

DOI:10.13539/j.cnki.11-5475/f.2024.01.013

“美元化”的全球实践与经验启示

“美元化”作为货币替代的最显著表现，在过去几十年中成为国际金融市场的一种特殊现象，部分发展中国家对此进行了政策实践。对“美元化”收益与成本的判断需结合经济体自身的情况进行分析。

文/黄宇韬 熊爱宗 编辑/张美思

2023年12月10日，哈维尔·米莱宣布就职阿根廷新一任总统，称将通过一系列经济改革带领阿根廷走出泥潭。米莱在总统竞选阶段曾提出“废除本币、全面使用美元”的激进纲领，引起广泛讨论。发展中国家实施“美元化”并非首次。1999年1月，时任阿根廷总统梅内姆在内阁会议上提出废除本国货币、全面使用美元的方案。1999年7月，8个中美洲国家的财政部长也召开专门会议，讨论“美元化”的利弊得失。以下笔者将对过去几十年间代表性国家“美元化”的实践进行回顾，并总结其经验与启示。

“美元化”的表现与动因

针对“美元化”的具体内涵，学界在本世纪初就有过充分讨论。在广义概念上，“美元化”指的是美元在国际经济活动中扮演更加重要的角色。在狭义概念上，“美元化”作为一种过程，指的是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，指的是主权国家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。从深度与广度的角度看，“过程美元化”又可根据其在储蓄、定价、交易上的不同侧重点做进一步区分。世界银行从货币的不同职能出发，从三个侧面来定义“美元化”：“资产美元化”，即用美元替代本币行使货币的记账单位、交易媒介和价值贮藏等功能；“债务美元化”，即指一国国内银行或政府拥有大量美元债务；“完全美元化”，即一国放弃本国货币，转而以美元作为法偿货币。

在经济分析中，“政策美元化”受到更多关注，这也是本世纪初学界讨论的主要焦点。原因在于其是主权国家政府的自主选择，虽然也是对市场活动、经济压力采取的应对措施，但研究者能基于政府是理性

人的假设而对成本收益进行分析，从而评估政策制定的优劣。当本国货币面临信任危机、通货膨胀或其他经济危机时，政府可能更倾向于寻找相对稳定和可信的外国货币来代替本币，以确保资产价值稳定和便利交易。如果把“美元化”程度用光谱进行区分，那么对某一经济体而言，色谱的一端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。通常情况下两个极端情况出现的概率均较小，大多数国家的政策一般位于光谱两端之间，并随着客观条件的变化而进行调整。

“美元化”的实践

从过去几十年的国际经验看，实行“美元化”的经济体可归纳为三类。一是无论是经济规模还是人口规模都过小的袖珍经济体，这类经济体发行、管理本币的成本较高，因此使用在国际层面受到广泛接受的货币是一种经济选择，而货币权力本身并不重要。此类经济体如梵蒂冈、圣马力诺、列支敦士登等。二是某些国家海外属地或者曾经殖民地的经济体，这类经济体与曾经的宗主国之间存在较强政治经济依赖关系，大多没有自己的货币或货币替代的程度较高。此类经济体如美属萨摩亚、关岛等，他们有的并无独立的国家主权。三是遭遇经济和金融危机的脆弱经济体。此类经济体在经历严重通货膨胀、本币大幅贬值甚至政局动荡后，政府和本币丧失公信力，“美元化”既是一种危机救济措施，也是政府恢复经济秩序和稳定局势的选择。其中最引人注目的是第三类经济体。此类经济体的“美元化”是在压力之下做出的暂时性安排，因此在经济环境改善后，将会调整“美元化”的实施力度。

衡量“美元化”程度指标有二种，一是美元存款占广义货币（M2）的比重，用以衡量美元资产对本

币资产的替代程度；二是流通领域中的美元持有量占流通货币总量的比重，用以衡量美元对本币的替代程度。由于资产替代的重要性更大，学界认为若一经济体美元存款占M2的比重高于30%，则可被称为“高度美元化”经济体；若经济体美元存款占M2的比重位于10%—30%之间，则该可被称为“中度美元化”经济体；若比例小于10%，则不能称之为实施“美元化”。根据国际货币基金组织（IMF）的数据，近年来全球范围内实施“美元化”经济体的数量有所下降。2018—2022年，“高度美元化”经济体的数量从55个下降到46个，而非“美元化”经济体的数量从68个上升至99个（中国香港、中国澳门等非国家经济体也计算在内）。然而，一旦某经济体实施“高度美元化”之后，在流通与储蓄领域调整计价货币也并非灵活顺畅，调整的摩擦成本叠加经济环境的再次恶化使“美元化”呈现出一种反复过程。

以土耳其、津巴布韦、老挝为例，可一窥转型经济体实施“美元化”的历史进程。受金融自由化改革与外汇管制变化影响，土耳其“美元化”在20世纪80年代开始提速，美元成为土耳其重要的外币存款，最高峰时美元存款超过M2的60%，这使得土耳其成为“高度美元化”经济体。20世纪90年代冷战结束后，国际资本大量流向转型经济体，土耳其实现高速增长。土耳其在2002—2005年期间实现了通货膨胀和经常账户盈余的目标，在2004年更是进行了加强央行独立性的经济改革。改革举措与相对稳定的经济增长提升了国内国际投资者对土耳其里拉的信心，土耳其里拉兑美元汇率接近1.2比1。为此，土耳其央行宣布“逆转货币替代”政策，政府也努力消除国内金融市场中的价格扭曲以促进本币交易，“去美元化”尝试也在此阶段达到高峰，“美元化”程度从2002年的60%下降至2006年的32%。2008年国际金融危机后，

土耳其利用全球降息窗口借进大量外债，导致其对宏观环境恶化的承压能力降低。随后土耳其接连遭遇欧债危机、国内政变、美国制裁、新冠疫情等冲击，经济增长速度不断下滑，经济金融风险逐渐累积，土耳其里拉也经历大幅贬值与波动。作为货币替代的首选，用美元进行交易与计价再次成为迫不得已的选择，到2020年底土耳其“美元化”比例又回升至接近60%。

津巴布韦在2008年国际金融危机后开始“美元化”进程，主要由其国内不稳定因素直接导致。由于国内土地改革与国际制裁的影响，津巴布韦从2000年开始出现严重经济下滑，2002年资本净流出3.47亿美元。2008年国际金融危机爆发后，津巴布韦成为严重依赖粮食进口和国际援助的国家，津巴布韦兑美元汇率大幅波动，货币超发以及物价飞涨等货币乱象频出。因此，2008年9月津巴布韦政府通过一项特别计划，允许一部分零售业使用外币结算。2009年4月至2019年5月的10年间，津巴布韦宣布美元、欧元、英镑、兰特和普拉的流通合法化，其中以美元的流通最为广泛，约占全部货币量的80%。这标志着在过程与政策层面都出现了以美元为主要对象的货币替代，津巴布韦的货币主权几乎消解。2019年6月，津巴布韦恢复发行本国货币即第五套津巴布韦元，同时宣布禁止外币以及于2016年发行的与美元等值的债权货币在国内市场的流通，开始尝试“去美元化”。至2019年12月31日，银行存款中外币占比降至37%。然而，面对新冠疫情的冲击，津巴布韦再次出现严重的物品短缺与通货膨胀，民众对津巴布韦元的信任不断下滑。面对货币市场的混乱，2020年3月津巴布韦当局修订《外汇管制条例》，重新允许民众在交易中使用外币，这被解读为津巴布韦回归“再美元化”。

老挝的“美元化”始于20世纪60年代至80年代中

期，此时战争频发、经济政治极不稳定促使美元在老挝的价值贮存与市场交易中成为主要货币。20世纪80年代末期，老挝启动市场化改革，其中放松对银行部门的管制、外汇制度自由化以及促进外商直接投资为美元在老挝的进一步流通创造了条件。之后因为亚洲金融危机造成的经济混乱，美元更是成为市场交易的主要选择，老挝“美元化”程度在1997年达到80%的峰值。此后，随着宏观经济的恢复与通货膨胀水平的降低，老挝基普的汇率逐步稳定，老挝“美元化”程度也相应回落，在2010年下降至44%。然而，由于国际经济环境的恶化，老挝经常账户从2011年开始经历了近10年的赤字，其货币呈现长期贬值趋势。因此，尽管老挝政府于2013年推行本币可兑换、限制外币贷款等措施，但“美元化”率在2013年依然再次上升，到2020年已达到近50%。由于高额外债、本币贬值以及资本外流等挑战，老挝在近年来遭遇通胀飙升，2023年3月通胀率更是达到41%，这进一步刺激了市场与民众选择以美元为主的货币替代。

“美元化”的收益与成本

从“政策美元化”的角度看，当作为理性人的政府决策者选择推动美元的使用与流通时，其一定认为“美元化”的收益大于其成本。对“美元化”利弊的研究在本世纪初期就有过丰富成果，并随着部分国家的实践情况得以进一步充实。然而，随着当前国际局势的变化以及美元信用出现问题，对“美元化”利弊的评估也应根据客观条件进行调整，需要进一步结合经济体自身的客观情况进行分析，而非简单给出好与坏的绝对性回答。

实施“美元化”的收益可归结于三方面。其一，“美元化”有助于应对紧急危机，增加宏观经济运行的稳定性。当一国面临货币信任危机、严重通货膨胀时，选择使用相对稳定和可信赖的外国货币有助于维护资产保值和市场交易。引入外部稳定锚将为经济体带来良好的发展环境，有助于稳定市场主体预期，便于其参与能够获得长期收益的投资与经营行为。通过

降低因汇率变化或私人投机成本造成经济动荡的可能性，“美元化”能够在一定程度上防止资产价格的大幅波动，进而稳定经济体运行。

其二，“美元化”的经济体可以降低国际交易成本，提升在国际金融市场中的参与度。由于一国在经济活动中使用了被广泛认可的美元，这就便利了该国与其他国家因经贸往来而伴生的交易结算，有利于节省货币兑换的交易成本，包括为规避汇率风险而采取措施的施政成本。同时由于本币风险也能大幅度变小，大幅贬值的可能性降低，有利于稳定一国的资本流动。此外，由于美国是世界金融中心，“美元化”经济体因此得以更加便捷地融入国际金融市场，为他们吸收更多的直接投资和证券投资。“美元化”亦会增加经济体参与美元区内包括技术转让、产业升级等发展机会。

其三，从长远来看，“美元化”经济体更能够加强财政纪律，深化金融市场改革。部分发展中国家政府存在追求短期政治利益而超发货币的道德风险，而“美元化”将迫使政府接受硬性约束，无法通过货币工具增加经济中的“泡沫”。在这样的约束之下，政府将不得不遵守财政纪律，在政府预算与政府投资时更加严格谨慎，进而为经济的长期稳定发展创造良好的政策条件。此外，“美元化”也有助于经济体的金融深化。由于“美元化”经济体中的居民对外币资产有强烈的需求，国内银行需要开立外币存款账户，进而促进银行业的国际业务发展水平。

然而，实施“美元化”的成本同样突出。其一，“美元化”造成铸币税的损失。铸币税是一国政府凭借其发行货币的主权所获得的货币面值超过发行成本的差额。当一国发生大规模的“美元化”后，该国政府难以再利用发行货币获取铸币税。同时由于使用美元作为价值储藏与交易中介，经济体损失的铸币税将成为美国的收入，相当于美国向“美元化”国家无偿收取巨额财富。

其二，“美元化”削弱经济体货币主权，将使政府难以运用货币政策调控经济，由此引发一系列问

题。通常而言，中央银行可以在经济过热时通过加息来控制货币流动量，在需要经济刺激时通过降息进行货币投放，而“美元化”之后将缺少以上工具。“完全美元化”的经济体失去了最后贷款人的保障，因此一旦该经济体陷入流动性困境，将缺乏有效手段进行应对。尽管有学者建议加强外资银行在提供贷款担保上的作用，但外资银行的本质毕竟是追求利润，难以与本国政府进行有力配合。同时，由于缺少对货币流通量的有效调控手段，货币政策与汇率政策的灵活性与功能性也将被削弱。此外，“美元化”国家也无法通过灵活调整汇率的方式增强产品的国际竞争力。

其三，“美元化”经济体更容易遭受不对称冲击。美联储货币决策的基本点与注意力主要集中于国内情况，美国在意愿和能力上都无法充分兼顾货币政策的国际溢出效应。换言之，美国不会为了照顾“美元化”经济体的经济状况与发展水平而改变其货币政策的制定。如果“美元化”经济体与美国的经济周期不同步，那么当遭遇外部冲击时，被动接受美联储货币政策的代价是高昂的。因此，依赖外国货币可能使国家更加脆弱，特别是在美元供应出现问题或经济危机时，更容易受到国际金融市场波动的冲击，这也是失去货币政策自主性的代价。

对“美元化”的反思

虽然对“美元化”成本收益的分析主要是从经济学理论出发，但其具体效果还取决于经济体自身的特征，而不能进行一概而论的判断。

首先，经济体自身经济发展越稳定，实施“美元化”的必要性越低，或实施“美元化”的成本越大、收益越小。对于经济不稳定的经济体来说，通过“美元化”有利于捆绑住政府的手脚，强迫其接受财政纪律，恢复货币秩序。但对于经济已经得到恢复，国内通货膨胀水平已经得到有效控制的国家，重新争取货币主权则会成为政府的优先事项。同时需要强调的是，此类国家需要在“去美元化”的过程中通过成功实践以赢得国内国际信心、证明自身能够合理运用货

币政策，否则终将被迫“再美元化”。

其次，是否进行“美元化”也取决于经济体的经济地理位置。根据蒙代尔的最优货币区理论，生产要素流动性与汇率弹性之间具有相互替代性。需求从一国转移到另一国所造成的国际收支调整要求，既可以通过两国汇率调整，也可以通过生产要素在两国间的流动来解决。生产要素流动性越高的国家之间，越适宜于组成最优货币区，并在区域内实行固定汇率制或盯住汇率制，甚至采用同一货币。因此，如果某经济体生产要素流动上与美国更加紧密，那么推动“美元化”所需承担的成本就越小。

最后，当前讨论“美元化”还需留意美元自身的价值。“美元化”之所以被部分经济体所接受，在于美元体系的稳定可靠。然而当前这一假定已经动摇。2008年国际金融危机之后美国量化宽松政策的大规模实施以及政府债务的不断飙升，使国际金融市场对美元价值的信心下降。乌克兰危机之后美国对俄罗斯实施大规模金融制裁，美元“武器化”的广泛使用使得各国认识到美元不再是价值储藏与交易的良好工具。美国对金融制裁的肆意使用成为各国推行“美元化”所不得不考量的因素。

总体而言，“美元化”作为货币替代的最显著表现，在过去几十年中成为国际金融市场的一种特殊现象，部分发展中经济体也对此进行了政策实践。对“美元化”收益与成本的判断需结合经济体自身的情况进行分析。当前美元在国际货币体系中的地位有所下降，但仍占据主要地位，这预示着“美元化”与“去美元化”或交替并行。^[9]

作者黄宇韬系中国社会科学院世界经济与政治研究所助理研究员

作者熊爱宗系中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员