

美元指数：国际货币体系利益格局的政治经济学

王晋斌 厉妍彤

摘要：美元指数本质上是一个排他性的国际货币体系利益集团。美元指数不是美国贸易一篮子货币，而是国际金融市场的货币汇率指数，本身具有超主权货币的定价性质。美元指数的构成基本反映了G7操控国际货币体系利益格局的政治经济学。国际货币体系改革具有实质性的一步是改革美元指数的构成，纳入更多重要货币，从而使得国际货币体系的构成及运行能够反映更多重要货币共同参与全球货币体系治理的需要，以适应世界经济越发多极化发展的新格局。

关键词：美元指数；国际货币体系；铸币税

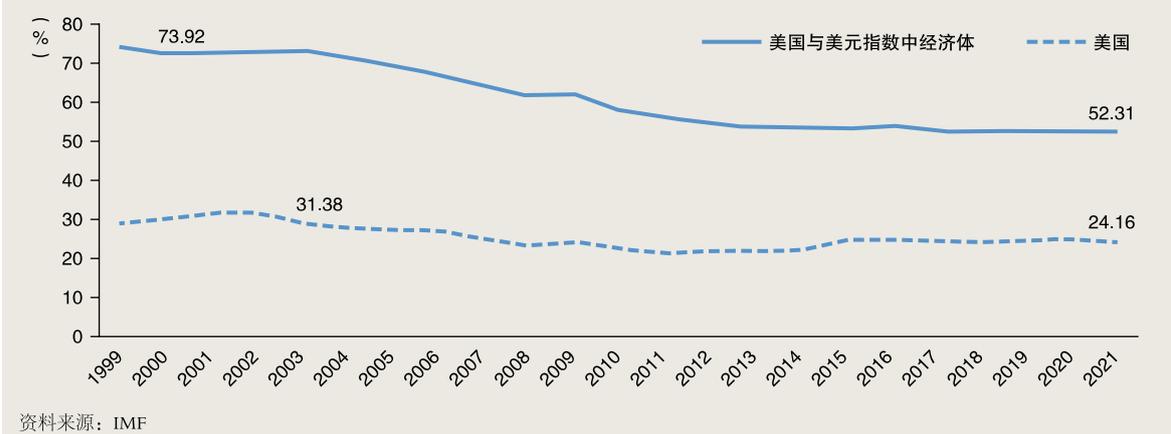
中图分类号：F832 **文献标识码：**A

仅理解美元不足以理解美元霸权体系。美元指数货币篮子与美元之间存在相对定价关系，美元指数也因此成为美元的对外“代言人”：美元指数上涨，美元走强；美元指数下跌，美元走弱。因此，深入理解美元指数及其运行逻辑，以及美元指数代表国际货币体系利益格局，才能更深入地理解美元霸权体系。美元指数作为美元的对外“代言人”，本质上体现了部分发达经济体把持国际货币体系利益格局的政治经济学。

在美元指数的相对定价中，存在两种相对价格形成机制。对美元来说，其正向的货币相对价格形成机制为：美国国内宏观政策决定美元利率和流动性，影响国际金融中美元相对于美元指数中6种货币的走势，从而决定了美元指数的走势；美元指数的走势影响其他货币以及国际大宗商品价格的走势。其逆向的货币相对价格形成机制为：美元指数中6种货币构成了美元名义相对价值的定价篮子“锚”，尤其是欧元占据了57.6%的权重，欧元区的利率和流动性影响金融市场上欧元相对于美元的走势，从而在较大程度上影响美元指数的走势，也因此影响其他货币和大宗商品价格的走势。从历史上看，由于美国货币政策具有显著的外溢性，绝大多数研究主要关注美联储货币政策的外溢性，即美元正向价格形成机制。不管是正向还是逆向价格形成机制，美元指数的变动对其他经济体的货币和国际大宗商品价格走势的影响路径是一致的。因此，美国国内的经济周期决定了美国国内的宏观政策，美国国内的宏观政策在很大程度上又决定了美元相对于美元指数中其他货币对美元的走势，从而决定了美元指数的走势；再通过美元指数的走势，对全球其他经济体的货币和国际大宗商品产生辐射性的影响，影

作者简介：王晋斌，中国人民大学经济学院党委常务副书记、国家发展与战略研究院研究员；厉妍彤，中国人民大学经济学院博士研究生。

图1 美国及美元指数中的经济体经济总量占全球经济总量的比例



响全球金融市场及世界经济的运行。

美元指数本质上是一个排他性的国际货币体系利益集团。仅从美元指数的走势来判断全球金融资产价格的变化是不够的,因为这忽略了美元指数构成背后代表的国际货币利益集团,以及这个货币利益集团所代表的国际货币体系利益格局的政治经济学。只有深入理解美元指数及其定价运行的逻辑,才能更好看清现有的国际货币体系是如何运行的,利益格局是如何安排的,也因此可以提出新的、有效的国际货币体系改革方案,而不是再局限于 IMF 主导下 SDR 之类非实质性的国际货币体系改革方案。

一、客观理解美元指数

从美元指数的构成和编制来看,其具备两大基本特征:一是美元指数是排他性的国际货币体系利益集团;二是美元指数不代表美国贸易一篮子货币,更多是代表一种金融汇率指数。

(一) 美元指数代表的是一个排他性的国际货币体系利益集团

美国为了维持美元的信用,需要保持美元与主要货币之间相对稳定的汇率,形成美元对外的货币相对价格“锚”。金本位崩溃后不久,1973年3月,美国用几种主要货币编制了美元指数,初始指数定为100。当时美元无疑是全球主导性的货币,美元指数就成为反映全球主要货币强弱的标志,影响着全球的物价(尤其是大宗商品价格)和国际金融市

场的走势。历史上,美元指数货币篮子也进行过调整。现行的美元指数是在1999年1月1日欧元出现后,纽约棉花交易所对美元指数期货合约的标的物进行了调整,从10个国家减少为6个经济体,欧元成为其中权重最大的货币。美元指数给了欧元57.6%的权重,其余5个发达经济体的货币权重分别是日元13.6%,英镑11.9%,加拿大元9.1%,瑞典克朗4.2%,瑞士法郎3.6%。美元指数编制中不包括任何新兴经济体的货币。因此,美元指数本质上是一个排他性的货币利益集团。德国、法国和意大利都使用欧元,再加上日本、英国和加拿大的货币,一起构成了美元指数。1999年G7的经济总量占全球经济总量的65.58%,2020年这一比例下降至45.69%,2021年预计将进一步下降至45.20%。从区域地理分布来看,欧洲的货币占据了美元指数构成中77.3%的权重,北美洲加拿大的加元占据了9.1%的权重,亚洲日本的日元占据了13.6%的权重。因此,美元指数基本是反映美欧之间的货币相对价值关系,是一个区域性货币构成,但却主导了全球货币体系的格局及其运行。从经济总量来看,美元指数货币构成中的GDP占全球GDP的比例也是不断下降的。1999年欧元诞生时,美国及美元指数中6个经济体GDP占全球GDP的比例为73.92%,2020年下降至52.68%。据IMF预测,2021年将进一步下降至52.31%(见图1)。因此,GDP总量只占全球一半多一点的经济体货币主导了国际货币体系的运行,经济总量与货币占比之间的不平衡状态日趋严重。

从美国经济总量占全球经济总量来看,2001年

达到阶段性高点 31.38%，2011 年达到阶段性低点 21.14%，2020 年这一比例回升至 24.76%。因此，美元通过绑定美元指数构成中经济体货币之间的相对价值，比单一的美元在世界经济中的影响力要大得多，因为美国及美元指数构成中的经济体经济总量还占据了全球经济总量的一半以上。

（二）美元指数不代表美国贸易篮子货币，更多具有全球金融汇率指数的性质

国际清算银行（BIS）编制的窄口径美元有效指数的货币构成从 1990 年以来就没有变化过，但权重每隔几年会有一次调整。2019 年 4 月公布的最近一次 2014—2016 年的美元有效指数窄口径贸易货币共计包含 40 种货币。

对比国际货币体系中的美元指数与 BIS 的美元有效指数就会发现，美元指数不是一个贸易有效汇率指数，而是一个国际货币治理体系利益集团的国际金融汇率指数，对全球金融市场的货币相对定价和大宗商品价格具有直接影响。

二、美元指数强弱难以准确刻画美元主导的国际货币体系的强弱

（一）美元指数变动的区间远大于美元储备占比变动的区间

表达美元强弱的美元指数是由其他 6 种货币组成的，美元指数的强弱有几点值得关注。第一，在很大程度上欧元的强弱决定美元的强弱。第二，美元指数的货币篮子中没有发展中经济体的货币，因此除了前述 6 种货币外，其他货币的强弱都难以直接在金融市场上通过定价影响美元。第三，美元及美元指数中的货币在全球外汇储备中占比超过 90%。依据 IMF 的 COFER 提供的数据，截至 2021 年第一季度，在全球已分配的外汇储备中，除美元占比 59.54% 外，欧元占比 20.57%，日元占比 5.89%，英镑占比 4.70%，加拿大元占比 2.11%，瑞士法郎占比 0.17%。这就是说美元和组成美元指数的货币在国际储备货币中的占比合计为 92.98%。如果考虑到国际贸易结算的货币，美元和欧元在全球贸易结算中的占比大约合计为 80%。可见，美元指数不论走强还

是走弱，占据国际外汇储备约 93% 的份额和全球贸易结算 80% 以上的份额，就决定了其他非美元指数中的货币很难较大幅度地替代这个体系。

美元指数的强弱直接对应的是欧元、日元等货币的强弱。美元指数走弱并不代表美元主导的货币体系受到了明显的冲击。美元强弱主要受美国和组成美元指数经济体的经济状况、货币和财政政策状况以及美国与其他经济体汇率政策协调的影响。从历史上的美元指数走势看，其具有很宽的域。美元指数强弱也不能完全代表美元信用，世界上几乎没有一种货币会一直走强，也几乎没有一种货币会永远走弱。由于欧元在美元指数中占据了一半以上的份额，当今国际货币体系是美元主导、欧元跟随的国际货币体系。

图 2 显示了美元指数波动幅度很大，在 1995—2021 年美元指数波动期间，基本在 70 ~ 120 之间波动；在 1995—2001 年美元指数上升期间，美元外汇储备的占比有明显上升，大约上升了 10 个百分点，美元在全球外汇储备中的占比超过 70%，高点达到 71.51%；在 2011—2017 年美元指数上升期间，美元储备占比大约上升了 4.5 个百分点，从 61% 左右上涨至 65.5% 左右（见图 2），因此，美元走强有利于提高美元在全球外汇储备中的占比，因为美元相对于美元指数货币篮子更值钱了。2021 年第一季度美元储备占全球已分配外汇储备的大约 59.54%，约处于 1995—1996 年之间的水平。换言之，25 年间，美元指数呈现出较大的波动，但美元储备占全球外汇储备的比例基本没有变化。

2002 年之后，美元在国际储备货币中占比的下降主要与欧元有关。欧元储备在 1999 年年底占比为 17.9%，到了 2003 年年底则上升到 25.03%，减少了美元作为储备货币的份额。2021 年第一季度，欧元在全球储备货币中的占比为 20.57%，美元和欧元占据了全球外汇储备超过 80%，也说明了全球货币体系是美元主导、欧元跟随的国际货币体系。从图 3 的趋势来看，从 2015 年开始，美元储备占全球外汇储备的比例是下降的，5 年期间大约下降了 5 个百分点。

从未分配的外汇储备（Unallocated Reserves）占比来看，2014 年以来是不断缩小的。这说明全球外汇储备的数据在近近年来透明度有所提高。未分配的外汇储备包括了非 IMF 成员国所持有的外汇储备

图2 美元指数走势

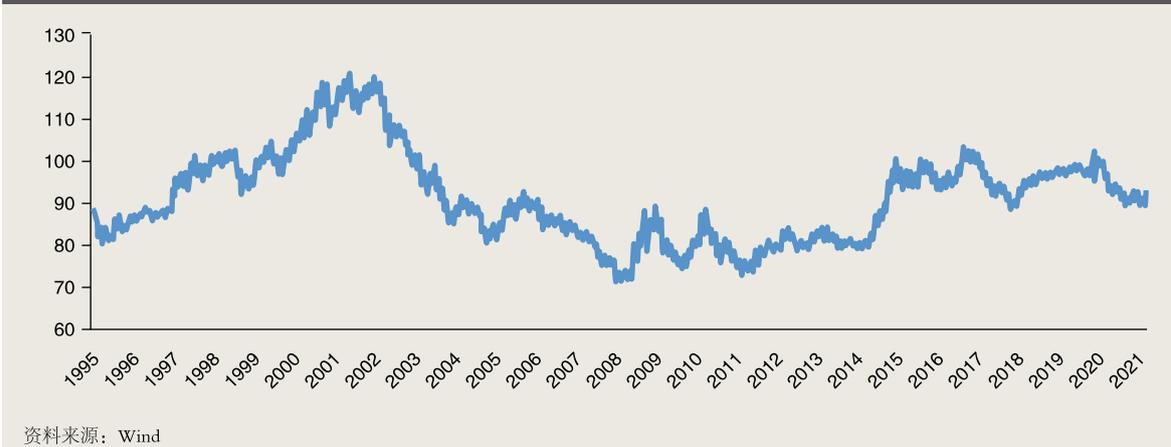
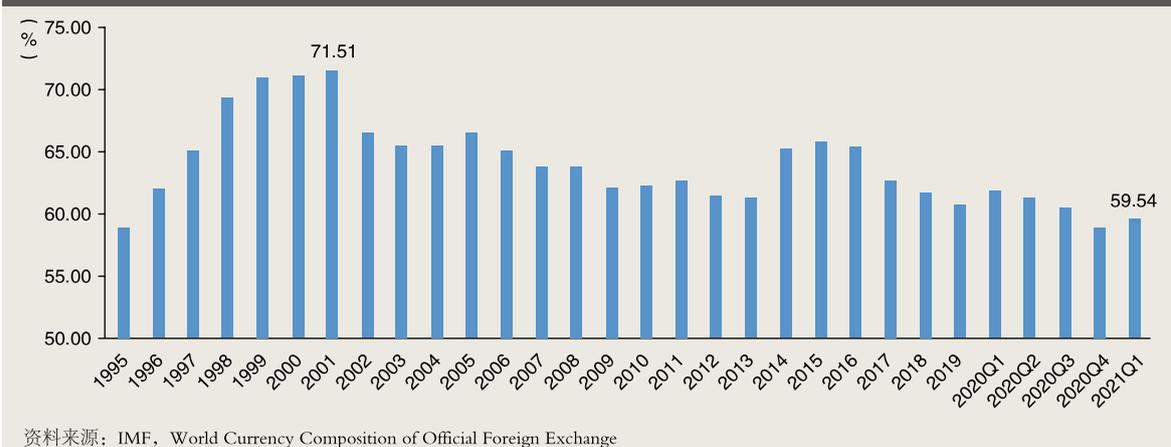


图3 美元在全球已分配外汇储备中的占比



以及没有对外公布的外汇储备。图 4 显示, 2013 年年底, 未分配的外汇储备占比高达接近 47%。因此, 即使美元在分配储备中的占比达到 65%, 但这一数据不能准确衡量美元在全球储备货币中的占比, 因为非 IMF 成员部分和未公布的部分是否是美元很难判断。但在 2018 年之后, 已分配外汇储备的占比高达 90% 以上, 就可比较准确地判断出美元在全球储备货币中的占比。如果说, 目前美元在全球外汇储备中的占比大约为 60%, 应具有可信性。

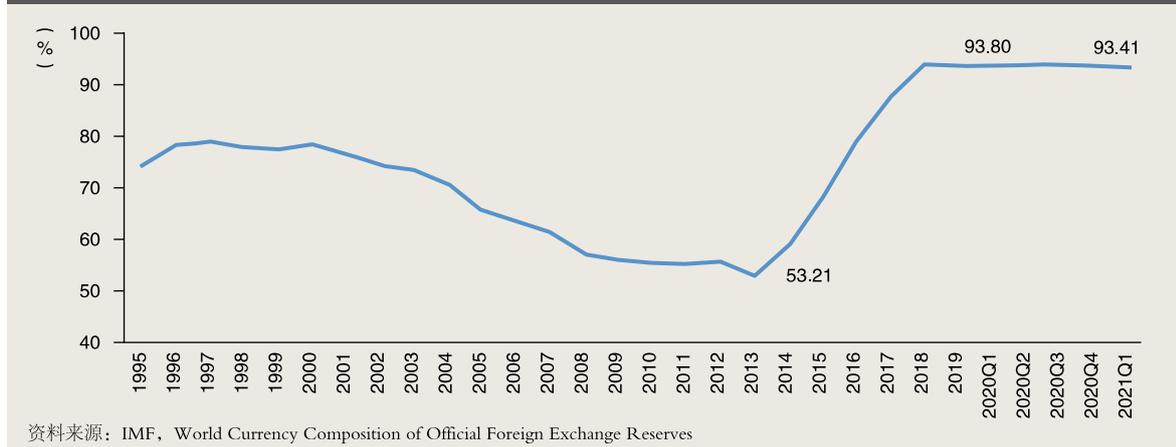
(二) 美元指数的波动性远大于美元占全球外汇储备的波动性

美元占外汇储备比例波动的幅度比美元指数波动的幅度要小得多。以季度数据为例, 1999 年第四季度至 2021 年第一季度, 美元在全球外汇储备中占比的季度波动性 (标准差) 为 2.94 ; 以季度末的美

元指数为例, 1999 年第四季度至 2021 年第一季度, 美元指数的季度波动性为 11.33。由此不难看出, 美元指数变化的波动性要远大于美元在全球外汇储备占比变化的波动性。

总体上, 美元指数与美元作为储备货币之间的关联性并不很明显。主要原因是, 美元指数反映的是国际金融市场流动性的松紧, 尤其是离岸美元市场流动性的松紧。如果市场上美元多了, 投资者形成美元贬值预期, 就会做空美元, 美元指数就会下跌; 反之, 当国际金融市场上美元紧缺, 投资者就会追逐美元, 美元指数就会上升。不管是做多美元, 还是做空美元, 美元都是标的, 说明了市场上投资美元的投资者很多, 也体现了美元的主导地位, 体现了美元在国际金融市场上的交易深度和广度。国际市场, 尤其是在金融危机或者金融市场出现大的动荡时, 美元就会成为被追逐的对象, 美元指数就会

图4 分配外汇储备在全球外汇储备中的占比



走强。历史上这样的例子并不少见。例如，2020年3月中下旬的全球金融大动荡，美元指数就出现了明显的较大幅度上涨。

三、美元指数代表的利益格局运行机制

在国际市场上，美元指数代表的利益格局运行机制主要由四个方面组成，包括集体绑定下的相对定价权、集体储备权、金融市场优先定价权和支撑该体系运转的底层安全资产。

（一）美元指数集体绑定下的相对定价权

美元指数的高低通常是反映国际金融市场流动性的核心指标；因为美元指数反映了美国及美元指数中货币区域或国家经济状态和宏观政策。美元采取美元指数这种集体捆绑定价的好处是：奠定了美元指数的相对稳定性（趋势性交易不明显）以及美元的相对强势性。

依据 IMF 提供的数据，美国 GDP 占美元指数中其他经济体 GDP 的比例在 1999 年为 65.57%，2020 年为历史高点 88.68%，2021 年预测的数据为 85.82%；反观美国 GDP 在全球 GDP 中的占比则呈现出缓慢下降的趋势，1999 年该比例为 29.27%，2020 年为 24.76%，2021 年预测的数据为 24.16%（见图 5）。

可以看出，美国经济总量在美元指数中相比其他经济体 GDP 的占比是不断上升的，特别是 1999—2020 年，上升了 23.10 个百分点。换言之，美元对美元指数中经济体的影响力是在不断增加的，这凸显了

美元与美元指数中经济体货币集体绑定定价的优势是不断上升的。1999—2020 年美国 GDP 占全球 GDP 的比例下降了 4.51 个百分点。尽管美国仍是全球第一大经济体，但美国对全球经济的影响力在下降。

由于美国经济增长速度要整体高于欧元区、日本、英国、加拿大以及瑞士和瑞典的经济增长速度。美元采取这种选择性集体绑定相对定价的方式，就决定了美元指数的相对稳定性和相对强势。从当前的美元指数来看，几乎与 1999 年年初一致，保持在 93 左右的水平。而美联储的资产负债表在 2008 年次贷危机和 2020 年新冠肺炎疫情的冲击下大规模扩表，还保持了较高的美元指数。2008 年 8 月底美联储总资产为 0.91 万亿美元，而次贷危机后到 2014 年年底，美联储总资产扩张到 4.51 万亿美元；2020 年 3 月初，美联储总资产 4.24 万亿美元，截至 2021 年 7 月底，美联储总资产已达 8.22 万亿美元。这就是美元货币相对定价的集体绑定的优势，因为美元指数中发行其他货币的央行也采取了大规模的扩表。例如，欧洲央行为应对 2020 年疫情的冲击，资产负债表从 2020 年 3 月初到 2021 年 7 月底扩张了约 3.29 万亿欧元，总资产达到约 7.99 万亿欧元。美国经济总量在美元指数货币经济体中占比的上升以及美元指数中其他央行大规模扩表，共同决定了美元指数的相对稳定性和相对强势。

（二）集体储备权的优势

从 2018 年以来，全球已分配的外汇储备份额（Shares of Allocated Reserves）占全球储备数量的比

图5 美国GDP占美元指数中其他经济体和世界GDP的比例



资料来源：IMF, WEO
注：GDP按照市场汇率计算。

例在 93% 以上。从全球已分配的外汇储备占比来看，美元及美元指数中的货币在全球外汇储备中的占比是不断下降的。1999 年第四季度，美元及美元指数中的货币在全球外汇储备中的占比分别为 71.01% 和 98.40%。换言之，全球外汇储备基本都是美元指数中的货币，其他的储备货币占比仅为 1.60%。但从总体趋势看，美元及美元指数中的货币占全球外汇储备的比例都是下降的。到 2021 年第一季度，美元及美元指数在全球外汇储备中的占比分别下降至 59.54% 和 90.88%（见图 6）。

对比一下美元、美元及美元指数中的货币在全球外汇储备中比例下降的幅度可以看出，美元占比下降的幅度要大得多：1999 年第一季度到 2021 年第一季度，美元大约下降了 11.47 个百分点，而美元及美元指数中的货币在全球外汇储备中比例仅下降了 7.52 个百分点，两者相差大约 4 个百分点。这 4 个百分点不是小数目，在现有的国际货币体系中，相当于排在美元、欧元、日元和英镑后面排名第五的国际储备货币。

由于美国的经济总量在美元指数货币构成的经济体中保持了上升的态势（见图 5），对这些经济体的经济和货币保持了相对强势。尽管美元储备占比出现了较大幅度下降，但美元的影响力还是通过美元指数的辐射性作用对全球金融体系及运行产生着重大的影响，这就是集体储备权的优势。

（三）美元定价优先选择权

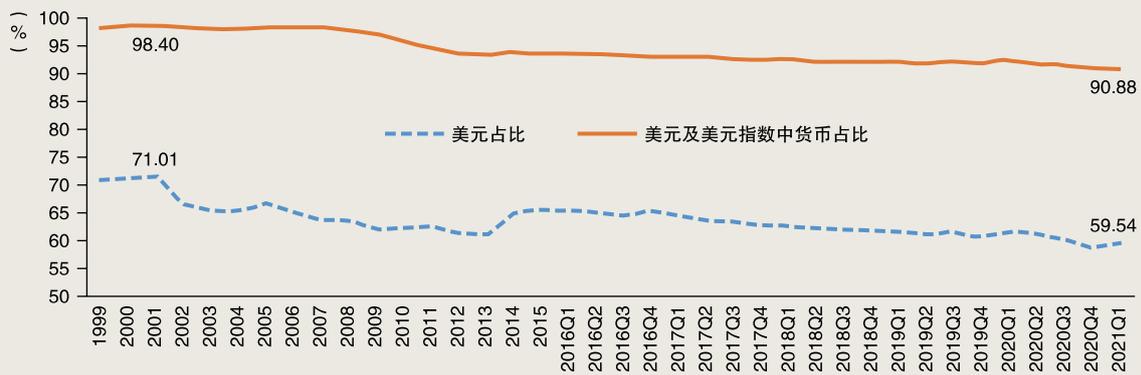
从 BIS 提供的全球金融市场流动性数据来看，

美元利率衍生品在全球金融市场明显居于主导地位。从全球交易所交易的利率衍生品看，2021 年第一季度全球货币利率期货与期权金融存量为 82.30 万亿美元。其中，美元利率期货与期权存量在全球金融市场中的占比达 66.74%，英镑占比为 15.07%，超过了欧元占比的 13.55%。英镑利率的期货与期权存量超过欧元，主要得益于英国是重要的国际金融中心的地位。美元、英镑和欧元在国际金融市场货币利率期货与期权产品存量中的占比高达 95.35%，这说明了全球利率衍生品交易的货币品种基本上是这 3 种货币。美元指数中的其他货币，除加元占 1% 以上的份额，占比都很小（见图 7）。从利率衍生品存量看，美元及美元指数中的货币占比 2019 年 12 月为 95.70%，2020 年 12 月为 95.80%，2021 年 3 月为 97.33%。因此，国际金融市场上利率衍生品基本由美元及美元指数中的货币所控制。

从国际金融市场利率衍生品日交易量来看，2021 年 3 月平均日交易量为 7.85 万亿美元，高于 2020 年的日均交易量 6.685 万亿美元，低于 2019 年的 8.94 万亿美元。美元及美元指数中货币利率衍生品日交易量占全球的比例基本稳定在 97% 左右。其中，美元、欧元和英镑合计占比高达 95% 左右，美元占比达到了 67.49%（见图 8）。因此，不论是从存量还是从日交易量来看，美元、欧元和英镑主宰了国际金融市场上的利率衍生品市场。

从全球衍生品场外市场（OTC）外汇合约（外汇合约的工具主要包括远期和外汇掉期、货币互换和期权）交易来看，依据 BIS 提供的全球衍生品场

图6 美元、美元及美元指数中的货币占全球外汇储备的比例



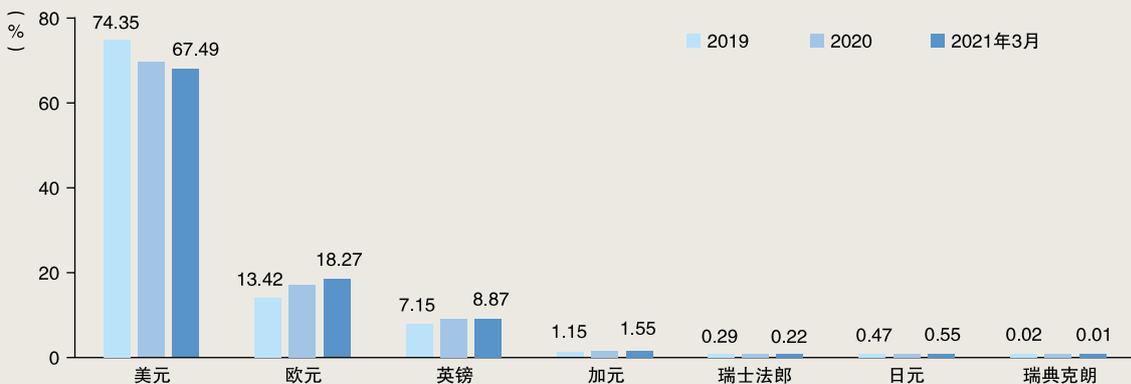
资料来源: IMF, COFER

图7 美元及美元指数中货币利率期货与期权在全球交易中的占比



资料来源: BIS

图8 美元及美元指数中的货币利率期货与期权在全球日交易量中的占比

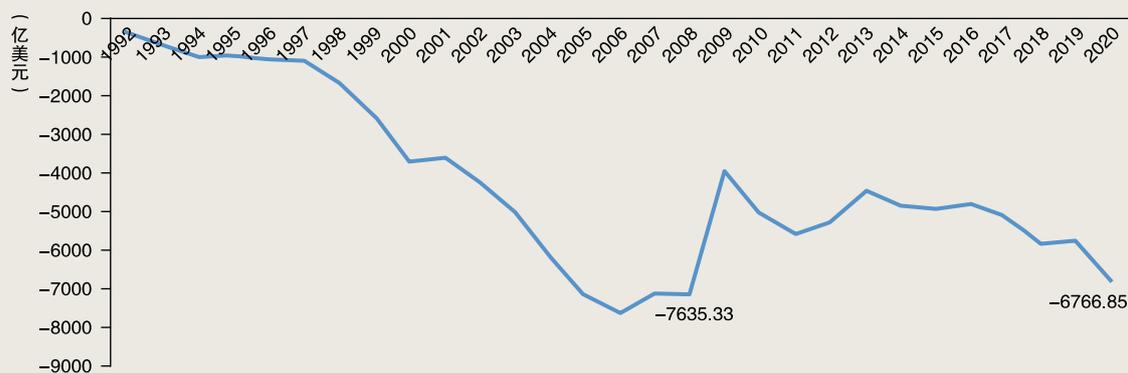


资料来源: BIS

外市场数据,2020年下半年全球货币外汇合约场外市场的本金余额高达195.11万亿美元,其中,美元和美元指数构成货币的占比达到了80.03%,而美元在外汇合约的场外市场则占到全球的大约44%。从

全球衍生品场外市场(OTC)利率合约(利率合约主要包括远期利率协定、利率互换和期权)交易来看,2020年下半年,全球货币利率合约场外市场的本金余额高达523.96万亿美元,其中,美元和美元指数

图9 美国货物和服务贸易赤字



资料来源: Federal Reserve Bank of St. Louis

构成货币的占比达到了 85.61%，而美元利率合约的场外市场则占到全球的大约 33%。

因此，不论是从交易所交易的货币利率期货与期权数量，还是从场外交易的外汇合约和利率合约的数量看，美元及美元指数中的货币均主宰了全球金融市场衍生品的交易。美元是单个货币占比最大的，美元外汇合约和利率合约在场外交易中仅占 1/3 多一些的比例，但美元在全球交易所交易的货币衍生品占比则达到了 67% 左右，居于主导性地位。因为交易所交易市场是流动性最高的市场，对场外市场交易定价有显著影响。

理论上，其他非美元指数篮子中的货币对美元指数的影响能通过直接影响美元走势和影响美元指数篮子中其他货币的方式来影响美元指数的走势，但这种影响有限。原因有二：一是美元指数是一个货币篮子，单个非美元指数篮子的货币要影响该货币篮子存在力量的不对称，作用有限；二是如果非美元指数篮子的货币在国际金融市场的交易量小，流动性不足，则很难影响美元指数的走势。事实也如此，美元及美元指数中的货币基本主宰了整个国际金融市场交易所和场外市场的货币衍生品交易。

从非银行类借款者的跨境借贷来看，美元和欧元主导了跨境货币借贷业务。截至 2021 年第一季度，美国以外的非银行类跨境借贷美元存量高达 13.06 万亿美元，其中的 31.19% 流向了新兴市场经济体；欧元区以外的非银行类跨境借贷欧元存量为 3.49 万亿欧元，其中的 22.76% 流向了新兴市场经济体；日本以外的非银行类跨境借贷日元存量为 46.54 万亿

日元，其中的 16.45% 流向了新兴市场经济体。美元、欧元和日元成为全球非银行类借款者跨境借贷数量最大的 3 个币种。其中美元占有显著优势，在三种货币中的占比超过 76%。因此，美元及美元指数中的货币主导了整个国际金融市场非银行类主体的跨境货币借贷交易。

（四）安全资产：支撑国际货币体系资金循环的底层资产

世界经济很少会在外部平衡的状态下运行，不平衡是常态。尤其是美国的对外贸易赤字自 1990 年以来出现了明显的扩大趋势。按照 IMF 提供的数据，1990—1991 年美国货物和服务贸易不平衡的规模较小，基本保持平衡；1992 年开始，美国对外货物和服务贸易赤字不断扩大，到了 2006 年达到赤字高点的 7635.33 亿美元；次贷危机爆发后的 2009 年，赤字收窄至 3947.72 亿美元；此后又进一步扩大，到 2020 年赤字已达 6766.85 亿美元（见图 9）。

美国巨大的货物和贸易逆差，导致美元大规模流出。有贸易盈余的经济体在获取美元之后，累积了外汇储备，国家主权财富基金的兴起就是贸易不平衡的结果。国际投资者持有的外汇储备非常重视投资的安全性，并力求在安全性和收益性之间取得平衡。随着全球金融一体化，金融周期会对世界经济体的外汇市场造成冲击，而对许多新兴市场经济体来说，保持金融稳定要求拥有足够的美元储备，以支付国内金融体系的美元流动性负债（Obstfeld et al., 2008；Gourinchas, 2012）；或者说，新兴经济体需要外汇储

图10 欧元区10年期和1年期国债的收益率



备以减少汇率波动等风险,而不是等待IMF基于双边互换或者区域安排来提供流动性。1998—1999年东南亚金融危机之后,累积官方储备成为亚洲经济体的普遍现象。储备对于外汇市场的稳定来说至关重要。在开放宏观经济学的分析框架中,储备与汇率稳定之间的关系也是一个重要研究话题。

能够提供高等级安全性的资产,其收益率应该是低的,因为不需要风险溢价补偿。换言之,某个资产提供了较高的收益率,在很大程度上还不能算是完整意义上的安全资产,因为该资产收益率包含了风险溢价补偿。这并不是说,收益率较高的资产不能成为安全性资产。因为只有更多的人使用,才具有广义上的安全性;而要吸引更多的人使用,就需要提供足够的收益率以增强吸引力。随着使用者的增加,该资产的边际收益会不断递减,收益率自然会下降,直到成为安全性高、流动性强、收益率低的资产。

从当前国际金融市场来看,美元及美元指数中的货币大多具有避险货币的属性,包括避险功能和对冲功能。因此,这些经济体基于国家主权发行的债券和高质量的具有政府“隐形担保”的债券,往往会被视为安全资产。例如,国债和MBS。美联储自身的行为也一直在为美国国债和MBS背书,其资产负债表的扩张主要是通过购买美国国债和MBS来实现的。欧洲央行由于法律限制无法直接购买欧元区经济体发行的政府债券,但欧元区的经济体自行发行的政府债券也是安全资产,在其国债收益率是负利率的条件下,国债还能够被市场投资者所追逐。从图10显示的欧元区国债收益率看,从2019年5月中旬开始,10年

期欧元区国债收益率就变为负值,而1年期国债收益率从2014年6月中旬开始至今一直是负值。

即使是负收益率,仍有投资者购买欧元区国债。简单用零息债券做个对比说明:负收益率债券意味着市场投资者对零息债券的追逐导致了过高的价格,需要用负的贴现率才能维持净现值(NPV)为零。差别在于付息债券保留了债券的久期风险管理功能。换言之,对国债的追逐导致了过高的价格,以至于需要大幅度降低收益率(贴现率)才能保持定价的平衡。

因此,这种具有高安全性、高流动性和低收益率的资产作为金融市场的底层资产,是金融市场上风险资产定价的基础,形成了资金国际大循环的闭环,支撑着整个金融市场的运行。

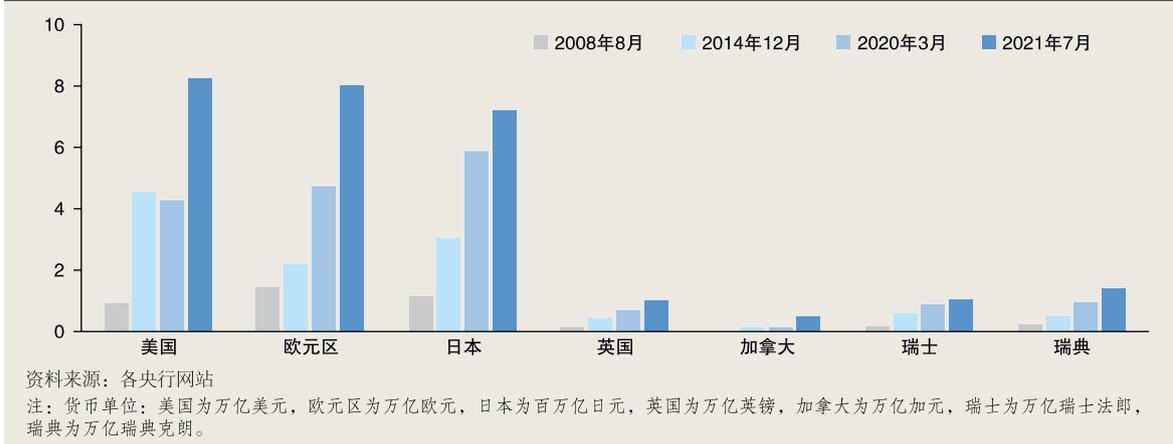
四、美元指数体现的国际货币体系利益格局

美元指数体现的国际货币利益格局主要表现在四个方面:发行货币获取国际铸币税、实施低成本的财政赤字货币化、通过国际资金大循环来获取投资收益以及降低货币错配的风险。

(一) 央行获取国际铸币税

国际货币最大的优势之一是可以发行货币获取国际铸币税。一种货币如果不是国际货币,其货币发行就会受到疆域限制。因为发行的货币都在国内,在国内经济增长和资产化不能够吸纳新发行的货币时,就会带来物价上涨的压力,铸币税就会

图11 美国及美元指数中货币的央行总资产变化



大幅度下降。如果是国际货币，发行的货币可以通过贸易逆差或者借贷流出本国或者区域，在获取铸币税的同时，减缓本国或本区域的物价上涨压力。

从全球最重要的两个国际货币美元和欧元来看，2008年以来资产负债表的扩张速度是惊人的。美联储从0.91万亿美元扩到了8.22万亿美元，欧洲央行从1.44万亿欧元扩到了7.99万亿欧元，增长幅度分别高达803.3%和454.9%。相对于这两家央行总资产来说，其他央行总资产的规模相对较小。因此，全球流动性急剧增长主要是美联储和欧洲央行的扩表行为所致，美联储和欧洲央行获取了最多的铸币税。当然，美元指数中其他央行也获取了铸币税，央行总资产增长幅度也很大，但总量相对较小（见图11）。

（二）维持低利率降低财政赤字货币化的成本

次贷危机后，发达经济体的利率水平有明显下降趋势。在这一下降过程中，发达经济体央行的资产负债表均出现了大规模扩表；同时，政府债务水平不断上升。央行通过购买政府债券的方式实施QE，财政赤字货币化成为发达经济体的普遍现象。美国及美元指数中经济体的政府债务水平均出现了攀升的态势。

依据美联储的资产负债表，2021年7月底美联储持有5.26万亿美元的政府债券，占美联储总资产的64.02%；而在2008年8月底，美联储只持有大约0.48万亿美元的政府债券，占当时美联储总资产

的52.77%。十几年的时间，美联储为美国财政赤字融资了大约4.78万亿美元。尤其是2020年3月初至2021年7月底不到1年半的时间，美联储为美国财政赤字融资了大约2.76万亿美元，占美国政府同期债务增量的约55%。可见，美国财政赤字的货币化现象极其严重。

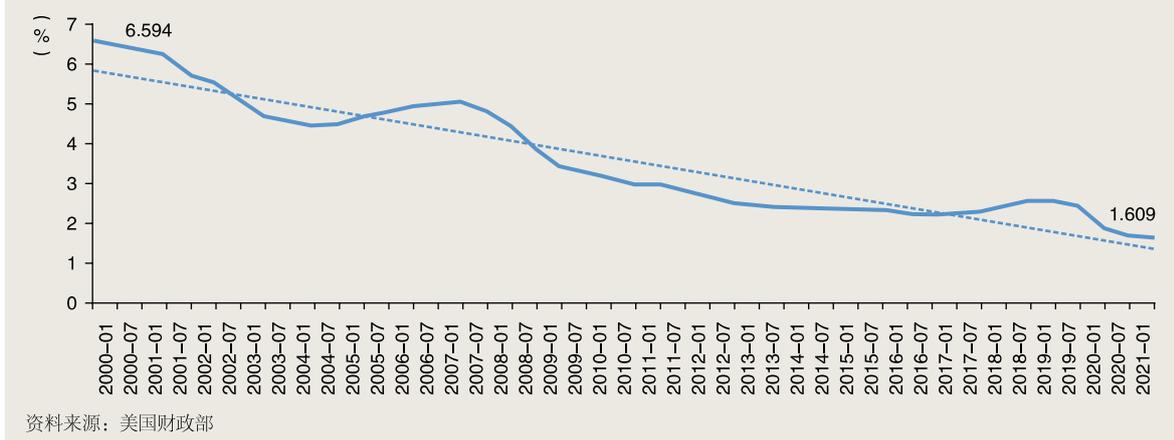
依据日本央行网站公布的数据（Bank of Japan Accounts），从2020年2月底至2021年7月底，日本央行总资产中持有的政府债券数量增加了40.12万亿日元；依据英国央行网站的数据，2009年11月至2020年11月期间，英国央行购买了价值高达8950亿英镑的债券，其中8750亿英镑是英国政府发行的债券，公司债券只有200亿英镑；依据加拿大央行网站公布的数据（Government of Canada Statistics），2021年6月大约0.477万亿加元总资产中的81.2%是政府债券，而2020年2月份，该比例为66.6%。

除了欧洲央行之外（其法律不允许），美国及美元指数中的其他经济体，凭借其货币是国际货币，都不同程度地实施了财政赤字货币化，债务存量不断增长。为了债务的滚动管理，利率成本的下降减轻了政府债务偿还压力。

2001年1月底，美国国债付息平均成本为6.594%，此后呈明显的下降趋势：2002年年底跌破5%，2008年6月跌破4%，2010年6月跌破3%，2020年后进入2%的区间。至2021年6月底，美国国债付息平均成本仅为1.609%（见图12）。

从欧元区、日本、德国等政府债务利率成本情况看，也是随着债务总量的不断增长而不断下降，

图12 美国政府债务平均利率水平



从金融市场的国债收益率即可看到这一点。依据 Wind 数据，截至 2021 年 8 月，欧元区、日本、德国、法国的 10 年期国债收益率分别为 -0.4322%、0.022%、-0.48% 和 -0.102%；英国的 10 年期国债收益率保持在 0.648%，但仍显著低于美国 10 年期国债 1.24% 的水平。可见，这些经济体政府债务利率成本比美国国债的债务成本还要低。

（三）通过资金国际大循环获取国际投资收益

当下较为流行的全球不平衡 DFG 模型——布雷顿森林体系（Dooley et al.2003, 2004），揭示了美元国际大循环的逻辑：新兴发展中外围国家（主要是亚洲国家）采取币值低估并盯住美元实施出口导向型的发展战略以促进增长和就业，并通过吸收 FDI 来提高资源配置效率，同时使用美元储备来干预外汇市场维持币值稳定；金融中心国家（美国）使用外围国家大量的美元储备来低成本融资，同时从 FDI 的高回报率中获取收益，并享受来自外围国家价格低廉的消费品。上述资金的国际大循环可以分为两种形式：国际投资净头寸为负的风险资本家形式和国际投资净头寸为正的全球投资者形式。美国在全球扮演“风险资本家”角色，美元指数中部分其他经济体在扮演“国际投资者”的角色。

1. 美国在全球扮演着“风险资本家”的角色

依据美联储的数据，截至 2021 年第一季度，美国对外净国际投资头寸高达 -14.32 万亿美元；而在 2006 年年初，这一数字约为 -1.66 万亿美元。从 2011

年第二季度开始，美国对外净国际投资头寸的绝对值不断放大。尤其是 2018 年之后，更呈加速放大态势（见图 13）。美国靠借钱在全球获取相对高的投资收益，就能够在一定程度上弥补经常账户的逆差，或者至少能够延缓美国外部不平衡调整的时间。上述情况能够得以实现，需要一个发达的全球美元资本市场（包括美元在岸市场和离岸市场）才能完成。

这就是现实版的美元国际货币体系运行的基本逻辑和架构，或者说是美元国际大循环的基本逻辑和架构。由于美元被视为低风险货币，美国从外部资产获得的回报高于其支付外部负债的回报；而其他经济体的资产很多投资到美国等低风险国家回报率较低的主权债券。这种差异称为美元的“过分特权”（Gourinchas, 2010）。

非美元经济体大规模的持有美债，而美债的收益率则在不断下降。以美国 10 年期国债固定到期利率为例，2008 年以来从未超过 4%，2018 年 11 月底之后降至 3% 以下，2019 年 7 月之后进一步降至 2% 以下。2021 年 8 月 2 日，10 年期美国国债收益率仅为 1.20%（见图 14）。

依据美国财政部网站公布的数据，截至 2021 年 5 月，美国国债持有的最大国际投资者是中国，中国大陆持有 1.078 万亿美元，中国台湾和中国香港分别持有 2363 亿美元和 2241 亿美元，合计持有数量高达 1.538 万亿美元，占全部国际投资者持有美债的 21.56%。美国国债第二大国际投资者是日本，持有 1.266 万亿美元，占全部国际投资者持有美债的 17.75%。

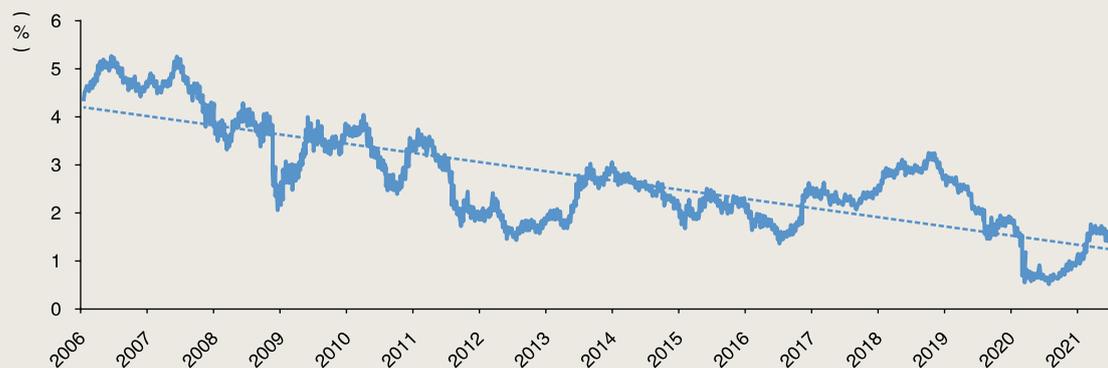
美国是一个净债务国，依靠美元国际货币体系

图13 美国国际投资净头寸



资料来源: Federal Reserve Bank of St. Louis

图14 10年期美国国债固定到期利率



资料来源: Federal Reserve Economic Data

全球借钱, 投资风险资产。截至 2021 年 3 月, 美国全部外部债务高达 21.76 万亿美元, 其中政府债务约 7.14 万亿美元。截至 2021 年 6 月, 美国官方储备头寸只有 1399.5 亿美元。由于美元是主导性的国际货币, 美国不需要通过外汇储备来预防对外债务风险。

尽管美国是一个净借款国, 但它的净收入一直是正的, 而且还在增加。也就是说, 美国从资产中获得的回报高于它为负债支付的成本, 美国的国际净投资流量为正。Gourinchas(2017) 估计, 在 1952—2016 年期间, 美国每年对外投资的实际超额回报率约为 2%。此外, 依据 BEA 的数据, 2021 年第一季度美国经常账户下的投资收益是 2600.33 亿美元, 高于 2020 年季度均值 2378.40 亿美元。

至此, 美元全球资金大循环的过程是: 美国发行美元, 以贸易逆差或借贷的形式流向全球先获取全球铸币税, 然后再从全球把这些钱借回来, 而且

美国借别人手上的美元比美国借给别人的钱多(净头寸为负值), 再用借来的钱到世界各地投资, 赚取比借钱成本要高的收益率。获取全球铸币税靠的是美元国际货币体系; 赚取投资收益靠的是美元发达的国际金融市场。美国在全球资金大循环中扮演了全球“风险资本家”的角色。英国的情况类似, 但规模要小很多。

2. 美元指数中其他部分经济体扮演着“国际投资者”的角色

从欧元区情况看, 欧元区的金融账户对外投资净头寸从 2020 年 5 月以来保持了正值, 但规模并不大。依据欧洲央行提供的数据, 截至 2021 年 5 月, 欧元区(19 国)金融账户对外投资净头寸为 339.37 亿欧元。从日本央行 2020 年 8 月提供的 BOP 金融账户来看, 日本对外投资净头寸为正值, 2018 年存量为 341.4 万亿日元, 2019 年存量为 364.5 万亿日元。

日本是对外净投资国,而且数量高达3万亿美元以上。从加拿大统计局的数据看,加拿大对外投资增长的速度也非常快,截至2021年第一季度,加拿大国际投资净头寸也达到了1.39万亿美元。

因此,从美国及美元指数中的货币经济体来看,美国是全球最大的“风险资本家”,而日本和加拿大是重要的全球投资者。

(四)降低货币错配的风险

如果一个经济体对外贸易、对外投资均使用本币,那么其经济活动不论在内部还是外部都使用本币,就不存在汇率风险。国际货币的好处之一就是降低或者消除在全球经济活动中的汇率风险。如果一个经济体对外交易是外币,那么就存在汇率波动带来的结汇或者售汇过程中的汇率风险。不少新兴经济体都出现过“害怕汇率浮动”的现象。害怕汇率浮动的背后就是货币错配。此外,一些经济体汇率浮动在正反两个方向偏离合意汇率水平同样幅度时(如升值10%和贬值10%),所导致的损失是不对称的。

如果一个经济体深度参与国际经济活动,自身的货币又不是国际货币,就面临货币错配带来的风险。在缺乏金融市场汇率风险管理工具,或者缺乏汇率风险管理人才的背景下,在国际金融市场出现比较大的波动时,汇率错配的风险往往较大。

五、总结与建议

美元指数作为国际金融市场上的货币汇率指数,本质上是一个利益集团,在很大程度上代表了全球货币体系的治理结构。美元霸权在全球的运行不仅是指美元本身在全球的运行,更是通过美元指数的集体绑定相对定价权、集体储备权、金融市场优先定价权与提供安全资产形成国际金融市场资金大循环的闭环来共同完成的,且美元在其中扮演了主导性的角色。美元及美元指数中的经济体共同获取了国际铸币税,获取了低利率的债务融资成本,获取了国际投资收益,且美国获利最多。

这种货币治理体系本质上是不公平的,只占全球GDP总量50%多一些的货币主宰了国际金融市场衍生品的运行,主导了跨境货币借贷,主导了全

球货币的定价,维持着现有体系的全球“风险资本家”或者“国际投资者”的利益。在国际货币体系缺乏钉住硬“锚”的前提下,美元指数只有纳入其他更多的重要货币,才能实现美元指数作为金融资产本身构成的多元化,降低美元指数波动以及这种波动给全球金融市场带来的风险。

让现有的国际货币体系的利益集团进行这种实质性变革是极其困难的,更多是采取一些修补性措施,典型的是增加SDR的规模。因此,在全球货币无硬“锚”可钉的情况下,要迫使国际货币体系发生这种变革,前提条件是其他重要的货币必须在国际贸易中被广泛使用。

具体而言,其他重要货币需要通过贸易结算、货币互换、在岸和离岸金融市场的发展,提供更多的安全资产,使货币更多地成为储备货币。这些都是货币国际化需要逐步完成的事项。其中有两个是基础性的手段,一是贸易结算,即商品、服务贸易中货币的使用,是实体使用该货币的基础;另一个是金融市场上的安全资产(甚至优质金融资产)。这都将依赖于该货币经济体持续的营商环境改善、持续的创新、持续高质量的经济总量增长以及持续的高质量开放。只有经济和金融对全球经济和金融同时产生足够的外溢性时,货币才能被更多的国际投资者使用,并因此在国际金融市场获得主动定价权。

参考文献:

[1]王晋斌、蒋冬雪.美元信用边界与美国财政赤字货币化[J].国际金融,2021(6):63-68

[1]Dooley,M.An Essay on the Revived Bretton Woods System[J].Social Science Electronic Publishing,2003(4):307-313

[1]Dooley,M.The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates & Exchange Rates in Center Countries[EB/OL].NBER Working Papers,2004

[1]Gourinchas,O.Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty[EB/OL].IMES Discussion Paper Series,2010

[1]Obstfeld,M.Financial Stability,the Trilemma,and International Reserves[EB/OL].Social Science Electronic Publishing

(责任编辑:赵廷辰)