



宏观研究

# 【粤开宏观】“美元霸权”与“去美元化”：国际货币体系视角

2023年05月03日

投资要点

**分析师：罗志恒**

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

**分析师：马家进**

执业编号：S0300522110002  
电话：13645711472  
邮箱：majiajin@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】一季度财政形势简评》

2023-04-19

《【粤开宏观】从财税视角看重庆：“山城”的财政债务形势全景》2023-04-19

《【粤开宏观】分税制不是土地财政的原因，政绩考核才是》2023-04-23

《【粤开宏观】理顺政府与市场关系，是提振信心的关键》2023-04-23

《【粤开宏观】政治局会议释放的八大信号》2023-04-28

## 摘要

近期全球多国掀起“去美元化”浪潮，已有印度尼西亚、伊朗、俄罗斯等 30 多个国家正逐渐在贸易结算或投资中转向使用人民币。“去美元化”的本质是对“美元霸权”的反抗。本文重点回答以下几个问题：美元霸权从何而来？美元霸权有哪些表现？为何其他国家要掀起去美元化浪潮？未来国际货币体系将如何演变？

**风险提示：**美联储货币政策收紧超预期、全球美元流动性紧张超预期



## 目 录

一、美元的霸权地位：国际货币体系的核心.....	3
二、美元的霸权主义：我们的货币，你们的麻烦.....	4
三、去美元化浪潮：天下苦美元久矣.....	5
四、国际货币体系多元化：前路漫漫.....	9

## 图表目录

图表 1： 美国经济及美元在全球经济和金融市场中的占比.....	3
图表 2： 国际货币使用指数.....	4
图表 3： 2008 年以来，美国 M2 和美联储总资产快速攀升.....	5
图表 4： 近期“去美元化”的全球搜索热度大幅上升.....	6
图表 5： 美元占全球外汇储备的比重持续下降.....	6
图表 6： 2022 年全球央行购金量突破历史记录.....	7
图表 7： 外国官方大幅减持美国国债.....	7
图表 8： 2022 年以来，美联储货币政策快速收紧.....	8
图表 9： 巴西和泰国的外汇储备快速下滑.....	8



## 一、美元的霸权地位：国际货币体系的核心

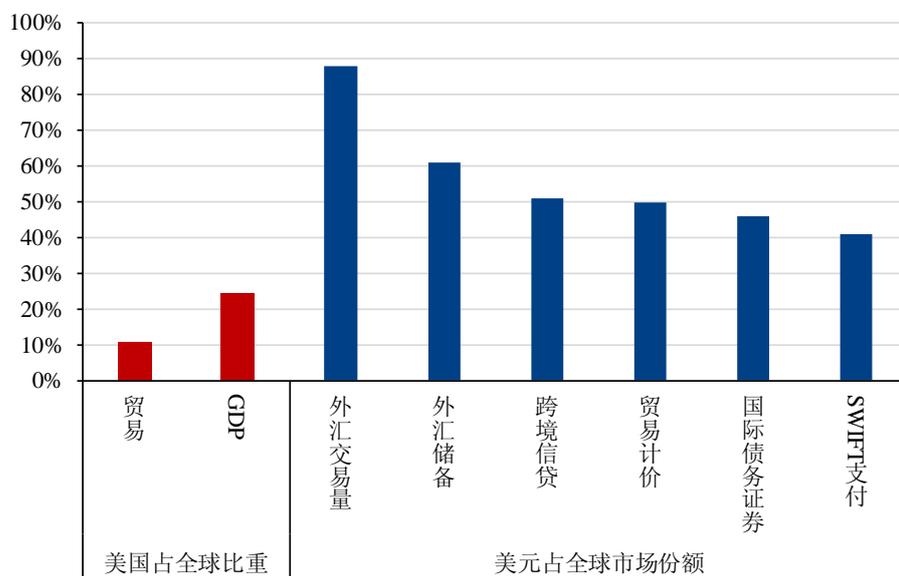
美元的霸权地位，源自于其是国际货币体系的主导货币。国际货币体系先后经历了金本位制、布雷顿森林体系和牙买加体系，美元地位也随之浮沉。

1944年布雷顿森林体系建立，美元取代英镑，正式确立霸权地位。1944年7月，来自44个国家的730名代表齐聚美国新罕布什尔州布雷顿森林的华盛顿山酒店，共同商议建立一个新的国际货币体系，以替代此前已多次崩溃的金本位制。最终，美国的“怀特方案”战胜了英国的“凯恩斯方案”，各国同意美元与黄金挂钩（35美元=1盎司黄金），其他货币再与美元挂钩（兑美元汇率固定，但可在1%的范围内调整），国际货币体系进入“美元本位”时代。

1971年布雷顿森林体系开始瓦解，美元的霸权地位有所动摇。1971年8月，美国持续流失的黄金储备已不足以支撑美元与黄金之间的官方兑换，尼克松总统宣布美元与黄金脱钩。1973年2月，日本和欧洲国家决定实行浮动汇率制，与美元脱钩。1976年1月，国际货币基金组织的“国际货币制度临时委员会”在牙买加首都金斯敦的会议上，达成了浮动汇率合法化、黄金非货币化、储备货币多元化等协定，国际货币体系自此进入“牙买加体系”。

尽管失去了制度性保障，但美元仍是当前国际货币体系的核心。美元在全球市场中的地位，远远超过了美国经济在全球经济中的地位。据国际清算银行（BIS）统计，美国的贸易总量和GDP占全球比重分别仅约10%和25%，但是全球外汇交易中，美元占比约85%；全球官方外汇储备中，美元资产占比约60%；全球跨境信贷和国际债务证券中，约有一半都是通过美元融资；国际贸易和国际支付中，分别约有50%和40%是以美元计价和结算。

图表1：美国经济及美元在全球经济和金融市场中的占比



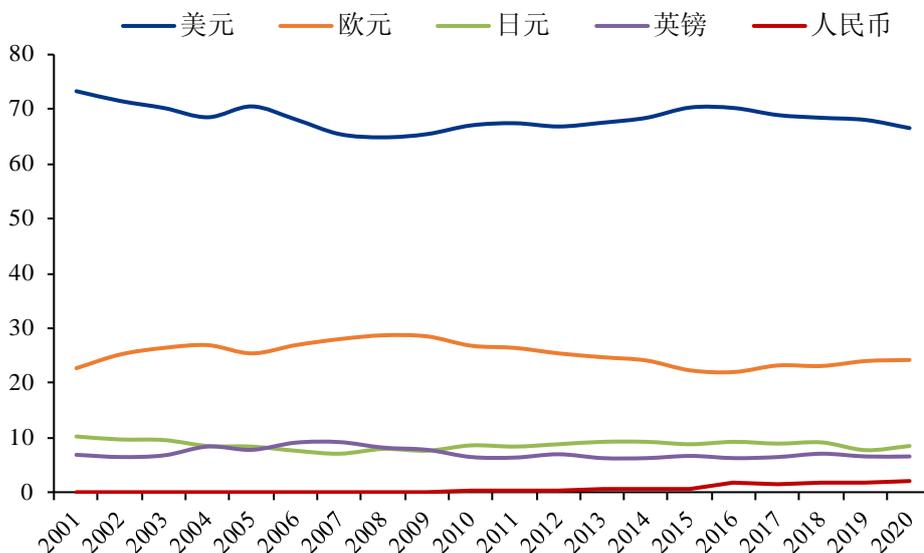
资料来源：BIS CGFS Papers No. 65，粤开证券研究院（注：数据为2019年）

从历史趋势来看，美元的霸权地位也相当稳固。美联储根据官方货币储备、外汇交易量、未偿付外币债务工具、跨境存款和跨境贷款等指标，对主要货币构建了国际货币使用指数。过去20年，美元的使用指数基本稳定在70左右，远高于其他货币；欧元排



名第二，稳定在 25 左右；日元和英镑分列第三和第四，均不到 10；人民币呈现明显的上升趋势，但水平仍低，2020 年仅为 2.1。

图表2：国际货币使用指数



资料来源：Bertaut, Carol C., Bastian von Beschwitz, and Stephanie E. Curcuru (2021). "The International Role of the U.S. Dollar," FEDS Notes, 粤开证券研究院

## 二、美元的霸权主义：我们的货币，你们的麻烦

美元的霸权地位是个中性评价，表明美元在国际货币体系中发挥着重要作用；但美元的霸权主义则是负面评价，指的是美国没有履行美元作为国际货币所应该承担的责任与义务，反而滥用其霸权地位来谋取私利。

客观来说，由一国主权货币担任国际货币，不论是美元还是其他货币，都不可避免地要面临两大难题：一是特里芬难题，储备货币发行国无法在为全球提供流动性的同时保持币值的稳定。例如美国要向外输出美元，就必须忍受经常账户逆差；其他国家在获得并使用美元时，也要遭受美元购买力下降的弊端。二是主权货币国际化与货币政策国内优先之间的矛盾，国际货币的供给应与全球经济周期相匹配，但美元终究是美国的主权货币，货币政策要以其国内经济周期为主，而美国经济周期与全球经济周期并不同步，因此经常出现“美国生病，全球吃药”的问题。

美国并没有想着尽量缓解上述问题、展现负责任大国的担当，而是肆意地享受着美元作为国际货币所带来的各种便利，却没有承担相应的职责。

其一，美国超发货币，导致其他国家持有的美元储备面临贬值风险。美国通过贸易逆差向全球输出美元，如果美元一直在境外循环（例如在其他国家之间相互贸易支付），那么美国相当于收取了铸币税；如果美元通过购买美国国债等方式回流美国，美国也能通过增发美元的方式稀释债务负担，相当于征收通胀税。自 2008 年国际金融危机以来，美联储多次实施量化宽松政策，投放了天量货币，美联储总资产由不到 1 万亿美元暴增至近 9 万亿美元。

其二，美国的货币政策对其他国家产生了严重的外溢影响。美国放松货币政策时，全球流动性宽松，资本涌入新兴市场经济体，推高通胀和资产价格泡沫；美国收紧货币

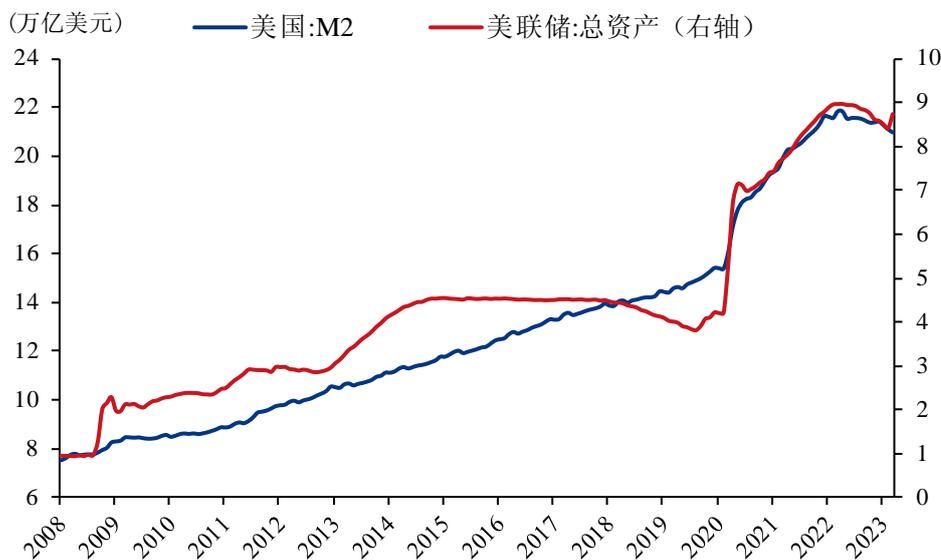


政策时，全球流动性紧张，资本从新兴市场经济体中快速流出，引发资产价格泡沫破灭和汇率贬值等危机。1980年代的拉美债务危机、1994年的墨西哥货币危机、1997年的东南亚金融危机，都与美国货币政策收紧有着千丝万缕的联系。

其三，美国滥用美元霸权地位，将美元武器化。例如俄乌冲突爆发后，美国财政部冻结了俄罗斯中央银行、国家财富基金和财政部在美国的资产，禁止储备资产在美交易；限制俄罗斯的美元交易，致使俄罗斯无法动用外汇储备清偿外债，并于2022年6月26日发生了外债违约事件；将俄罗斯多家银行排除在SWIFT系统之外，限制俄罗斯国际贸易和投融资支付结算清算等。

“美元是我们的货币，却是你们的麻烦。”美国尼克松总统时期的财政部长约翰·康纳利的这一傲慢言辞，正是美元霸权主义的真实写照。

图表3：2008年以来，美国M2和美联储总资产快速攀升



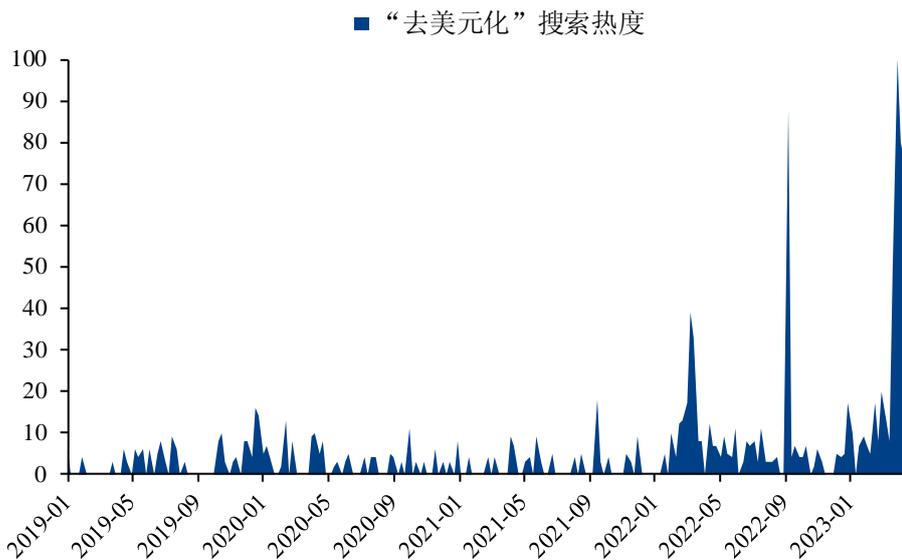
资料来源：Wind、粤开证券研究院

### 三、去美元化浪潮：天下苦美元久矣

近期全球多国掀起“去美元化”浪潮。3月28日，中国海油与法企道达尔能源通过上海石油天然气交易中心平台完成国内首单以人民币结算的进口液化天然气采购交易。3月29日，巴西政府表示，巴西与中国达成协议，不再使用美元作为中间货币，而是使用本币进行贸易。4月初，马来西亚总理安瓦尔表示，马来西亚央行已经开始与中国讨论，令两国贸易可以用林吉特和人民币结算。4月26日，阿根廷经济部长马萨宣布，阿根廷将停止使用美元来支付从中国进口的商品，转而使用人民币结算。截至目前，已有印度尼西亚、伊朗、俄罗斯等30多个国家正逐渐在贸易结算或投资中转向使用人民币。



图表4：近期“去美元化”的全球搜索热度大幅上升



资料来源：Google Trends、粤开证券研究院

去美元化的根本原因是各国不满美元霸权主义，寻求国际储备和支付手段多元化。自布雷顿森林体系瓦解以来，去美元化便一直在进行当中。美元占全球外汇储备的比重从2001年第二季度的72.7%降至2022年四季度的58.4%。

图表5：美元占全球外汇储备的比重持续下降



资料来源：IMF、粤开证券研究院

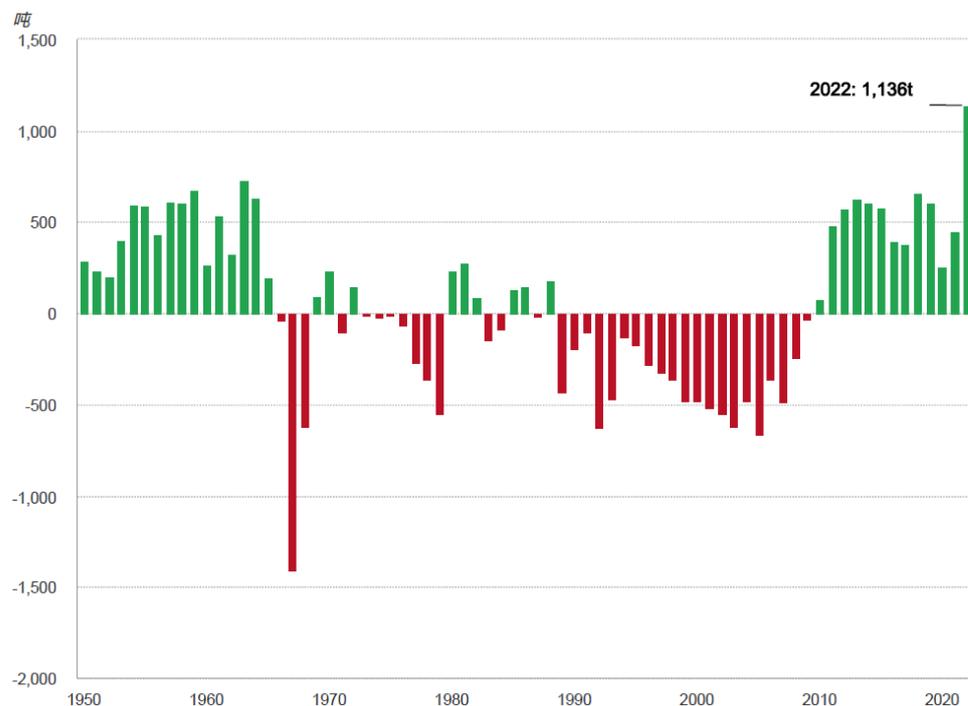
而近期去美元化浪潮的导火索主要有两个：

第一，此前美国对俄罗斯的金融制裁引起了其他国家的担忧，各国央行增持黄金并减持美债。世界黄金协会数据显示，2022年全年，全球央行共增持1136吨黄金，同比增长152.3%，创历史新高。2023年，全球央行的购金趋势持续。新加坡金融管理局在今年前两个月购入了51.8吨黄金；截止3月底，中国央行已连续五个月增持黄金，一季度



共增储 58 吨；俄罗斯央行宣布，在去年 2 月和今年 2 月之间，增持了 31 吨黄金。土耳其、印度等央行也在今年延续了购金步伐。与此同时，外国官方持有的美国国债规模从 2022 年 2 月的 4.1 万亿美元快速下滑至 2023 年 2 月的 3.7 万亿美元。

图表6：2022 年全球央行购金量突破历史记录



资料来源：世界黄金协会、粤开证券研究院

图表7：外国官方大幅减持美国国债

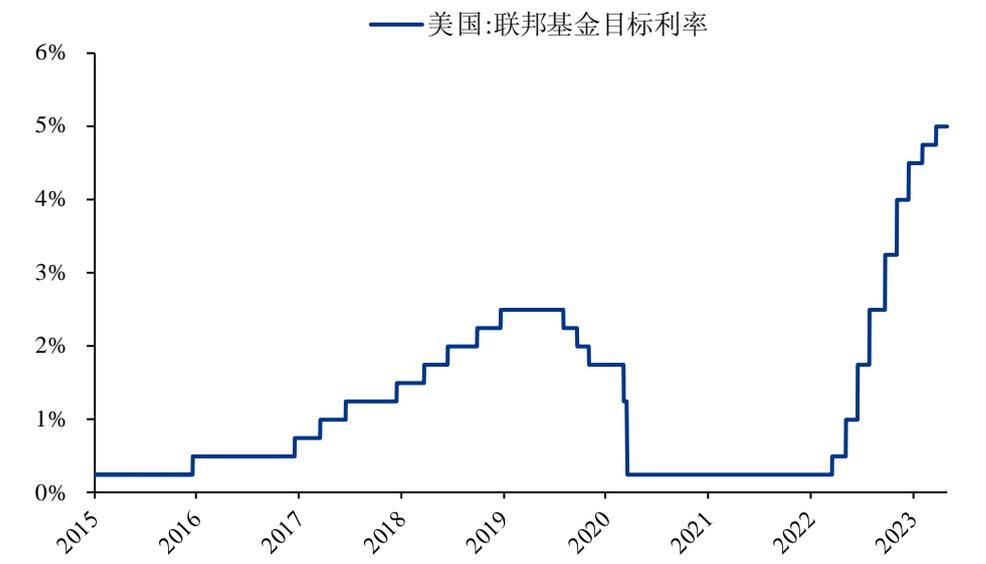


资料来源：Wind、粤开证券研究院



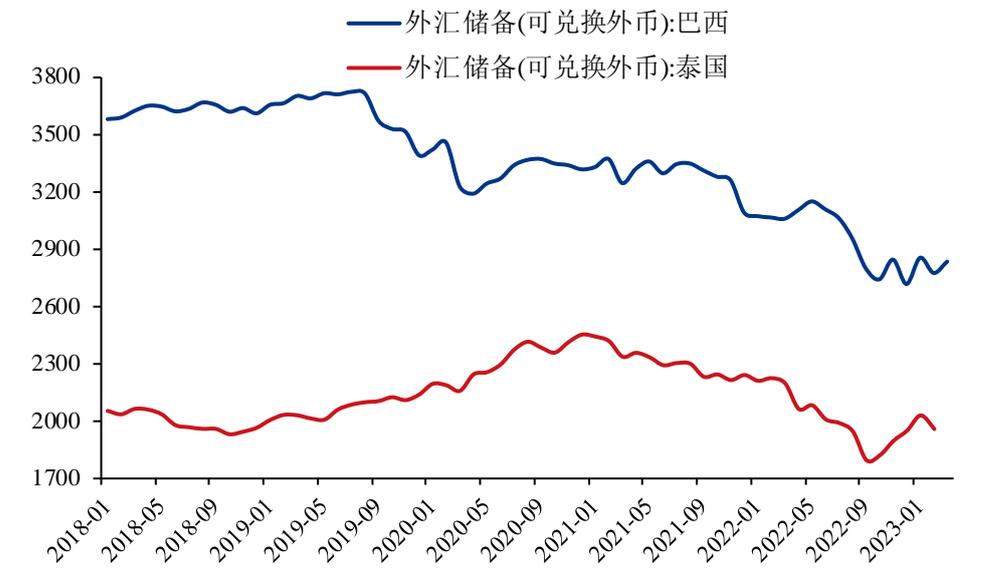
第二，美联储收紧货币政策，其他国家面临美元流动性紧张，被迫寻找替代货币。为抗击四十年一遇的大通胀，美联储快速加息缩表，全球美元流动性收紧。美国国内爆发银行业危机，继3月硅谷银行破产之后，近期又发生了第一共和银行倒闭。新兴市场经济体则面临经常账户顺差减少或逆差扩大，以及资本外流，外汇储备持续减少，对外支付结算能力减弱，只能寻求其他货币来弥补流动性。事实上，每当美国进入货币紧缩周期，去美元化的声浪便会涌现。

图表8：2022年以来，美联储货币政策快速收紧



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表9：巴西和泰国的外汇储备快速下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院



## 四、国际货币体系多元化：前路漫漫

当前的国际货币体系存在诸多弊端，但改革方向莫衷一是。综合来看，无非如下几个选择：回归金本位、由另一种主权货币替代美元、设立超主权的国际货币、国际货币体系多元化。

**第一，金本位可以首先被排除。**社会中仍有许多人在神话金本位，然而现实中金本位被历史所淘汰，已足够说明问题。货币数量要与经济发展相适应，金本位下货币数量受限，严重制约贸易开展与央行的宏观调控能力。金本位制是1929年“大萧条”席卷全球的重要原因之一，而且越早放弃金本位制的国家，越早走出衰退。金本位制被凯恩斯称作“野蛮的遗物”，人类既已摆脱了“黄金镣铐”，便不必再重新背上“黄金十字架”了。

**第二，由另一种主权货币替代美元，短期内不现实，长期也不解决根本问题。**美国仍是世界第一经济、科技、军事强国，叠加路径依赖和网络效应，美元霸权地位仍将持续相当长的时间。自布雷顿森林体系解体以来，日元、欧元等货币便尝试取代美元，但至今效果有限。即使某一货币最终成功取代美元，仍然要面临前面提到的两个普遍问题——特里芬难题以及主权货币国际化与货币政策国内优先之间的矛盾。

**第三，设立超主权的国际货币，既不现实，也非良策。**首先，大多数国家都不会放弃货币主权，美国、欧元区、日本、英国等强势货币经济体更是如此。其次，即使成功达成协议，参照欧元区的经验，超主权的国际货币也将面临各种问题。欧元是区域性的超主权货币，欧债危机爆发时，德法等国反对货币政策过度放松，意大利、希腊等国又饱受货币政策偏紧之苦。货币统一而财政不统一，是当前欧元区面临的重大难题，同样也将是超主权国际货币必须面对的困难。

**第四，国际货币体系多元化可能会成为历史潮流。**逆全球化暗流涌动、美国经济地位下降，美元的霸权地位虽短期内难以取代，但其掌控力在不断流失。欧元区和日本是美国的重要竞争者，中国、印度等新兴市场经济体也在快速崛起，都将对美元的霸权地位造成冲击。多元化虽然也无法避免当前国际货币体系存在的问题，但可以限制美元霸权主义、分散美元周期波动造成的风险。中国要抓住这一历史机遇，稳步推进人民币国际化，增强中国在国际事务中的话语权和自主权。



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)