

美元霸权:生存基础、影响和我国的对策

许少强

(复旦大学 经济学院,上海 200433)

[摘要] 美元霸权的生存基础是美元无可比拟的国际地位,维持美元地位的主要条件之一在于国际货币合作。在实践中,美元霸权给美国带来了诸多经济利益,同时给其他国家的经济造成了各种负面影响,乃至引发货币危机。由于浮动汇率制有利于美元霸权的维持和为所欲为,为此,在历次的汇率制度讨论中,美国均坚决地维护浮动汇率制。基于美元霸权和浮动汇率制之现状,人民币汇率制度的改革思路应该是尽早放弃钉住美元,回归真正的管理浮动制。

[关键词] 美元霸权 经济影响 人民币汇率制度改革

[中图分类号] F831 F120 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 0257-0289(2005)04-0033-006

在各种经济学文献中,美元霸权虽然时常被论及,但至今没有一个明确的定义。在此,本文对美元霸权定义如下:美元在执行世界货币职能的过程中,给美国带来了诸多经济利益,但同时可能给其他国家经济造成各种负面影响。

本文讨论美元霸权的框架是:首先,从美元独一无二的国际地位阐明美元霸权的生存基础,并从国际货币合作分析美元霸权得以维持的缘由;其次,论述美元霸权对美国与其他国家特别是新兴市场经济体的经济影响,并提出浮动汇率制有利于美国政府对美元汇率的调控;最后,探讨基于美元霸权和浮动汇率制之现状,人民币汇率制度改革的选择。

一、美元霸权的生存基础:美元的国际地位

美元霸权的生存基础在于美元无可比拟的国际地位。从现实世界看,美元的国际地位表现在以下四个层次上:

(1) 世界贸易中用美元计价结算的比重高达48%,而美国的对外贸易占比仅约为18%,这意味着至少有30个百分点的与美国无关的国际贸易采用美元计价结算。与此相比,欧元的计价结算基本上局限于欧元区的对外贸易,而日本的对外贸易部分是以美元计价结算的,例如中国和日本的双边进出口中,用美元与日元计价结算约各占50%。

(2) 世界各国的外汇储备中美元储备平均约占65%,其中,新兴市场经济体的美元占比更高。应该指出的是,美元储备与欧元、日元储备等的差异不仅仅在于占比的大小,更重要的是储备来源的差异。美元储备变化一般源于实际经济交易产生的美元供求;可是,欧元、日元储备等的变

[收稿日期] 2004-11

[作者简介] 许少强(1952—),男,上海市人,复旦大学经济学院教授,博士生导师。

世界货币原来一直由黄金充当。1976年“牙买加”会议后,黄金非货币化已成定论,美元取而代之的执行起唯一重要的最终国际结算手段。由此,美元成为世界货币。

2005年2月13日新浪网披露,俄罗斯的外汇储备构成是:90%是美元,10%是欧元。

* 本项研究得到国家自然科学基金(项目批准号:70373015)、上海市哲学社会科学规划课题(项目批准号:2003BJB004)以及复旦大学金融研究院的科研经费资助。

化则缺少这种实际经济交易的基础,大多源于储备资产选择。也就是说,在美元趋于疲软之际,将美元储备换成欧元、日元储备等;一旦美元转为坚挺,欧元、日元储备又将被换回美元储备。

(3) 外汇市场是世界上交易规模最大、一体化程度最高的市场,日平均交易额达到 1.2 万亿美元。在如此大量的外汇交易中,用美元交易的比重超过 90%,这意味着美元以外的两种货币之间的交易不到 10%。有些外汇市场上美元的占比甚至高达 99% 以上。

(4) 美元的货币锚作用非常明显。其一,在各国货币的汇率制度中,有直接钉住美元的;有部分钉住美元的——在钉住一篮子货币的场合,通常美元的占比较大;又有间接钉住美元的——在许多采用管理浮动制的场合,其管理的结果是维持本国货币兑美元汇率(或实际汇率)的相对稳定。这样,相当多的货币以不同的方式、在不同的程度上钉住美元。其二,各国中央银行和商业银行在制定和调整汇率时,通常将本币兑美元汇率作为基本汇率,兑其他货币汇率作为套算汇率。

1999 年欧元启动、2002 年欧元正式流产后,一般认为其运行正常。原先有些人预期欧元诞生后世界货币格局会因此而改变,可是从现状看,我们认为上述预期并没有兑现。现在欧元的地位仅大致相当于过去马克的地位,欧元尚未能与美元相抗衡。并且,这种现状可能还将维持较长时期。

二、美元霸权的主要维持条件之一:国际货币合作

支持美元的国际地位,亦即维持美元霸权的是美国在政治、军事、经济、科技等各方面具有的实力。其中,经济实力最为重要,美元地位因经济实力的相对变化而异。在整个 20 世纪 70 年代、80 年代后期以及 90 年代初,美国的经济实力下降,德国与日本经济实力增强,其结果是美元地位的下降,国际货币多元化倾向日趋明显。但是在 20 世纪 90 年代大部分时间,美国新经济的出现,即:其生产力与 GDP 的增长率高于欧洲、日本,失业率和通货膨胀率低于欧洲、日本,再加上财政收支在 1998 年后持续盈余,使美国经济实力又明显强于其他主要国家,美元地位也随之得以提高。

同时,我们也应看到美元地位和美元霸权得以维持的另一重要条件是国际货币合作。历史地看,不同时期的货币合作形式有别,但合作的目标均在于维持美元的国际地位。

第一,美元霸权形成于第二次世界大战后的布雷顿森林体系。由于该体系的核心内容是双挂钩,即美元与黄金挂钩,其他货币与美元挂钩,美元得以替代英镑成为关键货币。众所周知,该体系是在 1944 年由 44 个国家协商创建的。

第二,在布雷顿森林体系下,国际货币合作基本上是围绕维持美元汇率稳定而展开的。例如,1960 年 10 月,因为美国的黄金储备量首次低于其对外美元债务余额,引起市场抢购黄金、抛售美元的风潮,出现了第一次美元危机。为了稳定美元的黄金价格亦即稳定美元汇率,在美国的策划下开始了一系列的国际货币合作:达成“巴塞尔协定”、成立“黄金总库”、进行多边的“借款总安排”以及签订双边的“货币互换协定”。这一系列国际货币合作的结果是:此后的 8 年间美元没有发生危机。

第三,形成了浮动汇率制下以美国为主导的新的合作方式。布雷顿森林体系下的国际货币合作是以十国集团、乃至后来的二十国集团为平台展开的。对此,美国政府认为,十国集团有欧洲保守的传统,二十国集团的意见更为嘈杂,所以早就想创建一个新的、高效的、能够反映美国立场的新的平台。为此,进入浮动汇率制以后,围绕是否修改 IMF(国际货币基金组织)协定,承认浮动汇率制的合法性,主要国家之间出现争执。于是,美、英、法、德、日五国在 1975 年 11 月召开首次首脑会议(简称峰会),解决争端,并且最终一致同意修改 IMF 协定,承认了浮动汇率制的合法性,亦即采纳了美国的意见。

每笔外汇交易涉及两种货币,所以外汇交易合计为 200%。

这是首次五国峰会,并形成五国集团。由于意大利也出席了这次峰会,所以出于平衡的考虑,后来又邀请了加拿大参加,形成七国集团。此后,每年开一次峰会,成为国际货币合作最重要的平台。近年来,随着俄罗斯的参与,变为八国峰会。

此后,国际货币合作改为主要以7国财政部长会议和峰会为舞台。在这个舞台上,尽管有时法国等提出约束条件,但主角总是美国。在许多经济问题上,美国的建议大多会很容易地形成共识。这样,美元霸权在国际货币合作中得到了有力的支持。其典型事例之一是众所周知的1985年9月22日的联合干预。其背景是:1980年代前期美国经济繁荣带来的贸易收支和经常项目逆差越来越大——经常项目从1981年的50亿美元顺差变为1985年的1182亿美元的逆差,美国政府于是决心下调汇率。由于单独干预势单力薄,便联合其他4国共同干预,结果是干预目标在数天内就兑现。典型事例之二是2003年9月的7国峰会。由于翌年美国大选,美国政府希望维持美元低汇率。于是,峰会结束后美元兑主要货币间的汇率就快速而又持续地下跌。例如,欧元兑美元汇率在2003年9月为1欧元兑1.08美元,2004年2月下降到1.29美元,至12月进一步下降到1.3471美元。美元的持续下跌使美国经济在总统大选前后保持了强劲增长的态势,这既支持了布什的总统连任,又无疑支持了美元的霸权地位。

三、美元霸权的经济影响

美元是唯一的世界货币,也是最重要的国际清算手段。由于其供给取决于美国的货币政策,所以与世界经济和各国经济发展对美元的需求可能相矛盾。这在实践中,便表现为美元霸权给美国带来了诸多经济利益的同时,给其他国家特别是新兴市场经济体带来各种负面影响。

一方面,对美国而言,其经济利益主要如下:

从宏观层面看:(1)获得铸币税收入。本人认为美元的逐年对外铸币税收入应包括两个方面:一是非居民持有的美元现钞年增加额——假设现钞长期闲置,二是非居民持有的美元账户资产损失——以美国的通货膨胀率与对外净债务额变化之乘积计算。1999年,非居民持有的美元现钞增加22亿美元,净债务(即经常项目逆差额)增加3315亿美元,通货膨胀率为2.2%,由此计算出此项对外铸币税收入为95亿美元。(2)美国可以较容易地应对国际收支失衡。美国的经常项目自1981年以来,除1992年外,每年均是逆差,并自1987年以来美国一直是世界上最大的净债务国。由于美国用本币支付逆差,其经济政策可以保持独立性,并可维持较少的外汇储备。其经济利益可以从美国的外汇储备和国际适度外汇储备量指标之差算出:一国的适度外汇储备量相当于3个月进口额。根据1999年美国11300亿美元的进口额计算,应维持外汇储备2825亿美元,但该年末其实际外汇储备为322亿美元,差额约2500亿美元。由该差额乘以其收益率(例如,1999年11月与12月的美国3年期国债利率平均为6%),可计算出此项收入约150亿美元。

从微观层面看:(1)美国企业一般是用美元对外支付,所以没有汇率变动风险。换言之,如果以1999年其进出口额(17143亿美元)乘以1%的即远期汇率差价(亦即对一些主要货币的套期保值成本)来计算,美国企业在该年可节约风险规避成本约171亿美元。(2)美国企业是用美元融资,其融资成本因其对市场熟悉而减少。如果以1999年经常项目逆差额3315亿美元乘以内外融资成本差1%,即成本减少33亿美元。

仅以上述4项合计,1999年美国从美元霸权获得的经济利益就达到约450亿美元。

另一方面,美元霸权给其他国家特别是新兴市场经济体造成了各种负面影响:

首先,美国货币政策的调整会影响他国的经济发展。例如,当美国为防止通货膨胀、实施货币紧缩时,美元利率上升扩大了与其他国家的利率差,使他国的资金流入美国,造成其他国家资金短缺,投资和消费受到影响,甚至可能产生货币危机,下述墨西哥的危机便是明证。

其次,美国的货币政策变化会影响美国股市和美元汇率,从而间接影响其他国家的股市乃至经

由于数据的局限,在此以1999年为例,各项数据全部来自萧琛主译《美国总统经济报告:2001年》,中国财政经济出版社,2003年9月,附录B。

济。例如,与 1995—1996 年相比,2000 年美国股市的下跌,特别是纳斯达克指数的快速下跌对亚洲和拉美等的新兴市场经济体的股市产生了更为明显的影响。表 1 披露了纳斯达克指数与 12 个新兴市场经济体股价的相关性:在 20 世纪 90 年代中期,有的经济体不足 0.1,最高的也仅为 0.32;但在 1999—2002 年,最低为 0.25,达到 0.4 以上的超过半数。

表 1 纳斯达克指数与新兴市场经济体股价的相关性

亚洲	中国香港	韩国	马来西亚	新加坡	中国台湾	泰国
1995—1996	0.32	0.28	0.07	0.11	0.07	0.20
1999—2002*	0.61	0.47	0.29	0.44	0.34	0.31
拉美等	阿根廷	巴西	智利	墨西哥	波兰	南非
1995—1996	0.16	0.14	0.09	0.27	0.16	0.09
1999—2002*	0.25	0.50	0.30	0.61	0.44	0.52

注:后一组统计(带*者)为 1999—2002 年第一季度。

资料来源:《国际清算银行第 72 期年报》,中国金融出版社,第 32 页。

再次,美国货币政策和美元汇率的变化可能引发与加深新兴市场经济体的危机。典型案例之一如 1990 年代中期的墨西哥金融危机。1994 年底墨西哥发生货币危机的原因有多种,其中来自美国货币政策的溢出效应是十分重要的:美国实际 GDP 增长率在 1990 年代初急剧下降,1990、1991 年分别下降到 1.8%、-1.5%。为了推动经济增长,美联储不断下调利率,联邦基金利率从 1990 年的 8.1%下降到 1993 年第四季度的 2.99%。利率下调促使美国的投资者将资金投向高收益率的墨西哥。进入 1994 年,随着美国经济的复苏,美国国内资金需求增大,利率逐步上调,墨西哥国内的外资开始回流美国,成为危机持续、深化的主要原因(参见表 2)。

表 2 比索危机和美元利率 (单位:1 美元兑比索,亿美元,%)

项目	1994. I	1994. II	1994. III	1994. IV	1995. I	1995. 2
比索汇率	3.3598	3.3918	3.4040	5.3250	5.6950	5.8375
外汇储备	257.2	163.96	162.39	61.01	42.61	94.93
美国联邦基金利率	3.21	3.94	4.49	5.17	5.81	6.02

资料来源:IMF *International Financial Statistics*,各期。

而东亚的货币危机则深受美元大幅波动的影响。1985~1995 年上半年美元兑其他主要货币汇率呈持续下跌趋势,下半年起转为持续上升。在这种背景下,泰铢因为钉住美元而随美元对其他主要货币升值后,泰国的经常项目在 1995、1996 年逆差明显增大,成为危机形成与加深的主要原因之一。

四、美元霸权与浮动汇率制

在浮动汇率制下,美元霸权更加充分地表现于世,其原因之一在于美国政府对汇率的调控成为影响美元汇率变动最主要的因素。美国政府的汇率调控,除了上述的联合干预外,还表现在口头声明、升降利率或者调整对外政策——贸易谈判等,它们均会对汇率变动产生直接的影响。

通过口头声明、表态来影响外汇市场预期的案例很多,比如,1993 年 4 月,克林顿总统和日本首相宫泽喜一在会谈后的新闻发布会上,将日元列为他希望减少对日本贸易逆差的“头号因素”。

资料详见萧琛主译《美国总统经济报告:2001 年》,中国财政经济出版社,2003 年 9 月,附录 B。

于是,美元汇率下跌至 110.75 日元。5 月美国商务部长布朗认为美元汇率应与贸易逆差相联系,事后美元汇率又从 1 美元兑 112.5 日元下跌至 111 日元。

美国通过调整利率来影响汇率变动的案例同样也有许多,比如在 20 世纪 80 年代前期,美联储为抑制通货膨胀而采取的高利率政策吸引大量外资流入,支持了美元的高汇率,也支持了经济繁荣。1995 年下半年和 1996 年初,美联储为维持经济繁荣而连续下调利率使美元汇率迅速回升,美元升值预期吸引的资金流入充分抵消了巨额的贸易逆差。

调整对外政策而影响汇率的涉及面较广,其中常见的是美国与其他国家的贸易谈判。在外汇市场上,贸易谈判与汇率变化有如下稳定的关系:如果达成贸易协议,美元汇率就上升;如果谈判破裂,美元汇率就下跌——两者均有利于美国扩大出口。例如,1994 年 9 月美国财政部长萨默斯威胁要对日本实施贸易制裁,使汇率动荡不已;同年 10 月,美、日之间达成保险和政府采购的贸易协议后,美元汇率就上升。1995 年 4 月美国贸易代表埃特不断地挑起与日本的贸易争端,以致在 1995 年 4 月 19 日美元兑日元汇率下调到 1 美元兑 79.85 日元的历史最低点。

因此,从结果看,尽管影响汇率变动的因素有很多,但最重要的因素无疑是美国的政策变化。为此,在历次的汇率制度讨论中,美国均坚决地维护浮动汇率制。

例如,1983 年是实行浮动汇率制十周年。以此为背景,出现了世界范围的浮动制与固定制的汇率制度利弊之争。其中一个引人注目的观点是主张美元、马克和日元三种主要货币之间的汇率应该稳定。如果这三种主要货币之间的汇率得以稳定,那么世界范围内的汇率稳定就基本上有了保证,国际经贸和各国经济发展就因此会有良好的外部环境。但是,这种观点遭到了美国的反对。其主要理由是:实现汇率稳定的前提是有关三国的经济政策、特别是货币政策必须协调一致,对三国的货币供应量要有一个明确的规定,各国不能随意调整。此举实际上是否定了货币政策的独立性,要求美国等牺牲部分国内经济利益。其结果是浮动汇率制维持至今。

又如,1999 年 2 月,法国、德国、意大利和日本等在 7 国财政部长会议上老调重弹,共同提议美元、欧元和日元之间建立更紧密的联系。对此,美国认为:(1)维持某种形式的固定汇率不符合美国的经济利益;(2)汇率目标区将会遭受外汇投机的冲击;(3)汇率稳定应通过经济政策和经济增长来实现,而非人为的安排。又是由于美国的反对,这种新的汇率稳定方案无法兑现。

其他国家反复主张稳定汇率或恢复固定汇率制是因为主要货币间的汇率不稳定已在很大程度上妨碍了各国经济的发展;而美国坚持主要货币采纳浮动汇率制在表面上是遵循市场经济原理,但其深层次的原因则在于汇率波动对美国经济的影响较小。并且,其他国家对汇率的调控,因为外汇市场规模太大,效果较差;而美国调控汇率的效果较好。

五、美元霸权对策:人民币汇率制度改革

在美元霸权以及浮动汇率制的现状下,我国必须考虑的主要问题之一就是如何改革现行的人民币钉住美元的汇率制度。

1994 年初的外汇管理体制改革以来,人民币汇率制度在名义上一直是管理浮动制。但是,至少从 1997 年底以来人民币兑美元汇率始终维持在 1 美元兑 8.28 元左右的现实看,人民币汇率制度实际上是钉住美元的固定汇率制。随着我国金融的不断开放,人民币钉住美元的弊端日趋明显,主要有以下四点:(1)我国货币政策的独立性受到影响;(2)汇率的经济杠杆作用被限制;(3)金融逐

史蒂文·K·贝克纳著《格林斯潘——谁在主宰世界金融》,江苏人民出版社 1999 年,第八章。

参见“鲁宾财长在 G7 会议上强调汇率固定不符合美利益”,《国际金融信息报》1999 年 2 月 25 日。

主要货币间的汇率是非常不稳定的。例如美元兑日元汇率在 1995 年 4 月最低达到 1 美元兑 79.85 日元,1998 年上升到 146 日元,2000 年又下跌到 101 日元,2001 年又上升至 133 日元,2005 年 6 月是 108 日元左右。

步开放条件下单向投机越来越多;(4) 汇率水平偏离基本经济条件。由此,国内外要求改革人民币汇率制度的呼声日益增大。其中,获得较多支持的人民币汇率制度改革方案有两种:其一是主张改为钉住一篮子货币制;其二是提议回归真正的管理浮动制。

笔者认为,这两种方案的思路均是正确的。其共同的好处在于:(1) 改变钉住美元产生的汇率制度和汇率水平的刚性,在一定程度上可以摆脱对美元的依赖;(2) 增强政府对外汇市场干预的机动性,维持人民币汇率政策的独立性;(3) 适应金融逐步开放的新形势,缓冲由国际资本流动迅速增大带来的冲击。但同时,笔者想提出的是,这两种方案在操作上完全可能合二为一。

具体地说,人民币汇率制度回归真正的管理浮动制是一种较好的选择。汇率管理的目标应是保持人民币兑美元的相对稳定,其方法应采用汇率目标区。目标区的中心汇率决定和调整依据可以是人民币兑一篮子货币的实际有效汇率,即人民币改为钉住一篮子货币,使人民币与主要货币的汇率变动维持一定的相关性。在这一篮子货币中,考虑到当今国际货币体系的特征是美元本位制,应将美元在货币篮子中的权数提高到与我国外贸交易中以美元计价结算的比重相吻合的水平,例如 80%;欧元和日元分别占剩余的 10%;但同时,从维持出口竞争力的立场出发,须考虑内外相对价格的变化。

人民币(兑美元)汇率由此会具有一定的弹性,其日常波动应被限制在一个范围内。该范围是可以调整的,调整的依据应是有利于国际收支的平衡。也就是说,如果我国的国际收支(综合收支层面)出现逆差,可通过干预将汇率调控在中心汇率的上方(在直接标价法下是人民币贬值);如顺差,则调控在下方。并且,汇率波幅(在中心汇率的上下百分比)视国际收支变化而定,收支略有失衡时,波幅可以是上下各 1%~2.25%;收支失衡较大时,波幅可以扩大到 5%~10%。

这样,人民币汇率可以被调控在既有弹性,又基本稳定的态势;人民币汇率制度在一定程度上符合金融开放和美元本位制的时代特征,又能基本上保证我国货币和汇率政策的独立性。

The Subsistence, Economic Impact and China's Countermeasure of US Dollar Hegemony

XU Shao-qiang

(School of Economics, Fudan University, Shanghai 200433, China)

Abstract: The existence of dollar hegemony is based on its matchless international status, and one of the principle presuppositions of maintaining dollar's status is the international currency cooperation. In practice, dollar hegemony brings economic advantages to the US, and also exerts negative influences on other countries, including currency crisis. The US has stuck up for floating exchange rate system, which is propitious to dollar hegemony, uncompromisingly in all previous discussions on the reform of exchange rate system. As a reaction to dollar hegemony and floating exchange rate system, the appropriate reform of RMB exchange rate is to abandon the dollar pegging system early and adopt the real managed floating exchange rate system.

Key words: US dollar hegemony; economic impact; reform of RMB exchange rate system

[责任编辑 吕晓刚]