

# 国际货币体系不稳定中的美元霸权因素

何帆, 张明

(中国社会科学院世界经济与政治研究所, 北京 100732)

**摘要:**霸权稳定论指出, 霸权国提供公共产品乃是维持国际经济体系稳定的保证。而本文的分析指出, 当前国际货币体系中的不稳定性恰恰来自于美元霸权。当前美元霸权的行使体现为牙买加体系下的中心—外围构架。位于中心的美国获得了铸币税以及通货稳定的收益; 而外围国家则更多地承担了通货膨胀和金融危机的成本。这种不平衡的构架注定是不会持久的。当前美元霸权对中国的影响包括人民币升值压力、外汇储备的效率损失和汇率风险, 以及“冲突美德”的威胁。中国的相应对策则包括: 在近期调整人民币汇率水平和人民币汇率形成机制、适当削减外汇储备的规模、将FDI的水平控制在适度范围内。

**关键词:**美元霸权; 中心—外围构架; 人民币汇率

**中图分类号:** F830 **文献标识码:** A **文章编号:** 1000-176X(2005)07-0032-06

## 一、霸权稳定论与美元霸权

金德尔伯格 1973 年在他论述 20 世纪 30 年代世界经济危机的名著《萧条中的世界: 1929—1939》中最早提出了霸权稳定论的思想。<sup>[1]</sup>他谈到, 自由贸易和稳定的国际金融秩序实质上乃是公共产品, 其提供既不能通过“世界政府”, 也无法寄希望于国家间的自发合作。“若要使世界经济变得稳定, 必须要有一个稳定者, 且只能有一个稳定者”。

随后, Gilpin、Krasner 和 Keohane 等学者从现实主义和自由主义两个角度发展了霸权稳定论。<sup>[2]</sup>霸权稳定论的核心思想包括: (1) 霸权是确保以自由市场经济为基础的国际经济秩序获得繁荣和发展的前提保证。(2) 霸权国本身必须恪守自由主义的价值观念, 其政府社会目标和国内权利分配必须有利于国际自由秩序。(3) 霸权国在获得其经济政治霸权所带来的各项收益的同时, 必须承担两项重要义务, 一是提供国际公共产品以保障世界自由市场经济秩序的正常运转, 二是推动更多的国家加入到全球自由市场经济体制中来。(4) 竞争优势的转移、提供全球公共产品的边际成本上升和其他国家的搭便车现象, 将会造成霸权的逐渐衰弱, 而霸权的丧失和追逐必将导致世界政治经济的不稳定, 直至新的霸权产生。

世界经济的历史似乎恰好吻合金德尔伯格的假说。19 世纪末和 20 世纪初是英国拥有霸权地位的时候, 也正是第一次经济全球化的高潮时期; 二战之后, 美国拥有无可挑战的霸权地位, 这正是第二次经济全球化出现并达到高潮的时期。尤其是, 金德尔伯格指出, 在两次世界大战之间, 由于英国的霸权地位已经衰落, 而新兴的美国却不愿出面提供自由贸易和稳定的国际金融秩序, 因此各国陷入混乱的“贸易战”、“货币战”, 世界经济由繁荣转向旷日持久的萧条。

在国际贸易领域的公共产品主要指建立在国民待遇和最惠国待遇基础上的自由开放贸易制度, 在

国际金融领域的公共产品主要指稳定的国际货币。在二战之后的国际货币体系中,美元作为一种国别货币一直兼任着世界货币的角色,由此带来的美元霸权是战后国际货币金融领域的一种重要现象。

美元霸权至少能够为美国带来以下好处:(1)由于美元广为其其他国家接受,那么美国企业在进行对外贸易时就可以直接用美元进行结算,从而避免了外汇风险和汇兑成本,以及为了避免外汇风险而进行套期保值的成本。(2)美元走向世界为美国银行和金融机构走向世界提供了便利。(3)由于世界各国广泛使用美元,美国政府可以通过发行并输出美元来征收国际铸币税。据美国经济学家 Frankel 的估计,当前被外国居民、企业和政府持有的美元数量至少占到流通中美元总量的 60%,按照这一数字进行推算,每年美国可以向其它国家征收高达 120 亿美元的铸币税。<sup>[3]</sup>(4)对于本国货币并非世界货币的国家来说,本币贬值虽然可以促进商品出口,但是却要承担外债负担增加的代价。然而对于美国而言,由于美国的对外债务也是用美元计价的,那么美联储多发货币所导致的美元贬值则可为美国带来刺激出口和减轻外债负担的双重好处,这也被称之为国际通货膨胀税。

为了维持国际货币体系的稳定,美国在获取美元霸权的收益时必须承担相应的责任。Kindleberger 认为,美元霸权的建立要求美国经济必须履行以下义务:(1)美国必须为剩余的世界产品提供市场,以及美国需要和其他国家分享稀缺资源。(2)美国必须保证资本流向可能的借方。(3)在货币金融危机爆发时,美国应该扮演全球最后贷款人。(4)维持全球汇率结构的稳定。(5)协调各国的宏观经济政策。<sup>[1]</sup>在布雷顿森林体系崩溃之后,美国在履行后三项义务时已经力不从心。20 世纪 80 年代和 90 年代国际债务危机、货币危机和金融危机的频繁爆发说明美国没能很好地维持全球金融稳定;特别是在东亚金融危机中,美国财政部和 IMF 没能很好地履行国际最后贷款人的责任;西方三种主要货币即美元、欧元和日元之间的汇率波动频繁,并给发展中国家带来了很大的负面影响;在协调发达国家的宏观经济政策方面,美国更多地处于自身利益的考虑(例如广场协议),而在促进世界各国共同繁荣方面乏善可陈。

## 二、当前美元霸权的表现形式:中心—外围框架

在布雷顿森林体系崩溃之后,全球主要资本主义国家均实施自由浮动汇率制度,而新兴市场国家和发展中国家则选择实施管理浮动汇率制度和盯住汇率制度(包括货币局制度和美元化安排)。美元依然是主要的国际储备货币和结算货币,因此依然扮演着世界货币的角色。但是,在这一时期,全球经济的波动幅度显著增强,货币危机和金融危机频繁爆发。国际货币体系中的不稳定性和不对称性日益突出,而这和美元霸权所导致的中心—外围构架是分不开的。

图 1 说明了这种美元霸权主导下的中心—外围构架。美元依旧占据着核心位置,而位于这一构架外围的是两类国家。一类是执行出口导向战略的国家(主要是东亚国家),这些国家把美国作为最主要的出口市场,通过经常项目顺差积累了大量的美元储备,然后以购买美国国债的形式保有这些储备。美国则通过输出美元获得了实际资源的注入,此外这些输出的美元往往又通过购买美国国债的方式流回美国国内。另一类外围国家是欧洲国家和拉美国家(包括一些 OPEC 国家),这些国家的投资者购买了大量由美国公司或者美国政府发行的金融资产(例如股票和债券等)。美国通过出售这些金融资产,向外围国家融入了大量的真实资本,并且把这些资本运用于国内建设或者国际 FDI 投资<sup>[4]</sup>。在这一构架下,国际货币体系有三大特征:一是美国的经常项目持续逆差,资本项目持续顺差,以及美国外债不断积累(如图 2 所示);二是东亚地区的经常项目持续顺差和外汇储备的不断累积(如图 3 所示);三是欧洲国家的经常项目持续逆差、资本项目持续顺差,以及储备资产基本不变。

在这一中心—外围构架下,美国一方面从与东亚国家的贸易往来和金融往来中获得收益,另一方面从与欧洲和拉美国家的金融往来中获得的收益。

在与东亚国家的贸易往来中,美国获得了两大好处:(1)由于美国通过经常项目的逆差输出了大量的美元,同时向自身注入大量的实体性资源(主要是商品),这既满足了国内的消费需求,又有利于维持国内物价的稳定,同时还能享受到铸币税的好处。(2)由于东亚国家积累了大量的美元储备,而它们持有美元储备的主要方式是购买美国国债,这有利于美国通过支付较低的利息为自己的经常项目逆差融资,从而避免了经常项目逆差的不可持续。来自瑞银华宝的资料显示,截至 2004 年底,亚洲国家

总共持有 12 000 亿美元的美国国债(其中包括大约 10 000 亿美元的长期债券和票据),此外还持有至少 10 000 亿美元的美国公司债券、股票以及存款,这一比例高达海外美国金融资产存量的 1/3<sup>[5]</sup>。此外,美国财政部的资料显示,在过去 3 年时间里,来自亚洲的资本流入占到美国外资净流入的 40%,在 2004 年这一比率接近 50%。因此,我们可以认为,美国迄今为止之所以还能维持国际收支平衡,在很大程度上依赖于来自东亚国家的外汇储备资金的重新注入。

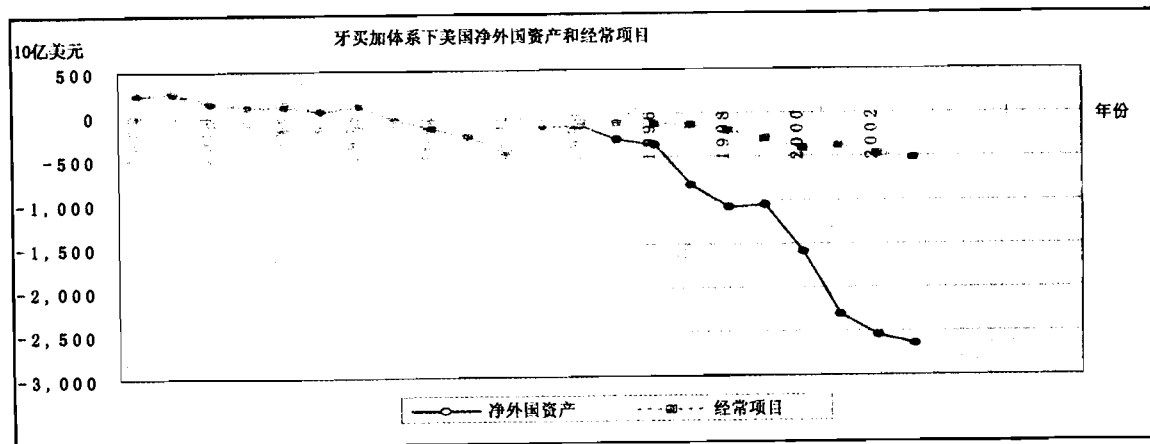
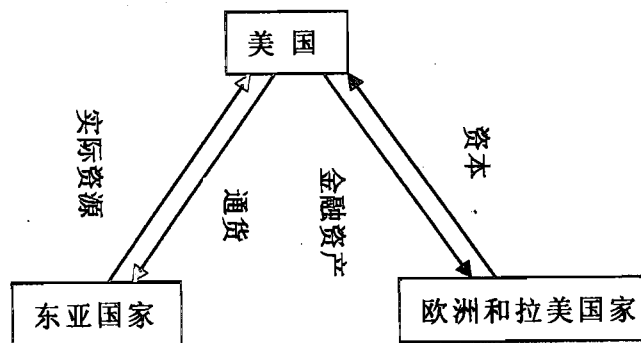


图2 美国净外国资产和经常项目变动情况

资料来源: International Financial Statistics (CD-ROM)。

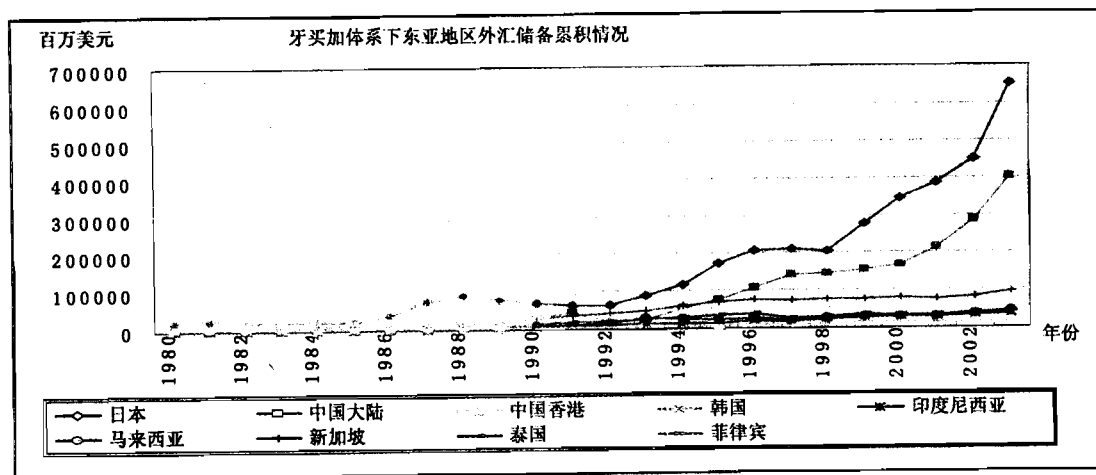


图3 东亚地区外汇储备累积情况

资料来源: International Financial Statistics (CD-ROM)。

在与欧洲和拉丁美洲等第二类外围国家的往来中，美国获得了两大好处：（1）金融资产的收益率平均来说低于实际投资的收益率，美国企业通过向海外出售金融资产，可以赚取这两种收益率之间的差价。（2）向海外出售金融资产，能够把投资的风险转嫁给海外的投资者。特别是对于股票而言，股票的发行商并没有义务承诺一个确定的收益率，而且发行股票并没有还本的压力，此外股票的涨落对于股票发行公司而言并没有太大的影响（如果该公司没有继续融资需要的话）。

从表面上看，这一种中心—外围构架能够维持相对的稳定，但其实这种构架具有内在的不相容性。在这一体系下，中心国家享受了更多的收益（例如铸币税和通货稳定），而外围国家则承担了更多的成本（例如资源输出、通货膨胀和金融危机）。这种收益与成本的不对等分配使得外围国家日益边缘化，并且把维持系统相容性的任务过多地集中到中心国家身上。而作为中心国家的美国，在享受美元霸权带来收益的同时，却经常拒绝履行自己维持系统相容性的责任和义务。国际货币体系的不平衡使得全球金融体系处于不稳定状态之中，这集中体现为该体系下多次爆发的货币金融危机。在过去25年间，大约有80—100个国家出现过金融危机（斯蒂格利茨，2003）。除了1992年的英镑危机发源于处于体系中心的发达国家外，1980年的拉美债务危机、1994/1995年的墨西哥金融危机和1990年代末的东南亚金融危机以及随后的俄罗斯、巴西和阿根廷的货币金融危机均发端于处于体系外围的发展中国家或新兴市场经济体。

Kaminsky 和 Reinhart<sup>[6]</sup>考察了金融危机的系统性和地区性问题，区分出冲击的三种传递途径：外围国家→外围国家→外围国家；外围国家→中心国家→外围国家；中心国家→外围国家→外围国家。结论为：如果外围国家的危机没有触及到中心国家的资产市场，只会在外围国家发生区域性危机，不会造成波及全球的系统性危机；而中心国家出现金融危机以后，很容易通过溢出效应影响到外围国家。一个自然的推论是货币金融危机在“中心—外围”国家间的危机传染具有单向特征：中心国家出现危机时，外围国家成了中心国家危机的泻洪区，外围国家出现危机时，外围国家成了中心国家的桥头堡。

中心—外围式的国际货币体系使得国际金融风险逐渐在外围国家累积，金融危机频繁爆发，国际货币领域的收益与风险处于严重的不均衡状态。在金融全球化日益加剧的背景下，如果处于外围的发展中国家发生金融危机，处于中心地位的发达国家也很难独善其身，因为金融危机可以通过贸易、金融或者预期心理等渠道进行扩散和传染。如果位于系统中心的发达国家经济出了问题，整个国际货币体系都面临着均衡被打破的危险。因此，美元霸权主导的中心—外围构架注定是一种过渡性的体系，国别货币充当世界货币具有内在的不稳定性。为了减少国际货币体系的不稳定性，必须依靠国家之间的货币合作，尤其是中心国家和外围国家之间的南北合作。外围国家可以通过相互间的合作增强与中心国家的谈判力量。

### 三、美元霸权对中国的影响及中国的对策

截至2004年底，美国的经常项目逆差已经达到GDP的6%，创下历史新高，此外美国的对外债务净额也高达GDP的23%。高盛的经济学家认为，即使美国的经常项目逆差维持在GDP的5%左右，到2020年美国的对外债务净额也会增加到GDP的60%以上。<sup>[7]</sup>由于国际金融市场不会对持续的真实资源净吸收提供融资便利，因此美国规模如此之大的经常项目逆差在长期内是不可持续的。根据宏观经济学理论，一国的经常项目逆差从根本上而言是由该国国内的储蓄水平低于投资水平造成的，因此要从根本上削减经常项目逆差，就需要降低美国国内的消费水平或者投资水平，这显然不是美国政府所希望看到的。那么除此之外的可行选择就是美元贬值，然而，据美国经济学家 Rogoff 和 Obstfeld 2004年的估算，要将美国的经常项目赤字削减到可持续的水平上来，美元至少需要贬值30%到40%！如果美元真的发生如此大规模的贬值，这将对国际资本市场和国际金融秩序造成严重冲击。由于美元的大规模贬值将对美元的霸权地位造成显著负面影响，而这也是美国政府所不愿意看到的，因此美国政府就试图通过敦促自己的贸易伙伴国货币升值来达到同一目的，而这正是美国营造人民币升值舆论的真实目的。

人民币汇率政策的制定属于中国的货币主权,应该由中国政府根据中国的具体情况独立制定。但是由于中国经济的快速增长和中国国际影响力的扩大,人民币的汇率变动成为一个国际热点问题是无可厚非的。大多数研究成果表明,人民币当前的名义汇率水平相对于均衡水平而言的确存在明显低估。低估的人民币名义汇率虽然在短期内有利于刺激商品出口,但是由于这一错误的价格信号扭曲了国内贸易品与非贸易品的相对价格,导致资源过度流向贸易品部门,从而将造成中国非贸易品部门(主要是服务部门)的发展长期滞后和效率低下,这种资源配置的扭曲对中国经济的长期增长而言是非常不利的<sup>[8]</sup>。

截至2004年12月31日,中国的外汇储备已经高达6 099亿美元,与2003年底的4 033亿美元相比,仅仅1年间储备规模就上升了51.3%。<sup>①</sup>巨额外汇储备以及外汇储备高速增长的背后隐藏着效率损失和政策掣肘的隐忧:(1)对中国的货币政策带来压力,冲销政策难以为继。央行在买进美元的同时,等于向市场上投放了人民币,这会带来货币供应量的增加和信贷扩张,为了避免外汇储备增加对宏观稳定的冲击,央行必须进行冲销操作,即通过国债回购、发行央行票据等形式从市场上收回流动性。但是,从近几年中国人民银行《货币政策执行报告》所公布的数据看,央行的冲销操作力度其实非常小:2001年外汇占款投放基础货币达4 036亿元,但同年公开市场操作净回笼资金只有276亿元;2002年元、2003年因外汇占款投放的基础货币分别为3 257亿元、7 734亿元,但公开市场操作只回笼了1 018亿元、2 694亿元。这表明货币当局面对巨额增长的外汇储备,没有能力进行完全冲销操作,从而货币当局货币政策的独立性受到损害。长远来看,随着外汇占款规模的持续增长,中央银行冲销干预操作的难度不断加大,并最终难以持续。货币当局通过公开市场操作而进行的冲销操作必然会推动本国利率水平的上升,在人民币名义汇率水平不变的条件下,只能吸引更多的国际套利资本流入,形成一个恶性循环。(2)由于我国持有外汇储备的主要形式是美国国债,而美国国债的收益率是非常低的,同时我们又引入了大量的FDI,而这些FDI在中国的收益率是相当高的,这就相当于我们将自己的宝贵资金以低利率借给美国,然后又以高利率向美国等国家贷款,这种操作的效率损失是相当高的。(3)随着我们持有的美元储备越来越高,那么美元贬值对我们所带来的汇率风险就越来越大。例如,美国为了削减经常项目赤字而让美元贬值20%的话,对我们外汇储备所造成的直接损失就高达1 200亿美元。也就是说,外汇储备的逐渐累积将会限制我们主动调节人民币汇率的灵活性。

此外,麦金农和施纳布尔的一项研究指出<sup>[9]</sup>,中国国内的高储蓄率和中国私人部门持有的大量流动性美元资产导致中国存在“冲突美德”(conflicted virtue)。中国国内的高储蓄率决定了中国经常项目出现持续顺差,加上FDI的大量流入,使得中国出现了资本项目和经常项目的双顺差。由于从1997年东南亚金融危机以来人民币兑美元一直稳定在固定水平上,这就导致人民币存在升值压力。为了削弱人民币升值压力,人民银行需要保证私人部门不把流动性美元资产兑换成人民币,这就需要央行保证美元资产的收益率高于人民币资产的收益率(因为存在风险溢价),但是由于美元资产的收益率是由美国制定的,而且当前水平很低,这就意味着人民银行必须不断降低人民币资产利率,直至陷入日本在20世纪90年代遭遇的“流动性陷阱”。

综上所述,我们认为当前的美元霸权给中国造成的影响包括:人民币升值压力、过高外汇储备造成的铸币税支出、效率损失和汇率风险,以及“冲突美德”。在此,我们相应给出三条政策建议。

(1)人民币汇率水平和汇率形成机制应在近期内做出调整。人民币汇率水平的小幅调整不但不会对中国商品出口产生显著的负面影响,反而能够改善中国的贸易条件,有利于提高中国商品的出口竞争力,此外还有利于资源在贸易品部门和非贸易品部门之间的有效配置,促进中国经济的长期增长。相对于汇率水平而言,人民币汇率形成机制的改革则更为重要。我们认为,有必要

<sup>①</sup> 考虑到2003年底的储备数据中没有包含国务院向中行和建行注入的450亿美元储备,那么事实上2003年底中国的外汇储备应为4 483亿美元,2004年的外汇储备规模比去年同期上升36%,然而即使这一数字也是相当惊人的。

增强人民币汇率弹性,真正实施所谓“以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度”。一般而言,汇率水平和汇率形成机制的调整应该选择以下时机:本币具有升值趋势、国内需求旺盛、贸易账户平衡、宏观经济稳定等等,我们认为,当前正是调整人民币汇率水平和汇率形成机制的最佳时机。

(2) 应该将中国的外汇储备保持在适度规模之内。无论从何种衡量方法来看,中国当前的外汇储备规模已经超出了适度水平。适当削减我国外汇储备的规模,将宝贵的外汇资金用于边际收益更高的国内建设中去,是更加适当和理性的选择。例如,可以考虑用外汇储备提前偿还外债,继续用外汇储备为工行的股改上市注资,鼓励企业用外汇直接进行海外投资,加速 QDII 的实施,等等。

(3) 为了防止“冲突的美德”问题发生,麦金农和施纳布尔提出的建议包括:采取政策措施减少甚至逆转经常项目顺差,包括降低贸易壁垒、鼓励进口,以及取消出口补贴;通过鼓励合资企业向国内银行借款、在国内发行股票和债券等形式获得人民币融资,以减少 FDI 的流入规模等等。我们认为,中国是一个高储蓄国家,中国国内的居民储蓄并未得到充分利用,其主要原因在于储蓄转化为投资的机制并不顺畅。由于中国的居民储蓄水平远高于国内资本形成水平,因此中国本来应该是一个资本输出国,但事实上中国却是世界上吸引 FDI 流入最多的国家之一,这其中本来就隐含了代价高昂的效率损失。此外,当前中国吸收的 FDI 存量已经高达 4 000 亿美元,在未来 FDI 的利润汇回将成为导致中国出现资本项目逆差乃至国际收支逆差,甚至发生国际收支危机的重要威胁<sup>[10]</sup>。因此,充分利用国内的资金来源,审慎控制 FDI 的流入数量,是维持中国长期国际收支安全和避免“冲突美德”发生的双赢策略。

#### 参考文献:

- [1] Kindleberger, P. Charles. *The World in Depression 1929-1939* [M]. London, Allen Lane; The Penguin Press, 1973.
- [2] Gilpin, Robert. *The Political Economy of International Relations* [M]. New Jersey, 1987.
- [3] 何帆. 美元与美国霸权[J]. 博士咖啡网站, 2004.
- [4] Dooley, Michael, David Folkerts - Landau and Peter Garber. *An Essay on the Revived Bretton Woods System* [P]. NBER Working Paper, NO. 9971, September 2003.
- [5] Anderson, Jonathan. *Why Asia Can't Sell the Dollar* [J]. UBS Investment Research, January 2005, [www.ubs.com/economics](http://www.ubs.com/economics).
- [6] Kaminsky, Graciela and Reinhart, Carmen M. *The Center and the Periphery: The Globalization of Financial Turmoil* [P]. NBER Working Paper, No. 9479, November 2001.
- [7] 张凤喜. 国际货币走势的三国演义, 2005, <http://www.stock2000.com.cn/>
- [8] 张斌, 何帆. 如何调整人民币汇率政策: 目标、方案和时机[J]. 博士咖啡网站, 2005.
- [9] 麦金农, 施纳布尔. 中国是东亚地区的稳定力量还是通缩压力[J]. 比较, 2003, (7).
- [10] 余永定. 消除人民币升值恐惧症, [M]. 北京: 中国青年出版社, 2004.
- [11] Keohane, Robert. *The Theory of Hegemonic Stability and Changes in International Economic Regimes, 1967-1977*, in Holsti and Others (eds.), *Change in the International System* [M]. Boulder, 1980. 132.
- [12] Keohane, Robert. *After Hegemony* [M]. Princeton: Princeton University Press, 1984. 49.
- [13] Gilpin, Robert. *U.S. Power and the Multinational Corporation: The Political Economy of Foreign Direct Investment* [M]. New York, 1975.
- [14] 樊勇明. 霸权稳定论的理论与政策[J]. 现代国际关系, 2000, (9).
- [15] 任东来. 国际政治经济学中的霸权稳定理论[J]. 战略与管理, 1995, (6).
- [16] 约瑟夫·斯蒂格利茨. 亚洲经济一体化的现状与展望[J]. 比较, 2002, (1).