

总量研究

美国金融霸权如何攫取全球财富？

——大国博弈系列之三十一

要点

引子：随着欧洲地缘形势恶化，美欧再次联手祭出 SWIFT 金融制裁，同时，动荡的全球政治经济环境下，美元再次进入强势上升周期，美国借助金融霸权拨弄全球政治经济形势的序幕再度拉开。在此背景下，本文尝试阐述美国金融霸权背后的权力基础和运行机制。

缘起：美国金融霸权的权力基础。金融霸权是美国利用其在国际货币和金融基础设施中的特殊地位，攫取其他国家经济发展成果，在危机时转嫁自身风险，并强迫他国服务自身意志的特权。美国金融霸权的权力基础可以概括为四个主要部分：美元计价、主导定价、操纵规则与控制舆论。

美元计价，建立以美元为核心的国际货币体系。经过两次世界大战和石油危机对全球政治经济秩序的重铸，美国先后通过美元与黄金和石油绑定，构建了一个关于美元发行、储备、流通和回流的闭环体系，将美元推到了全球货币体系的中心位置，并且将美元负债的清偿责任由本国黄金储备转移至石油输出国。

主导定价，助力金融机构取得全球资产定价主导权。通过金融监管改革与兼并重组催生出了具有国际竞争力的大型金融中介；并通过培育高效率、多层次、国际化的交易基础设施，构建了全球规模最大、影响范围最广以及交易效率极高的多层次资本市场，助力本国金融机构在全球资产定价中取得了核心竞争优势。

操纵规则，操纵国际组织和金融设施设定利己规则。通过加权投票制控制了世界银行和国际货币基金组织等国际金融组织，并通过控制国际金融基础设施影响全球资金流动，进而在国际金融和资本流动规则制定中设置利己条款。

控制舆论：掌控全球金融话语权宣扬美式金融观。美国资本集团通过兼并收购逐渐掌控全球金融话语权，驱动媒体有选择性和倾向性地播报新闻，积极对外宣扬金融自由化等美国普世价值观，便利美国金融机构渗透并影响他国金融市场。

行权：美国行使金融霸权的三条路径。通过对国际货币体系、金融组织、基础设施等基础要素的把控，美国完成了对国际金融体系的掌控。随后，美国便开始借助美元的国际货币地位收取铸币税；通过对国际组织和基础设施的控制，胁迫他国服务美国的全球政治经济意图；通过影响全球流动性转嫁本国危机成本。

第一，美国政府可以通过美元收取全球铸币税。一则，美元作为国际贸易的主要结算货币，美国需要源源不断地向海外输出足量美元用于贸易结算，从而取得了超发美元购买海外商品和服务以及进行对外投资的特权。二则，美元作为主要的国际储备货币，美国可以通过超发货币推动美元贬值，进而缓解外债偿还压力。

第二，操纵国际金融组织施加附带条款援助，以服务美国的全球政治经济意图。美国主导国际金融组织在与各国签订援助协议时，一般都会附带受援国推行金融自由化，加大金融市场开放，接受宏观政策建议等要求，通过政策建议使受援国经济发展理念符合美国战略，同时为美国金融资本渗透和投机减少了阻碍。

第三，通过美元周期搅动全球金融市场，转嫁危机。美元作为国际货币体系中最核心的货币，美元周期性波动会通过汇率、利率和大宗商品定价等途径，影响全球流动性水平。美元周期则更多取决于美国经济基本面影响下的货币政策，而非全球经济基本面，因而，美元周期在与全球经济周期背离时，便会放大全球经济周期波动，催生出区域性货币和债务危机等一系列问题。

风险提示：国际货币金融体系受到冲击，全球政治经济秩序失衡。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuw@ebsecn.com

相关研报

超常态的资金利率还能维持多久？——流动性洞见系列九（2022-08-18）

LPR 下行空间多少：投资回报率的视角——流动性洞见系列八（2022-06-30）

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业——流动性洞见系列七（2022-05-24）

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？——流动性洞见系列六（2022-04-11）

如何宽信用：空间、方向、节奏——流动性洞见系列五（2022-03-31）

区域失衡上篇：资金往哪里流淌？——流动性洞见系列四（2022-01-25）

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么？——流动性洞见系列三（2021-12-23）

人民币汇率见顶了吗？——流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息——光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差——流动性洞见系列一（2021-11-21）

为什么我们认为四季度可能会降息？——货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？——货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？——货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？——货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

目 录

1、缘起：美国金融霸权的权力基础	4
1.1 美元计价：建立以美元为核心的国际货币体系	4
1.2 主导定价：助力金融机构取得全球资产定价主导权	7
1.3 操纵规则：操纵国际组织和金融设施设定利己规则	10
1.4 控制舆论：掌控全球金融话语权宣扬美式金融观	11
2、行权：美国行使金融霸权的三条路径	12
2.1 全球货币助力美国掠夺超过 300 亿盎司黄金铸币税	12
2.2 控制国际组织胁迫他国服务美国全球政治经济意图	15
2.3 美元周期搅动全球金融市场转嫁美国危机成本	18
3、风险提示	21

图目录

图 1：两次世界大战拉开了美欧的经济差距	5
图 2：两次世界大战驱动全球黄金储备流向美国	5
图 3：美国黄金储备逐渐难以偿付对外债务	6
图 4：美国原油出口份额的提升进一步巩固了石油美元	6
图 5：美国为提升银行业竞争力出台了多项政策措施	8
图 6：全球前十大商业银行排名基本均有美国银行的一席之地	8
图 7：2021 年巴塞尔系统重要性银行打分美国独占鳌头	8
图 8：美国 1975-2012 年上市公司退市情况	9
图 9：沪深证券交易所近 30 年的上市公司退市情况	9
图 10：美国交易所更受海外拟上市公司的青睐	10
图 11：美国交易所在主要金融资产交易中均占有重要位置	10
图 12：国际货币基金组织成员国投票权份额	11
图 13：世界银行集团下属国际复兴开发银行成员国投票权份额	11
图 14：美国六家传媒集团控制下的媒体公司	12
图 15：全球金融信息服务业国际竞争格局	12
图 16：布雷顿和牙买加体系下美元收取海外铸币税的路径	13
图 17：美国黄金储备对对外债务的偿付比率日益下降	14
图 18：2021 年，美国对外负债持续膨胀至 30.13 万亿美元	14
图 19：布雷顿体系解体以来美元购买力持续贬值	14
图 20：国际货币基金组织援助项目附加条款分布(1985-2014)	15
图 21：国际货币基金组织援助项目附加条款统计(1985-2014)	15
图 22：美国利用 SWIFT 系统实施金融制裁的传导机制	17
图 23：美元周期与全球经济周期相互交织	19
图 24：美元宽松时期拉美国国家外债余额陡峭攀升	20

图 25：美元宽松周期下拉美国国家短期外债占比快速上行	20
图 26：美元宽松时期东南亚国家外债余额陡峭攀升	20
图 27：1997 年泰国资本项下资金由净流入转为净流出	20

表目录

表 1：国际货币基金组织附加性政策条款涉及领域广泛	15
表 2：国际货币基金组织附加性政策条款具体案例	16
表 3：美国通过 SWIFT 系统对海外国家发动的金融制裁	18

2022 年以来，随着欧洲地缘政治形势的恶化，在美国的主导下，美欧联手将部分俄罗斯银行剔除出 SWIFT 国际结算系统；同时，动荡的国际政治经济环境推动美元进入强势上升周期，美国借助金融霸权拨弄全球政治经济形势的序幕再度拉开。

在此背景下，本文尝试回答以下几个问题：第一，美国的金融霸权是如何建立起来的，其赖以生存的权力基础有哪些？第二，美国是如何利用金融霸权搅动全球金融市场，达成本国全球政治经济意图？

1、缘起：美国金融霸权的权力基础

美国金融霸权是美国利用其在国际结算和金融基础设施中的特殊地位，攫取其他国家经济发展成果，在危机时转嫁自身风险，并强迫他国服务自身意志的特权。然而任何特权的建立都需要一定的权力基础，美国金融霸权的权力基础可以概括为四个主要部分：美元计价、主导定价、操纵规则与控制舆论。

1.1 美元计价：建立以美元为核心的国际货币体系

美元是当前国际货币体系中的核心货币。作为大宗商品定价、国际贸易结算以及最主要的外汇储备货币，美元在全球范围内充当着计价单位、交换媒介和价值储藏的全球货币功能。根据 IMF、BIS 和 FED 等组织的数据，美元主导着全球货币金融体系的方方面面，截至 2020 年底，约 95% 的全球大宗商品计价，85% 以上的国际贸易结算，59% 的全球外汇储备，45% 以上的未清偿国际债券以及超过 40% 的外汇交易均与美元挂钩¹。

美元并非从诞生开始就扮演者全球货币的角色，在两次世界大战前，美元的全球影响力远远低于英镑、法郎等欧洲货币，然后经过两次世界大战和石油危机对全球政治经济秩序的重铸，美国先后通过美元与黄金和石油绑定，将美元推到了全球货币体系的中心位置。

第一阶段：布雷顿体系时代将美元与黄金挂钩。

在布雷顿森林体系确立以前的两次世界大战期间，国际货币体系主要由三个相互割裂和竞争的货币集团所把控，分别是英镑、法郎和美元，并且各个货币体系和国家货币之间采取的是浮动汇率制，而非固定汇率制度。在这样的货币体系之下，为了解决自身的国际收支和国内失业问题，各国竞相通过货币贬值以扩大出口和限制进口，部分国家还采取了较为激进的外汇监管和贸易保护主义等措施，使得国际贸易体量持续萎缩，资本流动近乎停顿。

两次世界大战使欧洲传统强国和美国之间的实力对比发生了显著的变化。德国、意大利和日本作为战败国，不仅国民经济基础破坏殆尽，而且还要承担巨额的战争赔偿责任；英国和法国虽然是战胜国，但在战争期间均受到了巨大创伤，工业生产体系明显收缩，战后重建也需要大量的国际贷款。

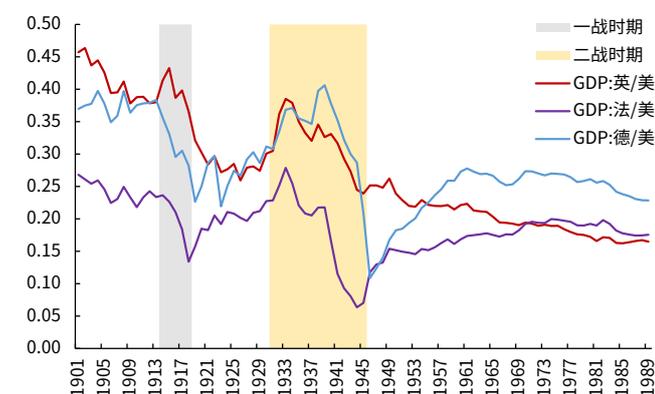
一战前的 1901 年，英国、德国和法国的国民生产总值分别约占美国的 46%、37% 和 27%，但等到 1945 年二战结束，这一比值则分别下行至 24%、7% 和 21%。

¹ 数据来源于《Research on the Operation Mechanism of US Dollar Hegemony》。

同时,在两次世界大战的过程中,英国和法国黄金储备因筹备战争物资不断流失,二战结束时的 1945 年,英国和法国黄金储备分别仅剩 1773 吨和 1378 吨,并且英国约欠有 120 亿美元的对外债务²;而美国则根据“租借法案”向同盟国提供了价值约 500 亿美元的物资,换来了源源流入的黄金,1945 年美国黄金储备达到了 1.78 万吨,约占全球官方黄金储备的 63%。

在此背景下,二战结束前夕,同盟国在布雷顿森林召开会议商讨战后国际货币体系,代表美国利益的“怀特方案”和代表英国利益的“凯恩斯方案”,成为主要的谈判焦点。由于两次世界大战显著逆转了英美的政治、经济和军事实力,并且英国在黄金储备大量流失的同时,对美国负有大量政府间债务。因而,同盟国最终商定以“怀特方案”为蓝本构筑《布雷顿森林协议》。

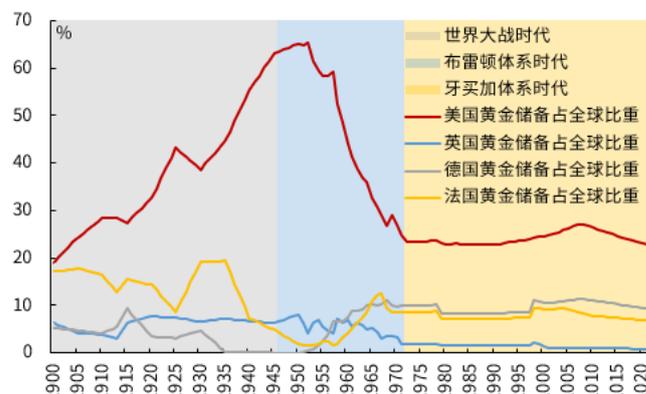
图 1：两次世界大战拉开了美欧的经济差距



资料来源：世界银行，光大证券研究所

数据截至 1989 年

图 2：两次世界大战驱动全球黄金储备流向美国



资料来源：FRS，光大证券研究所

数据截至 2021 年

在布雷顿森林体系时代,美国承诺根据黄金储备规模发行美元,并通过“马歇尔计划”、购买其他国家商品等方式对外输出美元,而其他国家则通过储备美元用于国际贸易结算和债务清偿。同时,为了确保美元保值增值,美国要求各国将储备的美元投资于美债等美国金融市场,以促进美元回流。基于此,一个关于美元发行、储备、流通和回流的闭环体系便被确立下来,美元也正式取代英镑成为了新的国际结算货币。

第二阶段：牙买加体系时代将美元与石油挂钩。

布雷顿森林体系建立后,美国对外债务规模不断激增,而朝鲜战争和越南战争又消耗了大量黄金储备,黄金储备开始越来越难以偿付到期债务,最终导致布雷顿森林体系于 1971 年解体,而后进入了主张自由浮动汇率的牙买加体系时代。但在布雷顿森林体系解体,美元与黄金解除挂钩后,美国并没有放弃美元的国际结算货币地位,而是以强大的军事实力的依托,将目光投向了大宗商品之王石油。

随着经济的发展,理论上各国对石油的需求将不断增长,在美元与黄金脱钩后,如果将美元与石油绑定,那么随着各国对石油需求的不断增长,对于购买石油的结算货币的需求也将不断增长,这样就可以继续维持美元的国际计价、结算和储备货币地位。

² 数据来源于孔祥毅等人编著的《世界金融史论纲》。

因而，美国借助中东地区的阿以矛盾，以及二战后与沙特形成的同盟关系，在中东地区展开了数轮“穿梭外交”，率先与沙特阿拉伯达成了用美元进行石油结算的协议，并利用沙特在欧佩克的影响力，于 1975 年让欧佩克认定美元为国际原油贸易的唯一计价和结算货币，并且随着美国页岩油开采技术的进步，美国逐渐由石油进口国转为全球最大的石油出口国，进一步增强了石油美元的绑定关系。

在石油美元体系下，美国通过发行美元进口商品向海外输出美元，然后与主要石油产出国签订协议，约定协约国出口石油获取美元后，通过购买美债、美股等金融产品的方式促进美元回流美国。在美元与石油挂钩后，一方面，由于各国经济发展高度依赖原油，美元作为国际储备货币份额的下滑态势得到了抑制，重新取得了国际社会对美元作为国际储备和结算货币的信任。另一方面，美元与石油的挂钩，使得美元发行彻底摆脱了黄金储备的约束，美国不再需要担心黄金储备无法偿付对外债务，便开始更加没有节制的发行货币，通过铸币税掠夺海外财富。

图 3：美国黄金储备逐渐难以偿付对外债务

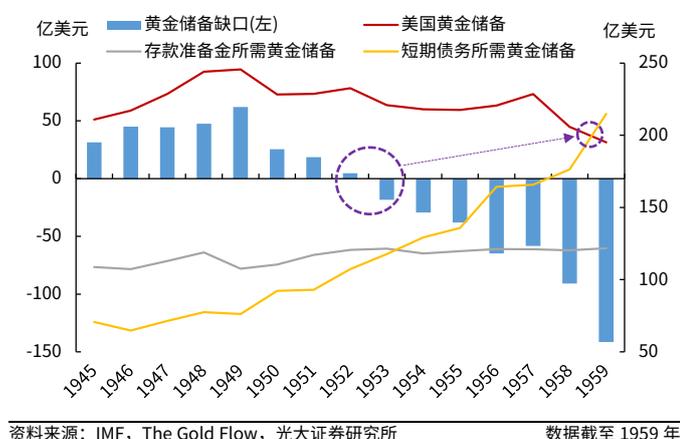
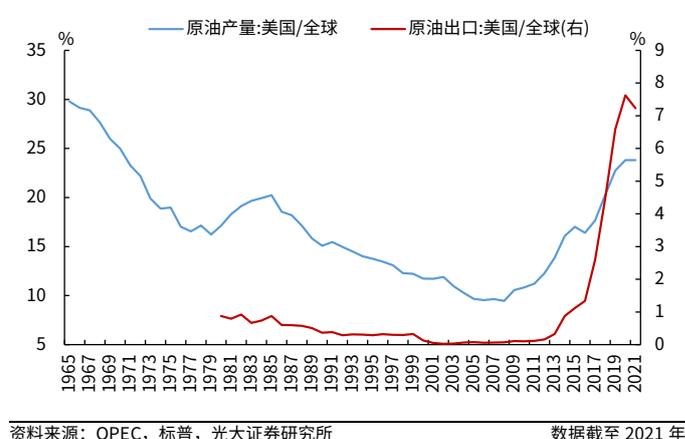


图 4：美国原油出口份额的提升进一步巩固了石油美元



伊拉克战争是美国对“石油美元”挑战者强硬的军事威慑。1999 年欧元诞生，由于欧盟拥有巨大的经济实力和较为统一的市场，并且具备非常完备的商品和服务生产供应能力。因而，在欧元诞生后便开始迅速挤占美元的国际结算份额，并逐渐成为仅次于美元的国际结算和储备货币。欧元相对美元的差距，被迅速拉近为由“石油美元”切换为“石油美元-石油欧元”的一步之遥。

2000 年 11 月，伊拉克宣布将使用欧元替代美元对其石油储备进行重新定价，用欧元取代美元进行石油计价结算，是与美国意识形态相左的产油国试图摆脱美国控制的关键举措。然而，如果所有产油国或者大多数产油国都决定接受欧元作为石油贸易结算货币，以美元为核心的国际货币体系将会受到巨大冲击。

美国面对全球政治经济战略意图受到的挑战，于 2003 年 3 月以拥有大规模杀伤性武器为掩饰，联合英国对伊拉克发动了大规模军事行动，并在推翻了萨达姆政权后，立即宣布美元是伊拉克石油国际贸易的唯一结算货币。曾执掌美联储 18 年的前主席格林斯潘在 2007 年 9 月出版的《动荡时代：新世界的冒险》一书中，对此评论到，“政治上很难承认一个人都明白的事实：伊拉克战争主要是为了石油”。

在伊拉克尝试摆脱“石油美元”的束缚失败后，伊朗、委内瑞拉和俄罗斯均曾试图动摇美元的石油贸易结算货币地位，但是美国建立“石油美元”幕后真正的依托是军事霸权，而非表面政治上的外交辞令。

1.2 主导定价：助力金融机构取得全球资产定价主导权

通过将美元先后绑定黄金和石油，美元取代英镑和法郎，成为了全球最重要的储备和结算货币，全球绝大多数的大宗商品定价、国际贸易结算以及外汇储备均需依赖美元。但仅仅取得商品的标价权或者说计价权，并不足以使得美国肆意收割全球财富。通过金融改革等措施，美国进一步帮助本国金融机构取得了国际金融市场的定价主导权。

金融中介：金融监管改革与兼并重组催生出具有国际竞争力的大型中介机构

1863 年美国通过《国民银行法》，赋予联邦政府设立全国范围国民银行的权力，美国正式进入了国民银行时代。进入 20 世纪后，美国开始大力发展银行业，银行业进入蓬勃发展期，1920 年全国银行数量达到 3 万余家³。宽松的监管环境虽然促使美国银行数量快速增长，但是恶性自由竞争也使得美国银行盈利能力薄弱，危机频繁发生。

为了改善银行经营质量，美国政府于 1933 年颁布了《格拉斯-斯蒂格尔法案》，该法案明确规定将商业银行和投资银行分离。分业经营在一定程度上降低了金融风险，使得商业银行和投资银行可以更加专注于自己的主营业务，提升业务的盈利空间的同时压降了业务风险。但是在经过 30 余年的分业经营监管后，分业经营的弊端开始逐渐显露出来，分业经营圈定了不同类别金融机构的经营范围，不利于金融机构根据经济发展合理确定经营的业务种类，限制了银行国际综合竞争能力的提升。

1980 年，美国国会通过了《存款机构放松管制的货币控制法》，标志着美国再次拉开了金融自由化的浪潮，金融机构的经营界限被逐渐打破。1994 年，美国国会通过了《里格尼尔银行跨州经营与跨州设立分行效率法》，允许银行跨州经营，为银行兼并重组清除了法律障碍。1999 年，美国国会通过了《金融服务现代化法案》，允许商业银行、投资银行和保险公司等金融机构之间联合经营，美国再次正式进入混业经营时代。

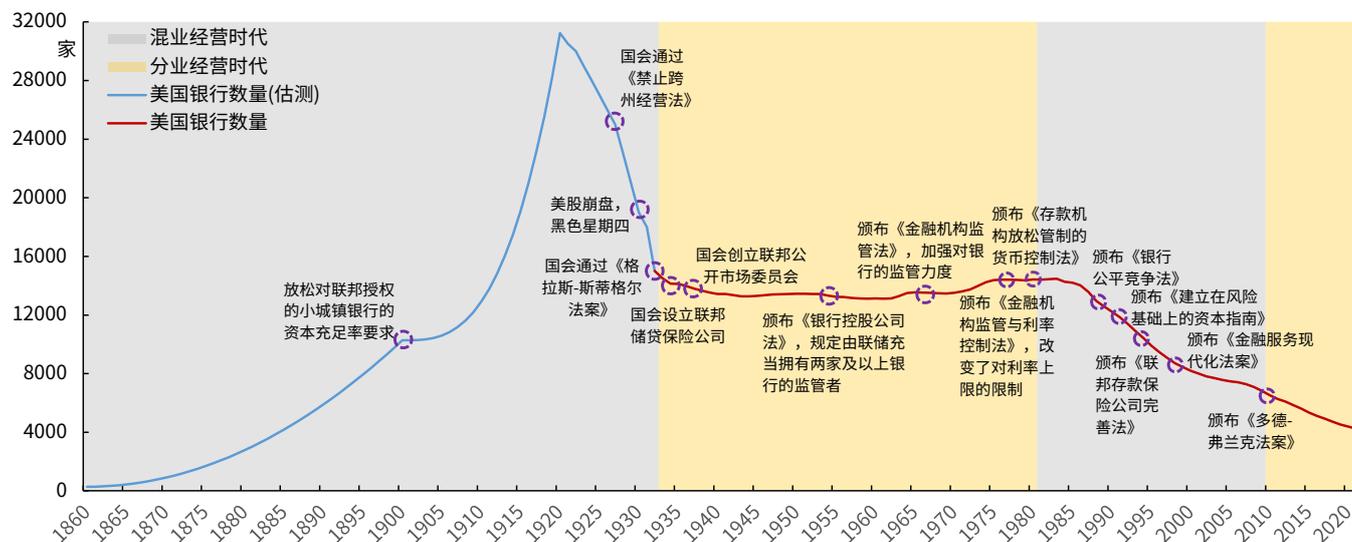
20 世纪 80 年代后，为了应对混业经营和海外机构的挑战，美国银行业开始了一场规模浩大的兼并重组浪潮，公开资料显示⁴，在 20 世纪 30 年代至 70 年代，美国有记录的银行业并购仅有 6 宗，但是 80 年代美国年均发生 437 宗银行业并购，90 年代年均发生 379 宗银行业并购，美国银行数量也开始在非金融危机时期呈现出大幅下行。

美国银行业数据显示，在兼并重组潮开启前的 1979 年末，美国注册的商业银行数量为 14364 家，经过 20 世纪 80 年代和 90 年代的大规模兼并重组，1999 年末，美国注册的商业银行数量已经下降到了 8452 家。

³ 数据源于联邦存款保险公司。

⁴ 《Fitch: US Community Banks Stepping Up M&A Activity》，罗思平著作的《美国银行业并购趋势及其启示》，以及吴清扬主做的《美国储贷危机及商业银行并购史》。

图 5：美国为提升银行业竞争力出台了多项政策措施



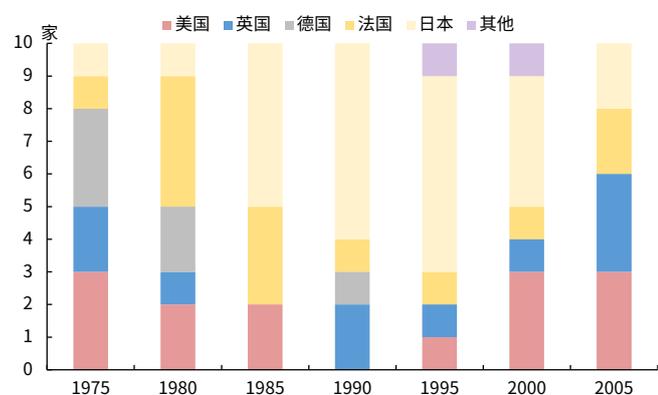
资料来源：世界银行，联邦存款保险公司，《美国银行业：一个世纪的变迁》（赵锡军），光大证券研究所整理

数据说明：1932 年以前的美国银行数量数据为光大宏观根据部分年份的可得数据进行的数据估算，1933 年以来的数据为世界银行等机构的数据，数据截至 2021 年

美国银行业在经历长期兼并和破产重组的优胜劣汰后，涌现出了摩根大通、美国银行、花旗银行和富国银行等具有全球竞争力的商业银行。根据英国《银行家》杂志社从 1970 年以来的跟踪数据，在国际金融机构竞争日益激烈的背景下，美国的银行在全球前十大银行中基本均占有一席之地。根据巴塞尔委员会评定的全球系统重要性银行，2021 年上榜的 30 家银行中，美国占有 8 家⁵。

美国银行业在具备较强的国际竞争力之后，往往会在美国政府要求他国开放金融市场的背景下，迅速进入发展中国家的金融服务领域，利用其资金、管理和人才等绝对优势与该国金融机构争夺市场，并最终取得市场主导权，影响该国金融市场定价并为资本外流提供渠道。

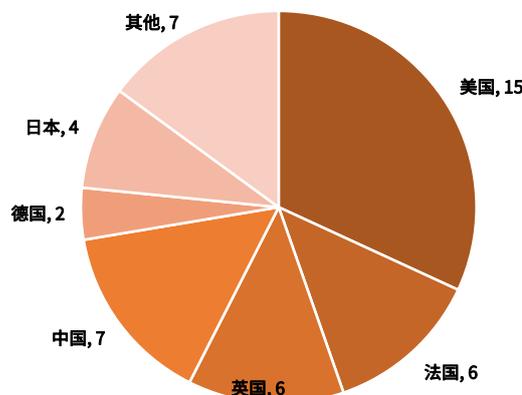
图 6：全球前十大商业银行排名基本均有美国银行的一席之地



资料来源：英国《银行家》杂志社，光大证券研究所

数据截至 2005 年

图 7：2021 年巴塞尔系统重要性银行打分美国独占鳌头



资料来源：巴塞尔委员会，光大证券研究所

数据说明：巴塞尔全球系统重要性银行评分按照国别求和，数据取自 2021 年评级

⁵ 摩根大通、花旗集团、美国银行、高盛集团、纽约梅隆银行、摩根士丹利、道富公司、富国银行等 8 家银行为总部在美国的银行。

资本市场：培育高效率、多层次、国际化的交易基础设施

美苏冷战结束后，在“华盛顿共识”的推动下，全球经济一体化和金融自由化逐步加速，国际资本流动的严格限制被逐步取消，不同资本市场间的资金加速流动。在这个过程中，由于美国没有资本流动管制，资金可以自由进出美国，政策又鼓励外国公司参与美国市场的投资行为，美国政府逐步主导建立了极具国际竞争力的多层次资本市场，包括股票市场、债券市场、银行贷款和抵押市场等。

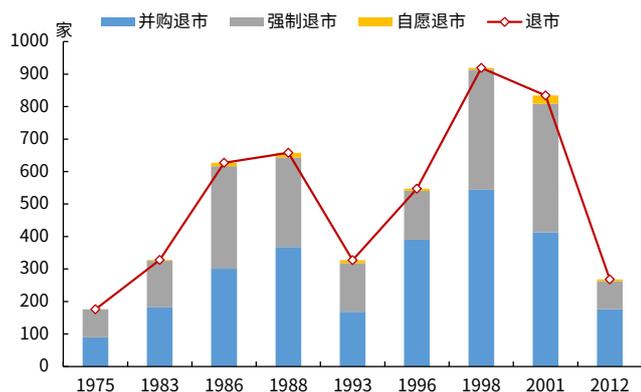
完善透明的监管制度，是美国资本市场形成国际竞争力的主导因素。在美国资本市场形成并成为吸引国际资本重镇的过程中，美国政府扮演了积极的角色。

一是，强调资本市场的信息透明度。美国通过立法不断完善信息披露制度，1933年的《证券法》和1934年的《证券交易法》，分别对信息的初次披露和持续披露做出了明确的立法规定。并且，由于投资者一般难以从证券交易所提供的复杂信息中找到对自己有价值的信息，美国证监会于1998年规定发行人在招股说明书的封面和风险披露部分，要使用通俗易懂的文字来表达，不得使用法律和商业术语。另外，在2000年美国证监会再次针对选择性披露问题，确立了信息公平披露规则。在安然、世通、施乐等公司爆出财务丑闻后，美国政府于2002年颁布了《公众公司会计改革和投资者保护法》，再次从法律层面提高信披透明度。

二是，减少不必要的金融管制。美国证监会对拟上市公司的非必要管制非常少，没有国籍、所有制、行业等歧视性限制，对于上市公司的规模和业绩要求也较为宽松。上市公司可以随时发行新股融资，发行时间与频率没有限制，通常由董事会决定，并向监管部门上报，监管部门必须在30天内给予上市公司回复。

三是，建立严格的淘汰制度。美国证券市场实行宽进严出制度，建立了严格的上市公司摘牌规定。纽约证券交易所平均每年都会有1%⁶的上市公司退出，如果上市公司的财务状况和经营业绩欠佳、信息披露履行不佳、公司内部治理不健全等达不到交易所上市规定的现象出现，均会被交易所强制退市。根据美国证监会数据，在1975-2012年期间，美国纽约证券交易所、纳斯达克证券交易所强制退市公司超过1975家。

图 8：美国 1975-2012 年上市公司退市情况



资料来源：美国证监会，光大证券研究所

图 9：沪深证券交易所近 30 年的上市公司退市情况

区间	强制退市	1元退市
1990-2000	0	0
2001-2007	43	0
2008-2012	0	0
2013-2018	11	1
2019-2020	28	18

资料来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，光大证券研究所；单位：家

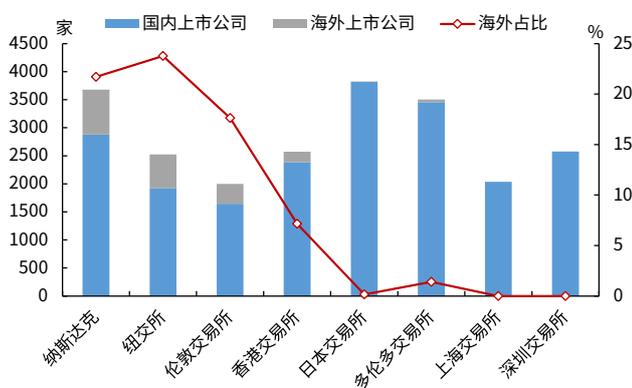
⁶ 刘澄等著作的《中国如何拆解美国金融霸权》。

美国拥有全球规模最大、影响范围最广以及交易效率极高的多层次资本市场。经过美国政府和市场机构的持续完善，美国形成了全球上市发行和二级交易规模最大的资本市场。

汤森路透发布的数据显示，在全球主流证券交易所中，纳斯达克证券交易所和纽约证券交易所海外上市公司的占比更高。截至 2021 年末，在纳斯达克上市的 3678 家公司中，有 798 家公司总部在美国本土以外，占比 21.7%。

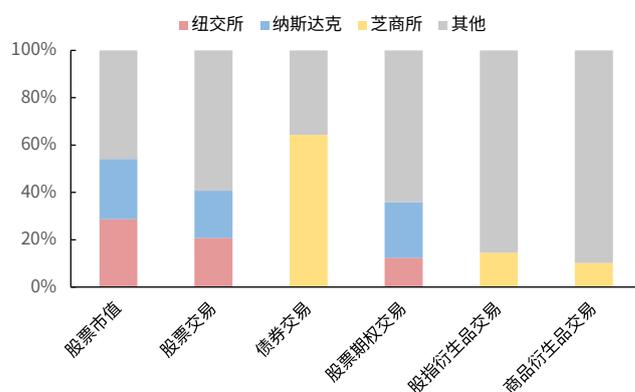
泛欧交易集团发布的 2021 年交易数据显示，纽交所和纳斯达克交易所股票交易量，合计约占全球前十大交易所的 40.7%；芝加哥商业交易所债券交易量，约占全球前十大交易所的 64.3%；同时，全球最活跃的金融衍生品交易场所也均在美国。

图 10：美国交易所更受海外拟上市公司的青睐



资料来源：汤森路透，光大证券研究所；数据说明：均为证券交易所，数据截至 2021 年

图 11：美国交易所在主要金融资产交易中均占有重要位置



资料来源：泛欧交易所集团，光大证券研究所

数据截至 2021 年

1.3 操纵规则：操纵国际组织和金融设施设定利己规则

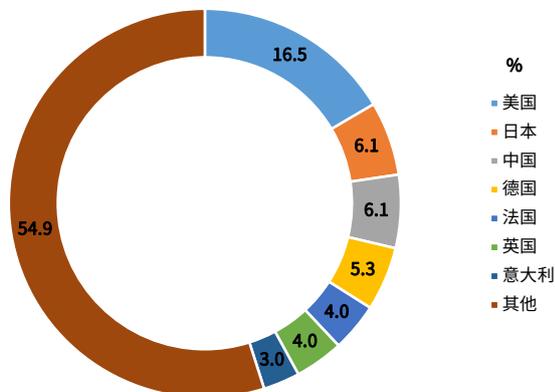
通过加权投票制操纵世界银行和国际货币基金组织等国际金融组织。为了在国际金融竞争中构筑本国的竞争优势，美国通过份额投票权等方式，事实上控制了具有重要影响力的全球和区域性金融组织，进而构筑起了国际货币金融体系的规则决定权，并通过国际组织对符合自身竞争优势的金融规则进行宣导。

在国际货币基金组织中，每个成员国的投票权由其认缴份额决定，凡遇重大事项的决策，须经 85% 以上的投票权份额通过，而在截至 2022 年 8 月的投票权份额中，美国占比约为 16.5%。因而，美国拥有国际货币基金组织事实上的一票否决权，凡是涉及关键的经济决策、人事任免以及重大利害关系，通过与否在很大程度上取决于美国的意志。另外，国际货币基金组织的高级官员多来自于美国，日常决策运作也多体现美国意志。

世界银行章程显示，成员国必须是国际货币基金组织成员国，成员国在两个组织中认缴股本份额一般是一致的，而投票权同样与认缴股本相关联，每个成员国有 250 票基本投票权，每认购 1 份股本增加 1 票。世界银行规定包括修改章程在内的重大事项决策同样需要 85% 以上的投票权份额通过，而截至 2021 年末的投票权份额中美国占有 15.79%。同时，世界银行成立至今的 13 任行长全部为美国人，高级别官员也多由美国人担任。

在上述两个重量级国际金融组织之外，美国在国际清算银行、美洲开发银行、欧洲投资银行、亚洲开发银行、欧洲复兴开发银行、非洲开发银行等全球和区域性金融组织中，均占有重要的投票权和影响力。

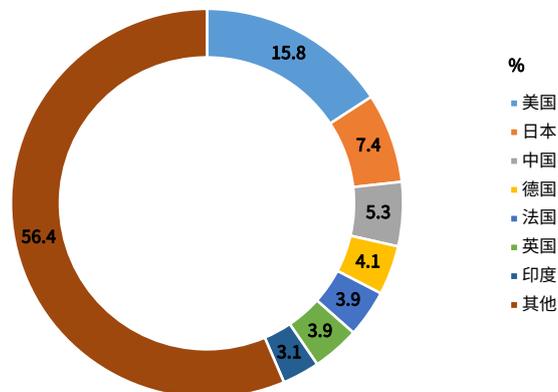
图 12：国际货币基金组织成员国投票权份额



资料来源：IMF，光大证券研究所；单位：%

数据截至 2022 年 8 月

图 13：世界银行集团下属国际复兴开发银行成员国投票权份额



资料来源：国际复兴开发银行，光大证券研究所；单位：%

数据截至 2021 年

控制国际金融基础设施影响全球资金流动。环球同业银行金融电讯协会(SWIFT)，作为全球主要的跨境银行间支付信息交互设施，支持全球 90 多个支付系统的信息交互，覆盖超过 200 多个国家的 11000 余家银行间金融机构，2021 年跨境支付报文日均处理量达到 4203 万条⁷，是国际收付清算体系最重要的基础设施。

SWIFT 作为非官方协会组织，采用董事会主导的治理架构，董事会由不超过 25 位董事构成，其中 1 位为董事会主席。董事会董事的提名主要与股份数量挂钩，持股数量前 6 名的国家可推选 12 名董事，7-16 名的国家可推选 10 名董事，其余国家可推选不超过 3 名董事。2006 年以来，SWIFT 董事会主席一直由美国会员单位选派，负责日常运营的 CEO 则由美国和欧洲国家轮流选派。

1.4 控制舆论：掌控全球金融话语权宣扬美式金融观

金融媒体：市场化驱动金融媒体沦为资本控制下披着自由独立外衣的判官笔

全球金融话语权逐渐被少数美国资本集团所掌控。美国媒体的市场化源于 20 世纪初期，20 世纪 80 年代又出现了一轮美国财团针对新闻媒体的并购潮，到 2014 年为止，美国超过 90% 的媒体控制在六家传媒集团手中。另外，全球金融信息服务业，同样由美国金融信息服务提供商把持。汤森路透 2011 年披露的数据显示，美国金融信息服务提供商至少占据了全球 71% 的市场份额，其中汤姆森路透集团、彭博资讯和道琼斯公司分别占据全球 34%、33% 和 4% 的市场份额。

美国包括金融媒体在内的新闻媒体一贯标榜传媒的自由与独立，但在 90% 以上的国内新闻媒体，以及 71% 以上的全球金融信息市场份额被少数资本巨头所掌控后，媒体开始越来越有选择性和倾向性的进行新闻播报，并积极向发展中国家宣扬自由主义政策、金融自由化、扩大国内市场开放等美国普世价值观。例如，2011 年 9 月发生的占领华尔街运动，美国主流媒体鲜有报道。

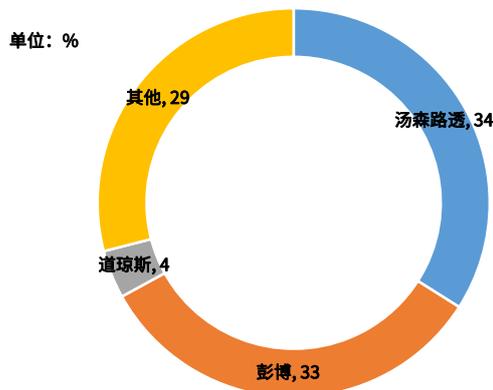
⁷ 数据源于《SWIFT Annual Review 2021》。

图 14：美国六家传媒集团控制下的媒体公司

传媒集团	控制的媒体
通用电气	NBC 全国广播公司
福克斯	FOX 福克斯广播公司
	FOX 福克斯有线电视网
美国国家广播公司	NGCI 国家地理频道
美国迪士尼公司	ABC 美国广播公司
维亚康姆电视集团	CBS 哥伦比亚广播公司
	SHOW TIME 娱乐时间
	COMEDY CENTRAY 美国喜剧中心频道
时代华纳	CNN 有线电视新闻网
	HBO 电视网
	TNT 特纳电视网
	ESPN 娱乐体育节目电视网

资料来源：《中国如何拆解美国金融霸权》（刘澄），光大证券研究所 数据截至 2014 年

图 15：全球金融信息服务业国际竞争格局



资料来源：汤森路透，光大证券研究所；数据为截至 2011 年的金融信息服务业市场份额

2、行权：美国行使金融霸权的三条路径

通过对国际货币体系、金融组织、基础设施等基础要素的把控，美国完成了对国际金融体系的掌控。随后，美国便开始借助美元的国际货币地位收取铸币税；通过对国际组织和基础设施的控制，胁迫他国服务美国的全球政治经济意图；通过影响全球流动性转嫁本国危机成本。

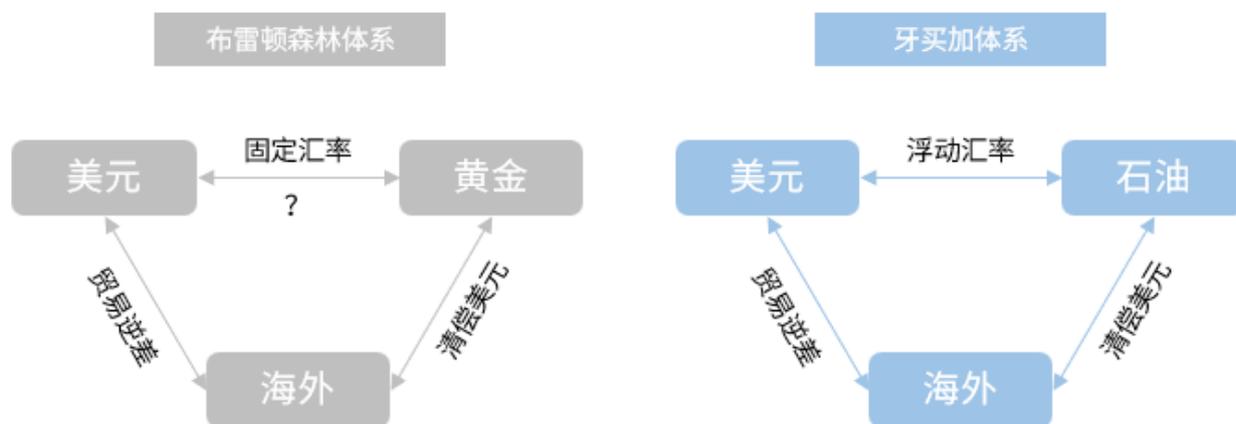
2.1 全球货币助力美国掠夺超过 300 亿盎司黄金铸币税

美国可以通过超发美元收取全球铸币税。铸币税是一国政府的货币发行部门通过垄断发行的手段，从货币发行中获得的隐性利润。一般来讲，一国政府所发行的主权货币仅能在国内流通，从而仅能收取国内铸币税，但是由于美元还充当着国际储备和结算货币的角色。因而，美国实际上还可以通过发行美元收取全球铸币税。

一是，美元作为国际贸易的主要结算货币，随着经济持续增长，美国需要源源不断地向海外输出足量美元用于贸易结算。在实际操作过程中，为了维持海外美元流动性体系处于充裕状态，美国一般会通过维持贸易逆差向海外输送美元流动性。因而，美国可以通过印发美元的形式，购买海外商品和服务，以及进行对外直接或间接投资。但购买海外商品和服务的这部分美元，主要被用于国际贸易结算，短期内并无需美国承担清偿责任，也不会引起美国国内通货膨胀。

二是，美元作为主要的国际储备货币，美国可以通过超发货币推动美元贬值，进而缓解外债偿还压力。对于非国际储备货币来讲，本币贬值意味着对外负债偿还负担加重；而对于国际储备货币来讲，本币贬值则可以通过使其他国家的外汇储备缩水的方式，缓解本国对外负债偿还压力。随着美国贸易赤字和政府外债的积累，美国居民、企业和政府部门所需偿付的外债规模和付息压力不断增大，成为随时会威胁经济增长的隐形负担，而超发美元就可以导致国外债权的缩水和美国债务的减轻。

图 16：布雷顿和牙买加体系下美元收取海外铸币税的路径



资料来源：光大证券研究所整理

布雷顿森林体系时代：美元与黄金脱钩减记超过 42 亿盎司黄金对外债务

布雷顿森林体系成立初期，美元与黄金挂钩并且维持固定兑换比率，美国通过国际贸易和对外投资向海外输出美元，全球则将美元作为国际储备和结算货币。在布雷顿森林体系之下，由于美元与黄金维持固定兑换比率，海外有权要求美国将富余的美元兑换为黄金，美国政府对美元负债负有黄金清偿责任。

在布雷顿森林体系成立后的十余年间，由于美国黄金储备足以承担海外债务清偿责任，这一体系一直维持着正常运行，1950 年，美国对外短期债务（包括各国中央银行、政府和银行的短期负债）对黄金储备的比例仅为 0.39。但是 20 世纪 60 年代后，随着美国对外负债规模的日益增大，以及越南战争等对外作战消耗了大量黄金储备，美国的黄金储备开始逐渐难以偿付对外负债，1960 年美国对外短期债务对黄金储备的比例提高到了 1.18，而 1970 年又进一步提高到了 4.24。

1960 年美国的对外短期债务首次超过了其黄金储备，市场对美国清偿美元债务的信心明显动摇，海外国家纷纷抛售美元，抢购黄金和其他硬通货。为了解决美元信任危机，在美国的要求下，国际社会采取了“互惠信贷协议”和“借款总安排”，设置“黄金总库”等措施，使得美元首次信用危机得以暂时平复。

美国贸易逆差不断扩大并持续消耗黄金储备，20 世纪 60 年代美元信任危机不断上演。1971 年，美国几乎完全丧失了向海外中央银行兑付黄金的能力，时任美国总统尼克松宣布美元与黄金脱钩，“黄金美元”体系最终走向了崩溃。同时，海外美元的黄金清偿责任也被一次性减记。

布雷顿森林体系解体前，美国对外负债规模约 1813 亿美元，35 美元兑换 1 盎司黄金，布雷顿森林体系解体后三年内 1 盎司黄金升值至 183.85 美元，通过美元与黄金脱钩，美国相当于变相收取了约 41.94 亿盎司黄金⁸的海外铸币税。

⁸ $41.94 = 1813/35 - 1813/183.85$ 。

图 17: 美国黄金储备对对外债务的偿付比率日益下降

项目	1950年	1960年	1961年	1963年	1965年	1967年	1970年
黄金储备(亿美元)			169.5	156.0	144.5	120.7	110.7
对外短期债务(亿美元)			229.4	263.3	291.3	356.7	469.6
对外短债/黄金储备	0.39	1.18	1.35	1.69	2.02	2.96	4.24

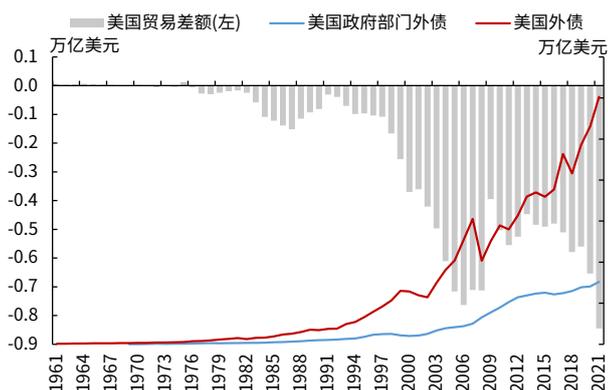
资料来源: 钱荣坤等著作的《国际金融专论》, 孔祥毅等著作的《世界金融史论纲》, 光大证券研究所整理

牙买加体系时代: “石油美元” 助力美国掠取了至少等价 259 亿盎司黄金的海外铸币税

在布雷顿体系解体后的牙买加体系时代, 美国通过“穿梭外交”等一系列手段又将美元与石油贸易结算挂钩。随着全球石油需求的不断增长, 海外对于美元储备和结算的需求也在日益增加。因而, 美国可以借助海外对石油需求的日益增加而不断推高对外负债, 同时, 与布雷顿体系时期需要准备足额黄金储备清偿对外负债不同的是, 美国对外负债的清偿风险转嫁给了石油输出国。

在摆脱黄金储备的硬性偿债约束后, 1971 年以来美国贸易逆差持续走阔, 对外负债规模持续膨胀。根据美国财政部和美联储的数据, 1971 年布雷顿森林体系解体以来(1972-2021 年), 美国对外负债增加了 29.91 万亿美元, 以黄金购买力平价来测算, 相当于对外借入黄金 423.39 亿盎司⁹, 而截至 2021 年末, 美国对外负债仅能兑换 164.69 亿盎司黄金, 相当于美国通过石油美元结算体系, 变相收取了 258.70 亿盎司黄金的海外铸币税。

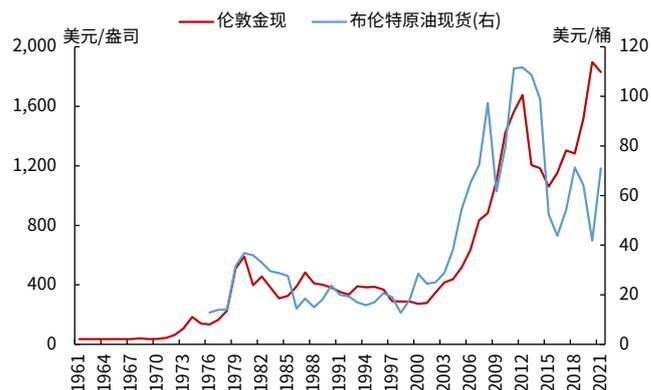
图 18: 2021 年, 美国对外负债持续膨胀至 30.13 万亿美元



资料来源: FERD, BEA, 光大证券研究所

数据截至 2021 年

图 19: 布雷顿体系解体以来美元购买力持续贬值



资料来源: 伦敦交易所, 万得, 光大证券研究所

数据截至 2021 年

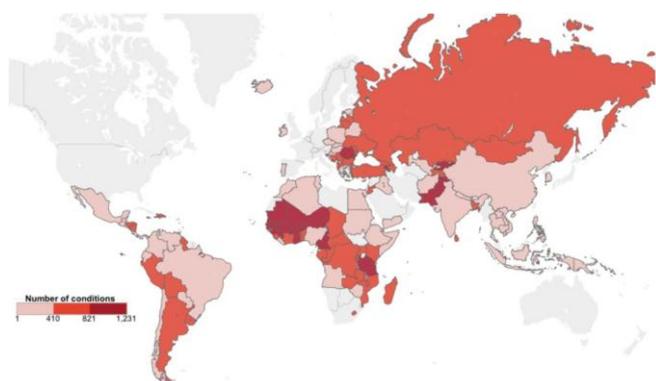
⁹ 1972 年至 2021 年, 以当年最后一个交易日伦敦金的收盘价衡量的当年新增负债。

2.2 控制国际组织胁迫他国服务美国全球政治经济意图

通过国际金融组织施加附带条款援助，以达成美国的全球政治经济意图。在控制了具有重要影响力的全球和区域性金融组织之后，为了服务于美国全球战略以及便于本国金融资本获益，美国主导这些国际金融组织以便利国际资本流动为借口，在与各国政府签订援助协议时，一般都会附带受援国推行金融自由化，加大本国金融市场开放，接受货币政策和财政政策建议等政策要求，不仅可以通过政策建议使受援国经济发展理念符合美国战略，同时为美国金融资本渗透和投机减少了阻碍。

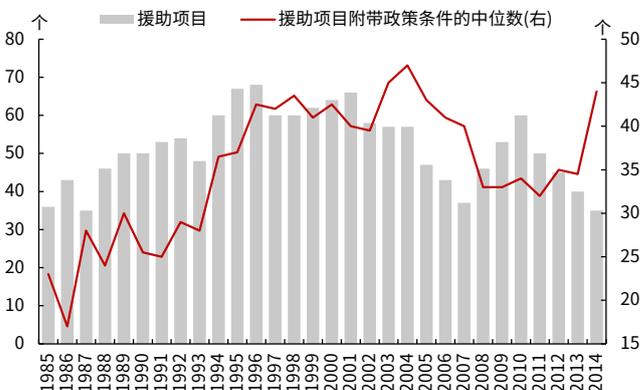
根据 Kentikelenis 等人在《Review of International Political Economy》发布的统计数据来看，在 1985 年至 2014 年期间，国际货币基金组织向 131 个成员国，实施了 1550 个债务援助项目，附带了 55465 项附加政策性条款。

图 20：国际货币基金组织援助项目附加条款分布(1985-2014)



资料来源：《Review of International Political Economy》，光大证券研究所整理

图 21：国际货币基金组织援助项目附加条款统计(1985-2014)



资料来源：《Review of International Political Economy》，光大证券研究所整理

IMF 附加性政策条款广泛涉及金融自由化、国企私有化以及贸易自由化等非债务性领域。在这 55465 项附加政策性条款中，有 13948 项涉及货币政策和中央银行领域，包括要求将国有性质的金融机构私有化、进一步开放金融市场、采取加息等紧缩性货币政策；有 13756 项涉及财政税收领域，包括增强财政透明度、实施紧缩性财政政策等；有 4885 项是涉及贸易和外汇政策领域，包括降低关税便利贸易自由化、放开资本账户管制、放开外国直接投资管制等措施；另外，还有 3303 项附加性政策，专门针对非金融国有企业的私有化问题，要求将非金融国有企业转为私有化企业，并减少针对特定行业的补贴。

表 1：国际货币基金组织附加性政策条款涉及领域广泛

分类	条款涉及到的具体领域	条款数量
核心 政策领域	外债问题：债务管理和外部债务拖欠等。	15407
	金融部门、货币政策和中央银行问题：金融机构监管、金融国有企业私有化、国库券、利率、央行监管、货币供应量和国内信贷等。	13948
	财政问题、收入和税收：支出管理、财政透明度、审计、预算编制、国内债务拖欠和财政平衡、海关管理、税收政策、税收管理和私营企业审计等。	13756
	对外部门（贸易和外汇系统）：外汇储备、贸易自由化、汇率政策、资本账户自由化和外国直接投资等。	4885

	国有企业私有化、改革与定价：非金融国有企业私有化（包括清算和破产程序）、国有企业重组、补贴、价格自由化、审计、营销委员会以及公司化和合理化等。	3303
非核心 政策领域	劳工问题（公共和私营部门）：工资和就业限额、养老金和社会保障机构等。	1987
	机构改革：司法系统改革、反腐败措施、加强竞争、私营部门发展、权力下放、各部门政策、社会政策（不包括减贫政策）、食品、水、公共交通或其他基本需求商品的价格上涨、土地登记、授予财产权、环境法规和公众参与。	1357
	扶贫政策：扶贫战略文件的制定、社会部门支出的增加以及社会安全网的实施等。	822

资料来源：《Review of International Political Economy》，光大证券研究所整理

表 2：国际货币基金组织附加性政策条款具体案例

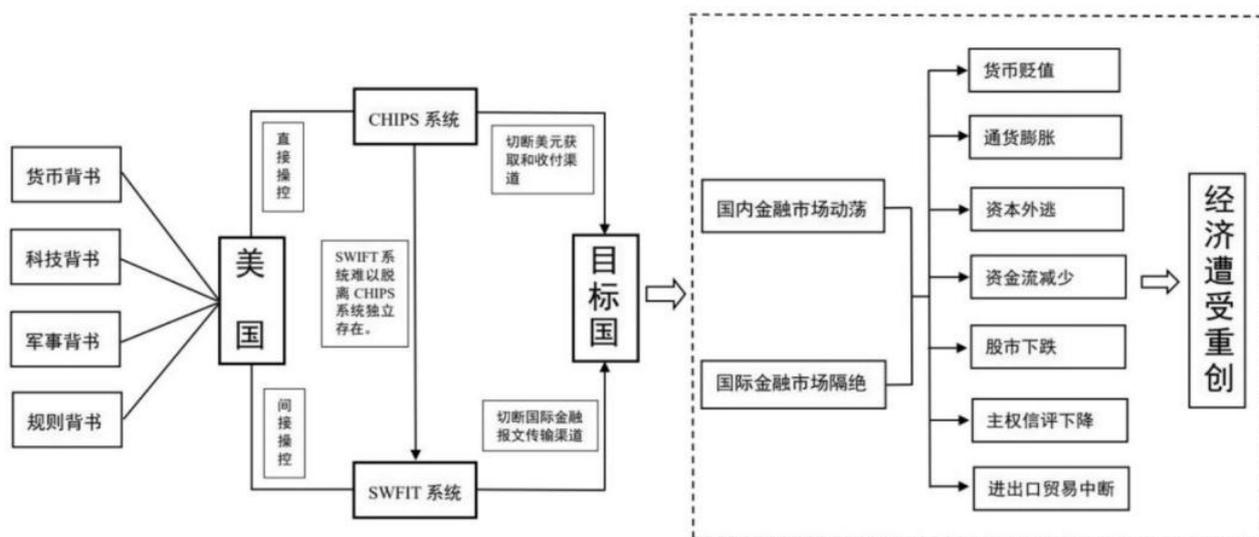
受援国	时间	背景	附加性政策条款
印度	1991 年	印度在 1980 年代进行“新经济政策”改革，旨在推动印度经济更快发展。然而该计划的实施也带了一些问题，比如旧制度仍未破除，为改革带来阻碍；经济发展后通胀水平也达到了高位。因此，世界银行和 IMF 一起在印度推动 SAP 计划，帮助印度推进经济改革。	1. 减少政府干预市场；2. 营造平等竞争的国内市场环境；3. 加速融入世界经济体系。
阿塞拜疆	1996 年	1995-1996 期间，阿塞拜疆的通胀高企，经济发展缓慢，在 IMF 的计划指导下，通胀已得到了有效控制，但是其他方面的改革诸如结构性改革，进度仍然滞后。	1. 公共支出改革，建立全新的政府预算体系，在财政部内建立宏观经济组作为顾问，加强财政管理，改善公共投资计划；2. 公共服务改革，公共部门重组，减少公共部门的就业人数，公务员工资制度改革；3. 政府各部进行整改，以服务市场经济为中心，内阁权力分配改革；4. 银行系统改革，加强监管，引入外资银行，改善支付体系；5. 发展金融市场，建立独立证监会；6. 小型公有制企业进行私有化改革，大型公有制企业逐个进行私有化和多元化改革；7. 消除对能源、运输领域的投资限制，道路运输服务私有化，能源部门改革重组，政府建立相关法律体系，鼓励建立石油合资企业；8. 农业土地改革，农业部重组；9. 教育医疗改革；10. 建立社会安全网；11. 环境保护政策和法律；12. 改进经济数据的统计机制。
喀麦隆	1997 年	在国际社会的支持和援助下，喀麦隆从 1996 年开始，在发展经济和改善贫困。但是，在取得一定的经济发展和改革成就之时，不合理的制度限制和广泛存在的贫困问题依旧未能得到解决。	1. 建立对私营经济友善的营商环境，消除对私营部门不利的政策法规；2. 公有制企业私有化，涉及棕榈油、棉花、蔗糖、航空、铁路、电力、电信等国有企业；3. 改进司法体系，提升监管；4. 提升政府治理能力和打击腐败的力度，提升私人投资。
俄罗斯	1998 年	俄罗斯政府在苏联解体后进行重组的过程中，财政赤字扩大，税制结构混乱，政府部门存在官僚主义，私有化进度滞后等。	1. 私有化、公司治理、股东和投资者权利保护，发展破产程序，要解决的任务：制定有效的商业激励措施；2. 进一步实施税制改革，要解决的任务：减轻公司的税收负担；建立更加“公平”和“有利于营商”的税收制度；鼓励官方业务发展；3. 银行重组，要解决的任务：建立一个可持续的银行系统，能够满足实际部门在支付和信贷方面的需求；4. 国际贸易政策，要解决的任务：鼓励出口和保护国内市场；5. 自然垄断政策；要解决的任务：在自然垄断部门创造竞争环境，以更有效地控制成本和价格（关税）。
韩国	1998 年	亚洲金融危机来袭，金融市场崩溃，银行系统出现危机。企业盈利水平下降，政府的应对措施失灵，外债累积，政治局势不稳定。	1. 在金融部门改革方面，通过注入预算资金加强存款担保和资产管理计划，韩国银行将获得更大的自主权，而政府将避免干预银行管理和个人贷款决策；2. 在企业部门，预计通过执行公认会计准则来提高资产负债表的透明度，以及通过改革集团内部的相互担保制度来改善风险管理；3. 在劳动力市场方面，包括扩大裁员范围。这些措施将得到失业保险计划和劳动力再培训计划的改进的支持；4. 放开资本账户交易和取消一些剩余的贸易限制。许多自由化措施，比如提高外国收购韩国股票的上限，已经到位。
印度尼西亚	1998 年	过度监管和进口垄断导致市场竞争水平不足，亚洲金融危机导致货币贬值，从而引起债务风险增加，市场对印度尼西亚经济的信心降低。	1. 全方位的银行重组计划以及修改法律促进国有银行私有化；2. 加强银行的法律系统和监管系统；3. 对外贸易和投资改革：消除进出口限制，减少关税，减少对外资的限制；4. 放松管理和私有化：减少农产品贸易的规定，限制国企垄断领域，支持出口，企业私有化改革；5. 建立安全网，改善贫困人口生活水平；6. 环境保护措施。
巴基斯坦	1998 年	1997 年，巴基斯坦在 IMF 和世界银行的协助下，开展了为期三年的结构调整计划，并且第一年取得了一定的成就，例如稳定的增长，外债重组，金融市场改革等。但国有企业改制、税制改革、金融机构和产业单位私有化等方面存在滞后。该国面临的主要挑战之一是使经济重回持续增长和金融稳定的道路，并降低外部脆弱性。	1. 公共财政改革，包括税制改革、税务管理部门改革、公共服务和支出改革、公有制企业改革、公共债务改革等；2. 金融部门和资本市场的改革，包括银行系统改革以及金融市场改革；3. 汇率和贸易改革，包括外汇市场改革、关税改革；4. 社会政策改革，包括教育和医疗改革、社会安全网建设等。
乌克兰	1999 年	自 1990 年代初以来，乌克兰的经济表现一直乏善可陈。不合理的人口结构和低投资率的不利结合阻碍了长期经济增长。缺乏强大和独立的机构阻碍了投资增长，对乌克兰长期发展构成威胁。	1. 法律体系改革，打击腐败和犯罪，提升政府治理能力，建设法治和保护财产权；2. 改善金融体系，提升银行系统和金融市场可靠度；3. 商品市场改革，消除不必要的政策和规定，促进市场竞争；4. 劳动力市场改革，改进最低工资，改变影响劳动力流动的政策；5. 税制改革；6. 关税和贸易壁垒改革，促进对外贸易和开放；7. 促进研发和新技术应用。

罗马尼亚	2004年	罗马尼亚多年来致力于打造稳定增长的经济，推进私有化，取得了一定的成绩。但同时也带来了通胀、财政赤字、经常帐赤字等问题，同时私有化进程仍有待推进。	1. 公共部门财政收缩，信贷增长减缓；2. 减少政府赤字占 GDP 的比重；3. 货币政策着重关注将通胀降低；4. 加快私有化，增强治理能力，改革亏损严重的采矿和铁路业；5. 增强治理能力，司法体系改革，增加私有化和财政透明度。
希腊	2012年	希腊凭借欧元区成员国的身份，过度举债，政府支出远超财政收入，导致希腊国债评级下降，引发市场对希腊经济和偿债能力的担忧，引起了债务危机，随后又导致全国范围内的罢工和示威，政治局势紧张。	1. 调整最低工资，取消单边仲裁；2. 重新审视最低工资框架；3. 减少非工资的劳动成本；4. 受管制的职业自由化；5. 道路运输业自由化；6. 商品市场自由化；7. 加快投资审批手续；8. 简化出口手续；9. 简化商业和环境牌照手续；10. 减少法院案件积压；11. 加快案件审判过程；12. 提升法院的能力和可信度；13. 改进民数诉讼法。

资料来源：Ashwini Deshpande and Prabirjit Sarkar, Structural Adjustment in India: A Critical Assessment, Economic and Political Weekly, 光大证券研究所整理

通过国际金融基础设施，胁迫不同意识形态的国家服从美国意志。美国通过 SWIFT 系统对海外国家实施金融制裁一般主要通过两种方式。第一，借助直接掌控的 CHIPS 系统，禁止被制裁国家使用 CHIPS 系统进行美元交易结算，从而阻断被制裁国家进行任何官方的美元跨境支付和结算。第二，借助美国在 SWIFT 系统董事会的主导权，以及 SWIFT 系统对 CHIPS 系统的绝对依赖，要求 CHIPS 系统剔除受制裁国的会员资格，或者将受制裁国的指定金融机构剔除出会员名单，切断受制裁国或者机构与全球金融机构的跨境支付和结算往来，直至受制裁国与美国达成和解协议。

图 22：美国利用 SWIFT 系统实施金融制裁的传导机制



资料来源：《SWIFT 系统、美国金融霸权与中国应对》，光大证券研究所整理

美国自 2000 年“9·11”恐怖袭击之后，开始动用 SWIFT 系统对海外发动金融制裁。2008 年后，因为核扩散问题，美国主导 SWIFT 系统先后切断了伊朗和朝鲜的国际支付清算，导致朝鲜和伊朗的国际支付清算业务几乎全面瘫痪。2014 年“乌克兰危机”发生以来，美国曾多次威胁俄罗斯将其金融机构剔除 SWIFT 系统，但因欧洲多国处于能源安全考虑未能实施。2022 年在“乌克兰危机”升级为“俄乌冲突”后，美国再次游说欧洲成员国要求 SWIFT 系统对俄罗斯实施制裁，最终将俄罗斯部分金融机构踢出 SWIFT 系统。

表 3：美国通过 SWIFT 系统对海外国家发动的金融制裁

时间	国家	背景	措施	影响
2008 年	伊朗	美国以核扩散为托词,借助本国 CHIPS 系统直接切断了伊朗的美元国际清算。	切断了伊朗金融机构的美元国际清算	伊朗仍然可以使用欧元等货币进行国际支付清算,美国金融制裁的效果不及预期。
2012 年	伊朗	2012 年 3 月,美国再次以核扩散为由,要求 SWIFT 取消伊朗所有金融机构的会员资格,终止 SWIFT 对 30 家伊朗银行跨境支付报文传递服务项目。	取消伊朗金融机构的会员资格,终止对 30 家伊朗银行跨境支付的服务项目,不再为受制裁的伊朗金融机构提供金融信息传输业务。	迫于美国金融制裁的压力,伊朗重新与美国开启伊核谈判,2015 年重新达成了“伊核协议”,2016 年伊朗金融机构重新接入 SWIFT。
2017 年	朝鲜	朝核问题。	SWIFT 系统宣布注册于朝鲜的银行不再符合“SWIFT 成员准入标准”,将朝鲜的国家编码从系统中剔除。	朝鲜几乎断绝了与海外金融机构的官方联系,包括中国在内的各类金融机构都断绝了与朝鲜的直接业务往来。
2018 年	伊朗	2018 年 5 月,美国政府单方面撕毁“伊核协议”,再次将伊朗的金融机构踢出 SWIFT 系统。由于此次金融制裁联合国安理会未获得通过,欧洲成员国和 SWIFT 均不支持此次金融制裁,但由于 SWIFT 系统的美元清算无法离开美国 CHIPS 系统的支持,SWIFT 系统不得不再次切断了伊朗金融机构的信息服务。	切断了重新被纳入 SDN 名单中的伊朗金融机构与 SWIFT 系统间的联系。	由于无法进行美元和欧元国际结算,伊朗原油出口等国际贸易基本完全陷入停滞,货币大幅贬值、国内物资短缺导致通胀高企,伊朗开始支持通过比特币进行国际贸易结算。
2022 年	俄罗斯	2014 年“乌克兰危机”发生以来,美国多次要求 SWIFT 系统对俄罗斯实施制裁。2022 年“乌克兰危机”升级为“俄乌冲突”,美国再次游说欧洲成员国要求 SWIFT 系统对俄罗斯实施制裁。	2022 年 2 月 26 日,在美国的主导下,美国与欧盟、英国和加拿大发表联合声明,宣布将俄罗斯部分银行排除在 SWIFT 系统之外。	全球原油价格持续上行,俄罗斯宣布对欧洲出口的原油和天然气需要用卢布进行结算。

资料来源: SWIFT, USDT, BIS, 光大证券研究所

2.3 美元周期搅动全球金融市场转嫁美国危机成本

美元周期放大了全球经济周期波动,催生出区域性债务和货币危机。美元作为国际货币体系中最核心的货币,美元周期性波动会通过汇率、利率和大宗商品定价等途径,影响全球流动性水平。美元周期则更多取决于美国经济基本面影响下的货币政策,而非全球经济基本面,因而,美元周期在与全球经济周期背离时,便会放大全球经济周期波动,催生出区域性债务和货币危机等一系列问题。

从汇率视角来看,在美元宽松周期中,如果非美货币国家货币宽松力度不及美国,则本国货币相对美元便会呈现升值趋势,进而吸引全球流动性的被动流入,推高本国资产价格和杠杆水平。当美元转入紧缩周期时,非美货币国家货币的升值趋势将会逆转为贬值趋势,海外流动性倾向于回流美国,如果这些国家本身经济基本面还存在不稳健因素,更可能会吸引国际金融巨头的恶意做空,加速本国资本外流和金融市场崩溃,引发货币危机。

从利率视角来看,在美元宽松周期中,美国利率一般会持续下行或者维持低位,美联储超发的货币便倾向于在国际市场寻求高息资产,进而导致非美国(尤其是新兴市场国家)金融资产价格和杠杆水平在短期内被迅速推高。当美元转为紧缩周期时,超发的美元流动性倾向于回流美国,全球流动性收紧导致非美国金融资产价格急剧下跌。对于对外负债规模较高,而外汇储备有限的新兴市场国家,甚至存在杠杆难以为继引发债务危机的风险。

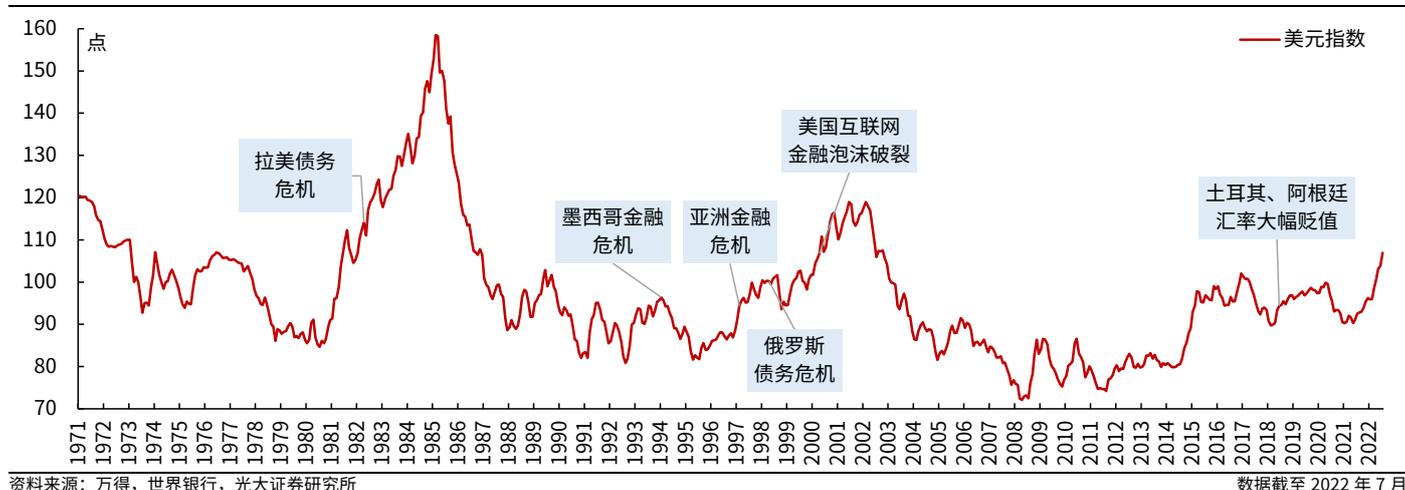
从大宗商品视角来看,IMF 披露数据显示,截至 2020 年底,约 95% 的全球大宗商品以美元计价。在美元宽松周期中,美元指数走低推高大宗商品价格,巴西、阿根廷、俄罗斯等资源出口大国贸易顺差将会走阔,但当美元转为紧缩周期后,美元指数上行推动大宗商品价格回落,大宗商品主要出口国贸易顺差将会快速收

缩，在加剧本国金融市场波动的同时，也增加了平衡国际收支的潜在风险。而对于非资源出口国来说，大宗商品价格的大幅波动，则会明显加剧国内通胀压力。

基于美元周期对全球流动性的主导效应，美国在经济遭遇危机时倾向于无节制的滥发货币，借助于充裕的流动性水平刺激国内信贷和金融市场企稳，并在经济企稳复苏后为了削弱通胀压力，强力收紧货币政策回收美元流动性。在这个过程中，美国将化解危机的成本外溢至所有持有美元资产储备的国家，并且埋下了新兴市场金融市场动荡、货币和债务危机的种子。

1980 年以来，美元经历了五轮完整的周期波动，期间催生了一系列或大或小的区域性货币和债务危机。其中，对全球影响比较比较深刻的是 1980 年和 1995 年开启的两轮超级紧缩周期，分别催生出了拉美债务危机和亚洲金融危机。

图 23：美元周期与全球经济周期相互交织

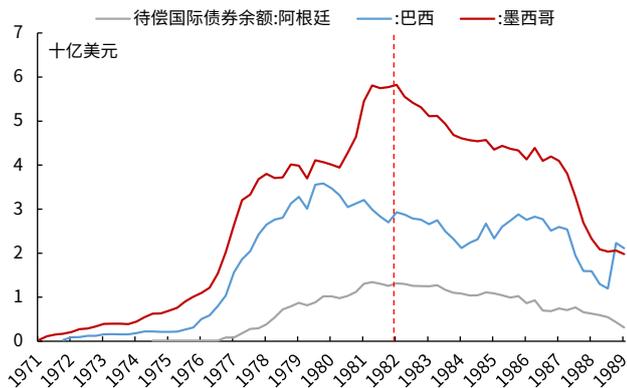


1980 年代美元进入紧缩周期，拉美国家短期外债清偿能力不足，催生了拉美债务危机。在度过第一次石油危机后，美联储接连下调了政策利率，全球美元流动性持续处于较为充裕的态势。在此背景下，墨西哥、巴西、阿根廷等拉美国家为了弥补本国储蓄不足的问题，在国际市场上大量融入外债支撑经济发展，导致外债与外汇储备的比例持续失衡，并且短期外债占比快速提升。

1979 年伴随着第二次石油危机，美联储开始持续提升政策利率，美元进入紧缩周期，拉美国家此前融入的大量外债的还本付息压力开始上升。同时，由于石油危机持续冲击全球需求，美国、欧洲各国加强贸易保护主义，采取提高关税、设置进口限额等各种非关税壁垒的手段，拉丁美洲以贸易为主的外向型经济结构导致国家赚取外汇的能力进一步被削弱。

最终，1982 年 8 月，墨西哥宣布无限期关闭全部汇兑市场，暂停偿付外债，拉开了拉美债务危机的序幕，随后，巴西、委内瑞拉、阿根廷、秘鲁和智利等国也相继发生外债兑付问题。

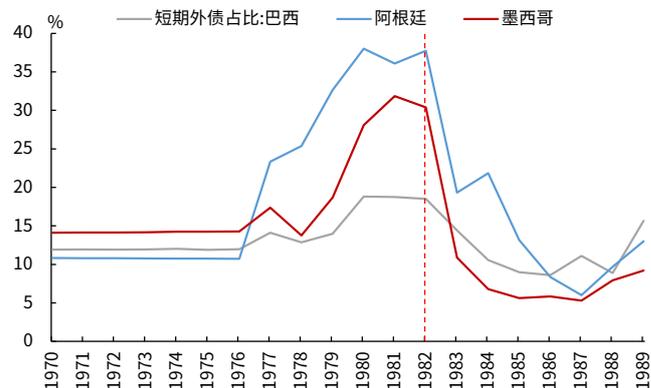
图 24：美元宽松时期拉美国国家外债余额陡峭攀升



资料来源：国际清算银行，光大证券研究所

数据截至 1989 年 12 月

图 25：美元宽松周期下拉美国国家短期外债占比快速上行



资料来源：世界银行，光大证券研究所

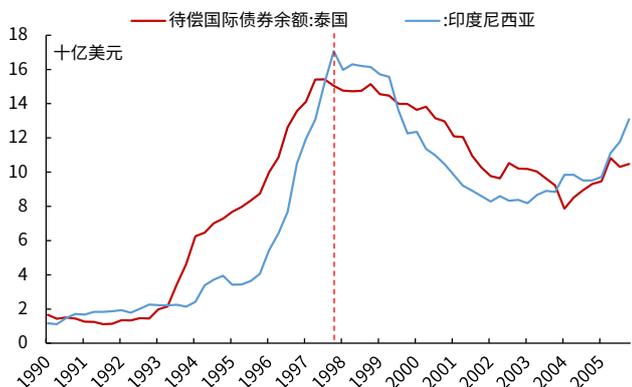
数据截至 1989 年 12 月

1995 年开启的美元紧缩周期，对泰国等东南亚国家的固定汇率制形成了显著冲击，进而演化为亚洲金融危机。20 世纪 90 年代以来，全球主要发达经济体经济增速持续低迷，而马来西亚、泰国等东南亚国家经济增速则持续维持高位，从而吸引了大量国际资本的流入，推高了本国金融资产价格。

1995 年 4 月西方七国在“汇率变动有秩序反转”上达成一致，美日两国对外汇市场进行联合干预，美元走强、日元走弱。由于泰国、马来西亚等国的出口结构对日本依赖性较强，本币对日元升值导致泰国、马来西亚等东南亚国家的出口受到明显冲击，贸易赤字开始走阔。为了弥补经常账户的恶化，泰国、马来西亚等东南亚国家开始大量筹措短期外债。

随着贸易赤字的进一步走阔，泰国等东南亚国家经济增速开始出现下滑，叠加美元开启紧缩周期后，外债偿付能力不足削弱了海外资本信心，国际资本开始大量流出，本币贬值压力对固定汇率制形成冲击。最后在国际资本的攻击下，泰国宣布放弃固定汇率制，股、债、汇市场大幅下跌，并向东南亚其他经济体蔓延。

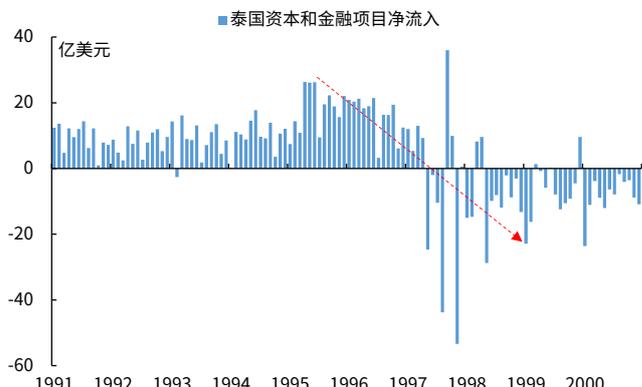
图 26：美元宽松时期东南亚国家外债余额陡峭攀升



资料来源：国际清算银行，光大证券研究所

数据截至 2005 年 12 月

图 27：1997 年泰国资本项下资金由净流入转为净流出



资料来源：泰国央行，光大证券研究所

数据截至 2000 年 12 月

3、风险提示

- 1) 国际货币金融体系受到冲击；
- 2) 全球政治经济秩序失衡。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE