

# 基于美元环流视角的美元本位 对世界经济的影响研究

赵国华 著




中国言实出版社



# 基于美元环流视角的美元本位 对世界经济的影响研究

赵国华◎著

 中国言实出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

基于美元环流视角的美元本位对世界经济的影响研究/  
赵国华著. -- 北京: 中国言实出版社, 2017.1

ISBN 978-7-5171-2103-9

I. ①基… II. ①赵… 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 300489 号

责任编辑: 胡明

文字编辑: 张丽

封面设计: 徐晴

出版发行 中国言实出版社

地 址: 北京市朝阳区北苑路 180 号加利大厦 5 号楼 105 室

邮 编: 100101

编辑部: 北京市海淀区北太平庄路甲 1 号

邮 编: 100088

电 话: 64924853 (总编室) 64924716 (发行部)

网 址: [www.zgyscbs.cn](http://www.zgyscbs.cn)

E-mail: [zgyscbs@263.net](mailto:zgyscbs@263.net)

经 销 新华书店

印 刷 北京京华虎彩印刷有限公司

版 次 20 17 年 1 月第 1 版 2017 年 1 月第 1 次印刷

规 格 71 0 毫米×1000 毫米 1/ 16 1 0.5 印张

字 数 18 2 千字

定 价 35 .00 元 I SBN 978-7-5171-2103-9

## 摘 要

在当今的国际货币体系中，美元处于中心地位，充当了世界货币的角色，这就产生了美元本位。美元在全球形成了这样一种循环：广大新兴市场国家与发展中国家尤其是东亚国家和中东石油国家通过出口商品与服务获得美元，之后，又将这些美元以购买美元债券（包括美国政府债券和公司债券）的形式回流到美国，这就产生了美元环流。美元本位、美元环流与全球经济失衡、全球流动性过剩、全球金融危机等问题有着怎样的联系？美元本位、美元环流给美国经济带来了哪些影响？美元本位、美元环流给中国经济带来了哪些影响？这是本书试图探讨的问题。

本书共分为三个部分：第一部分包括第 1 章、第 2 章，主要阐述了研究背景、研究意义，并对本研究领域现有文献进行了综述；第二部分包括第 3 章、第 4 章和第 5 章，分析和验证了美元本位、美元环流对世界经济、美国经济、中国经济的影响；第三部分为第 6 章，对美元本位的演进趋势和中国的对策进行了探讨。

在美元本位给世界经济带来的问题方面，本书通过数理模型和实证分析的方法，阐明了美元本位、美元环流是全球经济失衡、全球流动性过剩、全球金融危机的重要原因。在美元本位对美国经济的影响方面，阐释了美元本位不但为美国带来了巨额国际铸币税，还带来利差收益、通货膨胀收益、汇率变动收益等间接收益，同时也给美国带来了债务经济和去实业化的问题。美国的经常账户和财政双赤字没有阻碍美国经济的增长，而且在很大程度上促进了美国经济的增长，美元环流在这个过程中发挥了重要作用。通过计量分析，验证了美元环流是拉低美国长期国债利率的重要原因。在美元本位对中国经济的影响方面，阐释了美元本位给中国带来的损失，包括国际铸币税损失和实际购买力损失。提出了美元本位下中国外汇冲销引致的金融机构资金配置扭曲问题，包括：

金融机构资金运用中外汇占款占比远远大于净出口对国内生产总值增长的贡献率，金融机构对国内部门的资金配置出现了扭曲；金融机构贷款中中长期贷款比重大于短期贷款比重而且差距呈逐渐拉大的趋势，金融机构对实体经济的支持力度不断弱化；金融机构表外业务比例大幅增加，弱化了央行金融调控的有效性。分析了美元本位下中国外汇储备与 GDP 之比动态增长路径。在美元本位的演进趋势方面，短期看美元本位仍将持续；中期看美元本位会逐步被多元货币体系替代；长期看超主权货币会随着全球化的发展而实现。探讨了中国的对策，包括提升外汇储备管理能力、出口导向战略升级、积极推进人民币国际化以及“一带一路”战略带来的契机。

# Abstract

In today's international monetary system, the dollar is in central position. The dollar acts as the role of a world currency, so this creates dollar standard. The dollar forms such circumfluence in the global scale: the emerging market countries and developing countries, especially East Asia countries and the Middle East oil countries, export goods and services to gain dollars, and then will buy dollar bonds, including the United States government bonds and corporate bonds. So these dollars will return to the United States, this creates the dollar circumfluence. How do the dollar standard and dollar circumfluence link with global economic imbalances, global excess liquidity, and global financial crisis? What are the impacts that the dollar standard and dollar circumfluence bring to the U.S. economy? What are the impacts that the dollar standard and dollar circumfluence bring to the China's economy? This is the issue that this book attempts to explore.

The first part of this book includes the first and second chapters, mainly elaborates the background and significance of the research, as well as the review of literature in these fields. The second part includes the third, four, and five chapters, analyzes and validates the impacts that the dollar standard and dollar circumfluence bring to world economy, U.S. economy, and China's economy. The third part is the sixth chapter, the evolution of the dollar standard and China's countermeasures are discussed in this part.

In terms of problems that the dollar standard brings to the world economy, based on the mathematical model and the empirical analysis method, this book illustrates the dollar standard and dollar circumfluence are the important reason for global economic imbalances, global excess liquidity, and global financial crisis. In terms of the impacts that the dollar standard brings to the U.S. economy, this book illustrates the huge international seigniorage and the indirect benefits of interest difference, inflation, and exchange rate changes. This book also simultaneously illustrates the problems that the dollar standard brings to the U.S., including debt

economy and deindustrialization. Twin deficits in current account and finance do not hinder the economic growth of the U.S. In a great extent, twin deficits promote the economic growth. Dollar standard plays an important role in the process. Through econometric analysis, this book verifies the fact that dollar dominance is an important reason for low interest rates of America's long-term treasury securities. In terms of the impacts that the dollar standard brings to the China's economy, this book illustrates the losses that dollar standard brings to the China, including the losses of international seigniorage and the losses of actual purchasing power. This book puts forward the problem of distortion of capital allocation in financial institutions because of sterilization, including: proportion of position for foreign exchange purchase is more than the contribution of net exports to GDP growth, so it brings the distortion of capital allocation for domestic department in financial institutions; proportion of long-term loans is greater than the proportion of short-term loans and the gap is gradually widening, so it weakens the support to the real economy by financial institutions; proportion of off-balance sheet business increases dramatically in financial institutions, so it weakens the effectiveness of the central bank's financial regulation. The dynamic growth path of the ratio between China's international reserves and GDP is discussed. This book forecasts evolution of the dollar standard. The dollar standard will be continued in short term; dollar standard will be replaced gradually by multiple monetary system in the midterm; a super-sovereign currency will implement in the long run along with the development of globalization. The countermeasures of China are discussed, including improving the capacity of foreign exchange reserve management, upgrading the export-oriented strategy, promoting the internationalization of the RMB actively, and leveraging the opportunity of "One Belt and One Road" strategy.

# 目 录

<b>第 1 章</b>	<b>导论</b> .....	1
1.1	研究背景与研究意义.....	1
1.2	研究思路和研究框架.....	4
1.3	研究方法与创新点.....	5
<b>第 2 章</b>	<b>文献综述</b> .....	8
2.1	美元本位给世界经济带来的问题研究综述.....	8
2.2	美元本位对美国经济影响的研究综述.....	20
2.3	美元本位对中国经济影响的研究综述.....	23
<b>第 3 章</b>	<b>美元本位给世界经济带来的问题</b> .....	32
3.1	美元本位的表现及其产生原因.....	32
3.2	美元本位、浮动恐惧与全球经济失衡.....	35
3.3	美元本位、美元环流与全球流动性过剩.....	42
3.4	美元本位、美元环流与全球金融危机.....	49
3.5	小结.....	58
<b>第 4 章</b>	<b>美元本位对美国经济的影响</b> .....	60
4.1	美元本位为美国带来的收益与成本.....	60
4.2	双赤字、美元环流与美国经济增长.....	76
4.3	美元本位、美元环流与美国长期国债低利率.....	84
4.4	小结.....	95



<b>第 5 章</b>	<b>美元本位对中国经济的影响</b> .....	97
5.1	美元本位给中国带来的损失 .....	97
5.2	储备积累、外汇冲销与中国资源配置扭曲 .....	103
5.3	美元本位下中国外汇储备与 GDP 之比动态增长路径 .....	111
5.4	小结 .....	117
<b>第 6 章</b>	<b>美元本位的演进趋势与中国的对策</b> .....	120
6.1	美元本位的演进趋势 .....	120
6.2	中国的对策 .....	123
6.3	小结 .....	136
<b>附 录</b>	.....	138
<b>参考文献</b>	.....	143
<b>后 记</b>	.....	158

# 第 1 章 导 论

## 1.1 研究背景与研究意义

### 1.1.1 研究背景

当前国际货币体系具有非均衡的特点，在这个体系中，美元处于中心的地位，充当了世界货币的角色，McKinnon (1982) 将这一现象描述为“美元本位”。世界其他国家尤其是广大发展中国家处于国际货币体系的外围。在国际经济中，由于这些外围国家的货币不能用于国际支付，因此，这些国家必须通过出口商品与服务，或者通过吸引投资来获得美元。对于美国来说，美国可以通过购买国外商品与服务的方式输出美元，即通过经常账户输出美元；也可以通过对处于国际货币体系外围国家的直接投资或证券投资的方式输出美元，即通过资本与金融账户输出美元。近三十年来，美国主要通过经常账户来输出美元。于是，在世界经济中形成了这样一种循环：广大新兴市场国家与发展中国家尤其是东亚国家和中东石油国家通过出口商品与服务获得美元，之后，又将这些美元以购买美元债券（包括美国政府债券和公司债券）的形式回流到美国，这就产生了美元环流。

通过美元环流，美元本位对世界经济、美国经济、美元债权国经济都产生了深远的影响，主要表现如下。

#### 1. 美元本位对世界经济产生的影响

首先，美元本位成了全球经济失衡的重要原因。随着全球化的发展，广大外围国家对国际储备货币的需求越来越大，而这些国家只有通过商品与服务贸易即经常账户顺差来获得国际储备货币。因此，在世界经济中出现了这样的现象：一些中东石油输出国和东亚采取出口导向的国家存在持续的经常账户顺差，而美国则形成了持续的经常账户逆差，全球经济失衡问题因此产生。同时，美国经常账户逆差的持续扩大引起了市场对于全球经济失衡可持续性的担忧。

其次，美元本位带来了国际金融市场的流动性泛滥，为全球金融动荡埋下了隐患。美元本位主要从两个方面带来了国际金融市场的流动性泛滥：一方面

是那些经常账户对美国保持顺差的国家，它们会从美国输入流动性。如果这些经常账户顺差国实行的是固定汇率制（事实上大部分的美元顺差国，尤其是东亚，往往采取盯住美元的汇率制度，即使汇率浮动，浮动区间也很小），当它们的出口商获得美元之后，大体会分成两部分：一部分成为顺差国商业银行等金融机构的美元头寸，另一部分则会通过顺差国商业银行汇聚到顺差国的中央银行兑换成顺差国的货币。如果这些货币冲销的不完全，这些增加的货币作为基础货币，通过货币乘数效应，就会大大增加顺差国的流动性；另一个方面是通过回流美元的循环又进一步造成了全球流动性的泛滥。当顺差国民间结汇之后，顺差国的外汇管理当局便拥有了这些美元。顺差国的外汇管理当局需要使这些美元保值增值，因此往往会购买美元债券，这样美元就会流回美国。因此，虽然美国的经常账户赤字和政府财政赤字都很高，但这些回流的美元又为美国资本和金融账户带来了很高的盈余，相当于为美国提供了大量的融资。这些流回美国的美元，一部分会回到出售美国国债和政府机构债券的美国官方机构手中，之后会通过政府转移支付和财政支出，通过消费世界其他国家的商品和服务流出美国。另一部分会回到非官方的美国金融机构手中。这些美元可能是以出售公司的股票、债券等金融产品的形式，也可能是以存入美国的商业银行等金融机构的存款形式流回美国国内。这部分回流的美元最终会投放到各类私募基金、对冲基金和商业银行手中作为投资和商业贷款再次流向美国境外的其他地方，美元的全球循环继续进行。由于全球流动性的泛滥，国际金融市场充斥着大量的流动资本，为全球金融动荡埋下了隐患。

最后，在美元本位下，美国货币政策会影响到美元需求国的金融稳定，严重时甚至会引发一些国家的金融危机。由于存在美元本位，美元的使用分为美国国内和美国国外两部分，美联储不仅仅是美国的中央银行，也充当着世界的中央银行的角色。美联储对美国国内担负着维护美元币值稳定的职责，根据美国国内经济运行情况调控利率和货币供给，美元在美国国外币值是否保持稳定则不是其硬性约束，它并不会主动承担起维持美元汇率稳定的义务。在美元本位条件下，美国的利率调整对美元需求国的资本流动会产生很大的影响。当美联储持续降低美国国内利率时，大量资本从美国国内流出，流入世界其他国家，推动了这些国家资产价格的上涨，吹大了这些国家的资产泡沫；当美联储持续提高美国国内利率时，美元对其他国家投资者的吸引力上升，大量资金回流到美

国国内，而其他国家的货币则出现贬值，这种贬值又会带来进一步货币贬值的预期，加速了这些国家资本的流出，引发了这些国家资产泡沫的破灭。那些外资流动性强并且本国经济基本面相对较脆弱的国家很可能成为受害者，严重时会导致金融危机的发生。

## 2. 美元本位对美国经济产生的影响

外国购买者现在几乎持有全部美国国债的一半，这在一般意义上表明这些国家向美国经济提供了廉价和巨额美元信贷。这些信贷，压低了美国国内的利率水平。从短期看，这种低利率使得美国经济在财政赤字和经常账户赤字的条件下仍能保持增长。而从长期看，由于这些廉价和巨额美元信贷，产生了对美国家庭和美国政府越来越软的约束，最终导致了美国的储蓄降到了很低的水平和美国政府庞大的财政赤字。美国需要从世界市场，特别是从东亚大量借款，以防止美国国内信贷的不足，防止美国国内投资的急剧减少。美国的经常账户赤字和政府财政赤字越来越大，它们的可持续性受到了越来越多的关注。随着美国经济虚拟化程度的不断提高，美国的实体经济则不断萎缩。

## 3. 美元本位对美元债权国经济的影响

东亚国家是美国重要的债权国。就债权国而言，本币升值可能导致本国贸易竞争力的丧失，因此在这种情况下，由于东亚国家对美国保持着顺差，东亚国家中央银行不得不持续地买入美元以防止本国货币出现它们所不希望的上漲。这导致了两个结果：一是美元债权存量的不断累积；二是本币面临更大的来自国内外的升值压力。东亚各国政府面临两难选择。另一方面，由于东亚国家中央银行需要持续地投放本币购买美元，这些投放的货币属于基础货币，如果这些货币冲销的不完全，则会通过货币乘数效应，大大增加这些国家国内的流动性，从而产生经济过热的风险。同时，随着美元有效汇率的不断走低以及美国实行量化宽松货币政策而带来的潜在的美国通货膨胀率增高的风险，外国债权人手中外汇储备真实购买力降低的风险大大增加了。

从上面的分析可以看出，美元本位是世界经济动荡的重要根源。正是在这种背景下，中国人民银行原行长周小川（2009）提出了建立超主权储备货币的构想<sup>①</sup>。周小川指出，在美元本位下，不仅是国际储备货币的使用国要付出沉重的代价，而且国际储备货币的发行国也在付出日益增大的代价。由此产生的

---

<sup>①</sup> 周小川：《关于改革国际货币体系的思考》，载《中国金融》，2009（7），8页。

危机未必是国际储备货币发行当局的故意，但却是现行国际货币体系制度性缺陷的必然。周小川认为，创造一种与主权国家脱钩、并且能够保持币值长期稳定的国际储备货币，从而避免某一国家主权信用货币作为国际储备货币的内在缺陷，将是现行国际货币体系改革的理想目标。

### 1.1.2 研究意义

#### 1. 理论意义

美国金融危机的发生对世界经济产生了深刻影响，世界经济也越来越受困于美元本位。美国的货币政策通过美元本位向全世界传导，直接影响世界各国经济的稳定。与美国的贸易关系越紧密，受到的影响就越大。更深刻地理解美元本位，更深刻地认识美元本位的本质和危害，可以为国际货币体系的重构和我国的经济改革提供相应的理论依据。基于上述判断，对美元本位、美元环流对世界经济的影响进行研究，具有一定的理论价值和学术意义。

#### 2. 实践意义

美元本位本身存在着深层次的、不可调和的矛盾。中国经济发展到一定阶段，越来越受困于美元本位。如何应对这种状况，成了摆在中国面前的难题。因此，研究美元本位对中国经济带来的影响，以及中国如何应对具有重要的实践意义。同时，截至 2013 年年底，我国外汇储备余额已达 38213.15 亿美元，中国成为美国最大的债权国，如何维护中国的外储安全，争取中国在国际货币领域的话语权，具有一定的实际应用价值。

## 1.2 研究思路和研究框架

### 1.2.1 研究思路

本书通过对已有文献的梳理和对大量经济事实的观察，认为美元本位对世界经济的许多方面都产生了深刻影响，世界经济的许多问题都与美元本位有着很多的联系。因此，从美元环流的视角对美元本位对世界经济的影响进行研究，有助于加强对世界经济问题的理解。本书首先阐述了研究背景、研究意义，并对本领域现有文献进行了综述。其次，从世界经济、美国经济本身、中国经济的角度对美元本位产生的影响进行了分析。最后，展望了美元本位的演进趋势并提出了中国的对策。

## 1.2.2 研究框架

美元本位在很多方面对世界经济产生了深刻的影响，本书选取了三个方面对美元本位的影响进行分析。本书的研究框架如下。

### 1. 导论

首先介绍了本书的研究背景和意义。其次，对本书的研究思路、研究框架、研究方法、研究的创新点和不足进行了介绍。

### 2. 文献综述

从美元本位给世界经济带来的问题、美元本位对美国的影响、美元本位对中国经济影响等方面进行了文献综述。

### 3. 探讨了美元本位给世界经济带来的问题

分析了美元本位、美元环流与全球经济失衡、全球流动性过剩、全球金融危机的联系，阐明了美元本位、美元环流在其中的作用。

### 4. 探讨了美元本位对美国的影响

美元本位对美国的影响包括美元本位为美国带来的收益与成本、美元本位与美国经济增长、美元本位与美国长期国债低利率等方面。

### 5. 探讨了美元本位对中国经济的影响

美元本位对中国经济的影响包括美元本位给中国带来的损失、美元本位与中国资金配置扭曲、美元本位下中国外汇储备与 GDP 之比动态增长路径等方面。

### 6. 对美元本位的演进趋势和中国的对策进行了探讨

探讨了美元本位在短期、中期、长期内的演进趋势。提出了中国的对策，包括提升外汇储备管理能力、推动出口导向战略升级、积极推进人民币国际化以及抓住“一带一路”战略带来的契机等。

## 1.3 研究方法与创新点

### 1.3.1 研究方法

#### 1. 规范分析和实证分析相结合的方法

通过对国内外相关文献进行综述，梳理了美元本位的影响已取得的研究成

果和尚存在的不足。在此基础上，以文字叙述或数理模型的方式构建了本书的理论框架。再通过实证的方法，对建立的理论模型进行验证。

## 2. 数理经济学的分析方法

本书收集了一些国家的数据，尤其是美国和东亚国家的国际收支、国内生产总值、政府财政赤字、储蓄和投资、金融市场市场资产总量和结构等数据，运用计量经济学的方法对美元本位对世界经济、美国经济、中国经济的影响进行了分析。

## 3. 比较研究法

为了深入分析美元本位的影响，本书还运用了比较研究法。通过对比世界上一些国家的经济数据以及一些国家经济指标的历史数据进行比较分析，对美元本位的影响有了更全面的描述。

### 1.3.2 研究的创新点

首先，在美元本位给世界经济带来的问题方面，对传统的国际收支货币分析法进行了扩展，将储备货币国的经常账户逆差和非储备货币国的国际储备积累纳入模型，从美元本位、非储备货币国浮动恐惧角度分析了全球经济失衡。模型更好地解释了世界其他国家美元需求一直存在，但全球经济失衡却从 20 世纪 90 年代才开始加剧这一现象。

其次，现有文献多从理论上论证美元环流与美国长期国债低利率的关系，对两者之间的关系进行实证研究则较少。本书从实证角度对美元环流与美国长期国债低利率的关系进行了重要补充和深化。

最后，从中国资金配置扭曲角度对美元本位对中国经济的影响进行了分析，深入分析了美元本位、外汇冲销和中国资金配置扭曲之间的联系，拓展了美元本位对中国经济影响的分析视角。

### 1.3.3 研究的不足

由于时间和能力的限制，本书还存在很多不足，还有许多需要改进和进一步研究的地方，主要表现在三个方面。

首先，在研究内容上，美元本位对当今世界经济的很多方面都有深刻的影响，本文选取了几个角度对之进行了分析，对其他方面的影响已有较为成熟的结论而没有进行探讨。在今后的研究中，将从对较为成熟的问题从新的角度进

行研究和搜集资料发现新的问题两方面不断尝试。

其次，在研究方法上，由于数据的可得性，对一些问题没有进行进一步的计量分析，今后将进一步从实证方面对问题进行研究。

最后，由于研究资料的限制和较为缺少典型意义，因此，对美元本位对美国和中国经济的影响讨论较多，而对美元本位对其他国家的影响讨论则较少。今后将从美元本位对其他国家影响的角度进行更多探讨。



## 第2章 文献综述

### 2.1 美元本位给世界经济带来的问题研究综述

McKinnon (1982) 提出“美元本位”后，国内外许多学者从各个角度进一步研究了美元本位对世界经济带来的影响。美元本位对世界经济的影响研究主要集中在美元本位与全球经济失衡、美元本位与全球流动性过剩、美元本位与全球金融危机等三个方面。

#### 1. 美元本位与全球经济失衡

##### (1) 国外学者对全球经济失衡原因的研究

国外研究全球经济失衡的原因大体有以下几种说法。

第一，从美国的角度来分析。认为美国具有发达的金融市场，对国外具有很大的吸引力，因而带来了资本的大量流入。持这种观点的主要有 Gourinchas (2006)、Eichengreen (2006)、Forbes (2010)。

第二，从世界其他国家角度来分析。包括：发展中国家由于政治环境的不稳定因而倾向将出口得到的外汇购买政治环境稳定的发达国家金融资产角度解释了全球经济失衡；全球不同国家经济增长速度不同以及不同国家间将储蓄转化为投资的能力不同，世界其他国家尤其是发展中国家经济增速较快，但却无法将储蓄全部转化为投资，因此不得不购买美国的金融资产，因而导致了全球经济失衡；与美国发生贸易的国家由于本身金融市场的滞后，这些国家投资于美国金融市场，一定程度上导致了全球经济失衡；亚洲国家钉住美元的汇率制度是全球经济失衡的重要原因，等等。持这种观点的主要有 Dooley (2003, 2007)、Aguar (2011)。

第三，从经济发展本身以及全球化角度来分析。包括：从全球产业结构和经济周期的角度解释了全球经济失衡，国家间产业结构的不同解释了全球经济失衡长期延续的原因，经济周期则解释了全球经济失衡短期变动的的原因；从全球化的角度对全球经济失衡进行了分析，认为国际贸易和国际金融市场全球化的发展是全球经济失衡的重要原因。持这种观点的主要有 Cooper (2008)、