



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2023 年第 57 期总第 1092 期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话: 0551—63753813

服务邮箱: xtresearch@xtkg.com

公司网站: <http://www.xtkg.com/>

联系地址: 安徽省合肥市政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2602

2023 年 8 月 8 日 星期二

更多精彩 敬请关注
兴泰季微信公众号



宏观经济	2
四部门解读宏观政策着力点	2
上半年服务进出口总额增长 8.5%	2
国家税务总局发布 28 条便民办税举措	2
7 月全球制造业采购经理指数为 47.9%	3
美国 7 月非农新增就业低于预期	3
货币市场	4
上半年我国国际收支保持基本平衡	4
央行连续第九个月增加黄金储备	4
监管动态	4
金管局拟出台银行保险机构涉刑案件风险防控管理办法	4
证监会发布 2 项金融行业标准	5
金融行业	5
我国银行理财产品投资者数量突破 1 亿	5
2022 年香港资产及财富管理业务表现与全球市场同步	6
热门企业	6
华为发布 HarmonyOS 4	6
全球最大养老基金斩获创纪录收益	6
地方创新	7
深圳: 加快培育具有全球竞争力的营商环境	7
河南: 加大智能充电基础设施建设力度	7
深度分析	7
美元主导下国际货币体系的韧性与脆弱	7

宏观经济

四部门解读宏观政策着力点

8月4日,四部门联合召开新闻发布会,介绍“打好宏观政策组合拳,推动经济高质量发展”有关情况。央行重磅回应降准、降息等问题称,将综合评估存款准备金率政策,目标是保持银行体系流动性合理充裕。要科学合理把握利率水平,适时适度做好逆周期调节,防止资金套利和空转。未来还将继续发挥好贷款市场报价利率改革效能和指导作用,指导银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。国家发改委表示,持续谋划研究一批针对性更强、力度更大的储备政策,根据形势变化及时分批出台实施。财政部表示,将于近期公布税费优惠政策后续安排,稳定预期、提振信心。国家税务总局要求,持续抓好政策落实“最后一公里”,确保纳税人缴费人便利快捷享受到真金白银的政策红利。

上半年服务进出口总额增长 8.5%

近日,商务部发布数据显示,上半年我国服务贸易继续保持增长态势。服务进出口总额 31358.4 亿元,同比增长 8.5%。服务出口 13232.2 亿元,同比下降 5.9%;进口 18126.2 亿元,同比增长 22.1%;服务贸易逆差 4894 亿元。主要呈现以下特点:知识密集型服务贸易占比提升。上半年知识密集型服务进出口 13639.2 亿元,同比增长 12.3%,占服务进出口总额的比重达 43.5%,同比提升 1.5 个百分点。其中,知识密集型服务出口 7923.4 亿元,同比增长 16%;进口 5715.8 亿元,同比增长 7.5%。此外,旅行服务明显恢复。上半年,旅行服务进出口 6509.4 亿元,同比增长 65.4%,是增长最快的服务贸易领域。其中,出口同比增长 52.4%,进口同比增长 66.4%。

7 月中国物流业景气指数为 50.9%

8月5日,中国物流与采购联合会公布7月份中国物流业景气指数。7月份月物流业景气指数继续保持在扩张区间,反映当前物流需求总体趋稳,物流保持较好运行态势。7月份中国物流业景气指数为 50.9%,较上月回落 0.8 个百分点,继续位于扩张区间。分项指数中,业务总量指数、新订单指数、库存周转次数指数、资金周转率指数、设备利用率指数、固定资产投资完成额指数、从业人员指数、业务活动预期指数均保持在扩张区间。从市场需求来看,7月份物流业新订单指数为 50.6%,环比回升 0.2 个百分点。铁路运输、道路运输、航空运输、仓储物流和邮政快递等行业新订单指数保持在扩张区间。其中,道路运输业新订单指数为 51.2%,连续两个月环比回升,市场新增需求有所好转。冷链果蔬等航空物流需求持续旺盛。

国家税务总局发布 28 条便民办税举措

8月6日,国家税务总局发布《关于接续推出和优化“便民办税春风行动”措施促进民营经济发展壮大服务高质量发展的通知》,再推出和优化五方面 28 条便民办税缴

费举措,重点聚焦支持民营企业为主体的广大中小微企业和个体工商户,促进新出台的一系列延续、优化、完善的税费优惠政策更好落实落细。其中,对纳税人因各种原因未在今年7月征期内及时享受研发费用加计扣除政策的,可在8、9月份由纳税人通过变更第二季度(或6月份)企业所得税预缴申报的方式补充享受。税务部门此次推出的第5批“便民办税春风行动”28条新举措,在进一步完善今年上半年已推出4批81条措施的基础上,聚焦纳税人缴费人所盼,在不断提升纳税辅导精准度、办税缴费便利度和税收执法规范性等方面持续加力,其延续性、针对性、适应性、创新性都进一步增强。

8 月份中国零售业景气指数为 50.3%

8月6日,中国商业联合会发布8月份中国零售业景气指数(CRPI)。数据显示,8月份中国零售业景气指数(CRPI)为50.3%,环比微升0.2个百分点,连续8个月维持在扩张区间。从行业分类看,商品经营类指数为49.7%,较上月微升0.4个百分点;租赁经营类指数为53.4%,较上月小幅上升1.4个百分点;电商经营类指数为49.7%,较上月小幅下降1.1个百分点。数据显示,三大行业指数出现较明显分化。商品经营类企业预期略有好转;租赁经营类企业预期明显转好;电商经营类企业预期下降。综合分析来看,8月零售业景气度呈现如下特点:1)CRPI三个分指数显示,商品经营类企业、租赁经营类企业和电商经营类企业对8月的预期出现分化。线下零售企业预期好转,线上零售企业预期持续低迷。2)8月商品经营类企业的商品平均价格水平和客单价水平预期继续下行。3)8月商品经营类企业的客流量景气度引领销售额景气度反弹。

7 月全球制造业采购经理指数为 47.9%

8月6日,中国物流与采购联合会发布数据显示,7月份全球制造业采购经理指数(PMI)为47.9%,较上月上升0.1个百分点,结束了连续4个月环比下降的走势。但指数已连续两个月处于48%以下的较低水平,显示当前全球经济下行态势未改。从全球来看,全球经济仍然面临多重风险,发达经济体的核心通胀率下降仍较缓慢,货币政策仍维持紧缩态势,金融市场环境不确定性升高。地缘政治冲突持续,这些因素仍在持续拖累全球经济复苏的步伐。

美国 7 月非农新增就业低于预期

8月4日,美国劳工部公布的数据显示,7月份非农业部门新增就业人数为18.7万,低于市场预期。当月非农业部门新增就业主要来自医疗卫生、社会救助、金融和批发贸易等领域。数据显示,美国7月失业人数为580万,失业率环比下降0.1个百分点至3.5%;其中长期失业人数120万,约占总失业人数的19.9%。劳动参与率连续第五个月维持在62.6%。数据还显示,7月份员工平均时薪环比和同比涨幅分别为0.4%和4.4%,与6月修正数据持平。第二季度平均时薪同比增幅4.5%,与前一季度的4.8%相比,增幅略有放缓。

货币市场

上半年我国国际收支保持基本平衡

8 月 4 日，国家外汇管理局公布了二季度和上半年国际收支平衡表初步数据。数据显示，二季度我国经常账户顺差 4554 亿元，其中，货物贸易顺差 11465 亿元，服务贸易逆差 3857 亿元，初次收入逆差 3273 亿元，二次收入顺差 219 亿元。资本和金融账户中，直接投资资产增加 2741 亿元，负债增加 332 亿元；储备资产增加 1139 亿元。上半年，我国经常账户顺差 10129 亿元，其中，货物贸易顺差 20356 亿元，服务贸易逆差 7084 亿元，初次收入逆差 3730 亿元，二次收入顺差 589 亿元。资本和金融账户中，直接投资资产增加 6156 亿元，负债增加 1740 亿元；储备资产增加 2880 亿元。

央行连续第九个月增加黄金储备

8 月 7 日，国家外汇管理局统计数据显示，中国央行连续第九个月增加黄金储备。截至 7 月末，我国外汇储备规模为 32042.70 亿美元，环比上升 0.35%；黄金储备规模为 6869 万盎司，增加 74 万盎司。国家外汇局表示，7 月受主要经济体货币政策及预期、世界宏观经济数据等因素影响，美元指数下跌，全球金融资产价格总体上涨。汇率折算和资产价格变化等因素综合作用，当月外汇储备规模上升。我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变，有利于外汇储备规模继续保持基本稳定。

监管动态

证监会发布《上市公司独立董事管理办法》

8 月 4 日，中国证监会官网发布消息，为贯彻落实国务院办公厅《关于上市公司独立董事制度改革意见》，优化上市公司独立董事制度，证监会近日发布《上市公司独立董事管理办法》，自 2023 年 9 月 4 日起施行。此次发布的管理办法共六章四十八条，明确了独立董事的任职资格与任免程序、独立董事的职责及履职方式、履职保障、法律责任、过渡期安排等方面内容。根据办法，独立董事原则上最多在三家境内上市公司担任独立董事的兼职要求。办法明确过渡期安排，对上市公司董事会及专门委员会设置等事项设置一年过渡期。上交所修订发布主板和科创板《股票上市规则》等 7 件自律监管规则，推动形成更加科学合理的独立董事制度。深交所贯彻落实独立董事制度改革意见，修订配套自律监管规则。北交所亦配套修订相关规则。

金管局拟出台银行保险机构涉刑案件风险防控管理办法

8 月 4 日，国家金融监管总局就《银行保险机构涉刑案件风险防控管理办法（征求意见稿）》征求意见，进一步推动银行保险机构前移涉刑案件风险防控关口。《办法》



共 5 章、40 条，主要内容包括：一是明确涉刑案件风险防控的目标和基本原则等。强调涉刑案件风险防控应做到“预防为主、关口前移，全面覆盖、突出重点，法人主责、分级负责，联防联控、各司其职，属地监管、融入日常”。二是明确董（理）事会、监事会、高级管理层，以及牵头部门、内设部门、分支机构和内审部门的职责。三是明确银行保险机构涉刑案件风险防控主要任务。强调银行保险机构应建立健全涉刑案件风险防控重点制度，研判本机构涉刑案件风险防控重点领域，完善涉刑案件风险防控重点措施，加强信息化建设，并及时开展涉刑案件风险防控评估。四是明确监管部门在涉刑案件风险防控工作中的职责分工，提出对银行保险机构涉刑案件风险防控进行非现场监管、现场检查等要求。

央行发布银行间债券市场柜台业务有关事项征求意见

8 月 4 日，中国人民银行就《关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知（征求意见稿）》公开征求意见。《通知》主要放宽机构投资者通过柜台投资银行间债券市场的有关限制，同时强调对柜台业务开办机构的内控制度、投资者适当性管理等要求，提升机构投资者柜台业务便利度。《通知》共十二条，主要如下：一是明确机构投资者范围包括持牌金融机构、资产管理机构，以及上述机构管理的各类产品。二是将机构投资者可投资债券范围增加金融债、公司信用类债券等银行间市场其他债券，并将机构投资者交易品种增加债券借贷和衍生品。三是允许机构投资者投资已在银行间债券市场交易流通的全部债券，同时放宽机构投资者在柜台债券开办机构开立账户、发行人付息兑付资金提前到位的限制。四是要求柜台业务开办机构建立合理的投资者适当性管理制度，加强柜台业务内控管理和系统建设，妥善防范业务风险。

证监会发布 2 项金融行业标准

近日，证监会发布《证券公司核心交易系统技术指标》《期货公司监管数据采集规范 第 1 部分：基本信息和经纪业务》2 项金融行业标准，自公布之日起施行。《证券公司核心交易系统技术指标》金融行业标准规定了证券公司核心交易系统的技术指标，包括系统参考架构、技术指标架构，性能、可靠性、安全性、兼容性、可移植性、可维护性和功能性指标，同时，明确了相关的指标定义、度量函数和度量方法。标准的制定实施将指导证券公司进行核心交易系统的质量评估与测试，促进交易系统不断完善和发展。《期货公司监管数据采集规范 第 1 部分：基本信息和经纪业务》金融行业标准规定了期货公司基本信息、经纪业务相关的监管数据采集范围和数据要素业务口径，标准的制定实施可有效指导期货公司准确理解监管数据填报内容，提升期货公司监管数据采集和应用的标准化程度，提高监管数据采集的时效性和准确性，促进数据的交互共享。

金融行业

我国银行理财产品投资者数量突破 1 亿

8 月 4 日，银行业理财登记托管中心发布的《中国银行业理财市场半年报告（2023



年上)》显示,上半年银行理财投资者数量维持增长态势,截至6月末,持有理财产品的投资者数量达1.04亿个,同比增长13.41%。截至6月末,全国共有265家银行机构和30家理财公司有存续的理财产品,共存续产品3.71万只,较年初增长6.88%;存续规模25.34万亿元。

2022 年香港资产及财富管理业务表现与全球市场同步

8月4日,香港证监会发布《资产及财富管理活动调查》的年度报告。根据调查结果,于2022年,香港的管理资产规模为30.5万亿港元(3.9万亿美元),并录得880亿港元(110亿美元)的净资金流入。在众多其他主要基金市场录得净资金流出的情况下,香港的管理资产规模的14%按年跌幅接近全球受规管基金的管理资产的15%跌幅,且略胜于主要市场指数。长期而言,香港资产及财富管理业务的管理资产规模一直稳健增长,并在过去十年录得143%的升幅。

热门企业

华为发布 HarmonyOS 4

8月4日,华为开发者大会2023在东莞召开。华为常务董事、终端业务CEO、智能汽车解决方案事业群CEO余承东宣布,HarmonyOS 4正式发布。目前,鸿蒙生态设备数量已达到7亿台。华为表示,通过盘古大模型的底层能力加持,HarmonyOS带来更进步的AI,华为智慧语音助手“小艺”将具备AI大模型能力。华为称,华为主张更负责任的AI,所有AI体验创新和场景设计的第一原则是安全与隐私保护。

全球最大养老基金斩获创纪录收益

8月4日,全球最大养老基金日本政府养老投资基金(GPIF)公布数据显示,截至6月底的第一财季实现投资收益18.98万亿日元,创历史纪录,连续第二个季度实现盈利。这家全球最大养老基金上季度回报率达9.49%,其管理资产规模达到219.17万亿日元,也创历史新高。

全国首个金融黑产打击系统平台试运行

近日,在2023年AIF联盟第一次会议暨系统平台启动仪式上,由西南政法大学指导、马上消费金融股份有限公司牵头研发的全国首个金融黑产打击系统平台开始试运行。平台运用多方隐私计算技术,建设黑产案件线索对碰平台,建立多方黑产线索碰撞机制,以科技的力量防范和打击金融领域黑产,净化行业环境,维护良好金融秩序。据悉,该平台命名为AIF(爱马)黑产打击平台,首批试点单位包括马上消费、平安普惠、海尔消费金融有限公司、度小满科技(北京)有限公司、深圳乐信控股有限公司、上海数禾信息科技有限公司、江苏银行等7家。

地方创新

深圳：加快培育具有全球竞争力的营商环境

近日，《深圳市优化市场化营商环境工作方案（2023—2025 年）》《深圳市优化法治化营商环境工作方案（2023—2025 年）》《深圳市优化国际化营商环境工作方案（2023—2025 年）》已经深圳市委、市政府同意并正式印发。其中，《深圳市优化市场化营商环境工作方案（2023—2025 年）》从加强市场主体产权保护、持续放宽市场准入门槛、维护公平竞争的市场秩序、提升信用监管和服务水平、提升要素保障服务水平、优化政府管理和服务方式等 6 个方面，提出 23 项具体任务。《深圳市优化市场化营商环境工作方案（2023—2025 年）》提出，推动深圳放宽市场准入 24 条特别措施全部落地实施。支持跨国企业在前海深港现代服务业合作区设立财资中心，为企业海外经营活动提供服务。鼓励民营企业参与重大项目和补短板项目建设。稳步开展市场准入效能评估，归集和清理本地区违反市场准入负面清单制度情况。将市场准入工作纳入法治深圳建设考评。《深圳市优化法治化营商环境工作方案（2023—2025 年）》从完善营商环境制度体系、推进规范文明监管执法、推进严格公正高效司法、完善公共法律服务体系等 4 个方面，提出 20 项具体举措。

河南：加大智能充电基础设施建设力度

河南省人民政府办公厅日前印发《河南省支持重大新型基础设施建设若干政策》，其中提到，加大智能充电基础设施建设力度。将充电基础设施用地纳入城市公用设施营业网点用地范围，支持现有加油（气）站通过改建、扩建等方式建设公共充电站；按照加油（气）站用地供应模式，对国省道沿线充电站建设用地优先予以保障；除按照出让方式供应土地外，鼓励各地以国有建设用地使用权作价出资或入股方式提供土地，与社会资本合作建设充电基础设施。对公交、环卫、物流、通勤等公共服务领域新建的专用充电设施，高速公路服务区、国（省）道和城际快速公路沿线新建的公用充电设施，按照主要充电设备投资总额的 30%或 40%给予省财政奖补。

深度分析

美元主导下国际货币体系的韧性与脆弱

文/范希文（中拉合作基金原首席风险官）

来源：《中国金融》杂志

国际货币制度的演变是国际基本力量长期积累和国家间力量此消彼长的产物。1894 年美国经济总量首次超过英国，成为世界经济的主导力量，奠定了 1940 年代国际货币体系美元取代英镑的基础。二十世纪两次世界大战导致国际贸易停滞资本流动枯竭。二战后百废待兴，布雷顿森林体系应运而生。战后全球经济和贸易的快速增长，各发达国家间经济实力的此消彼长，以及随后资本管制的逐步放松冲破了布雷顿森林

体系的束缚，迎来美元为主导的国际货币体系（“美元体系”）的产生。

美元替代英镑经历了漫长的过程，直到美国取代英国成为世界第一大经济体近五十年后才大体完成，展现了英镑体系的韧性。然而，布雷顿森林体系在正式运行（1958 年）仅十三年后便宣告解体，并在试图重建的过程中屡遭失败，显示出该体系的脆弱。如今，世界格局的变化似乎又到了转变的关口：全球化退潮，产业链重组，国际地缘政治冲突加剧，以及去美元化举措频出，预示着国际货币体系可能的变革。回顾从 1973 年布雷顿森林体系解体至今，美元主导下的国际货币体系经历了三次重大挑战。

一、美元体系经受三次挑战

第一次挑战发生在 1999 年欧元的推出。但二十多年过去了，欧元至今未能挑战美元的主导地位。美元作为国际贸易记账单位和结算货币的比重，以及作为国际储备货币的比重，虽有所下降，但至今仍有 40% 的 SWIFT 信息往来涉及美元交易，约 50% 的国际贸易、跨境贷款和国际债券发行以美元实现，有 90% 的外汇交易涉及美元，约 60% 的国际储备为美元资产。除欧元区外，没有证据表明欧元对美元构成威胁。美元自欧元问世后占全球国际储备的比重下降并非欧元所为，欧元更多的只是代替了之前的德国马克和法国法郎等。造成美元比重下降的原因，是在各国储备资产多元化诉求下，人民币、澳元和加元等非传统储备货币在储备资产中比重的上升。而在这些非传统储备货币当中，没有哪一个在替代美元储备货币中起到明显作用。在非传统储备货币所占 10% 的比重中，即便人民币也不过只占到四分之一。

2008 年的全球金融危机动摇了国际社会对美元的信心，国际资本市场出现了严重的美元流动性短缺，美元主导下的国际货币体系遭受到战后以来的第二次挑战。为缓解所谓的“美元荒”，2007 年 12 月，美联储先后与 14 个伙伴国央行签署了互换协议，以支持境外美元的流动性。不久，美联储又将与其中 5 个盟友国家央行签订的协议升格为永久无上限常备货币互换协议，与其余 9 个国家央行继续保留临时双边货币互换协议。

第三次挑战发生在 2020 年新冠疫情爆发后。面对疫情对全球经济的巨大冲击，以及空前的美元流动性危机，美联储在互换协议的基础上，增加了 FIMA 回购便利，允许任何一家外国央行或国际货币当局将其持有的美国国债在美联储公开市场上变现并保证在一定时间内赎回。这样，加上 60 年代末布雷顿森林体系下建立的、用于解决成员国国际收支困境的特别提款权（“Special Drawing Rights”简称“SDR”），美国建立了从互换协议，到 FIMA 回购便利，再到 SDR 的、从内核到外延的三层美元流动性网络。

但美元主导下国际货币体系的脆弱性也时有显现，并且在近期面临着新一轮挑战。近两年，随着地缘政治冲突加剧，美西方各种制裁出台和全球化趋势的逆转，去美元化的双（多）边支付安排，非美元跨境借贷，以及非美元国际支付基础设施的出现此起彼伏、方兴未艾。美元在国际储备货币的比重自本世纪初从 71% 下降到现在不到 60%。外国投资者持有的美国联邦债务比重则从 2008 金融危机前的 50% 下降到 2022 年的 30%。美元主导下国际货币体系的内在缺陷，即美国针对国内经济实施的货币政策，通过输入型通胀、外债偿还负担增加、以及资本外逃等“外溢”效应对美国之外的经济体产生负面影响，甚至频频引发危机。2008 年金融危机和 2020 年的新冠疫情后，美国国债快速增加，美联储通过量化宽松急剧扩表。近期，美联储为应对通胀而采取的货币紧缩政策对国际金融体系正产生新一轮的影响。

是什么因素决定了美元主导下国际货币体系的韧性？而该体系的内在脆弱性又体现在哪些方面？具有如此韧性和脆弱性的美元体系对现有国际货币体系的延续意味着什么？这些都是判定未来国际货币体系走向并决定一国相关国策所必须回答的问题。

二、美元体系的韧性



布雷顿森林体系实行美元和黄金双本位制度。该体系解体前，在可调整固定汇率制度下，纠正国际收支失衡的成本往往是巨大的。这不仅因为固定汇率制下一国所做出的宏观政策调整牵涉面广，而且很可能与国内货币政策目标相左，甚至要因此付出高昂的政治代价。布雷顿森林体系解体后，固定汇率制度瓦解，解除了固定汇率对国际收支失衡调整的桎梏，释放了固定汇率下各国政策的调整压力，终止了大规模“无风险”套利行为，而浮动汇率本身也成为各国国际收支调整的重要政策工具。由于美国实行比较彻底的浮动汇率制度，有助于隔离来自美国之外的外部价格震荡，从而增加了美国国际收支调整的政策韧性。另外，布雷顿森林体系解体后，该体系中美元与黄金挂钩不复存在，这意味着美国可以通过自身的（信用）货币创造偿还其对外负债。和黄金脱锚后，美国通过信用创造和跨境美元借贷获得了新铸币“特权”（Seigniorage），构成了美国额外特权（Exorbitant Privilege）的一部分。

不同于战后布雷顿森林体系的创建，美元主导下的国际货币体系不是政府策划的结果，也不是各国通过谈判而达成的某种协议。从 1948 年马歇尔计划被提出之后，到英国政府为打造伦敦为世界金融中心的努力，再到 1956 年离岸欧洲美元市场的出现，以及再后来石油美元闭环的形成，是私人机构借助这些背景，顺应市场需要，自下而上地打造了美元跨境支付体系和信息往来系统，并在美国监管鞭长莫及的离岸市场，推出一系列绕过美国监管的金融创新，逐步形成了从支付到投资再到流动性创造的美元国际体系。这一时期，在岸美元市场和离岸美元市场交相呼应，通过私人市场担保、创造性会计记账方式和挖掘美国监管内在缺陷等方式推进金融产品的创新。就此，由银行和“影子”银行创造的不同形式的信用货币由此而生。在在岸市场，从 1970s 年代开始，“影子”银行通过创建货币基金（“MMF”）的方式绕过美国 Q 条例对存款利率的限制，创造了银行存款的替代金融工具。而在离岸美元市场，由于干脆不受美国监管如 Q 条例的限制，美国银行的海外分行得以更优惠的利率吸收美元存款，和在岸 MMF 市场展开竞争。石油美元出现之后，石油美元的循环（Petro-dollar Recycling）将石油输出国获得的、无法通过国内完全消化的部分，通过国际资本市场回流到石油消费国，从而进一步巩固了美元在贸易和投资间无缝转换的作用。大宗商品特别是石油交易用美元计价和结算不仅促进了大宗商品贸易的发展，也使石油美元打通了各个环节而形成自己的闭环。

随着 1990s 年代全球化进程加快，跨国公司的作用凸显。跨国公司在全球供应链的布局，理想的情况是用一种货币作为记账单位和结算货币，从而能减少财务报表中货币换算问题，同时也可减少汇率风险对冲成本；而在岸和离岸美元市场同时存在的便利，提升了跨国公司的管理水准。另外，1990s 年代后，跨国公司日益兴起的集中式现金管理，要求资金可以随时投放在短期金融资产上，以便在安全性、流动性和盈利性之间保持良好的平衡，而美国的利率市场、信用市场、离岸欧洲美元市场为此提供了广泛的选择和投资便利。还有，美元于在岸和离岸市场的一致性和流动性，为跨国公司互补性定价策略（Complementarities in Price Setting）的实施提供了锚定。作为主要国际储备货币的美国，凭借其金融市场的深度和广度为各央行管理其储备货币提供了良好的选择。从 1980-2020 年的 40 年间，美国的国债余额增长了 27 倍。1960 年，外国投资者持有的美国联邦债务比重不到 5%，到 2022 年该比例达到 30%。

在美元体系的形成过程中，美元作用的加强主要得益于私人部门出于经营管理的需要，而公共部门往往只以从属的身份，参与到这一过程当中，直到危机的发生。但公共部门与市场之间的这种互补作用，巩固了美元体系。2008 年全球金融危机爆发，离岸美元市场参与者担心，与有美国存款保险机构担保的在岸美元相比，此美元非彼美元，如此下去恐怕离岸美元可能在价值上大打折扣，于是离岸美元回流美国的势头渐劲，境外美元流动性危机随之深化。2007 年 12 月，美联储通过和 14 个伙伴国家央



行建立临时互换便利，相当于授权这些央行在本国的货币辖区内创造离岸美元，并贷给本辖区内的商业银行以缓解美元流动性困境。通过这种做法，美联储无形中把这 14 家央行变成了美联储的分支机构。2020 年新冠疫情爆发后，全球再度陷入美元流动性危机，美联储在之前互换便利的基础上，又增加了 FIMA 回购便利。至此，加上 SDR，美国形成了从内核到外围的三层美元流动性网络，美联储也由此成为事实上离岸美元的“最终贷款人”和“最终做市商”。

国际学术界有学者（如 Steffen Murau 等）认为，离岸美元市场的产生是国际货币体系最重要的现象之一，是美元体系韧性极为重要的来源。美元体系出现之前，布雷顿森林体系是基于蒙代尔的三元悖论和欧洲传统威斯特伐利亚国家概念基础之上的。蒙代尔的三元悖论强调国际储备货币的作用和汇率制度安排，而威斯特伐利亚国家概念则是人们所说的“三合一”，即一国的疆域、决策区域与货币区域完美重叠。但这个理念混淆了国家的作用，并忽视了同质性离岸在岸不同形式货币的存在，因此渐渐与后布雷顿森林体系的金融全球化现实逐渐脱离。

离岸美元市场的形成标志着货币辖区 (Monetary Jurisdiction) 和货币区域 (Monetary Area) 的分离，从而为离岸欧洲美元市场的信用创造带来了巨大的机会。在离岸欧洲美元市场形成之初，美国货币辖区内的银行，借助“外国银行负债”项下的美元存款，通过在欧洲分支的信用倍数作用，以贷款创造出美元存款，即离岸美元的新形式。进入 1980s，离岸美元以更简便的方式被创造出来。通过设立特殊目的公司，ABCP (Asset Backed Commercial Paper) 可以像银行一样从事信贷业务，同时成功规避了国际监管对银行贷款业务的拨备要求，离岸美元也就此被创造出来。1965 年，欧洲美元市场的规模约 1,000 亿美元，到 2016 年，其规模达到 14 万亿美元，增长了 140 倍。由于离岸美元和在岸美元始终保持着稳定的 1:1 兑换比率，离岸欧洲美元市场减少了美元体系对汇率制度的依赖。此外，离岸美元市场的存在使之前布雷顿森林体系下，各国只有通过美国保持经常账户逆差方可获得美元不再是获取美元的唯一渠道，通过离岸市场的拆借，同样可以减少对美元储备货币的依赖。至此，支持美元为主导货币的三大支柱 --- a) 美元作为国际支付货币的基础设施；b) 用于美元储备资产管理和满足美元资产配置的兼具广度和深度的金融市场；以及 c) 支持美元为国际储备货币的全球流动性网络 --- 在市场力量的主导下和政府的参与下得到了有力的加强。

三、美元体系的脆弱性

布雷顿森林体系的脆弱性来自“特里芬难题”揭示的内在矛盾，美元体系的内在脆弱性被所谓“新特里芬难题”所取代。所谓“新特里芬难题”，是指在美元充当主要国际储备货币的情况下，美国货币政策内外目标难以兼顾的现象。事实上，自 1970s 年代以来，美国货币政策的“溢出”“溢进”效应使美国货币政策的空间日益狭小，国际资本借助政策周期所寻求的利差交易 (Carry Trade) 愈加强大，最后，伴随美国货币政策周期的国际大小金融危机日益频繁。诚然，美国在后布雷顿森林体系逐步建立起全球“最终贷款人”和“最终做市商”的角色，但由此美联储也将自身置于整个国际货币体系的生态之中，从而自觉不自觉地助长了道德风险 (Moral Hazard)。于是，美联储每一次化解国际危机的后果，可能为下一次更大危机的到来埋下种子。

美国货币政策至少通过三种渠道“外溢”到境外。以本次美国升息为例，其一，为应对国内通胀，升息造成美元升值，而拥有美元外债的海外债务人以本币计算的还债成本增加，徒增了外债违约的风险；如 1980s 年代的拉美债务危机。其二，在美元升值的情况下，外国从美国进口的商品折成本币后价格上升，引发输入型通胀。其三，美元升息，还可能造成一些国家外储流失、国际收支恶化、本币贬值、信贷收缩和经济衰退一连串连锁反应；如 1997 年亚洲经济危机。

问题在于，这些“外溢”在当下全球债务激增的背景下可能被快速放大。据 IIF 的



估计,当前全球债务已达到 305 万亿美元,比新冠疫情前增加了 45 万亿美元,并且还在快速增长。其中,新兴经济国家的债务达到 100 万亿美元,是 GDP 的 250%。巨额的债务加上升高的利率造成债务偿还负担增加,债务危机加深。经过 2008 年的全球金融危机和 2020 年的新冠疫情,美国的国债已高达 32.5 万亿美元,达到 2008 年的 10.3 万亿美元的 3 倍以上。据美国国会预算办公室(“CBO”)估计,2023 年美联储升息将造成美 10 年国债平均利率上升到 3.9%,3 个月国债的平均利率上升至 4.5%,比升息前的 2022 年分别上涨了 0.9 个百分点和 2.5 个百分点。这意味着,升高的利率除了增加政府还息负担之外,还会导致债务增长加快。CBO 估计,公众持有美国国债占 GDP 的比重将从 2022 年的 96.9% 上升到 2029 年的 108.9%,这无疑会加大美元体系的脆弱性。

美元体系脆弱性还来自另一个背景因素,即本次美联储升息前全球的超低利率环境,包括欧洲和日本在内的多个国家实行的负利率政策。从利率环境的一个极端跳到美联储的快速升息,不仅会造成债务负担增加,还会造成持有人资产的浮亏增加。取决于所持债务的久期结构,据估计,目前投资人平均浮亏大约为债券持有额的 11% 左右。考虑到近几年私人部门持有的国债在持续增加,浮亏带来的潜在风险是巨大的。在欧洲,截至 2022 年底,丹麦金融机构所持国债比重达到 75%,瑞典为 74%。在美国,公众持有的美国国债无论是相对 GDP 的比重,还是绝对金额都在上升。2011 年公众持有的美国国债为 6 万亿美元,到 2022 年底则达到 17.3 万亿美元。如果按 11% 的浮亏计算,这意味着浮亏总额高达 1.9 万亿美元。即便减去美联储和外国央行的持有,其他如银行、公募基金等的浮亏总额也有 8,200 亿美元,相当于美国前 7 大银行一级资本的总和。今年以来,美国升息已经导致英国养老基金发生资产负债错配、瑞士信贷银行解体和美国多家银行破产重组。

一直以来,学术界和业界都认为“特里芬难题”是导致布雷顿森林体系解体的根本原因。但“特里芬难题”可能只是必要条件,没有战后资本管制的放松和投机资本的肆虐,布雷顿森林体系的解体至少不会来得如此之快。近几十年来,国际资本流动大幅增加,银行和“影子”银行的壮大使全球套利机会在资本的挟持下时间窗口缩短,反过来促使投机资本快速聚集而又可能瞬间离去,加大了国际资本市场的波动性。比如利差交易,会随着各国利率相对水平的变化,在融资国和目标国之间大规模流动,当情况“正常”时赚取微小利润;而一旦各国利率和汇率发生突然大幅变化时,又可能导致大规模利差崩溃(Carry Crash)。本文作者曾在另一篇拙文中提到,美元体系下,“在货币政策发生突然变化时,根据原来政策(如低利率)环境,按照当时投资参数设计的各种金融交易和金融运作,骤然间便可能爆发出巨大风险”,给国际货币体系造成严重威胁。

四、预判未来

似乎有两种平行的力量在对现行美元体系提出挑战:一个是根据现存美元体系的固有缺陷,随着基本力量发生变化而提出的挑战;另一个是因抗拒美元霸权,对美西方制裁的反制。前者代表着国际货币体系自然演变过程,后者则是地缘政治冲突激化的反应;两者交织在一起,使未来国际货币体系的演进路径更加扑朔迷离和难以辨识,同时也给各国如何应对提出了更大的挑战。如果断定地缘政治因素只是加快全球经济多极化的形成而不是根本逆转全球化分工,那么,未来的国际货币体系演进的路径可能会更受前一种力量主导,而各国就此的政策应对也应该有相应的调整。

如果从战后国际货币体系的沿革推演其未来,当下的美元体系已经具备多元体系的雏形,只是缺乏储备货币国间的风险分配机制和危机时的流动性共担机制。中长期内,在全球化遭遇地缘政治解构和多元经济体逐步兴起的情况下,受制于“新特里芬难题”的约束,诸如当年一种储备货币(如美元)替代另一种储备货币(如英镑)的历



史恐怕不会重演。取而代之的可能是以下三种可能之一：其一，扁平式多元化国际货币体系的蓄势崛起，即双边货币、区域性货币主导的双边和区域性经济崛起，同时，美元体系的重要性大幅降低；在全球化被区域化替代的情况下，形成如美国、欧洲和中国相互竞争的鼎力之势。其二，超主权国际货币体系在现行体系遭遇重大危机后代之而起，即或多或少回到布雷顿森林体系创建之初英国经济学家凯恩斯提出的方案，其中，国际货币基金组织创立的补充性储备货币 SDR 或某种全新的货币取代美元成为新储备货币。其三，考虑到全球经济的基本格局，国际储备货币在贸易、投资和政策工具的广泛应用，以及地缘政治的复杂多变，继续以美元为核心，同时以包括人民币在内的其他国际储备货币为次核心的、在现有多元架构已具雏形的基础上，形成一种金字塔式的多元国际货币体系。

这三种可能性中，考虑到美元体系的现状及其韧性和脆弱性，第三种可能似乎更加现实。从中国的角度出发，金字塔式的体系在现有的局面下提供了人民币国际化的空间，同时又能保证该过程的循序渐进；从政策制定者的角度来看，其间的成本和效益大概率更符合当前人民币定位和利益结构。鉴于篇幅有限，我们将在下一篇文章中对此做出更详尽的分析。

免 责 声 明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，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。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。