

## 美元化: 现实、理论及政策含义\*

张宇燕

### 一、问题的缘起

1999年1月, 阿根廷总统梅内姆宣布, 阿政府将认真考虑将其经济美元化, 即让美元彻底取代阿货币比索, 放弃国家的金融主权, 而不再实行目前的以美元为储备的货币局(currency board)体制, 即实现政策美元化。对此阿根廷中央银行行长表示赞同。今年秋季大选后上台的新政府将就此做出最后的抉择。圣萨尔瓦多目前也在积极地考虑让其经济美元化。同时, 八个中美洲国家的财政部长也计划于1999年7月召开会议, 专门讨论美元化的利弊得失。在墨西哥, 美元化设想已经得到了商界的热烈欢迎。由财力雄厚的大公司组成的商业联合会已经在敦促墨西哥总统实施政策美元化。尽管后者在公开场合拒绝了这一建议, 但其助手私下里却对此表示出了极大的兴趣。1998年夏香港爆发金融风暴期间, 学术界和舆论界亦出现了一种实施政策美元化的强烈呼声(Barro 1999; Ignatius 1999; *The Economist* 1999)。随着阿根廷酝酿美元化, 是否接受美元在加拿大也成了热门话题之一。虽然总理和中央银行行长多次对此表示反对, 但加拿大的公司经济学家及一些大学教授等则撰文鼓吹美元化, 其中最积极的首推总在闹独立的魁北克省的政治家们[1]。(Brenner 1999; Carr 1999; Sultan 1999)上述事实在一定程度上已经显示, 至少在美洲大陆, 美元化已经成为某种政治经济潜流, 而且可能在不远的未来成为一种潮流。在新兴市场金融危机尚未完全渡过之际, 在国际金融新框架正被广泛讨论之时, 在欧元刚刚起步并终将美元构成威胁之背景下, 这种美元化的倾向颇值得注意。

从事实上看, 美元化早已有之并广为存在。根据国际货币基金组织的一份研究报告, 1998年外币存款(主要是美元)占货币供应量50%以上的国家有7个, 占30~50%的有12个, 占15~20%的国家就更多了。在东欧和前苏联各加盟共和国等诸过渡经济中, 这一比率高达30~60%, 甚至超过了许多拉美国家。此比率最高的国家为玻利维亚, 达82%, 土耳其为46%, 阿根廷为44%, 俄罗斯、波兰、希腊和菲律宾则均为20%左右, 墨西哥为7%。在阿根廷、玻利维亚、秘鲁和智利等国, 70%以上的银行资产与负债目前都是以美元计价的。在英国这样的工业化国家, 其广义货币中的15%竟然也是由外币构成的。从美国的角度看, 其所有美钞(约4700亿美元)的2/3都是在境外流通的, 大约3/4新增发的美钞被外国人所持有。仅在1989~1996年间, 光是流到俄罗斯和阿根廷的美钞就分别达到了440亿和350亿美元。(IMF 1999)这里特别值得一提的是加拿大, 目前其一半以上的银行贷款已经按美元计算, 并且它正在以年均1%的速度增长着, 同时加拿大所有金融机构正在考虑允许其公民的退休金计划以美元计值并和美国金融市场挂钩(Sulton 1999)。从价值尺度和储备货币的角度看, 世界上许多重要的物品都是以美元计价的, 如石油、黄金等。1997年, 各国外汇储备中美元占58.9%, 德国马克占13.6%, 日元为6%。外汇市场上对美元的交易占了41%, 德国马克为18.5%, 日元为12%。但是, 如果我们把美元化理解为让美元彻底取代本国货币, 那么到目前为止, 世界上只有少数小国家或经济体实现了完全的美元化, 其中包括巴拿马、波多黎哥和利比里亚。

## 二、概念与理论

美元化 (dollarization) 的基本含义如下: 作为一种事实, 它是指美元在世界各地已经扮演了重要的角色; 作为一种过程, 它是指美元在美国境外的货币金融活动中无论是深度还是广度均将发挥越来越重要的作用; 作为一种政策, 它是指一国或一经济体的政府让美元逐步取代自己的货币并最终自动放弃货币或金融主权的行动。出于讨论的方便, 我们可以将美元化的上述三种含义简约地称之为事实美元化、过程美元化和政策美元化。(在以后的讨论中, 除非特别说明, 美元化指的就是政策美元化。同时我们也可以根据美元所起作用的重要程度来定义美元化。) 如果把美元化程度“色谱化”, 那么对某经济体而言, 色谱的一端便为美元完全不起作用, 而另一端为彻底美元化, 即完全放弃本币。一般的情况是介于两者之间。离彻底美元化最近的, 是以美元为储备货币并按照固定比率兑换本币的“货币局体制”。从技术上讲, 它也最容易实现彻底美元化。

被称之为本世纪三大主导货币体系[2]之一的货币局指的是这样一种机构: 它发行按固定汇率可自由兑换为某种“外部储备资产”(external reserves)——比如外汇或贵金属——的纸币和铸币。货币局不接受存款, 其持有的均为高质量的、以所储备的资产计值的、能够带来利息收入的有价证券。依据费率规定, 货币局的储备资产必须百分之百地、甚至略微大于流通中的纸币和铸币。货币局的利润——即铸币税, 通常要上交给政府。货币局本身没有制订与实施货币政策的权利, 也不扮演商业银行的终极贷款者的角色。由于货币局拥有百分之百的外部储备, 故从相当意义上讲, 它在本质上已无异于货币本位制(美元化或欧元化)。此外货币局体制还有一好处, 即实行它的经济体可以用其对储备货币的选择来约束储备货币的发行国。一旦美国(或欧盟)采取不负责任的货币政策, 它们就可以放弃美元(或欧元)而选择欧元(或美元)为储备货币。结果, 世界的货币体系将会更加稳定和高效。(Hanke and Schuler 1998; Hanke 1998)

从理论上讲, 美元化无非是大多数经济体在面对“三难抉择”(trilemma)时所做出的一种本能的或被迫的反应。持续了两年多、危害甚大、目前似乎正在趋于平静的新兴市场金融危机, 其之所以爆发的一个根本性的、同时也是现今国际金融框架中固有的原因, 就是所谓的“三难抉择”。对任何一个经济实体而言, 它通常要寻求三个货币金融目标: 一, 拥有独立的货币政策, 以便利用利率杠杆来对付通货膨胀或经济衰退; 二, 要维持较为稳定的汇率, 以便消除或降低由币值波动引起的不确定性和对金融体系的扰动; 三, 要确保货币的完全可兑换性, 以便使资本来去自由。然而, 这三个目标在逻辑上和操作上却是相互矛盾的。作为国际金融理论中的一个基本原理, 一经济体最多可以同时实现其中的两个目标(即至少牺牲掉其中的一个目标)。国际金融中的这一“三难抉择”使得每个经济体只能在下述三种汇率体制中选择一种。一, 浮动汇率制。它允许资本自由流动、并且不要求决策者必须采取诸如提高利率的措施去捍卫汇率, 从而使政府能够运用货币政策去实现其经济目标。然而它却不可避免地要在币值波动方面付出代价。二, 固定汇率制。它在维持币值稳定和资本自由流动的同时牺牲了货币政策的独立性, 因为这时利率必须成为维持汇率稳定的主要工具。三, 资本管制。它相对地调和了汇率稳定与货币政策独立性的矛盾, 但是却不得不在资本自由流动方面有所放弃, 并承担由此而来的其他一切代价。(Krugman 1999) 基于上述理论, 美元化的基本含义, 在于通过放弃三大政策目标之一的货币政策独立性目标, 以求近乎“一劳永逸”地来换取币值的稳定和资本的自由流动两大目的实现, 从而使决策者避免了必须同时兼顾上述三个政策目标、但结果又只能是顾此失彼的窘境。

由此引出的问题是, 在上述三大政策目标中, 如果某一新兴经济必须放弃其中的某一个目标才能避免“三难抉择”的话, 那么货币政策的独立性是否是最应该放弃的目标。实际上, 维护货币政策独立性目标所花费的成本相对而言十分高昂。为了维护这种政策独立性, 浮动汇率制和资本管制往往成为必须的政策工具。从理论上讲, 虽然浮动

汇率能够让一国保持一定程度的货币政策独立性，但是市场总是对经济运转的表现做出过度反映（overshooting），其结果或是将该经济体的币值远远地贬低到其实际价值之下，或是大幅度抬高到其实际价值之上。在前一种情况下，通货膨胀和债务及利息负担会不断加剧或加重；在后一种情况下，产品的竞争力和贸易收支状况会不断下降和恶化。或许更意味深长的是，一旦某一相对弱小的经济体置身于“三难抉择”之中，即使完全放弃了货币政策的独立性目标，亦即采取固定汇率政策并全力捍卫之，另外两大目标的实现也并无绝对的保证。经济学家们在此问题上正日益达成共识：某经济要想获得固定汇率的好处，则必须对资本流动进行严格的管制以限制投机行为，或是做出令人信服承诺以便让市场相信它完全能够制止住投机的冲击。如果一国不打算采取对资本自由流动造成巨大损害的资本管制政策，则较为理想的选择竟然是建立与美元化等货币本位体制十分接近的货币局体制。（Bergsten 1999a）看来至少对一些小经济体而言，美元化似乎成了“两利相权取其重”、“两害相权取其轻”的必由之路了。

从政治经济学的角度看，美元化意味着较为剧烈的制度变迁。鉴于美元化不可避免地对既得利益格局带来冲击，也就是说不同的人群在此过程中的损益和受益承担会有所差别，故美元化政策的实施与否和速度快慢等，均取决于不同利益集团之间博弈或讨价还价的结果。在此特别值得一提的是，美元化的一个主要后果是放弃现有的中央银行体制。这意味着美元化经济体的中央银行自动放弃其最终贷款者或货币发行的角色，意味着放弃它对金融体系的正常监督与管制，尽管后一职能可以由其他新建的机构来承担，因而也就意味着中央银行的权利丧失。

### 三、现实背景

经济全球化、尤其是资本的全球化[3]，深刻地改变了国际经济的运行机制。在资本流动的规模和速度均不是很大和很快的年代，一经济体最可能遇到的外部冲击，主要来自于进出口价格。那时，决策者保留调整汇率的权力是有意义的。然而到了今天，对那些弱小经济体、特别是新兴市场经济而言，最大且最可能的外部冲击或威胁，已不再是进出口价格的变化，而是资本流动方向和数量的突然改变，并不可避免地导致猛烈的、不情愿的货币贬值。这种冲击的杀伤力巨大，亚洲危机便是前车之鉴。特别值得一提的是，资本流动的突然改变经常并非导因于资本接受国的经济运行状况，亦即其中含有较大的投机成分。这种外部冲击从进出口价格到资本流动的转换，构成了调整对外经济政策的一个基本原因。上述转换带来了一个重要后果：和流行的、占主导地位的理论（比如前面曾提到过的“三难抉择”）正好相反，对那些资本依存度（capital-dependent）较高的新兴经济而言，浮动汇率并不必然地使它们享有独立的货币政策。换言之，当投资者从新兴市场大量撤逃资本时，实行纯粹浮动汇率体制的经济很可能遭受汇率崩盘之苦。为了防患于未然，提高利率便不可避免。此命题得到了大量的经验支持。一些近期的统计研究显示，没有任何证据支持这样的判断，即在衰退期间奉行固定汇率体制的国家的实际利率比实行浮动汇率体制的国家要高；相反的情况却大量存在。在1998年夏亚洲金融危机最烈期间，实行浮动汇率体制的墨西哥的实际利率水平，就远远高于实行货币局体制的阿根廷。这等于是说，即使某经济体企图通过浮动汇率来保有货币政策的独立性，这一企图通常也是徒劳的。（Beddoes 1999）总之，挑战的性质变了，应战方式理应随之改变。

美元化日益成为政策选择之一的直接和基本的原因，还在于人们对本国货币及政策的不信任和国际货币体系正在发生重大而深刻的变化。新兴市场金融危机的爆发，随经济全球化程度日益提高而来的国际资本流动的规模和速度的加大加快，国际金融机构在预防和处理金融危机过程中的虚弱的能力，更极大地增加了人们的这种不信任感。结果，在独立小币种受到外来冲击的可能性大增的事实面前，实施类似美元化政策或建立

货币局体制以规避汇率风险，顺理成章地作为一个十分现实的选择摆到了许多经济体决策者的桌面上。时至今日，欧元与美元“双寡头”外加日元“小伙伴”式的全球货币体系的雏形已经显现[4]，并且极有可能在不远的将来变为事实（Bergsten 1999b）。这将迫使其他经济体在以下三种中择其一种：维护自身的货币主权，进入欧元区或美元区（或日元区），或以某一主导货币为储备货币建立货币局体制。亚洲、拉美和中东将主要加盟美元区或以美元为储备货币来建立货币局体制，而东欧和非洲则主要成为欧元的属地。即使还有一些国家力求坚持自己的货币主权，这样的国家及经济体在数量上无疑要比目前的175个大为减少。从某种意义上讲，在日益全球化的今天小币种已无存在之必要，似乎正在成为共识。那些出于政治考虑而拒绝放弃货币主权的国家，有可能将始终生活在一个金融危机层出不穷的世界之中（Leddet 1999；Hanks 1998）。

占全球产值近1/4的美国经济的全球化构成了美元化的基础。美国的全球化程度在最近15年内迅速提高。1975年，美国投资者购买的外国股票和债券与外国投资者购买的美国股票和债券之和，仅占美国当年GDP的4%，而到了1997年底，这一衡量美国参与全球资本市场程度高低的重要比例竟然上升到了213%[5]。同样是在过去的15年内，外国对美国的直接投资增长了5倍，结果，美国目前有5%的劳动力是在外国独资或合资的企业中就业。同期内，美国对外直接投资亦增长了4倍，从而使得15年前占全球直接投资总额不到1/5的美国，目前占到了近1/3。1975年美国投资者持有的公司股权中只有1%是外国企业的，这一比例到1997年底提到了10%。1970年，美国的进出口总额仅占其GDP的11%，而到了1994年底，该比例已高达24%，增长了118%，远远高于同期法国43%和德国24%的增长率。（Stokes 1999）

美元化的更大的背景在于随着全球化而来的经济主权日益弹性化的潮流，在于世人对货币主权更为深入的理解。欧元和欧洲中央银行的创立是以欧盟各成员国之间的条约为基础的。以经济学的眼光看，各国的货币主权随着欧元的创立而被剥夺了。但从法律的角度看，丧失独立的货币政策与所谓的“主权让渡”（transfers of sovereignty）之间并不存在必然联系。只要国际条约的签署或一国政府的选择完全出于自愿，国家主权范畴本身就不会将其解释为主权让渡。这听起来好象有些矛盾，但实际上国家主权的真正体现还恰恰在于它可以通过放弃部分权利来寻求自身整体利益的最大化。这就像个人在受到自己所签订契约的束缚时并不丧失其主权地位一样。（Dun 1998）另一方面，在民主国家里，国家主权内涵的定义者应当是广大公民本身。在加拿大这样的国家里就曾经有人做出如下估计：如果让公民自由选择币种来开设银行帐户并允许他们以任何一种货币交税，则他们之中的绝大多数根本就不会为了维护国家象征而持有不稳定的本国“劣”币而使用“良”币交税。（Brenner 1999）1998年冬在墨西哥曾经进行过一次民意测验，结果竟有90%的受访者赞同接受美元。如果承认公民的意愿才是主权的终极源泉，则至少在部分国家，人们已经不再把货币视为国家的象征。

#### 四、成本与收益

美元化对放弃货币主权的经济体而言，其成本与收益大体上可以用货币联盟理论加以分析。从成本方面看主要有如下两点。

第一，美元化经济体将失去独立的货币政策。在此，独立的货币政策有两种相关但又不同的含义，其一为广义的政策独立性，即某经济依据经济运行实际来实施货币政策的能力，包括利率升降、货币供应量的调节和汇率变动等；其二为狭义的政策独立性，即在实施货币政策时不受其他因素的干扰，如不必为了捍卫固定汇率而提高利率。在中央银行制度下，通常这些政策可以被用来对付经济周期和外部冲击，比如运用扩张性货币政策对付失业，运用汇率工具可以在一定期间内平衡国际收支和提高本国产品的竞争

力。独立的货币政策的丧失，将使得美元化经济体在遇到“不对称冲击”（asymmetric shocks）时，亦即经济变化对美元区内各不同成员的影响往往各异时，无法采取积极有针对性的措施以应对。这里，问题的核心在于与容易处理的货币冲击（monetary shocks）相对应的所谓“实质冲击”（real shocks），后者同对一组商品的需求向另一组商品之需求的转移有关。对甲经济某种商品的需求转移到乙经济将对前者的就业造成威胁。扩张的货币政策将有助于减轻甲经济的失业压力，但却会加剧乙经济的通货膨胀压力。紧缩的货币政策其影响恰恰相反。此时，汇率政策便是一个很好的调整机制，即甲经济相对于乙经济的货币贬值，将会在降低甲经济的失业的同时减轻乙经济的通货膨胀之压力。但美元化使汇率政策不复存在。（Mundell 1998a）。与之密切相关的一点是，实施美元化或建立美元区后，其统一的、并且主要是以美国利益为优先考虑的货币政策，可能因发展不平衡和周期因素而损害美元化经济体的利益。

第二，它们将失去一笔往往是进入中央财政的铸币税（seigniorage）。所谓铸币税，原指铸币成本与其在流通中的币值之差，现通常指中央银行通过发行货币而得到的收入。在纸币制度下，当不存在通货膨胀时，铸币税来自于随经济增长而来的对货币需求的增加。当存在通货膨胀时，铸币税也被称之为通货膨胀税（顺带补充一句，靠印发钞票获得铸币税的作法仅在短期内有效，从长期看其效果将被人们的通货膨胀预期所抵销）。在货币局体制下，铸币税来自于货币局用储备货币购买的有价证券所带来的收益（通常为购买美国政府债权所得到的利息），与维持货币正常流通所带来的成本之差。按照一般的估算，这类可被称之为狭义铸币税通常仅占一国GDP的0.2%（Krugman 1998）。从广义上看，美元化经济体损失的铸币税还应该包括它们所拥有的、被用来实施美元化的外汇储备。这笔储备资产或来源于经常项目盈余，或来源于资本项目盈余，且构成未美元化经济体对美国或其他接受美元的经济体的债权。一旦实施后面将提到的单边美元化，不仅以储备资产之利息表现的狭义铸币税消失了，而且这笔至少理论上可动用的储备资产本身—广义铸币税—也荡然无存了。

美元化经济体从美元化中得到的好处，尤其是对那些与美国在贸易与投资方面联系密切的经济体而言，主要表现在以下两个方面。

第一，汇率风险将消失或极大地降低。由此而来的积极影响，首先表现在交易成本将会大大降低上面。交易成本在这里主要指的是因货币不同而引起的成本，其中包括货币兑换的手续费，因汇率风险的存在而阻碍的贸易机会之收益，以及为规避汇率风险而采取的措施所引发的成本。目前，全球数万亿美元的衍生金融工具市场中的相当部分，都是为了对付各国货币间的浮动汇率而存在的。另外，尽管美加自由贸易区的建立已有10年之久，尽管两国在地理上为近邻，尽管它们拥有共同的语言和文化，但加拿大城市与城市之间的交易竟然是加拿大城市与美国城市之间交易的20倍。之所以如此的主要原因，据认为当首推货币的不同和其间浮动的汇率。最后，稳定的币值是一国参与国际分工、具体讲是吸引外国投资和促进贸易发展的必要条件之一。规模不大的美元化经济体将因此获得了融入美国市场以及世界市场的更加便捷的途径，并表现为它们将吸收更多的直接投资和证券投资，美元区内的分工和贸易亦会获得长足发展，从而为真正的自由贸易区（如美洲自由贸易区—AFTA）的建立奠定基础。

第二，美元化势必为美元化经济体带来更为严格的金融纪律，从而有助于将“政治化”了的经济“非政治化”，进而为经济的长期稳定发展创造良好的政策条件。在许多新兴市场经济体中，当政者经常为了自身的短期政治利益需要而滥发纸币，进而引发恶性通货膨胀，并最终严重损害了经济的持续增长。美元化的主要积极结果之一，便是迫使当政者接受更为“硬”的预算约束，按照经济规律办事。由此我们得到的一个推论是：许多政治家之所以反对货币本位体制，基本原因就在于在美元化或欧元化过程中他们的权力将大为削弱，在于一旦如此其所犯的政治错误便会被立刻揭露出来，从而迫使他们为其不当的财政与管制政策承担责任。

## 五、实施步骤

从操作或实施的角度看，美元化可以细分为两类，其一为所谓的单边美元化（unilateral dollarization），其二为双边美元化（bilateral dollarization）。前者指的是美元化国家在不与美国签订任何条约的情况下自行让美元取本国货币而代之。巴拿马就是按照这种单边方式实行的美元化。后者则是指美元化国家和美国签订有限的条约，以求得美国的赞同。到目前为止，双边美元化只是在讨论阶段，尚无先例。单边和双边美元化各有利弊。单边美元化的好处在于它不需要美国政府的批准，也不会受到美联储的约束，还避免了复杂的谈判，从而可以立竿见影地降低本国利率，以利经济增长。（Hanke 1999）而双边美元化则可以一方面在铸币税方面从美国获得某种程度的补偿，另一方面又可以让自己的商业银行进入美国联邦储备体系的贴现窗口（discount window），亦即在出现金融恐慌时它们能够获得美联储的援救，从而使金融体系更加稳定。特别重要的是，双边美元化还有助于减弱政治上的反对声音。如果真要实行双边美元化，则美国还需考虑接纳各美元化经济体为其联邦储备系统的新成员，并且考虑在美联储公开市场委员会中给予他们席位，甚至还需要设计出某种形式的财政联邦主义（fiscal Federalism）以补偿美元化经济体。（Bergsten 1999a）

从相当意义上讲，双边美元化可被视为一种“有限责任”（limited-responsibility）式的货币联盟。但它的适用性往往会因美元化经济体的金融实力大小强弱而则有所不同。对阿根廷和墨西哥这样的国家，简单的双边美元化大致可行。但对加拿大这样拥有较强金融实力和健全且独立的货币政策的国家，不仅单边美元化的可能性微乎其微，而且简单的双边美元化可能会遇到一些麻烦。如果把双边美元化再细分为简单和复杂两种，则后者还必须涉及到美元化国家在美国货币政策制订与实行过程中的发言权问题。（Beddoes 1999）

双边美元化的主要环节之一在于妥善地处理铸币税的补偿问题。至少从理论上讲，铸币税乃美元化经济体的直接经济损失。就阿根廷而言，它的铸币税首先表现为其160亿美元的美元储备之利息（主要来自购买美国国债）收入，按目前的利率计算为每年约7.5亿美元，约占其GDP的0.2~0.25%。在此，大致存在着两种对因经济美元化而遭受铸币税损失的国家进行补偿的途径。其一，由美国每年向那些遭受利息收入损失的中央银行提供转移支付以弥补其损失。这里假定准备实行美元化的经济体已经建立起了货币局体制，亦即它们已经拥有足够的美元储备，并用这些储备购买了美国的政府债券。就阿根廷的例子看并按目前的利率水平，美国应每年补偿阿中央银行约7.5亿美元的利息。其二，更为简单的途径是，由美国一次性地提供该国美元化所需美元（allotment of U.S. dollar bills）。对阿根廷而言，这意味着其中央银行获得160亿新发行的美元。而美联储则可籍此而得到160亿美元的不用支付利息的比索，后者可作为美联储所持有的一种抵押品，其条件是阿根廷必须以美元为本位，必要时可按1:1的比例向阿根廷赎回美元。除了一些纸张和印刷费外，这后一种补偿方案使得美国不受任何损失。而与此同时，美国则可以籍此获得可观的铸币税收入，因为美元化国家的经济增长势必扩大其对美元的需求或持有量。（Barro 1999）。

正式的美元化要求把所有的基础货币（monetary base），包括纸币、硬币和各金融机构在中央银行的存款，转换为美元资产。其具体操作步骤如下。首先，要让中央银行所拥有的流动储备（liquid reserves）至少等于基础货币。阿根廷目前拥有240亿美元的流动储备，大于其150亿美元左右的基础货币，故阿满足了这一条件。另外，对那些已经实行了货币局体制的国家或经济而言，各金融机构在中央银行的存款美元化亦不成其为问题。香港早就这样做了。阿根廷在1995年业已采取类似的步骤。其次，宣布美元立刻取代本币作为记帐单位，所有的工资、价格、资产、债务以及收取固定利息的银行存贷款等等，均以美元计量。这阿根廷比索与美元目前1:1的比价将使这一转换过程大为简化。第三，在一定期限内完成本币与美元的兑换工作，期限的长短主要取决于

中央银行获得美元纸币和硬币的速度。最后，政府需要对中央银行或金融管理机构进行重组，使其功能集中于监管金融机构和收集金融信息。（Hanke 1999）

## 六、美国的态度

毋庸置疑，美国政府对美元化的态度举足轻重，尽管从理论上讲，实行单边美元化也并非完全不可能。美国政府目前的政策是对美元化采取开放和中立态度，并让拉美国家的领导人主动来对话[6]。比较而言，美国商界对阿根廷等国表现出来的政策美元化倾向持有相当积极的态度，并且对政府在美元化问题上表现出来的模棱两可极为不满，他们热切希望政府能够抓住这一体现美国的经济领导地位、实现自由贸易理想的历史机会。（Ignatius 1999; Shelton 1999）

美国政府高官对美元化表现出来的低调欢迎也的确是事出有因。任何选择均有利有弊。对美国而言，美元化可能带来的最明显的负面影响，就是美国可能被迫介入调整美元区内其他经济体的经济失衡。当它们的经济出现衰退时，美国极有可能面对两种不情愿但又不得不做的选择，一是投入更多的资本，二是接受更多的劳工。目前美国的对策是运用汇率和贸易政策进行调节，这显然与美元化后的情况大相径庭。反过来看，如果美元化经济体的数量和规模均达到一定的水平，则它们的经济周期或状况亦会对美国的货币政策产生影响。（Bergsten 1999）此外，美元化虽然可以消除汇率风险，但是它并不能保证美元化经济体的各商业银行不出现支付困难。这样一来，美国还必须就是否成为商业银行的最终贷款者做出选择。（Barro 1999）也许正因为考虑到了这一点，才有人积极主张阿根廷干脆就实行单边美元化。他们认为，对阿根廷而言，进入美联储体系的贴现窗口既无必要也不理想，因为现存在的其他机制已经能够提供紧急援救。（Hanke and Schuler 1999）

有无必要支持政策美元化也是美国决策者需要考虑的一个问题，因为美元化在今天已经是不争的事实，美国已经从中得到了巨大好处，并集中表现在美元作为大多数贸易品的计价单位和流通支付手段上，表现在由此而来的巨额铸币税上，表现在美国的货币政策具有全球影响力上。与美国经济规模和成熟的金融市场密切相关的事实美元化，是华尔街保持其全球金融中心地位的主要原因之一。大量美元在境外流通，对美国而言无异于一种半永久性的无息贷款。长期以来，作为世界投资者的安全天堂，美元使美国吸引了巨额低利率外资。来自国外的、特别是日本的资金，为1980年代和1990年代上半期美国庞大的联邦预算赤字提供了资金。亚洲金融危机引发的资金流入更为安全的美国，压低了美国的利率，促进了美国的经济繁荣。大量外资流入弥补了美国巨额经常项目赤字。

尽管存在上述疑问，但美元化确实能够为美国带来进一步的收益。这种收益首先表现在使铸币税有稳定的、持久化的和广泛的来源方面。换言之，美元化、特别是单边美元化经济体所损失的铸币税，即为美国的铸币收入。在现实美元化下，美国虽然得到了大量的铸币税，虽然吸引了巨额的海外投资，但美国是通过出售以美元计价的债券来向国外借钱并且为此是支付利息的。到1997年底，因为经常项目逆差的积累，美国的净外债高达1.2万亿美元。到2001年该数字预计会突破2万亿美元。如果把这笔钱全部投入到美国的有价证券市场，假定回报率为7%，美国仅为此每年就需付出1400亿美元的利息和股息，约占其GDP的1.5~2%（Preeg 1999）。由于欠的是美元，故美国可以用通货膨胀的办法冲销掉所欠外债，但如果海外投资者认为美国将如此，他们就会要求更高的利息。（Krugman 1998; Mundell 1998b）在这种情况下，美元化、尤其是单边美元化，将诱使大量的美元投资投到美国以外的美元化经济体，从而降低美国向海外借债的利息成本，亦即增加其铸币税。其次，美元化将会为美元区的经济稳定发展创造良好的条

件，从而使美国从中获益。最后，从技术上讲，与欧元区建立相比，美元区有一个明显的优势，即它拥有一个强大的中央国家在政治上予以支持。无疑，这也自然意味着美国在美元区内拥有无可置疑的领导地位，而且美国经济领导地位亦会因此而得到加强。

在此需要进一步讨论的问题是，在支付巨额利息后，美国的净债务是否还应被算作美国的铸币税。表面上看，美国和加拿大与澳大利亚一样，通过卖给外国人有价证券和不动产来弥补其贸易赤字，并为此支付利息，因而根本就不存在什么以无息贷款形式存在的铸币税。但与此同时还应该看到，美国的经常项目逆差要远远大于其利息支出。1999年美国经常项目逆差预计为2400亿美元，大约为利息支出的两倍。最近10年来的其他年份亦如此。这等于说美一直在靠新的借款来偿还原有借款的利息，而且偿还后还有剩余。这意味着美国的国际净债务，至少从短期看，就是其所得到的国际铸币税，不仅如此，其数量还在持续增长。当然，这一切归根到底还在于美国雄厚的经济、科技和军事实力。

尽管货币联盟的历史从整体上看是一部失败的历史（成功的例子仅为政治上先行统一的美国和德国）[7]，但欧元的启动应该讲已构成美国推行美元化政策或建立美元区的外在压力。这种压力直接来自于美国得自美元的国际铸币税的下降可能。尽管欧元自创立以来因欧盟经济状况不佳而在美元面前略显疲软，但是仍旧有人认为，在未来的5至10年内将会有5,000~10,000亿美元的国际货币持有量从美元转换为欧元（Bergsten 1999b）。依据前面的结论，这便意味着美国将丧失如此数量的铸币收入，其年损失约占美国国内生产总值的1~1.25%左右。尽管在程度和时间方面存在较大的争议[8]，但欧元将对美元在国际金融市场上的支配地位产生冲击这一点是确定无疑的。其负面影响除了表现在美国向世界征收铸币税的能力下降或将遇到竞争者外，还表现在美国在国际货币体系中唯我独尊的局面将一去不复返，表现在美国的货币与贸易政策将受到来自欧洲越来越大的掣肘。再退一步讲，即便是美国通过美元得到的铸币税增长速度的放慢本身，亦会对美国产生不利影响。因此，支持美元化以弥补将要失去的铸币税，至少是减缓丧失铸币税的速度，对美国的决策者来说来已经是十分现实的选择。

## 七、可能性与影响

无论是对美元化经济体还是对美国本身而言，美元化均有利有弊。但从整个全球经济发展的背景和趋势看，从汇率理论的演进看，从美元化的成本收益比较结果看，美元化的最终实现及可能只是个时间问题。无庸讳言，鉴于货币发行权和独立的货币政策毕竟是国家主权的基本支柱之一，鉴于不同的利益集团在美元化问题上的损益存在不小的差异，故不难想象，接受美元化过程中可能会遇到一些政治上、心理上及情感上的麻烦或阻力。但有越来越多的经济体让其经济美元化的趋势似乎不可阻挡。美元化所产生的影响是深远的。首先，它预示着国际货币体系将成为以美元与欧元为双寡头（或许再加上“亚元”而成为“三寡头”）的新格局，以致汇率风险主要集中在美元与欧元之间。其次，和欧元创立一道并且比欧元更甚，它导致了货币主权这一传统的国家主权要素从国家主权中分离出来。第三，它暗含着经济全球化的归宿终将为两极化或三极化而非多极化。第四，它意味着全球性超国家金融组织—IMF—的未来地位会随着美元区和欧元区的日臻完善而不断削弱。第五，它要求着广大经济体、特别是亚洲各国和地区，在新的国际金融环境中做出明智的选择，究竟是组创“亚元”，还是步某些拉美和欧洲国家的后尘以成为美元区或欧元区的一员，抑或是坚定地继续维护自身的货币主权。

今天，我们都生活在一个充满不确定性的奇妙世界，其中所发生的许多事情都远远超出了人们的想象。讨论良久却又迟迟难以出台的国际货币体系新框架，以及虽然个别有远见卓识者曾预料到但却遭主流漠视的美元化，恐怕就是传统智慧无法准确预测未来



的明证。

\*本文作者在写作过程中得到了詹永新先生和高海红女士在文献方面的帮助，在此特表谢意。文中的一切错误则全部由作者负责。

注释：

[1]尽管其议案1999年3月曾经遭到加拿大议会绝对高票的否决，但魁北克省的八位年轻议员仍于6月联名给加拿大总理克雷蒂安写了一封公开信，呼吁政府建立一个委员会专门研究加拿大参与一个北美货币联盟（NAMU）事宜。在信中他们指出，北美货币联盟是北美自由贸易区的逻辑延伸，并且迟早会变为现实。欧元的创立增加了讨论此问题的紧迫性。在1999年5月底举行的加拿大经济学学会年会上，对加拿大经济彻底美元化问题亦有热烈的辩论。（*National Post*, June 5, 1999）

[2]另外两个分别为中央银行体制（central banking）和自由银行体制（free banking）。前者我们十分熟悉，眼下为主要流行的货币体制。后者自19世纪起到20世纪初曾经在大约7个国家中存在过，目前并无任何经济体实行之。值得注意的是，自由银行体制近几年来在理论上正在经历一场复兴。从经验上看，采取货币局体制的经济体（如阿根廷和香港）大都拥有良好的经济增长和金融稳定的记录，因为货币局体制克服了中央银行体制的最大弱点，即政治需要导致的人们对货币的不信任。（Hanke and Schuler 1998）值得注意的是，在阿根廷政府宣布计划实施美元化后，货币局体制最积极和坚定的鼓吹者之一、约翰·霍普金斯大学的Hanke教授，立即撰写报告和文章，说尽管货币局体制是一种相当有效的体制，实施它的经济体均取得了显著的成就，但货币局体制不是教条，美元化才是消除货币不确定性和彻底打消人们对比索的怀疑的正确步骤。（Hanke and Schuler 1999）

[3]人类目前已经进入全球化时代似乎已是不争的事实，但这并不意味着对此没有争论。从贸易量和直接投资量占全球总产值之比重的角度看，今天同100年以前并无多大差距，从要素价格的角度看，今天的全球化也并未缩小诸如劳动力这一主要要素价格之间的差距。不过必须承认的是，贸易和投资的绝对量已远非100年前可比，而变化更大的还在于资本流动的速度和途径。

[4]关于美元、欧元与日元三者在未来国际货币体系中所占份额，美国经济学家Bergstein认为将是40%、40%和20%；法国经济学家Joseph Leddet则认为是40%、30%和30%（Leddet 1999）。

[5]关于美国有价证券市场的情况，有必要在此做些补充。据美林公司统计，1997年底，所有工业化国家的债券规模为24.1万亿美元，其中政府债券占59.6%，公司债券占24.5%，欧洲债券占11.2%，跨国发行的债券占3.9%，各种机构发行的债券占0.9%。从总量看，美国占了全球债券的相当部分，为11.22万亿美元，其中政府债券占59.4%，公司债券占26.3%，欧洲债券占10.8%。外国在美国发行的跨国债券占3.4%。（日本的债券规模按当时汇率计算为4.17万亿美元，德国为2.94万亿美元，意大利为1.27万亿美元）。美国股票市值当时约为10万亿美元。两者相加，美国1997年底的有价证券市场规模为24万亿美元。此外，美国目前的对外总债务为6万亿美元，净债务为1.5万亿美元。

[6]针对日益热烈的美元化议论，美国参议院于1999年4月22日专门就此问题举行了一次听证会。时任财政部副部长的萨莫斯在作证时说，如果美元化能够帮助我们这个半球的某些国家实现更为稳定的经济增长，那显然符合美国的经济利益和更广泛的国家利益。美国政府欢迎因建立更为广泛的美元区而可能增加的经济联系。美元化等于美元化国家

向美国提供无息贷款。但他同时还指出，有一种危险存在着，即因为没有货币主权而助长一种怨恨情绪，从而鼓励美元化国家的决策者把经济困难归罪于美国。美联储主席格林斯潘在作证时说，如果某国政府置国际货币基金组织或美国认为必要的货币金融政策于不顾，而只寄希望于美元化来确保经济稳定，那它很快就会发现这会失败。不过他也表示，美元化流行后其他国家将其经济困难归咎于美国并不是什么大问题。美国当时的财政部长鲁宾亦指出，在新兴市场金融危机相对平静下来后，许多国家在享有独立货币政策和更加稳定的汇率之间，开始更倾向于后者。鲁宾同时提请阿根廷等国注意，美国将只为美国的利益而管理美元，而不会因为其他国家美元化了而照顾其利益（Ignatius 1999）。从美国经济政策三巨头（big three）的上述议论中人们不难发现，他们这种丑话说在前面的作法向拉美国家领导人传递了这样一个信号，即美国愿意就美元化问题与他们展开讨论。

[7]美国货币统一曾经历漫长的时光。今天的1美元在美国各州均值1美元。但在1842年，美国各州却都在发行自己的钞票（最多时美国共有72,000种面值不同的钞票），而只有金币或银币是由联邦政府统一铸造的。由于各州银行的实力与信用差异甚大，故各州的钞票价值亦参差不齐。田纳西州Planters银行发行的1美元在费城只值80分，伊利诺州州立银行的1美元则更低，只值50分。到了1863年，也就是当联邦政府为了筹措内战（南北战争）经费而发行“绿背钞票”（即今天人们使用的美元）后，美国才有了统一的货币，从此经济亦开始繁荣。19世纪德国的货币联盟亦是一个成功的范例，而德国的兴起亦在相当意义上归功于它。货币联盟失败的例子有三。1865年在欧洲大陆出现了一个“拉丁货币联盟”（The Latin Monetary Union），由法国、比利时、意大利、瑞士和希腊组成，不过它很快就因为成员国各自执行自身的经济政策而瓦解。1873年北欧国家建立了斯堪地那维亚货币联盟，它虽然持续了半个世纪但最终还是于1924年解散。欧元之前最近的例子是1967年，由肯尼亚、坦桑尼亚和乌干达组成的东非共同体实施了共同货币，但这一努力也仅仅维持了10年（Ingrassia 1998）。

[8]还有一种观点认为，欧元的到来在美国激起了非理性的恐惧。实际上欧元对美国的威胁微不足道。从现在起的5年内，美国经济每年的损失仅为其国内生产总值的0.1%。同时欧元取代美元的可能性并不存在，它至多是在日趋多样化的世界中对美元起补充作用，因为美元具有的方便性、普遍接受程度及与之俱来的“网络外部性”（network externality）无法被替代，因为欧元在未来的几年内只是一种记帐单位而不能用来投资，特别是因为人们持有一种货币的目的不在于货币本身，而在于持有以该种货币标值的资产，而欧洲的债券市场无论在规模上还是在流动性方面目前根本无法和美国相比。（Cooper 1997; Krugman 1998）。

#### 参考文献：

- Barro, Robert. 1999, "Let Dollar Reign From Seattle to Santiago", *The Wall Street Journal*, March 8.
- Beddoes, Zanny Minton. 1999, "From EMU to AMU?", *Foreign Affairs*, July/August.
- Bergsten, C. Fred. 1999a, "Dollarization in Emerging-market Economies and Its Policy Implications for the United States", the statement to the Joint Hearing of the Subcommittee on Economic Policy and the Subcommittee on International Trade and Finance Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, April 22.
- , 1999b, "The Coming Dollar-Euro Clash", *Foreign Affairs* March/April.
- Brenner, Reuven. 1999, "Currency Isn't our National Identity", *National Post*, May 17
- Brittan, Samuel. 1999, "Yet More Dollars", *The Financial Times*, April 29.
- Carr, Jack. 1999, "Currency Union with U.S. Has No Appeal", *National Post*, April 30

Cooper, Richard N. 1997, "Key Currencies After the Euro", *Working paper*, Harvard University, Nov.

Dun, Frank van. 1998, "National Sovereignty and International Monetary Regimes", in *Money and the Nation State: The Financial Revolution, Government and the World Monetary System*, ed. by Kevin Dowd & Richard H. Timberlake, Jr., Transaction Publishers.

*THE ECONOMIST*, 1999, "No More Peso?", Jan. 23.

Hanke, Steve. 1998, "World Currency", *FORBES*, Nov. 16.

-----, 1999, "How to Make the Dollar Argentina's Currency", *The Wall Street Journal*, Feb 19.

Hanke, Steve and Schuler, Kurt. 1998, "Currency Board and Free Banking", in *Money and the Nation State: The Financial Revolution, Government and the World Monetary System*, ed. by Kevin Dowd & Richard H. Timberlake, Jr., Transaction Publishers.

-----, 1999, "A Dollarization Blueprint for Argentina" , *CATO Foreign Policy Briefing* No. 52.

Ignatius, David. 1999, "Dollarization' in Latin America" , *The Washington Post*, April 28.

IMF, 1999, "Monetary Policy in Dollarized Economies", *Occasional Paper* No. 171.

Ingrassia, Lawrence. 1998, "Monetary Unions Have a Checked Past", *The New York Times*, Jan. 13.

Krugman, Paul. 1998, "Who's Afraid of the Euro?", *Fortune*, April 27.

-----, 1999, "The Return of Depression Economics", *Foreign Affairs*, Jan./Feb.

Leddert, Joseph. 1999, "There's No Need for Small Currencies", *The Wall Street Journal*, Feb 9.

Mundell, Robert. 1998a, "The Case for the Euro--I", *The Wall Street Journal*, March 24.

-----, 1998b, "The Case for the Euro--II", *The Wall Street Journal*, March 25.

Preeg, Ernest. 1999, "The Dollar and the Trade Deficit", *The Journal of Commerce*, Feb. 22.

Shelton, Judy. 1999, "The Dollarization Debate", *The Wall Street Journal*, April 29.

Sultan, Ralph. 1999, "The Case for Dollarization", *National Post*, May 17.

Stokes, Bruce. 1999, *The Challenge to Lead: U.S. Global Economic Responsibilities in the 21<sup>st</sup> Century*, published by Committee for Economic Development.