# 如何观察美元流动性？20260907

## 石油美元体系裂痕初显与美元流动性监测框架

## 摘要


- 石油美元体系正面临结算多元化与能源转型双重挑战，沙特对华石油出口人民币结算比例至 2026 年已超 40%。
- 人民币跨境支付系统扩张显著，2025 年成交量同比增 43%，对 SWIFT 依赖度降至 30%，削弱了美元单一依赖。
- 美债市场凭借无可比拟的流动性池构建核心护城河，去美元化虽是长期趋势，但短期内尚无货币能完全替代美元职能。
- 在岸流动性监测需关注 ONRRP 余额（流动性蓄水池）及 TGA 账户变动，利差异常跳升是风险资产下跌的领先信号。
- 离岸流动性以跨货币基差互换（XCCY）为最灵敏领先指标，基差负值走扩直接反映离岸美元供需趋紧。
- 美联储互换工具与 FIMA Repo 使用量属于滞后确认指标，其余额激增通常意味着流动性紧张已达临界点。


## Q&A

### 石油美元体系是如何建立的，其核心运行机制是什么？

石油美元体系起源于 20 世纪 70 年代。1971 年，时任美国总统尼克松宣布美元与黄金脱钩，布雷顿森林体系开始瓦解。为重塑美元的信用背书，美国于 1974 年与沙特达成协议，确立了石油美元机制。根据该协议，沙特同意以美元作为其石油出口的唯一定价货币，并主导 OPEC 国家采取同样做法。作为回报，美国向中东国家提供军事支持与安全保障。该机制的核心运行逻辑是：全球各国为进口工业发展所必需的石油，必须持有充足的美元储备，这促使各国央行优先配置美元资产（主要是美国国债），从而为美国的财政提供了融资来源，形成了一个自我强化的循环。

**自 20 世纪 70 年代建立以来，石油美元体系经历了哪些关键的历史事件，这些事件分别对该体系起到了强化还是削弱的作用？**

石油美元体系自 1974 年建立以来，经历了一系列里程碑事件，其影响可分为强化与削弱两个方面。 起到强化作用的事件包括：

1. 第二次石油危机与沃尔克冲击（1979-1980 年）：第二次石油危机导致油价大涨和美国通胀飙升。时任美联储主席沃尔克采取激进加息政策，将联邦基金利率提升至 20%以上。高利率吸引了全球资本流入，推动美元升值，巩固了 OPEC 以美元定价的逻辑。同时，OPEC 国家积累的巨额美元盈余回流购买美债，强化了石油美元的循环机制。沃尔克的行动也重塑了美联储的独立性与信誉，进而强化了美元的全球储备货币地位。
2. 海湾战争（1990-1991 年）：1990 年伊拉克入侵科威特，这是石油美元体系建立后产油国核心地区首次出现军事冲突。以美国为首的多国联军于 1991 年初介入。此次军事行动是美国以军事力量为石油美元体系背书的典型案例，向全球传递了明确信号：任何威胁海湾地区稳定和美元计价秩序的行为都将面临美国的军事回应，从而强化了美国军事担保的信誉。
3. 亚洲金融危机（1997-1998 年）：1997 年泰国放弃盯住美元的汇率机制，引发了席卷亚洲新兴市场的金融危机。危机过后，包括中国、菲律宾、马来西亚、印尼、印度在内的亚洲国家深刻认识到持有充足美元储备对于抵御外部冲击的重要性。自 1997 年起，这些国家开始显著加速积累美元外汇储备，从而强化了美元的储备地位。

对体系产生动摇或削弱作用的事件包括：

1. 石油欧元与伊拉克战争（2000-2003 年）：2000 年，伊拉克宣布在联合国的“石油换食品”计划中，将其石油出口结算货币从美元转换为欧元。此举被视为对石油美元体系的根本性动摇。随后，美国及其盟友于 2003 年 3 月发动伊拉克战争。战后，美国政府立即要求伊拉克将石油出口结算恢复为美元计价。尽管“石油欧元”的尝试被终止，但该事件揭示了产油国若转向其他货币结算，将对美元的储备地位构成实质性威胁。
2. 全球金融危机（2008 年）：由美国次贷危机引发的全球金融风暴，暴露了美国自身金融创新过度可能引发全球系统性风险的问题，导致全球对美元信用的信任度受到重创。这成为美元储备货币地位开始动摇的重要转折点。2009 年，时任中国人民银行行长周小川发表文章，提出了建立“超主权储备货币”的构想，以克服单一主权信用货币的内在风险。从数据上看，自 2008 年第二季度起，海外持有者在美国国债中的占比见顶并持续下降；同时，全球范围内对 SDR（特别提款权）等非美元储备资产的增持开始明显加速。
3. 美国页岩油革命（2014 年起）：技术变革使美国从能源进口国转变为全球最大的石油出口国之一，实现了能源自给自足。这一变革对石油美元体系是一把双刃剑。一方面，美国能源独立增加了其地缘政治筹码，有强化作用。另一方面，中东国家石油出口份额的相对下降引发了其对协议稳固

性的担忧，同时美国石油进口的大幅减少也导致石油美元循环规模的收缩，从而削弱了该体系。

4. 俄乌冲突（2022-2023 年）：俄乌战争爆发后，以美国为首的西方国家对俄罗斯实施了大规模金融制裁，冻结了俄罗斯央行约 3,000 亿美元的储备资产。这一举措对石油美元体系构成了重要冲击。

**鉴于 2022 年以来全球地缘政治格局的变化，特别是对俄罗斯的金融制裁凸显了美元的武器化问题，当前石油美元体系面临哪些主要挑战，其稳固性受到了何种影响？**

当前石油美元体系的稳固性正面临两大主要挑战，具体表现为体系出现了两方面的裂痕。 第一，国际结算体系呈现多元化建设趋势。以往国际结算主要以美元为主，但现在越来越多的跨境贸易开始采用本币结算。例如，中国的人民币跨境支付系统正快速扩张，截至 2025 年末已覆盖超过 190 个国家和地区，2025 年处理的支付成交量同比增长 43%，使得人民币跨境交易对 SWIFT 系统的依赖度降至 30%。同时，沙特的立场也发生了重要转变。该国从 2023 年起便开始讨论使用美元以外的货币进行贸易结算。到 2026 年，沙特对中国出口的石油中，已有超过 40%通过人民币进行结算，这与 1974 年石油美元体系建立时沙特承诺石油出口必须用美元结算的协议形成了鲜明对比。此外，俄罗斯在 2022 年受到制裁后，其出口的天然气等产品已要求使用卢布结算，中俄之间的贸易也基本实现了本币结算。包括金砖国家内部也在构建支付系统，这些举措共同推动了国际结算体系的多元化，削弱了对美元的单一依赖。 第二，全球新能源转型正在侵蚀石油美元体系的基础。该体系的核心在于全球对石油的刚性需求。然而，随着能源结构的转型，尽管石油目前仍是占比最高的能源，但其在总能源消费中的比重正处于下降趋势。如果未来风能、水力发电等新能源在能源结构中的占比持续提升，石油美元体系的根基将自然弱化。中东国家自身也已意识到这一趋势并开始寻求经济转型，例如沙特提出的“2030 愿景”便旨在石油需求达到峰值前完成国家经济结构的转型。当中东产油国主动为“后石油时代”做准备时，整个石油美元体系的地位将进一步被削弱。

**尽管石油美元体系面临挑战，但其韧性体现在哪些方面？从长期历史视角看，美元作为全球储备货币的地位是否会终结，以及未来的替代方案可能是什么？**

尽管存在裂痕，但石油美元体系及美元霸权在短期内并不会坍塌，其韧性主要体现在以下几个方面。首先，美债市场依然是全球规模最大、流动性最好的单一固定收益市场，其提供的流动性池子是欧债、中债等其他主权国债无法比拟的，这为美元霸权提供了最强的护城河。其次，目前尚无任何一种货币能够完全接替美元的职能。无论是欧元还是人民币，其国际化程度与美元相比仍有较大差距。而一些国际组织提出的替代货币方案，如金砖国家货币或 mBridge 项目，仍处于发展的初级阶段，尚未形成完备的国际结算体系。因此，去美元化将是一个缓慢的

长期过程。 从历史角度看，根据“特里芬难题”理论，任何一个国家的货币在充当国际储备货币时，该国必须维持货币流出（即贸易赤字）以向全球提供流动性，但这将不可避免地侵蚀该货币的长期信用基础。回顾储备货币的历史，其主导地位的寿命通常在 80 年至 130 年之间，例如英镑作为储备货币的时间长达 130 年，而荷兰盾和葡萄牙埃斯库多的寿命约为 80 年。因此，美元作为全球储备货币的地位终将有结束的一天，但短期内易主的可能性很小。展望未来，下一个阶段的国际储备体系甚至有可能出现一种超主权的货币来取代美元。

## 如何从不同视角界定美元流动性，以及应如何分类进行监测？

美元流动性可以从三个不同的视角进行理解。第一，从美联储的视角看，流动性等同于准备金。在当前充足准备金的货币政策框架下，商业银行存放在美联储准备金账户的余额是流动性的主要载体，代表了银行可立即用于满足提款或汇款需求的资产。第二，从市场参与者的视角看，流动性体现为美元的可获得性，即货币市场基金、一级交易商等私人部门在市场上相互融通美元的能力和成本。获取美元越容易、成本越低，则流动性越好。第三，从国际视角看，流动性是指全球范围内的机构（如欧洲、日本等地的境外金融机构）获取美元的难易程度和成本。为了进行有效监测，美元流动性可分为两大类：在岸美元流动性和离岸美元流动性。在岸流动性指美国境内机构获得美元的难易程度，主要由美联储通过调控其资产负债表来决定。离岸流动性则指境外机构获取美元的难易程度。

## 监测在岸美元流动性时，应关注哪些核心的量化指标和价格指标？

监测在岸美元流动性，可以从量和价两个维度进行。 在量的方面，核心指标包括：

1. 商业银行准备金余额：通过观察准备金余额本身，或其与美国 GDP、美国境内银行总资产的比率，可以判断流动性的充裕程度。若该比率快速下降，通常预示着流动性趋紧。
2. 隔夜逆回购工具（ON RRP）余额：ON RRP 是美元流动性的“蓄水池”，货币市场基金将多余现金存放于此。高余额代表体系内冗余资金充裕，可作为应对流动性危机的缓冲垫；若余额接近于零，则意味着缓冲垫消失。
3. 财政部一般账户余额：TGA 是美国财政部的“钱包”。当财政部发债时，资金从市场流入 TGA，导致其余额上升，市场流动性被抽走。反之，当财政部进行财政支出时，TGA 余额下降，向市场释放流动性。
4. 美联储资产负债表规模：美联储的量化宽松通过购买美债向市场注入流动性，导致准备金余额上升。而量化紧缩则是向市场出售美债，抽走流动性。
5. 美联储备用工具使用量：贴现窗口、常备回购便利等工具是美联储为市场提供的临时流动性支持。这些非常规工具的使用量突然上升，表明市场流动性出现不足。

人在草木间

在价格方面，主要监测以下几项关键利差： 包括 SOFR 减去 EFFR 利差、EFFR 减去 IORB 利差、SOFR 减去 ON RRP 利率的利差，以及商业票据利率减去 EFFR 的利差等。在正常情况下，这些利差应在低位平稳波动。一旦出现异常跳升，通常是市场美元流动性突然收紧的信号，可能引发美元短线走强和风险资产下跌。

**监测离岸美元流动性时，哪些价格指标和量化指标最为关键，它们各自在预警信号方面有何不同？**

监测离岸美元流动性同样可以从价格和量的指标入手，但两者在信号的灵敏度和时效性上存在差异。 价格指标是首要的监测工具，其中最核心的是跨货币基差互换（Cross-Currency Basis Swap, XCCY）。当基差走扩，即转为更深的负值时，表明离岸市场的参与者愿意为借入美元支付更高的溢价，这直接反映了该地区离岸美元的供需趋紧。价格指标是市场自发形成的领先信号，对流动性紧张状况的反应最为敏锐和迅速。 量的指标主要关注美联储为离岸市场提供的流动性支持工具的使用情况，包括：

1. 央行美元互换（Central Bank Liquidity Swaps）余额：当离岸美元出现短缺时，外国央行会通过该工具从美联储获取美元，因此其使用余额会增加。
2. 海外及国际货币当局逆回购便利（FIMA Repo Facility）额度：这是美联储为外国央行提供的另一项流动性工具。

与价格指标相比，量的指标是滞后信号。它们的变化通常发生在离岸美元流动性紧张程度已经达到一个临界点，需要美联储等官方机构介入干预时。因此，在日常监测中，应以价格指标为主，因为它们能更早地预警流动性风险；而量的指标，尤其是美联储备用工具的使用情况，更多地是确认流动性紧张已经发生。