



邵宇、陈达飞：美元，霸权的负担



意见领袖 | 邵宇 陈达飞

2021年5月至今,美元指数从90低位持续升至110,涨幅超20%,突破了前期高点,也证伪了新冠疫情暴发之前的主流观点:美元开启了长期贬值之路。



疫情期间,美国的财政赤字和美联储资产负债表大幅扩张,美联储持有的国债份额创新高,是典型的“财政赤字货币化”,但这似乎并未侵蚀美元信用,反而强化了美元,增加了美元资产的需求。这不符合教科书的标准叙事,却恰恰是“嚣张的霸权”的题中之意。虽然大多数经济体都有主权或超主权货币,但全球是一个大的“美元区”,美联储政策有显著的外溢效应,联邦基金利率和美国国债利率是全球资产定价的“锚”。利差(如国债利差)则是新兴市场国家需要支付的“安全溢价”。

经验上，自布雷顿森林体系瓦解以来，美元汇率存在 15-20 年的周期变化规律。疫情之前的高点出现在 2017 年初 (103)，按照 7-10 年的下行周期计算，美元下行周期应该持续到 2024-2027 年。但新冠疫情（暂时地）中断了这一规律。因为，主导美元指数短期波动的是全球避险需求。每当出现“黑天鹅”事件，投资者都会追逐安全资产。虽然主导美元长周期变化的因素是美国的相对经济实力。在过去 50 年的 3 个周期中，美元周期的高点越来越低，部分就反映了其相对经济实力的下降，所以早至上世纪 70、80 年代就有关于美元霸权衰退的声音。但半个世纪过去了，美元的主导地位仍是不可置疑的，无论是在支付清算、外汇储备还是在贸易融资等方面，美元的份额都远超排名第二的欧元。

所谓安全资产，指的是对信息不敏感 (information insensitive) 的资产，即不存在信息不对称问题，或者说，债务人的支付承诺完全可信，资产持有人不需要收集额外的关于发行人的一切信息。

全球来看，美国是最重要的安全资产的供给者。美元、美国国债、政府支持的机构证券、金融机构债务、MBS 和 ABS 都被视为安全资产。美元和非美元安全资产形成了一个闭环，源源不断地创造着对彼此的需求。积累美元储备是新兴市场国家的一种“防御性需求”。为了获得一定的收益，或者说保持美元价值，又必须购买某种类型的安全资产，美债（和美国政府机构证券）是最佳标的，从而促成了美元回流。这样就扩展成了“美国赤字→美元供给→美债需求”闭环。

安全资产能为理解全球货币体系变革，进而为全球化的命运提供新的视角，这是因为，安全资产供给者往往就是最重要的国际货币的发行国，这两者是一对矛盾，是对立统一的。

对立性的表现是，美国在满足全球日益膨胀的美元需求的同时，也在创造对自身提供的非美元安全资产的需求，也就是说，创造美元的同时也创造了安全资产的短缺。从这个角度说，美国无风险收益率的下行是美元相对于其它非美元安全资产过剩的结果。

统一性表现在，美元和美债同属安全资产，同以美国的财政可持续性和国家信用为基础，只有在美债和美元被同时创造出来时，缺口才不会扩大，但这又在透支美国的国家信用和财政空间。问题在于，是否会存在某个临界值，美债和美元是否会变成不安全的资产，从而遭到抛售？所以，美国财政部对外事务的一个重要内容就是希望债主们不要抛售美债，或者购买更多的美债，尤其是在美国国内出现某种困局的时候。典型的案例是保尔森在任时，美国国内正在挽救金融市场于崩溃的边缘，如果海外抛售美债，那就是雪上加霜。所以他曾经与中国沟通过这个问题，希望中国不要抛售美债。在这个方面，中美利益是绑定的，中国持有的机构债和 MBS 规模甚至超过了美国国债，如果美国政府救市不成功，后果不堪设想。

所以，“嚣张的霸权”的另一面是沉重的负担。这主要体现在两个层面：第一，贸易层面。美元作为“第 N 种货币”，决定了美国无法通过汇率机制实现国际收支平衡，因为其它货币大多钉住美元，可调整汇率以保

持与美元的平价关系。

第二，国际货币体系层面。布雷顿森林体系后形成的美元体系并未根除原有体系的内在缺陷——“特里芬困境”，只是换了一种形式。美元与黄金脱钩解开了经济发展的“黄金枷锁”，却打开了廉价货币的魔盒。首先是 20 世纪 70 年代的石油价格上涨导致的“滞胀”，其次是新兴与发展中国家的债务危机和货币危机。美国自身也未能幸免，国内信用的膨胀加剧了金融不稳定，导致金融危机周期性发生。与廉价美元相对应的就是安全资产（safety asset）的短缺，这被认为是解释 2008 年金融危机，以及后危机时代无风险利率持续下行和经济增长停滞的重要逻辑——“新特里芬困境”。

当权力与义务、收益与成本不对等时，全球秩序便进入非稳态。更确切地说，当美国感觉其从该体系中获得的收益小于其付出的成本，或者，当其感觉搭便车者（free-rider）获得了非对称性收益，尤其是搭便车者还挑战了其规则制定权时，美国便不再有激励去维护该体系，甚至会主动破坏其建立的秩序。当前及未来，全球的两大主题是全球化的失衡与重构。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46179

