 12342 亿美元和 11098 亿美元，份额为 27.1% 和 24.3%，分别较 2010 年提高了 5.7 和 5.0 个百分点。多数国家美元债务举借主体以非金融企业为主，包括捷克（76.3%）、智利（69.9%）、墨西哥（63.5%）、泰国（62.1%）、俄罗斯（62.0%）、印度（57.5%）、巴西（57%）和中国（51.2%）。这些国家非金融企业美元债务筹措主体主要为基础设施、房地产、公用事业、大宗商品及外贸型企业。而金融机构筹措份额较高的国家包括马来西亚（46.0%）、中国（38.8%）、波兰（36.7%）和土耳其

（31.8%）。新兴市场国家举借债务的金融机构主体是商业银行，银行通过发行美元债务筹集美元资金，支持本国企业境外业务发展。政府债务份额较高的新兴市场国家包括阿根廷（86.7%）、乌克兰（78.1%）、哥伦比亚（50.4%）、波兰（43.3%）、匈牙利（42.9%）和沙特阿拉伯（36.1%）。

#### （四）离岸美元增添官方补充渠道，美元流动性分层特征愈发突出

极端情况下具有美元流动性筹措能力，是应对美元周期波动的重要屏障。2007 年以来，为缓解离岸美元流动性冲击，美联储增加了两条离岸美元流动性官方补充渠道，离岸美元流动性获取难度的分层特征愈发突出。

“6 国央行（C6）”和“14 国央行（C14）”货币互换机制<sup>②</sup>，形成离岸美元流动性“高地”。2007 年，美联储与欧央行、瑞士国民银行签订临时有限额度互换协议。随后，美联储与 14 家中央银行签订更大规模双边临时货币互换协议。2013 年 10 月，美联储与 5 个盟友国家央行签订永久无上限常备货币互换协议，与 9 个国家央行签订临时双边货币互换

<sup>①</sup> 包括阿根廷、巴西、智利、中国、哥伦比亚、捷克、匈牙利、印度、印度尼西亚、马来西亚、墨西哥、波兰、俄罗斯、沙特阿拉伯、泰国和土耳其。

<sup>②</sup> “C6”包括美联储、欧洲央行、瑞士国民银行、英格兰银行、日本银行和加拿大央行。“C14”包括欧洲央行、瑞士国民银行、英格兰银行、日本银行、加拿大央行、澳大利亚央行、巴西央行、丹麦央行、墨西哥央行、新西兰央行、挪威央行、新加坡央行、韩国央行和瑞典央行。

表3 美联储货币互换、FIMA 回购及 SDR 主要特征

	货币互换	FIMA 回购	SDR
交易对手	14 家央行, 包括 5 个常备和 9 个临时交易对手	全球 200 多主体 500 多账户	IMF 会员国
抵押资产	非美元货币	美国国债	SDR 持有 (资产) <sup>①</sup>
抵押地	外国央行	美联储	无需托管, 记账单位
期限	最长 88 天	隔夜	无
规模	常备机制无上限; 临时机制为 300 亿美元或 600 亿美元	联储账户美债余额, 联储设定的融资上限	SDR 持有 (资产) 余额
获得资金时间	立即从美联储获得	立即从美联储获得	11 个交易日后获得 <sup>②</sup>
定价	隔夜利率掉期 +25 基点	联邦基金利率目标区间上限	SDR 利率, 篮子货币基准利率加权平均

资料来源: Fed, IMF

注: ①在 SDR 记账规则下, SDR 分为 SDR 持有 (资产) 和 SDR 分配 (负债)。② T0 天借款国通知 IMF, T+5 天 IMF 告知 SDR 卖方交易金额和记账日期, T+8 天 IMF 告知 SDR 买方支付相应金额货币, T+10 天为交易记账日, T+11 天卖方确认货币到账。

协议。由美联储主导的货币互换体系逐渐成为离岸美元体系最重要的金融安全网。“C6”常备货币互换机制,使 5 个非美国国家和地区的中央银行获得了无上限美元流动性注入承诺,形成了离岸美元流动性“高地”。能够与美联储开展有限货币互换的 9 个国家,则形成了离岸美元流动性的“次高地”。2020 年新冠疫情期间,美联储对常备互换机制进行优化,降低了货币互换资金成本、拉长了融资期限<sup>①</sup>,对提振市场信心、缓解流动性冲击发挥了重要作用<sup>②</sup>。

创设国外和国际货币当局 (FIMA) 回购机制,形成离岸美元流动性“中间地带”。2020 年 5 月,美联储创设 FIMA 回购工具,其运作机制是:当市场面临极端冲击时,FIMA 账户持有者可与美联储开展美国国债回购交易,即用 FIMA 账户的美国国债为质押,向美联储筹集美元。FIMA 回购工具能够有效避免极端环境下私人回购市场失灵造成的流动性补充压力,拓宽了官方主体的美元流动性补充渠道。与货币互换相比,FIMA 回购的准入门槛更低,只要在美联储开设账户并得到美联储的授权便可操作。美联储向全球 200 多个主体提供了 500 多个 FIMA 账户,主要包括各国央行、财政部、公共储备资产管理者。与货币互换机制利用外国货币作为抵押物不同,FIMA 回购以美国国债作为抵押,抵押物获取难度更大。FIMA 回购融资期限主要为隔夜,融资成本相对较高。美联储将 FIMA 回购工具定义为央行互换机制的补充工具。被排除在

货币互换机制外,能够与美联储开展 FIMA 回购交易的国家和地区形成了离岸美元的“中间地带”。

特别提款权 (SDR) 分配存在结构缺陷。对无法使用货币互换和 FIMA 回购机制的国家和地区,其只能通过 IMF 分配的 SDR 获取美元流动性。通过 SDR 获取美元流动性,无论在获取时间、资金成本以及交易对手准入等方面,都不如货币互换和 FIMA 回购机制便利 (见表 3)。自创设以来,SDR 共进行 5 轮分配,规模合计 6500 亿美元,不足 2021 年年末全球储备资产规模的 5%。SDR 额度分配与各国缴纳的 IMF 会员费高度相关,而会员费缴纳主要由经济体量决定。在上述分配机制下,SDR 主要被分配到发达经济体和新兴经济体中较发达的国家,这些国家往往拥有充足的美元流动性和丰富的美元融资渠道。广大发展中国家分配的 SDR 份额较少,而它们却成为 SDR 最主要的使用者。2022 年年末,发达国家拥有 SDR 规模 4184 亿美元,占 SDR 总份额的 64.4%,但发达国家 SDR 使用比例仅为 5.9%。发展中国家拥有 SDR 规模 2316 亿美元,占 SDR 总份额的 35.6%,而使用比例为 42.9%。其中,南亚国家、中北美、加勒比海地区国家的使用率分别达到 75.3%、59.6% 和 85.0%。

离岸美元流动性补充机制的丰富加快了美元流动性的区域分层特征形成。能够与美联储开展货币互换的国家和地区的流动性“高地”地位得到夯实,可与美联储开展 FIMA 回购交易的国家和地区获得

① 融资成本由“隔夜指数化利率掉期 +50 基点”降为“隔夜指数化利率掉期 +25 基点”,融资期限由原来最长为 1 周改为 88 天。

② 截至 2022 年年末,美联储共与 11 个国家开展 1172 笔双边货币互换交易。

表 4 截至 2024 年 5 月末遭受美国金融制裁数量最多的国家和地区

	SDN	SSI	NS-MBS	CAPTA	合计
俄罗斯	4124	253	11	0	4388
伊朗	1409	0	0	0	1409
墨西哥	881	0	0	0	881
叙利亚	708	0	0	0	708
中国	568	1	0	1	570
哥伦比亚	494	0	0	0	494
黎巴嫩	370	0	0	0	370
朝鲜	304	0	0	0	304
伊拉克	270	0	0	0	270
土耳其	264	0	0	0	264

资料来源：美国商务部

极端情况下筹集美元流动性的公共渠道，这有助于强化美国国债作为储备资产的预期稳定效应。SDR 分配机制的结构性缺陷使发展中国家在应对美元流动性冲击时依然存在较大脆弱性。基于美联储资产负债表扩张形成的流动性补充机制带有浓厚的地缘政治色彩。随着大国博弈的加剧，对于与美国存在敌对和竞争关系的国家和地区而言，其流动性补充渠道面临制裁阻断等风险，这些因素在增加美元流动性区域分层复杂性的同时，也加剧了部分国家在美元周期冲击下的脆弱性风险。

### （五）离岸美元定价权回归在岸市场，美元沦为大国博弈武器

20 世纪 80 年代以来，伦敦银行同业拆借利率（LIBOR）成为离岸美元定价基准。LIBOR 由十余家国际大型银行报价决定，使美元在岸与离岸定价形成分割局面。2008 年金融危机后，受监管趋严影响，国际银行间拆借市场萎缩，LIBOR 在离岸美元体系的定价基准地位发生动摇。与此同时，参与 LIBOR 报价的国际大型银行从事操纵交易，大大降低 LIBOR 公信力。基于上述变化，国际监管机构积极推进基准利率改革。2023 年 6 月，美元 LIBOR 由有担保隔夜质押式融资利率（SOFR）完全取代。与 LIBOR 相比，SOFR 基于真实交易基础，且相关交易规模巨大，不易被操纵。2022—2023 年，SOFR 定价的浮动利率债券发行超 1.2 万亿美元，

与 SOFR 挂钩银团贷款占银团贷款总规模比例由不足 50% 升至 90% 以上，累计发放 1.72 万亿美元贷款。美元基准利率改革推动美元定价权由离岸市场回归在岸市场。美元价格将由美国在岸市场主体决定，离岸机构将以美国在岸债券回购市场作为主要流动性管理场所，这将强化美国国债市场在国际金融体系的地位，提升美元周期外溢影响。

美元沦为大国博弈武器，美国对外金融制裁烈度明显上升。2022 年俄乌冲突以来，美国联手欧盟、英国、日本对俄罗斯实施了制裁，美元沦为美国向敌对竞争国家实施打击的重要武器。在美国对外金融制裁框架中，能够对离岸美元体系产生显著影响的工具主要包括：特别指定国民清单（SDN）、行业制裁识别清单（SSI）、非 SDN 菜单式制裁清单、代理行和通汇账户清单（CAPTA）以及环球同业银行金融电讯协会（SWIFT）阻断等<sup>①</sup>。从 2024 年 5 月末美国的主要金融制裁清单看，遭受美国金融制裁较为严重的国家和地区包括俄罗斯、伊朗、墨西哥、叙利亚、中国、哥伦比亚、黎巴嫩、朝鲜、伊拉克以及土耳其等。表 4 列举了遭受美国金融制裁数量较多的国家和地区及各类制裁情况。

## 二、本轮美元强势周期对全球金融稳定的冲击效应

离岸美元市场运作特征的变化强化了本轮美元

<sup>①</sup> SDN 清单实体将面临美国“连接点”全面阻断，包括禁止进入美国境内、无法与美国主体进行交易、无法进行美元交易、冻结美国管辖区域内资产等。被纳入 SSI 清单实体会面临 4 种不同指令的融资制裁。NS-MBS 清单采取“一事一议”制裁方式。CAPTA 清单制裁对象为金融机构，主要禁止美国主体为清单实体提供代理行和通汇账户服务。



图4 全球非储备性质跨境资本流动总流量

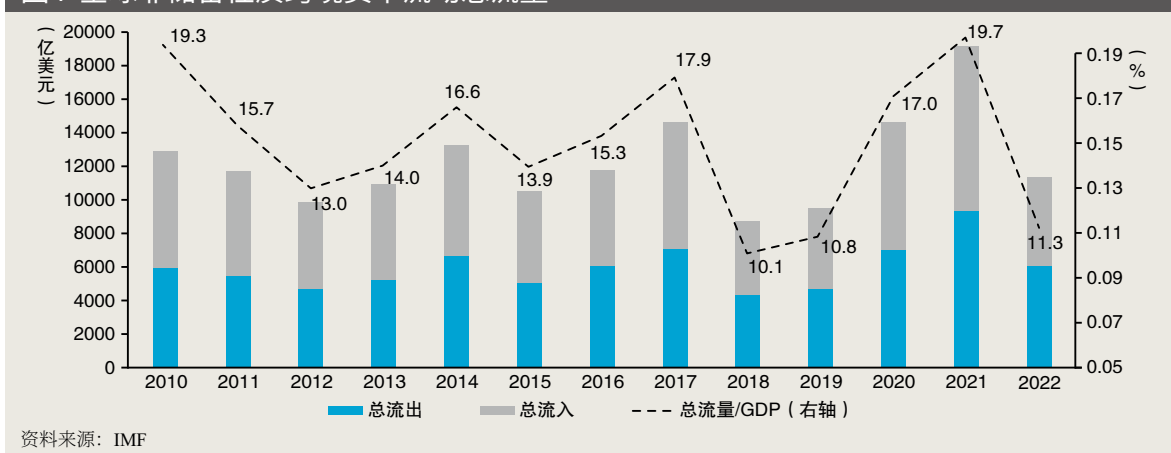


表5 跨境资本回流美国情况 (亿美元)

	长期证券	短期证券	银行负债	净流入	私人部门	政府部门
2008	2949	2327	1512	6788	5176	2949
2009	2469	-1668	-3964	-3163	-3425	2469
2010	5583	-812	-1773	2999	3634	5583
2011	1945	-996	3848	4797	4672	1945
2012	3567	633	-499	3701	2328	3567
2013	-3679	-379	5472	1415	517	-3679
2014	1878	72	736	2686	2864	-178
2015	310	852	-1393	-231	1745	-1977
2016	-507	128	-1102	-1481	2201	-3682
2017	3074	1902	802	5777	7587	-1810
2018	4606	4245	-1395	7457	8942	-1486
2019	1554	675	-1583	646	4280	-3635
2020	1014	2777	1824	5616	6817	-1202
2021	4701	1684	4598	10983	12581	-1598
2022	11705	2317	2585	16233	15973	259
2023	9960	-2370	-500	8418	6584	1834

资料来源：美国财政部

强势周期的外溢影响，全球金融体系的脆弱性风险不断释放。

**（一）跨境资金加速回流美国，受高成本效应影响，短期资本流动受阻**

2022年以来，在美元强势周期的冲击下，跨境资本流动呈现新的特征。

第一，全球资本流动规模显著收缩。2021年，主要国家跨境资本总流量达到19.1万亿美元，较2020年提高了30.8%，创2010年以来新高（见图4）。2022年，全球跨境资本总流量为11.3万亿美元，规模较2021年下降40.6%；跨境资本总流量占全球GDP的比例为11.3%，较2021年下降8.4个百分点。在美元强势周期中，美元融资成本大幅抬升，对跨

境资本流动产生显著阻碍效应。

第二，私人资金大幅回流美国长期证券市场，新兴市场证券投资净流入规模大幅下降。2022年，美国跨境资金净流入16233亿美元，较2021年增长47.8%，创历史新高。其中，私人资本净流入15973亿美元，官方资本净流入259亿美元。私人部门主导跨境资本回流，成为近年来美国跨境资本流动的重要特征。2023年跨境资本延续回流美国态势。从交易标的看，回流美国资金以投资美国的长期证券为主，2022、2023年流入规模分别为11705亿美元和9960亿美元（见表5）。此轮美元强势周期，跨境资金回流美国力度更大、速度更快，对新兴市场造成外溢影响更为显著。2010—2021年，新兴市场已连续12年保持证券投资净流入态势，平均年

表 6 美元债违约高峰年份 (亿美元)

	2008		2009		2017		2020		2022		2023	
金额	1925.1		668.6		568.0		1275.5		739.7		1444.8	
违约规模前三行业	金融	1521.3	银行	144.1	石油	342.9	电信	215.3	房地产	329.0	房地产	531.9
	银行	246.6	金融	110.1	消费	20.7	勘探	271.9	制药	195.4	百货	168.6
	能源	15.6	消费	52.7	金融	16.5	百货	124.8	公共	64.2	金融	135.2
违约规模前三国家	美国	1373.5	美国	307.6	委内瑞拉	485.3	美国	355.3	中国	309.0	美国	618.2
	荷兰	288.3	加拿大	62.7	美国	39.6	黎巴嫩	313.2	美国	162.1	中国	373.6
	冰岛	128.2	厄瓜多尔	53.7	新加坡	11.1	卢森堡	126.0	爱尔兰	106.7	卢森堡	112.2

资料来源：Bloomberg

注：筛选标准为年度违约规模超过 500 亿美元。

流入规模达到 2718 亿美元。2022 年，受美元强势周期影响，新兴市场证券投资净流入仅为 390.1 亿美元，较 2021 年大幅萎缩 87.7%，其中股票净流出 37.5 亿美元，债券净流入 346.9 亿美元。

## (二) 美元债券陷入违约潮，主权债务风险释放

本轮美元强势周期下，债券违约及债券抵押品融资链条断裂成为全球金融风险脆弱性的重要特征。

美元计价债券再次陷入违约潮。美元强势周期加剧了债务偿付压力，全球美元债券违约规模大幅攀升。2022 年，全球美元债券违约规模达 739.7 亿美元，是 2009 年以来违约规模第二高的年份，仅次于 2020 年新冠疫情期间。与 21 世纪初以来的美元债券违约高峰相比，2022 年美元债券违约主要集中在房地产、制药和公用设施等实体领域，中国、美国和爱尔兰成为美元债券违约规模较大的国家。2022 年，中国房地产企业的离岸美元债券成为违约“重灾区”，规模较大的违约主体包括恒大集团、阳光城、旭辉集团、正荣地产及融创地产等。2023 年，随着硅谷银行、瑞士信贷风险事件相继爆发，美元债违约规模快速攀升至 1148.6 亿美元，违约美元债券行业发生切换（见表 6）。

部分国家主权债务风险集中释放。本轮美元强势周期同样引发了新兴市场国家主权债务危机<sup>①</sup>。以下本文以埃及和斯里兰卡为例进行说明。

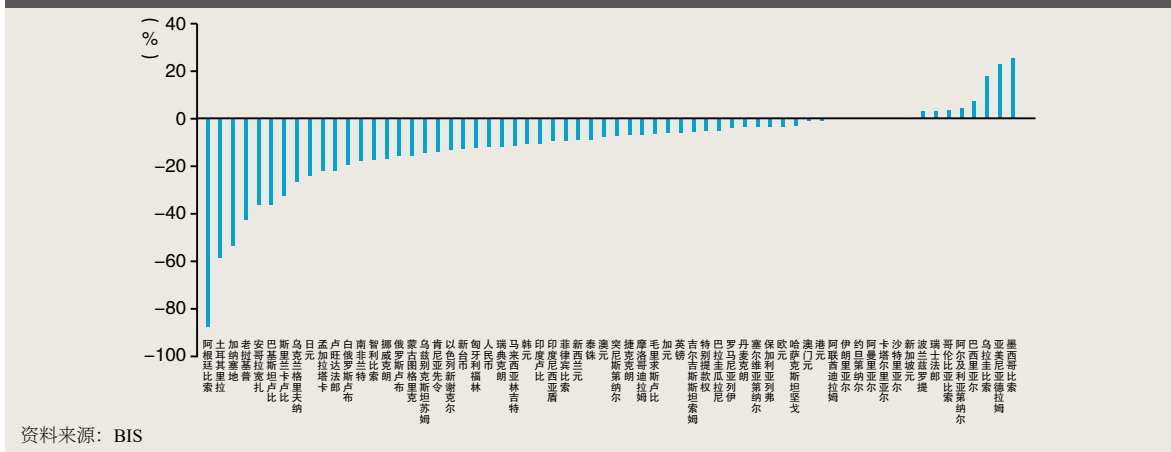
埃及呈“双赤字”特征。从经常项目看，埃及出口能力较弱但对资源进口高度依赖，是全球进口小麦最多的国家。从财政盈余看，塞西政府上台以来，埃及大规模开展基础设施建设，对基础设施建设过度投入造成了财政状况恶化。2008—2022 年，埃及财政盈余 /GDP 平均达 -8.8%。为了向经常项目逆差和财政赤字提供融资，埃及通过举借外债使金融账户长期保持净流入。2022 年年末，埃及对外负债和净负债分别达 3139 亿美元和 2479 亿美元，创历史新高。2022 年年末，埃及政府外债占其总债务比例为 25%，其中贷款 533 亿美元，债券 290 亿美元。埃及的外债债权人包括阿联酋、沙特阿拉伯、科威特等双边债权人，IMF、世界银行和非洲开发银行等多边债权人以及私人金融机构债权人。埃及外债币种结构以美元主导，美元强势周期使埃及镑对美元汇率贬值超 50%，外债偿付成本大幅提高，政府债务可持续性面临极大挑战。2022 年 10 月，埃及被迫向 IMF 申请基金展贷款便利（EFF）救助，获得为期 46 个月、价值 30 亿美元贷款<sup>②</sup>。

斯里兰卡呈“双赤字”特征。经常账户方面，

<sup>①</sup> 根据 IMF 统计，全球不同程度陷入主权债务的国家和地区包括阿富汗、布隆迪、中非共和国、乍得、刚果、埃塞俄比亚、冈比亚、几内亚比绍、马拉维、莫桑比克、塞拉利昂、索马里、南苏丹、苏丹、喀麦隆、佛得角、科摩罗、吉布提、加纳、海地、肯尼亚、基里巴斯、老挝人民民主共和国、毛里塔尼亚、密克罗尼西亚、巴布亚新几内亚、萨摩亚、圣多美和普林西比、塔吉克斯坦、赞比亚、津巴布韦、多米尼加、格林纳达、马尔代夫、马绍尔群岛、汤加、图瓦卢等。

<sup>②</sup> IMF 实施 EFF 政策是有条件的，包括要求埃及永久实施浮动汇率制，重新积累外汇储备；货币政策着重降低通胀；降低财政支出，强化财政纪律，降低政府债务 /GDP 比值，加强基建项目资金可持续性管理；推动私有化改革，降低国家对经济干预等。

图5 2022年以来全球主要货币兑美元汇率变动



斯里兰卡国内资源匮乏，高度依赖外部进口<sup>①</sup>。随着国内经济结构转型，斯里兰卡大力推进基础设施建设，GDP 结构中不可贸易部门的产出明显增多。2013—2022 年，斯里兰卡经常账户余额/GDP 平均为 -2.5%。在财政盈余方面，斯里兰卡长期保持高赤字，2022 年财政赤字占 GDP 之比超过 10%，政府债务余额占 GDP 比例超过 100%。斯里兰卡政府通过大规模举借外债以及财政赤字货币化的方式解决财政资金缺口。2022 年年末，斯里兰卡政府债务结构中，外国债务占比达 45.3%，其中贷款占比为 26.7%。在长期低利率环境下，斯里兰卡外币计价政府债务占 GDP 比重持续提高，由 2012 年的 31.3% 升至 2022 年的 51.6%。截至 2022 年年末，美元计价债务在外债中占比达到 70.0%。美元强势周期加剧斯里兰卡外债压力，其利息偿付金额占 GDP 比例快速攀升，最终导致危机全面爆发。

### （三）全球货币对美元大幅贬值，部分国家和地区外汇储备大量消耗

本轮美元周期中，美元汇率上行更加强势，新兴市场国家货币对美元贬值幅度较为明显。2022 年以来（2024 年 3 月末），对美元贬值幅度较大的货币包括阿根廷比索（-87.8%）、土耳其里拉（-58.6%）、

加纳塞地（-53.2%）、老撾基普（-42.8%）、安哥拉宽扎（-36.5%）、巴基斯坦卢比（-36.4%）、斯里兰卡卢比（-32.5%）和乌克兰格里夫纳（-26.6%）。仅少数货币对美元升值，例如，巴西雷亚尔、墨西哥比索等（见图 5）。主要发达国家货币对美元均出现较大幅度贬值。2021 年以来，欧元对美元呈现走贬态势。2022 年 8 月，欧元兑美元汇率首次跌破平价，并于 9 月跌至 0.9623 的历史低位。英镑兑美元汇率也呈现快速下跌态势，2022 年 9 月，英镑兑美元汇率跌破 1.1，并一度跌至 1.0703 的历史低位。美元兑日元汇率也一度承压。2022 年 10 月，美元兑日元汇率触及 150 关口，创 1990 年以来新低。截至 2024 年 3 月末，欧元、英镑、日元、澳元、人民币兑美元汇率分别较 2022 年年初币值下跌 3.1%、5.8%、23.6%、7.7% 和 12.0%。

部分国家和地区储备资产快速消耗，甚至放弃盯住美元的固定汇率制度。为维持美元汇率相对稳定，部分国家和地区不得不加大外汇市场干预力度，从而造成储备资产规模快速缩水。中国香港地区实施锚定美元的联系汇率制度。在美元强势周期下，中国香港地区面临大量资金外流压力。美元兑港元汇率多次触及 7.85 弱方兑换保证水平，香港金融管理局不得不加大外汇市场干预力度，确保汇率稳定

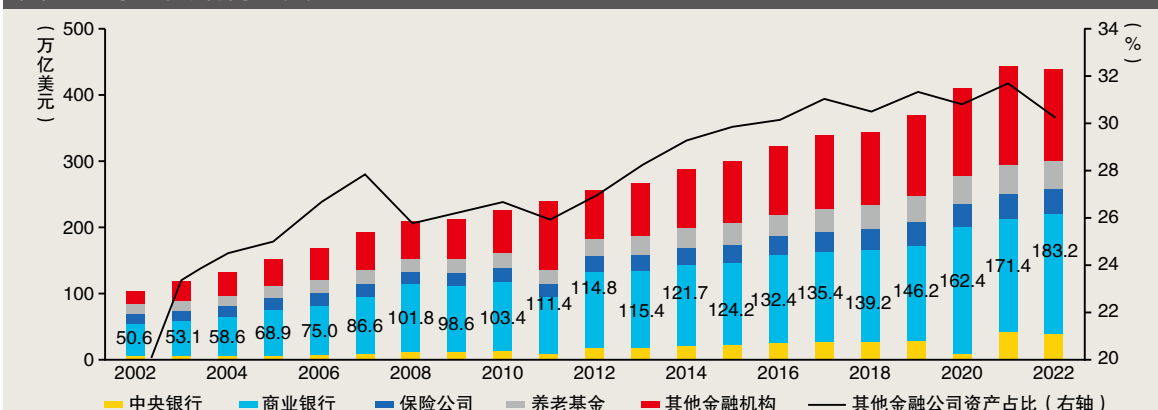
<sup>①</sup> 进口结构以消费品和中间品为主导，主要包括食品饮料、汽油、纺织品、机械设备等。2022 年，斯里兰卡进口商品中前五大品种为提炼汽油、纺织品、机械设备、食品饮料和非食品消费品。斯里兰卡主要出口纺织品和布料、咖啡、茶叶、橡胶及旅游服务。

表 7 2022—2023 年外汇储备消耗较大的国家和地区 (亿美元)

	最高	最低	消耗幅度
斯里兰卡	56.7	17.1	-69.9%
巴基斯坦	270.7	81.7	-69.8%
蒙古	48.9	27.0	-44.9%
新加坡	4166	2725	-34.6%
捷克	1689	1108	-34.4%
泰国	2460	1800	-26.8%
瑞士	10118	8139	-19.6%
印度	5784	4728	-18.3%
日本	13004	10783	-17.1%
巴西	3162	2631	-16.8%
中国香港	4994	4172	-16.5%
韩国	4457	3906	-12.4%

资料来源：根据公开资料整理

图6 全球金融结构演变



资料来源：FSB

在 7.75~7.85。受大量外汇干预影响，中国香港地区的外汇储备由 2021 年 11 月最高的 4994 亿美元降至 2022 年 10 月末的 4172 亿美元，降幅达 16.5%。新加坡同样面临储备资产快速消耗的压力。新加坡实行盯住一篮子货币的汇率制度，在篮子货币中美元权重较高。2022 年以来，新加坡元兑美元汇率整体保持稳定，主要归功于新加坡央行在外汇市场操作的结果。2022 年 2 月至 10 月，新加坡央行的外汇储备余额从最高 4166 亿美元降至 2725 亿美元，降幅高达 34.6%。面临较大幅度外汇资产消耗国家和地区还包括斯里兰卡、巴基斯坦、蒙古国、捷克和泰国等，这些国家不同程度出现货币危机（见表 7）。由于外汇储备衰竭，部分国家和地区不得不放弃盯住美元的固定汇率制度。2022 年 3 月，斯里兰卡央行宣布放弃盯住美元的固定汇率制，将汇率制度改为浮动汇率制。2022 年 10 月，埃及央行不再维持固定汇率制，埃及镑较 2022 年 2 月贬值超

50%。黎巴嫩央行也放弃了 1 美元兑 1501 黎巴嫩镑的汇率安排，汇率水平降至 1 美元兑 14935 黎巴嫩镑。

#### （四）金融结构发生调整，金融机构脆弱性凸显

本轮美元强势周期前，在低利率环境下，全球金融结构经历“脱媒”趋势。2010—2021 年，银行业在金融体系资产份额由 46.1% 降至 37.4%；其他金融机构资产占比由 25.7% 升至 31.5%，投资基金是主要推动力量。2022 年，随着美元强势周期来临，全球资产价格重定价，长期保持快速增长的各类投资基金出现浮亏，金融体系中银行资产份额出现回升，银行业资产份额回升至 39%，其他金融机构资产占比降至 30%（见图 6）。

在本轮美元强势周期连锁反应下，金融机构脆弱性明显提升，爆发一系列风险事件。2022 年 9 月，

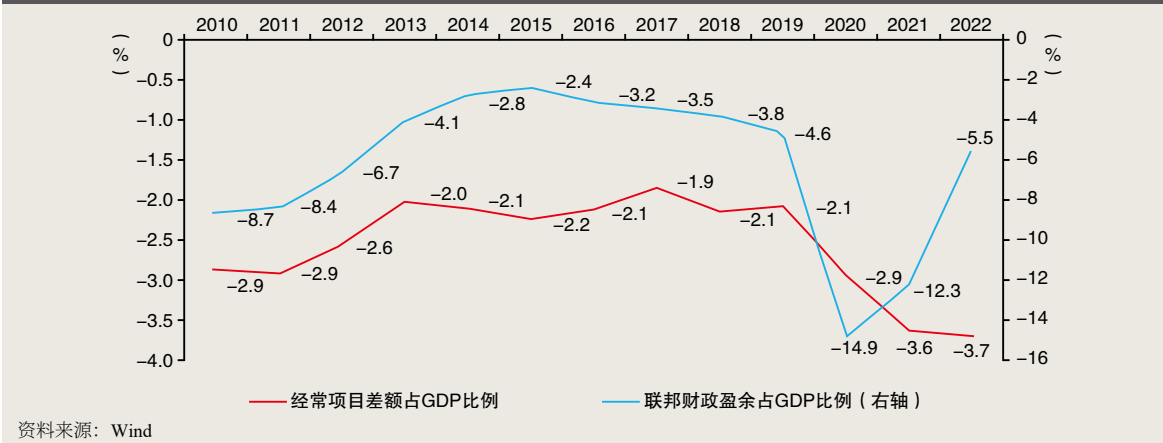


表 8 本轮美元强势周期主要金融机构风险事件汇总

时间	金融机构 / 产品	风险事件
2020 年 3 月	美国优质货币市场基金	受疫情冲击，美国大额存单和资产支持证券价格暴跌，优质货币市场基金净值缩水，投资者大规模赎回引致挤兑，危机对在美外资银行流动性产生显著冲击
2021 年 3 月	美国先行者资本爆仓	先行者资本大量重仓并做多教育、科技行业中概股，中国监管政策调整、美国强化中概股监管导致股价暴跌。先行者资本大量使用总收益互换和融券业务加杠杆。股价暴跌导致爆仓，瑞士信贷等多家大型金融机构交易对手遭遇数十亿损失
2022 年 9 月	英国养老金爆仓	2022 年 9 月，英格兰央行连续快速加息，特拉斯宣布大规模财政刺激计划，加剧英国财政压力。英国国债收益率大幅飙升。英国养老金大量使用债券回购和掉期交易加杠杆，国债价格暴跌导致杠杆爆仓，股债汇市场受到波及
2023 年 3 月	美国硅谷银行	2020 年以来，硅谷银行规模快速扩张，主要由负债端非受存款激增推动，硅谷银行大量增持国债，占比升至 55%。美联储激进加息，硅谷银行持有国债价格暴跌，储户挤兑，最终陷入危机
2023 年 3 月	瑞士信贷	接连出现大额亏损，例如先行者资本亏损、Greensill 亏损，巨额违规操作罚款，并遭遇美元流动性危机
2023 年 5 月	Eurovita	意大利头部寿险公司 Eurovita 投资大量德国和法国国债。受美联储加息影响，欧洲央行被迫加息，利率上涨致债券发生浮亏，Eurovita 大量寿险产品投资者撤出资金，最终陷入困境并重组
2023 年 10 月	BREIT 基金	黑石集团房地产投资信托受到美国商业地产估值下滑冲击，产品估值大幅下降，遭到投资者挤兑，黑石不得不出售房地产缓解挤兑压力

资料来源：根据公开资料整理

图 7 美国经常账户/GDP和财政盈余/GDP



资料来源：Wind

在美元强势周期下，英格兰银行被迫大幅加息、英国政府推出激进财政刺激计划，英国国债收益率大幅飙升、国债价格缩水，导致英国养老金负债驱动策略中使用的利率互换产品出现浮亏，债券回购抵押品价格缩水，英国养老金不得不低价甩卖国债资产以满足准备金补缴要求。部分养老金计划由于流动性匮乏、无法补缴而爆仓，造成英国股市、汇市和债市出现连锁反应，甚至通过跨境渠道对美国住房抵押按揭证券市场产生冲击。2022 年 10 月以来，在美元强势周期下，美国房价下跌导致黑石集团旗下 BREIT 净值缩水，投资者加大赎回力度，黑石流动性压力加剧。BREIT 陷入挤兑风暴加剧了美国商业地产价格下挫，其他房地产信托基金也遭受冲击。2020 年以来，在美国量化宽松政策下，硅谷银行存款规模快速攀升，其大量配置美国国债和住房按揭

抵押证券，偏离传统信贷主业。2022 年年末，硅谷银行资产中证券投资占比为 55.4%，贷款占比降至 40%，存款中受存款保险保护存款占比不足 11%。2022 年美元强势周期使硅谷银行持有证券资产价值大幅缩水，大量非受存款追逐高额利率流失，最终酿成流动性危机。类似的风险事件还包括瑞士信贷、先行者资本爆仓以及美国优质货币市场基金等（见表 8）。

长期以来，国债被认为是极端情况下具有避险属性的安全资产；而在本轮美元强势周期下，国债资产成为金融机构风险传染的重要媒介。2020 年疫情期间，美国国债市场大幅震荡，导致采取“相对价值”策略的美国对冲基金大量浮亏，部分对冲基金爆仓。2022 年 9 月，英国养老金由于国债收益率飙升导致利率互换和债券回购交易爆仓，最终酿成

危机。2023年3月，美国硅谷银行、签名银行等风险事件中，国债资产浮亏成为危机重要诱因。2023年5月，意大利人寿保险公司 Eurovia 由于大量投资德国和法国国债，导致在价格大幅下挫情况下无法兑付寿险合同，最终被接管重组。

### （五）美元货币信用下降，地缘政治变局加速“去美元化”

长期以来，美元作为国际货币面临“特里芬难题”，即美元充当国际货币、向全球提供安全资产和维持美元币信之间存在内生矛盾。具体地，美国在向全球输出美元安全资产的过程中，会导致其经常账户逆差加大、财政赤字缺口增加，从而降低美国国债作为安全资产的安全性。此轮美元强势周期下，美元的特里芬难题愈发明显。2020—2022年，美国经常账户余额占GDP比重分别为-2.9%、-3.6%和-3.7%。同期，美国财政盈余占GDP比重分别为-14.9%、-12.3%和-5.5%，处于近50年低点（见图7）。2022年年末，美元在全球储备货币中的占比仅为58%，较2001年下降了15个百分点。美元强势周期进一步恶化了美元的特里芬难题。一方面，在美元强势周期下，美国的贸易条件进一步恶化，更高的美元利息增加了美国财政部的偿债负担，这些都弱化了美元的货币信用。

美元周期的外溢冲击和全球地缘政治环境变化使部分国家和地区持续减少美元使用。2022年俄乌冲突爆发后，美欧强化制裁，加快了俄罗斯“去美元化”进程。2022年，美元占俄罗斯对外出口结算份额的比例由51.7%降至33.9%；同期，俄罗斯卢布占比由12.3%升至32.4%。美元与卢布交易份额在2022年由84%降至不足40%<sup>①</sup>。与俄罗斯关系密切的哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦和阿塞拜疆等中亚国家也加快“去美元化”进程。委内瑞拉政府为了限制美元使用，对使用美元在本国购买商品等交易行为征收3%的交易税。部分大宗商品出口国也在强化非美货币的使用。巴西积极推动“去美元化”，

与中国达成协议以本币进行贸易结算，不再使用美元作为中间货币。2020—2022年，沙特持续出售美元债务，其持有的美国国债规模由1844亿美元降至1197亿美元。2023年，沙特表示愿以美元以外的货币出售石油。区域货币合作成为“去美元”重要方式。亚洲多个国家建立双边本币结算机制，并在此基础上建立货币互换协议。

## 三、启示与建议

离岸美元市场快速发展，使美元周期的外溢影响显著增强，本轮美元强势周期对全球金融稳定带来了显著冲击。应高度关注美元强势周期的外溢影响，并积极采取应对措施。

### （一）关注美元周期下资金大进大出，加强跨境资本审慎监管

新兴市场国家短期资本流动对外部环境变化极为敏感，美元强势周期下极易出现大进大出局面。一国对外开放的进程应与本国经济发展程度、金融市场广度和深度匹配。在对外开放过程中，应平衡好货币政策独立性、汇率制度选择以及跨境资金流动三者之间的关系。加强对跨境资金运作方式，特别是信用派生、资金运作主体、抵押品性质等特征的监测，采取必要措施应对风险传染路径变化。完善法律框架，优化营商环境，发挥直接投资促进资金流入的“压舱石”作用。加强证券投资、其他投资等对外负债管理，通过完善体制机制、拓展资本市场广度和深度等方式，提高资本市场应对和消化外部冲击能力。

### （二）关注美元周期下外币融资成本抬升，避免陷入债务陷阱

“货币原罪”问题在广大新兴市场国家不同程度存在，美元周期通过影响外币融资成本不断冲击新兴市场国家主权信用。应根据本国资源要素禀赋

<sup>①</sup> 2024年2月，以美元、欧元为代表的“不友好国家和地区”货币在俄罗斯进口、出口支付结算货币中的份额已降至23.6%和26.8%，分别较2020年下降60.2和41.2个百分点。

特点,积极吸引长期股权投资,加强外债规模、期限和成本管理,控制市场化高成本短期债务。对外依赖度较高的小型经济体,要适度保持经济总量中可贸易产品比例,提高可贸易产值/外债比例。鼓励引导私人部门提升储蓄率,抑制过度消费和投资。建立经济政策独立自主空间,包括跨周期的可持续性债务安排。大力发展本国金融体系,提高资金在本国经济体系循环能力,通过资金内循环解决消费、投资的资金来源问题。

### (三) 关注美元周期对汇率制度冲击,充分发挥外汇储备的关键作用

新兴市场和发展中国家应对外部冲击的宏观调控能力偏弱。同时,这些国家是国际货币体系的“外围”国家,美元流动性的补充渠道相对有限,需要充足的储备资产作为防范资本外流、汇率极端波动的安全屏障。应建立健康的储备资产积累方式,通过经常账户顺差“挣”,而不是资本账户流入“借”。浮动汇率制并不意味着汇率可以无限地自由浮动。保持充足储备资产是实现汇率“有管理”浮动,降低汇率超调对金融体系、实体经济负面冲击的基石。通过签订双边本币互换安排,优化使用额度、频率、范围,探索极端情况下外币流动性补充机制。优化IMF特别提款权分配和使用机制,将特别提款权分配到有实际需求的国家和地区,推进特别提款权的运行机制改革,缩短特别提款权划转周期,提高运行效率。

### (四) 关注美元周期金融机构风险传导新特征,加强金融机构审慎监管

关注美元强势周期下,金融机构的脆弱性风险暴露。当前,我国应进一步加强非银行金融机构监管。一是加强审慎监管。关注杠杆、流动性、集中度、关联性等多维度的风险特征,针对不同非银机构特点设置差异化的标准。将审慎监管从公司维度下沉到产品维度,针对具有赎回、保证金追缴、抵押品加杠杆特征的产品,优化监管制度设计,防止踩踏风险。二是加强行为监管。应规范金融产品的研发、销售和交易等环节,加强信息披露和监管协调,建立非银行金融机构信息共享机制。三是完善风险处置机制。针对

具有较强系统外溢效应的金融子行业,如公募基金、养老金管理机构、理财子公司等,考虑建立行业处置基金。同时,我国应关注监管强度相对较弱的中小银行的风险状况。加强外部市场环境变化下资产负债管理和压力测试。重新审视差异化监管制度设计,防止差异化导致的监管漏洞和套利。加强银行账户利率风险监管,优化持有至到期账户估值损失制度设计。关注机构数量和存款规模变化,动态调整存款保险机制,确保存款保险具有较高覆盖比率。

### (五) 关注美元周期下国债市场的风险传染效应,提升国债市场韧性

随着国债在全球基准利率定价、抵押品融资等领域的功能持续提升,由于国债市场崩盘引发的危机数量明显增多。国债市场在外部市场环境下的风险传染效应值得警惕。我国应多措并举提升国债市场韧性。一是平衡财政收支,维护主权信用。提升财政资金配置效率,盘活存量资金,调整优化预算管理方式。二是提升国债市场流动性。加强国债做市商韧性,提高其在极端环境下流动性供给能力。完善和优化中央交易对手机制,允许国债直接补缴保证金和抵押品,防止极端情况下大幅甩卖追求现金的流动性冲击。三是厘清传染链条,做好风险预案。国债收益率大幅波动可能造成债务偿付能力下降,风险资产定价基准变化,国债抵押品、保证金价值追缴等风险链条。应积极建立风险预警机制,加强杠杆和流动性监管,培育与国债现券市场匹配的回购及衍生品市场。

### (六) 关注美元货币信用下降趋势,推动国际货币体系与治理规则改革

应积极发声致力于提高国际货币信用基础,确保国际货币使用的政治中立。提升多边规则认可度,形成各国共商共议、共同投票决策而非按一国意志决定的规则体系。加强广泛使用储备货币的约束,避免主权货币充当全球公共品的内在矛盾。建立更加中立的支付清算体系,反对基于货币霸权的金融制裁措施。推动特别提款权在跨境计价中的使用,将双边互换、区域金融合作安排计入储备,构建更广泛金融安全网。主要货币当局应加强国际合作,





履行维护全球金融稳定职责，扩大常备货币互换和临时性货币互换交易对手和规模上限，扩容货币安全网。加强离岸美元市场监管合作，特别针对国际游资狙击、违法活动，应强化监测和管理。

**参考文献：**

[1] 陈卫东、熊启跃、赵雪情. 全球储备资产：历史趋势、形成机制和中国启示 [J]. 国际金融研究, 2023 (4) : 3-12

[2] 管涛、王澈. 四次美联储转向对人民币汇率的影响研究 [J]. 国际金融, 2024 (7) : 9-17

[3] 熊启跃、黄淑睿、盖新哲. 黑石集团房地产投资信托危机、根源及启示 [J]. 国际金融, 2024 (1) : 56-65

[4] 熊启跃、赵雪情. 美欧对俄罗斯经济制裁的逻辑、影响及启示 [J]. 俄罗斯研究, 2022 (6) : 129-156

[5] 杨海珍、张梦婷、陈彤等. 美元周期与国际短期资本流动及其极端波动的关系：跨国数据分析及启示 [J]. 国际金融研究, 2021 (5) : 44-54

[6] 张明. 新冠肺炎疫情会显著削弱美元的国际地位吗？——基于美国次贷危机后特征事实的分析 [J]. 国际经济评论, 2021 (1) : 87-101

[7] ALDASORO, I., EREN, E. and WENQIAN, H. Dollar Funding of Non-US Banks through Covid-19[R]. BIS Working Paper, 2021

[8] EICHENGREEN, P., HAUSMANN, B. and PANIZZA, U. The Mystery of Original Sin[R]. Chicago, 2003

[9] FSB, Liquidity in Core Government Bond Markets[R]. 2022

[10] LONGARIC, P. A. Foreign Currency Exposure and the Financial Channel of Exchange Rates[R]. ECB Working Paper, No. 20222739, 2022

[11] LU, D, LIU, J. and ZHOU, H. Global Financial Conditions, Capital Flows and the Exchange Rate Regime in Emerging Market Economies[I]. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Vol. 77, 2022

[12] MULLER, G., SCHUMANN, B. and GEORGIADIS, G. Dollar Dominance and the International Adjustment to Global Risk[R]. C.E.P.R. Discussion Papers, 2021

[13] OBSTFIELD, M. and HAONAN, Z. The Global Dollar Cycle[R]. NBER Working Paper, 2023

[14] SHIN, H.S. and BRUNO, V.G Dollar and Exports: the Effects of Currency Strength on International Trade[R]. C.E.P.R. Discussion Papers, 2021

(责任编辑：冯天真)