



IMI

大金融書系
Macro-Finance Book Series

新秩序

美联储货币互换网络
重塑国际货币体系

徐以升◎著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE



IMI

大金融書系

Macro-Finance Book Series

新秩序

美联储货币互换网络重塑国际货币体系

徐以升◎著



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

新秩序: 美联储货币互换网络重塑国际货币体系 / 徐以升著.

北京: 中国经济出版社, 2016. 4

ISBN 978 - 7 - 5136 - 4207 - 1

I. ①新… II. ①徐… III. ①国际货币体系—研究 IV. ①F821. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 063564 号

责任编辑 姜 静 徐党维

责任审读 霍宏涛

责任印制 马小宾

封面设计 华子图文

出版发行 中国经济出版社

印 刷 者 北京科信印刷有限公司

经 销 者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 12.25

字 数 152 千字

版 次 2016 年 4 月第 1 版

印 次 2016 年 4 月第 1 次

定 价 48.00 元

广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68330607)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68355416 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 88386794

IMI · 大金融书系

编辑委员会

顾问：苏 宁 王兆星 潘功胜 李若谷 李 扬 夏 斌

任志刚 (Joseph Yam Chi Kwong)

罗伯特·蒙代尔 (Robert A. Mundell)

史蒂夫·汉克 (Steve H. Hanke)

埃德蒙·阿尔方戴利 (Edmond Alphandery)

亚辛·安瓦尔 (Yaseen Anwar)

主 编：陈雨露

编 委：贲圣林 曹 彤 陈卫东 丁志杰 Robert Elsen

Tomoyuki Fukumoto 郭庆旺 胡学好 纪志宏

焦瑾璞 金 煜 Jaya Josie Rainer Klump

Il Lee Hong 刘 珺 陆 磊 David Marsh

Juan Carlos Martinez Oliva Herbert Poenisch 瞿 强

Alain Rase Alfred Schipke Anoop Singh Wanda Tseng

涂永红 王永利 魏本华 向松祚 宣昌能 张 杰

张晓朴 张之驤 赵海英 赵锡军 周道许

从“牙买加体系”进入“大西洋体系”^①（代序）

2013年10月31日，全球六大中央银行达成无期限、无限额货币互换协议。国际流动性供给机制的改变，标志着国际货币体系新时代的到来。

“大西洋体系”

2013年10月31日，美联储、欧洲中央银行、英国中央银行、日本中央银行、加拿大中央银行和瑞士中央银行这全球六家主要中央银行宣布，将把现有的临时双边流动性互换协议转换成长期货币协议。在得到进一步通知之前，上述互换协议将持续有效。长期协议将充当稳定流动性的角色。根据美联储的公告，这些互换协议在六大中央银行间建立起了“双边货币互换网络”（a network of bilateral swap lines），一旦签订双边互换协议的两家中央银行认为当前市场状况可以保证互换发生，那么有流动性需求的中央银行就可以按照协议规定获得来自其他五家中央银行的五种货币流动性。

1971年布雷顿森林体系崩溃后，国际货币体系进入了“牙买加体系”时代。与布雷顿森林体系时代的主要特点——黄金基础、固定汇率、非美元货币无竞争不同，“牙买加体系”的主要特点是黄金非货币化、浮动汇率、美元主导、货币无序竞争、全球金融危机救助机制无序。1972—2012年，全球范围内多次爆发货币和金融危机，堪称人类

① 本文由徐以升于2013年12月2日发表在《第一财经日报》评论版，此处略有改动。

经济史上国际货币金融体系最无序和混乱的 40 年。但随着上述全球六家主要中央银行货币互换网络的构建，大西洋两岸就如何应对这种无序和混乱达成了妥协。

以六家主要中央银行所构建起的货币互换网络为基础，笔者将我们当前新进入的国际货币体系称为“大西洋体系”，并把脱亚入欧、脱亚入美的日本也归入“大西洋体系”。

垄断性货币互换网络

六家中央银行的长期货币互换协议，本质上是欧洲、英国、日本、加拿大、瑞士这五家中央银行与美联储之间的货币互换协议。美联储处于货币互换体系的中心位置。当今国际货币体系中，美元依然处于绝对的中心位置，2008 年的国际金融危机和欧洲债务危机，充分证明了这一点。在 2013 年 7 月发表的《新兴市场应测试美联储货币互换》一文中，笔者论及，实际上是一个以美联储为中心的国际货币互换网络的构建，最终阻止了危机向全球蔓延。

自 20 世纪 70 年代进入浮动汇率时代之后，无论是 80 年代拉美金融危机、1992 年英镑危机、1994 年墨西哥债务危机、1998 年东亚金融危机、1998 年俄罗斯债务危机，还是 2001 年阿根廷债务危机等，各危机国家面临的选择基本是要么破产违约，要么接受国际货币基金组织（IMF）条件苛刻的救助。唯一例外的是，1994 年美国财政部为墨西哥提供了担保。而作为美国中央银行的美联储，在上述危机爆发时一直没有出手，一直没有承担国际中心货币发行人应该承担的最后贷款人职能。正是由于美联储没有承担这一职能，加上 IMF 的救助能力有限以及救助条件苛刻，各国最终将外汇储备的重点转向美元。

与之不同的是，在 2008 年的国际金融危机中，美联储通过其所构

建的国际货币互换体系，直接向互换国中央银行、间接向全球金融体系注入美元。这次危机中，美联储绕开 IMF，直接承担起国际货币体系中最后贷款人的角色。

可以说，国际货币体系在 2008 年就已经发生了深刻变化，而 2013 年以美联储为中心的临时货币互换网络正式长期化，则标志着国际货币体系真正格局性变革的到来。

2008 年雷曼兄弟公司破产之后爆发的金融危机，实质是全球美元流动性急剧短缺的危机，美元因此升值，美债因此上涨。未来美联储如果退出量化宽松政策，将出现可能没有那么急剧但将长期化的全球美元流动性短缺，从而产生 2008 年美元流动性短缺危机的“拉长版”的效果。六家主要中央银行“大西洋体系”的构建，则完成了应对未来全球美元短缺的垄断性保护堤坝。

“大西洋体系”的四大特征

相比 1972—2012 年的“牙买加体系”，我们已经迎来的国际货币新体系——“大西洋体系”具有以下基本特点：

第一，在未来美元流动性收缩基本格局之下，六家主要中央银行的垄断体系将主导全球货币金融经济体系的大分化。进入“大西洋体系”的经济体，其货币、金融市场将得到流动性支持和国际资本评估的“危机底线溢价”，而无缘该体系的全球其他经济体的货币和金融市场都将受到冲击。

第二，六家中央银行的六种主要国际货币，即美元、欧元、日元、英镑、加拿大元和瑞士法郎的相互汇率，将摆脱浮动汇率的大起大落，进入“大区间、有底线浮动时代”。这是因为，各国中央银行之间的流动性互换，实际上已经避免了汇率达到某种峰值时的货币紧缺。

第三，由于美联储通过货币互换体系为全球金融体系直接提供了近6000亿美元的流动性，那么在2008年国际金融危机中没有发挥效力的IMF的重要性则随着“大西洋体系”的建立将进一步下降。

第四，“大西洋体系”是对本质上具有稀缺意义的全球流动性的垄断。该体系内部的货币和资产在未来都将享受到国际资本对它们的“垄断溢价”，而不在该垄断体系内的货币和资产，未来将比“牙买加体系”时代更加无序、更加没有底线、更加动荡、更加具有体系性风险，全球金融资产的避险资产、风险资产划分逻辑也将发生改变。

新兴市场国家应测试美联储货币互换标准

笔者目前正在推进的课题研究“国际货币体系与国际体系的‘中心—次中心—外围’架构”，与“大西洋体系”的特征相符。在“大西洋体系”之下，美元（美国）处于中心位置，进入“大西洋体系”的欧元（欧元区）、英镑（英国）、日元（日本）、加拿大元（加拿大）和瑞士法郎（瑞士）将具有次中心属性，“大西洋体系”之外的所有货币和经济体则处于外围位置。

中国拥有较为庞大的外汇储备，这是中国防御美元短缺危机的堤坝。现在看来，中国以极高成本所构建的外汇储备防御体系，对危机的防御效力实际上不如目前五家中央银行与美联储签订的长期货币互换协议。中国在“牙买加体系”下的辛苦努力，不如这五个经济体在“大西洋体系”下与美联储的一纸协议。规则的变化是最大的变化，作为全球市场经济体系的“外围”角色，中国与所有的新兴市场国家一样，只能被动地应对这一变化。

但是，“大西洋体系”是不透明的。全球哪家中央银行有资格与美联储签订货币互换协议，并没有透明的规则可以参考。由于美元流动性

具有全球公共品特征，非“大西洋体系”经济体的中央银行应提出与美联储开展货币互换的申请，测试美联储的货币互换标准，也即测试“大西洋体系”的标准。

笔者在2013年7月发表的《新兴市场应测试美联储货币互换》一文中也建议包括中国在内的新兴市场国家应向美联储提出货币互换申请，并利用中美战略与经济对话等双边平台以及G20等国际平台，就“大西洋体系”的规则和标准发出自己的声音。对于外围货币和外围国家来说，应推动美联储成为全球体系的最后贷款人，而不是“大西洋俱乐部”的具有垄断意义的部分货币、部分经济体的最后贷款人。

谁还会是美联储的朋友，并有资格加入“大西洋体系”？

徐以升

中国人民大学国际货币研究所研究员



导 论：美元短缺新周期与本书的研究意义	1
一、全球经济进入美元短缺新周期	3
二、美元短缺新周期开启新兴市场风险新周期	10
三、美元短缺新周期下的中国经济金融变化	14
 第一章 美联储货币互换网络概述	17
一、美联储货币互换网络正式形成	19
二、货币互换网络运行机制解析	22
三、美联储货币互换网络的重要意义	28
四、美联储货币互换的有限性	31
 第二章 美联储货币互换网络的发展	37
一、布雷顿森林体系下美联储货币互换网络的建立	39
二、布雷顿森林体系下美联储货币互换网络走向衰弱	42
三、浮动汇率制下美联储货币互换网络走向终止	46
四、次贷危机后美联储货币互换网络的复兴及其作用	49

第三章 美联储建立货币互换网络的原因	59
一、在全球美元流动性短缺条件下提供流动性支持	61
二、为美联储 QE 退出的不确定性提供防护机制	65
三、在美元重要性削弱倾向下维护美元中心地位	67
第四章 美联储有选择地成为全球最后贷款人	73
一、金融全球化加剧体系脆弱性	75
二、国际最后贷款人长期缺位	80
三、IMF 不是合格的国际最后贷款人	87
四、美联储通过货币互换有选择地成为国际最后贷款人	89
第五章 欧洲中央银行成为区域性最后贷款人提升欧元地位	93
一、欧元区主要依靠自身力量摆脱欧债危机	95
二、欧元区 TARGET 2 清算体系的重要救助意义	100
三、欧洲中央银行承担最后贷款人职能助推一体化	105
四、拥有区域性最后贷款人是成为国际体系“次中心”的标志	109
第六章 东亚最后贷款人的战略缺失与中国角色	113
一、东亚地区在国际流动性需求中的角色变迁	115
二、中国在东亚区域和国际流动性供应中的角色	124
三、美元短缺新周期下中国将成为国际流动性需求方	127
四、新周期、新格局下中国角色建议	132
附录 1 研究回顾	137
附录 2 专家视点	155

图目录

图 0-1	1969—2013 年美国经常账户赤字变化情况	4
图 0-2	1989—2013 年美国联邦财政赤字变化情况	6
图 0-3	1997—2015 年石油美元首次撤出全球金融市场	8
图 1-1	美联储货币互换具体操作流程	25
图 2-1	1951—1975 年美国黄金储备与外债变化	40
图 2-2	1962—1981 年美联储货币互换	48
图 2-3	2007 年 12 月至 2010 年 7 月各国中央银行月累计拍卖 结算金额	55
图 2-4	2007 年 1 月至 2010 年 1 月外国银行与美国银行间 3 个月期 美元伦敦同业拆借利差	56
图 2-5	2007 年 1 月至 2010 年 1 月 3 个月期美元基差	57
图 3-1	1991—2014 年新兴市场与发达市场在世界名义 GDP 中的占比	68
图 3-2	1991—2014 年新兴市场与发达市场 2003 年以后人均 GDP 差距	69
图 3-3	1999—2013 年官方外汇储备货币构成	70
图 4-1	发达国家金融一体化指数	76
图 4-2	新兴市场国家金融一体化指数	76
图 4-3	美国、欧元区、日本金融一体化指数	77

图 4-4	欧洲银行业美元总头寸和头寸	78
图 4-5	欧元/美元基础利率互换	80
图 4-6	欧洲中央银行与美联储货币互换使用情况	90
图 5-1	欧元区各国 TARGET 2 余额	103
图 5-2	欧元区中心国家与外围国家 TARGET 2 余额	104
图 6-1	美联储货币政策调整与金融危机的爆发	115
图 6-2	1971 年以来美元指数历史走势周期分析	119
图 6-3	中国外汇储备规模	128
图 6-4	1994—2013 年我国贸易盈余占 GDP 比重	129
图 6-5	我国经常项目顺差占 GDP 比重	130

表目录

表 1-1	美联储货币互换额度拍卖形式	26
表 1-2	美国货币紧缩周期下新兴市场资本流动与经济危机	33
表 2-1	美联储与其他中央银行签署的双边美元互换协议汇总	51
表 5-1	第一轮欧债危机期间的主要救助政策	97
表 5-2	第二轮欧债危机期间的主要救助政策	98
表 6-1	拉美地区部分国家外汇储备	117
表 6-2	外资在东道主国家（地区）总投资中的比重	118
表 6-3	中国人民银行公布的人民币双边互换协议	126

新秩序

导 论

美元短缺新周期与本书的研究意义

美元双赤字萎缩、石油美元和大宗商品美元规模萎缩、美联储进入紧缩政策周期、美元汇率进入新升值周期，这些因素共同决定了全球经济正进入新一轮美元短缺周期，而美元短缺周期将导致新兴市场金融风险新周期。在此背景下，美联储货币互换网络的形成直接改变了以自我保险为主的国际美元流动性供给机制现状，对国际货币体系具有了不同寻常的意义。但是，这一网络却将金融风险新周期中首先受到影响的新兴市场排除在外，这就形成了当前国际货币体系中一个新的结构性矛盾。

在全球经济金融美元短缺新周期和新兴市场进入金融风险新周期的国际宏观背景下，中国内部却发生了潜在经济增速下行、基础货币生产由外向内被动转型、经济风险突出等重大变化。因此，认清美联储货币互换网络形成的影响与意义，认清由此造成的国际美元流动性供给新机制，认清中国在此变局中所处的地位，并以此为基础思考中国的发展战略，具有时代紧迫性和重大意义。

一、全球经济进入美元短缺新周期

当今国际货币金融经济体系的基本格局，是全球金融周期决定全球经济周期，而作为国际货币体系中心货币的美元的周期则主导着全球金融的周期。作为国际流动性，美元在全球体系的盈缺，是全球金融周期的关键基础。

1944年布雷顿森林体系确立，构建了以美元为中心的国际货币体系。1971年布雷顿森林体系崩溃，意味着美元与黄金脱钩，但并未导致美元崩溃。实际上，在浮动汇率制下，各国为防止受到过度冲击，持有美元的需求反而上升。如1973—1977年国际货币体系进入浮动汇率制后，美元相对于其他国家货币总体上是稳步升值的。可以说，美元始终扮演着实际上的国际主导货币和中心货币的角色。

提供足够的国际流动性，是任何国际货币体系必须具备的两大功能^①之一。余永定教授指出，布雷顿森林体系确立后，美国提供国际流动性主要经历了三个阶段的变化：第一阶段为1945—1971年，美元同黄金挂钩，通过资本项目逆差提供国际流动性；第二阶段为1971—1982年，美元同黄金脱钩，通过资本项目逆差提供国际流动性；第三阶段是1982年之后，美元同黄金脱钩，通过经常项目逆差提供国际流动性。

当前，随着国际经济金融形势的变化，全球经济正进入新一轮美元短缺周期。这一判断主要基于三个变化。

^① 另一项功能是提供足够的国际流动性和调整国际收支。