

新冠肺炎疫情会显著削弱美元的国际地位吗？

—— 基于美国次贷危机后特征事实的分析^{*}

张 明

在本次新冠肺炎疫情暴发后，位于震中的美国政府出台了史无前例的巨额财政货币救市政策，引发了各界对美元国际地位的疑问。2008年全球金融危机爆发后至今，美元国际地位不降反升，直接原因在于：危机后美国经济复苏快于其他发达国家；美元资产的吸引力高于其他发达国家金融资产；美元指数总体上在波动中上升。更深层次的原因则包括美元与美国金融市场的国际地位有助于美国将危机成本与救助成本全球化，以及美联储通过双边美元互换协议增强了美元作为全球储备货币的基础设施。本次疫情后，美元国际地位可能再度不降反升，理由包括：疫情同样重创了其他主要发达经济体；疫情结束后美国经济可能率先反弹；未来全球金融市场持续动荡有望继续强化美元与美国国债的避险资产地位；美联储主导的双边美元互换机制在疫情暴发之后再度得以扩展与强化。

关键词：新冠肺炎疫情 美元 储备货币 双边美元互换

2020年，新型冠状病毒肺炎（新冠肺炎，COVID-19）已经演变为一场肆虐全球的重大疫情，其严重程度仅次于1918—1919年的西班牙流感。根据世界卫生组织的数据，截至2020年12月9日，全球已经有219个国家或地区发现确诊病例，全球确诊人数达到6778万人，全球死亡人数达到155.1万人。作为疫情最严重的国家，美国确诊人数达到1497.2万人，死亡人数达到28.4万人。此外，印度、巴西、俄罗斯、英国、西班牙、意大利等国家的疫情也相当严重。不难看出，这次疫情重创了几乎所有的全球经济大国。

张明系中国社会科学院金融研究所研究员，Email: zhangmingcass@vip.126.com。

^{*} 感谢匿名审稿人提出的宝贵意见，文责自负。

根据国际货币基金组织（IMF）2020年10月公布的世界经济展望，2020年全球经济增速将会下行至-4.4%。^[1]这一增长速度显著低于上一轮全球金融危机爆发后2009年的速度（根据IMF的数据，2009年全球经济增速为-0.1%），也创下了第二次世界大战结束以来的全球经济增速新低。根据IMF的估计，2020年全球将有超过170个国家出现GDP负增长，而在2020年第二季度，全球范围内可能失去1.95亿个工作机会。这一次新冠肺炎疫情造成的全球经济“大封锁”（The Great Lockdown）的严重程度显著超过了2008年全球金融危机爆发之后的“大衰退”（The Great Recession），直追1929—1933年的大萧条（The Great Depression）。也有观点认为，这次疫情对全球经济的冲击相当于1918年（西班牙流感）加上1929年（大萧条的开端）再加上2008年（全球金融危机）形成的冲击，其负面影响不容小觑。^[2]

作为本次新冠肺炎疫情的震中，美国金融市场与实体经济面临的冲击可想而知。在金融市场方面，2020年3月，美国股市曾经在连续10个交易日内熔断4次，这一现象此前从未发生过。在2020年2月至2020年3月短短两个月内，美国股市的最深跌幅一度接近40%。在实体经济方面，2020年初至3月中旬，美国每周失业救济金初次申请人数量平均为24.6万人，而在3月21—27日、3月28日—4月3日、4月4—10日这三周，上述数据分别攀升至292万人、601.6万人和620.3万人。^[3]美国的失业率在2020年4月达到14.4%的峰值，这是自第二次世界大战以来的最高水平。根据IMF2020年10月的预测，美国经济增速将由2019年的2.2%下降至2020年的-4.3%。

为了应对疫情冲击、稳定金融市场与提振实体经济，美国政府在很短时间内出台了大规模财政货币刺激政策。财政政策方面，2020年3月27日，特朗普签署了总额达到2.2万亿美元的财政刺激方案，其相当于美国GDP的10%，无论是绝对规模还是相对规模均显著超过2008年美国次贷危机爆发后的财政宽松水平。^[4]货币政策方面，如表1所示，美联储从2020年3月初起频繁出台各类传统或创新式货币政策，无论货币政策出台的频率之高还是货币政策宽松的规模之

[1] IMF, “World Economic Outlook”, October 2020, www.imf.org[2020-12-11].

[2] 邵宇：“2020是否应对了传说中的公式：2020=1918+1929+2008？”，2020年5月10日，<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1666230535139922584&wfr=spider&for=pc>[2020-05-14].

[3] 以上数据引自CEIC。

[4] 在2008年美国次贷危机爆发后，奥巴马政府推出了7870亿美元的财政救市方案，金额相当于当时GDP的5.5%。

大，均超过了历史上任何时期。

表1 2020年3月以来美联储采取的救市政策（截至2020年4月底）

日期	政策
3月3日	降息50个基点至1%~1.25%；下调超额准备金利率50个基点至1.1%
3月16日	降息100个基点至0~0.25%；推出7000亿美元新一轮量化宽松（QE）；将紧急贷款贴现率下调125个基点
3月17日	建立商业票据融资机制（CPFF）
3月18日	建立货币市场共同基金流动性便利（MMLF）
3月19日	美联储与澳大利亚、巴西、韩国等国家的九家中央银行建立临时性美元流动性互换安排
3月20日	建立一级交易商信贷安排（PDCF）
3月23日	将量宽规模提高到无上限；设立新工具来支持对雇主、消费者与企业的信贷流动（3000亿美元）；设立一级市场与二级市场公司信贷便利（PMCCF与SMCCF）；设立定期资产支持证券贷款工具（TALF）
3月31日	为外国中央银行和国际货币当局提供回购便利（FIMA Repo Facility）
4月9日	宣布提供2.3万亿美元的援助计划，将输血范围扩展至中小企业以及美国各州和城市

资料来源：作者整理。

随着宽松货币政策的实施，美联储资产负债表总资产规模迅速膨胀，由2020年2月26日的4.15万亿美元快速攀升至2020年12月9日的7.24万亿美元。^[1]美联储如此大规模的货币放水再次引发了全球投资者对于未来美元资产被严重稀释、市场价值可能显著下跌的担心。也有观点指出，美国政府这一轮极其宽松的财政货币政策将会严重削弱美元作为国际储备货币的地位，从而为人民币国际化的发展打开新的机遇。^[2]

如何看待这一问题呢？本文将通过历史回顾与前景展望的方式来试图分析全球性危机对美元国际地位的影响。本文首先将分析2008年全球金融危机爆发后至2019年美元国际地位的变动状况，然后解释为何上一轮全球性危机之后美元国际地位不降反升的原因，接着展望本轮全球性危机后美元国际地位的升降前景，最后得出结论。

[1] 以上数据引自美联储。

[2] 巴曙松：“金融动荡冲击下的国际货币体系与人民币的新机会”，网易研究局，2020年4月9日，<https://money.163.com/20/0409/13/F9PBP3QJ00258J1R.htm>[2020-04-30]。

2008 – 2019年美元国际地位变化的特征事实

美元是全球最重要的储备货币，也是全球投资者公认最重要的避险货币之一。因此，在金融危机期间（无论危机爆发在美国国内还是美国国外），投资者对流动性需求的增强会导致美元供不应求，故美元汇率不降反升。有鉴于此，本部分的视角不是仅仅考察金融危机期间美元地位的增强，而是梳理2008—2019年这12年间美元国际地位的变化。

众所周知，国际货币有支付手段、计价工具与储备工具三大职能。因此，本文将从国际支付份额、外汇交易份额与储备资产份额这三个角度，梳理2008年全球金融危机爆发后主要货币国际地位的变迁。

图1反映了全球主要货币国际支付份额的变动。美元与欧元是全球最重要的两大国际支付货币，其相对份额的变化具有高度的对称性。例如，在2012年下半年至2015年上半年期间，美元的国际支付份额显著上升，而欧元的国际支付份额显著下降，这可能与欧债危机在2012年再度爆发有关。在2015年下半年至2017年底期间，美元的国际支付份额有所下降，而欧元的国际支付份额相应上升。而在2018—2019年期间，美元的国际支付份额再度上升，欧元的国际支付份额再度下降。总体来看，2012年下半年至2019年底，美元的国际支付份额由31%~32%上升至41%~42%，上升了整整10个百分点，欧元的国际支付份额则由41%~42%下降至31%~32%，下降了整整10个百分点。自2013年8月至今，美元超过欧元，成为全球范围内最重要的国际支付货币。此外值得一提的是，截至2019年底，英镑、日元与人民币的国际支付份额分别为7.0%、3.5%与1.9%。换言之，人民币作为全球支付货币的角色，距离英镑、日元尚有不小的差距，遑论与美元、欧元相比。

表2反映了全球外汇交易中主要货币占比的变动。美元占比在2007—2019年期间先降后升，由86%提升至88%。欧元占比则出现较大幅度下滑，由2007年的37%下降至2019年的32%。日元、澳元占比在2007—2019年期间基本上不变；英镑与瑞郎的占比同期内小幅下降；加元占比同期内小幅上升。人民币占比虽然由2007年的“可以忽略不计”上升至2019年的4%，但截至2019年排名仅为第八位。不难看出，在全球外汇交易占比方面，美元相对于欧元等其他货币的优势要显著高于国际支付方面。

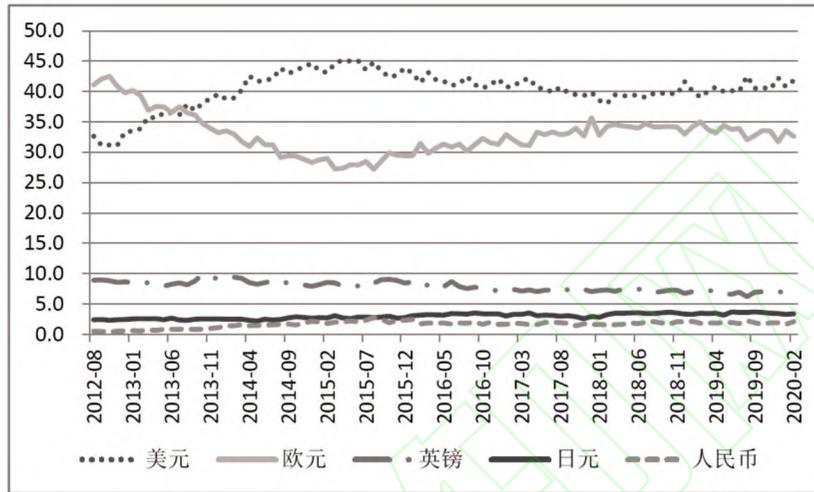


图1 全球主要货币国际支付份额的变动

数据来源：SWIFT。

表2 全球外汇交易中主要货币占比的变动

币种	1989年	1992年	1995年	1998年	2001年	2004年	2007年	2010年	2013年	2016年	2019年
美元	90%	82%	83%	87%	90%	88%	86%	85%	87%	88%	88%
欧元					38%	37%	37%	39%	33%	31%	32%
日元	28%	23%	25%	22%	24%	21%	17%	19%	23%	22%	17%
英镑	15%	14%	9%	11%	13%	16%	15%	13%	12%	13%	13%
澳元	2%	2%	3%	3%	4%	6%	7%	8%	9%	7%	7%
加元	1%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%
瑞郎	10%	8%	7%	7%	6%	6%	7%	6%	5%	5%	5%
人民币	—	—	—	—	—	—	—	1%	2%	4%	4%

注：因为货币是配对交易，所以所有货币的占比之和为200%。欧元空白处是因为欧元当时尚未诞生或被正式投入使用。人民币栏中的“—”表示当时人民币占比可以忽略不计。

数据来源：BIS。

图2反映了在向IMF报告其外汇储备币种结构的成员的外汇储备中，各类币种资产占比的变动。美元资产占比由2007年底的63.9%一度上升至2015年底的65.7%，之后下降至2019年底的60.9%。欧元资产占比则由2007年底的26.1%下降至2019年底的20.1%。日元资产占比由2007年底的3.2%上升至2019年底的

5.7%。英镑资产占比在同期内基本上稳定在4.6%~4.8%左右。人民币资产占比由2007年底的零上升至2019年底的2.0%。总体而言，全球外汇储备的币种构成在过去十余年来有所多元化。但由于美元占比与欧元占比几乎同步小幅下降，所以美元在储备货币方面的优势地位并没有被显著削弱。

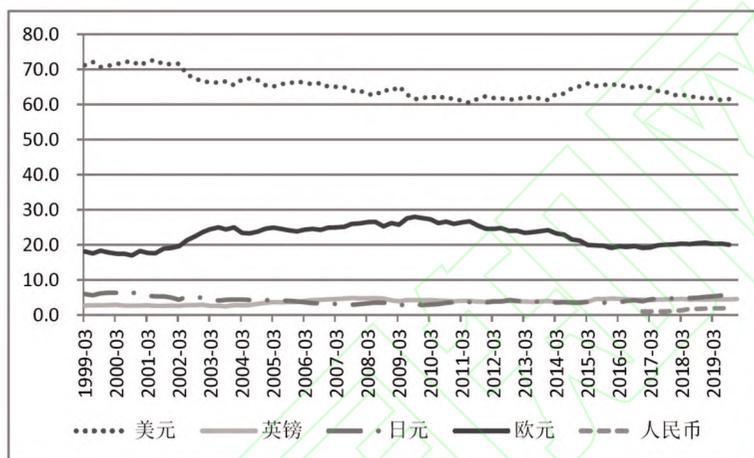


图2 全球外汇储备币种结构的变动

数据来源：IMF COFER 数据库。

综上所述，自2008年全球金融危机爆发至2019年，从国际支付、外汇交易、储备资产三方面来看，美元在国际支付与外汇交易方面的地位有所上升，在储备资产方面的地位仅轻微下降。在国际支付、外汇交易、储备资产三个维度中，截至2019年底，美元与欧元占比的比率分别为1.3倍、2.8倍与3.0倍。^[1]这说明美元在储备货币维度的优势地位最强，在外汇交易维度的优势地位次之，而在国际支付维度的优势地位最弱。

为何美元国际地位在全球金融危机后不降反升？

为什么2008年全球金融危机起源于美国的次贷危机，也重创了美国金融市场与实体经济，但美元的国际地位在全球金融危机之后不降反升呢？厘清这其中的原因，对于我们预测本次新冠肺炎疫情之后美元国际地位的变化前景，具有重

[1] 以上数据源自作者的计算。

要的借鉴意义。本文认为，美元国际地位在2008—2019年不降反升，有三个直接原因，以及两个更深层次的原因。

直接原因之一，是从经济基本面来看，在全球金融危机爆发之后，美国经济恢复的速度和水平，要显著快于和高于其他发达经济体。如图3所示，虽然次贷危机爆发在美国，但在2009年全球金融危机最严重时，美国经济的跌幅（-2.5%）要低于日本（-5.4%）、欧盟（-4.3%）与英国（-4.2%）。更重要的是，全球金融危机之后，美国经济的复苏速度要快于其他主要发达国家。例如，2010—2019年期间，美国、欧盟、日本、英国的经济增速年度均值分别为2.3%、1.6%、1.3%与1.9%。2019年美国、欧盟、日本、英国的经济增速分别为2.3%、1.5%、0.75%与1.4%。美国经济的增速之所以快于其他主要发达国家，一方面是由于美国政府采取扩张性财政货币政策的速度与规模要快于、大于其他经济体（尤其是欧盟），另一方面则是其他国家各自面临的问题。例如欧盟爆发了欧洲主权债务危机，日本长期以来没能摆脱低水平增长的局面，而自2016年起不断发酵的英国脱欧则严重拖累了英国的经济增长。^[1]

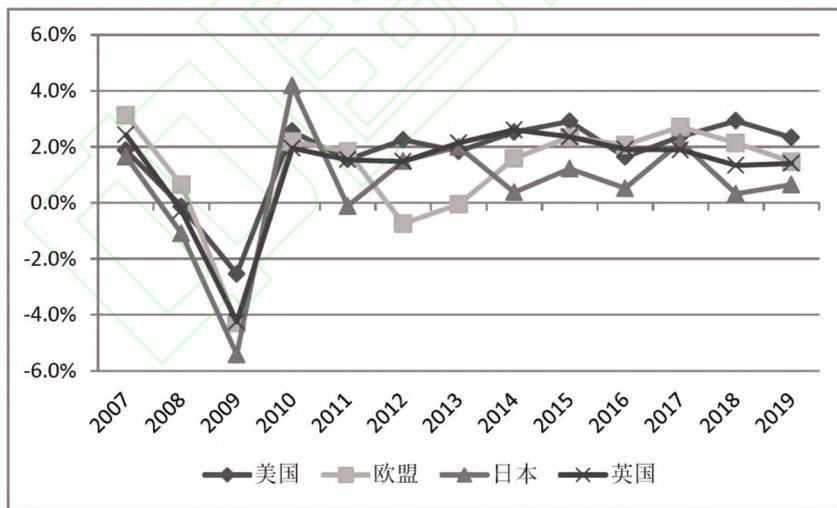


图3 全球主要发达经济体年度经济增速

数据来源：CEIC。

直接原因之二，是自全球金融危机爆发至今，美国金融市场资产价格的吸引

[1] 2015—2018年，英国经济连续四年下跌，增速分别为2.4%、1.9%、1.9%与1.3%。

力总体上强于其他发达经济体。如图4所示，2008年底至2019年底，美国道琼斯工业指数、英国富时100指数、日经225指数、法国CAC40指数与德国DAX指数的累计涨幅分别为228.3%、72.7%、167%、85.9%与175.4%。换言之，美国股市的涨幅在这一时期内位居主要发达国家首位。如图5所示，2006年底至2013年上半年，美国、欧元区、英国10年期国债收益率相差并不显著。从2013年下半年起至今，美国10年期国债收益率持续显著高于欧元区10年期国债，这与欧债危机的爆发拉低了欧元区经济增长前景有关。从2016年下半年起至今，美国10年期国债收益率持续显著高于英国10年期国债，这与英国脱欧的演进拉低了英国经济增长前景有关。换言之，自全球金融危机爆发至2019年底，美国10年期国债收益率在四大发达经济体中最高。更高的国债收益率会对实施持有到期策略（Hold to Maturity）的长期机构投资者（例如养老基金、保险公司等）具有更高的吸引力。

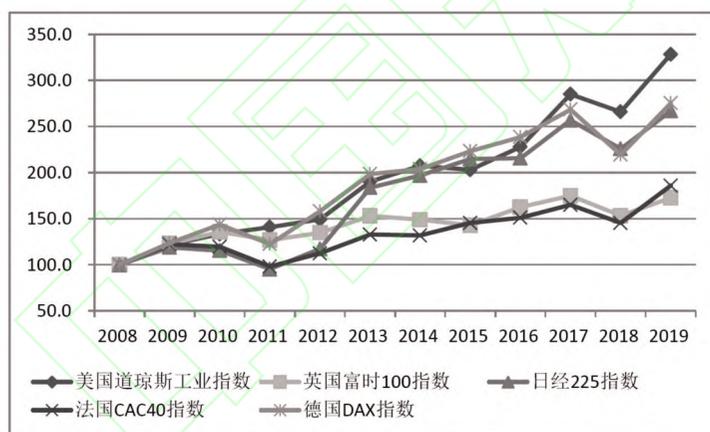


图4 2008—2019年全球主要发达国家股票市场的表现

注：图中将2008年底各股票指数标准化为100。

数据来源：CEIC，笔者的计算。

直接原因之三，是自全球金融危机爆发至今，美元指数总体上在走强。如图6所示，美元指数在2008—2019年期间呈现出波动中上行的态势，由2008年底的81.2上升至2019年底的96.4。在美联储实施量化宽松政策之初，很多学者与投资者都担心，美联储过于宽松的货币政策将导致美元显著贬值。但事实表明，美元指数在过去十余年总体上不降反升。从图6中不难看出，美元指数上升最陡峭的时期，是2014年下半年至2015年上半年。考虑到2014年是美联储退出量化

宽松的时期，由此可以得出的一个结论似乎是，量化宽松政策对美元汇率的影响具有不对称性：量化宽松政策的实施并未导致美元显著贬值，但量化宽松政策的退出却导致美元显著升值。此外，2018—2019年期间，美元指数再度显著上升，这次上升的主要原因包括以中美经贸摩擦为代表的全球不确定性上升，以及美联储在2018年加息4次。

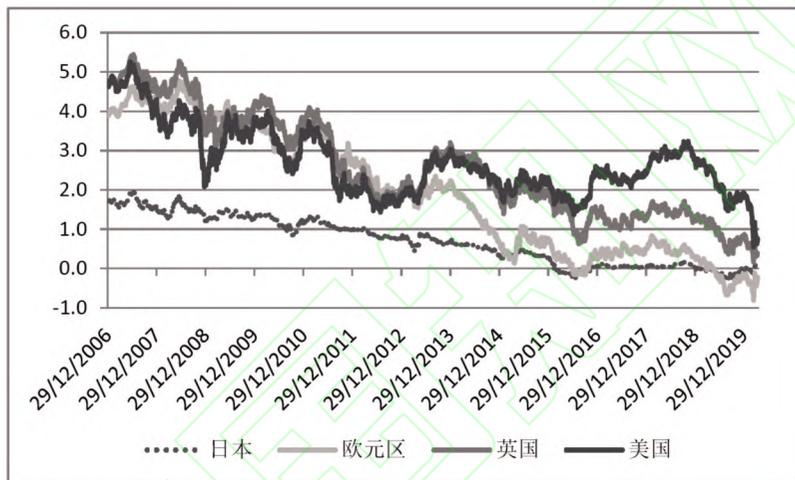


图5 四大发达经济体10年期国债收益率的变动

数据来源：CEIC。

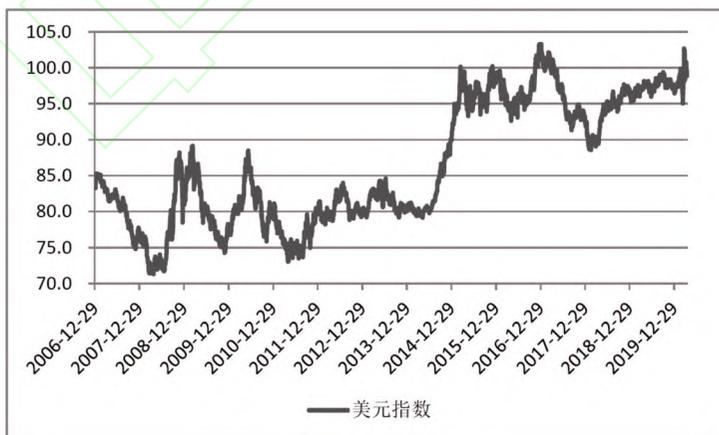


图6 美元指数的走势

数据来源：CEIC。

全球金融危机爆发后至今美元国际地位不降反升的深层次原因之一，是美元作为全球最重要储备货币的地位以及美国金融市场作为全球最重要金融市场的角色，有助于把美国国内危机成本与政策成本全球化，这种既有优势能够帮助美国政府更顺利地渡过危机。例如，美元与美国国债一直被认为是全球范围内最重要的避险资产。一旦大规模危机爆发（不论危机是否爆发在美国国内还是国外），全球机构投资者的自然反应都是减持其他币种资产、增持美元资产（尤其是美国国债），这就使得美国在通常情况下不会遭遇大规模资本外流与国内资产价格下跌之间不断加强的恶性循环。再如，尽管美国政府的财政救市政策导致政府债务显著上升，但美联储可以通过量化宽松政策来购买政府债务，从而使得美国国债利率不至于过快上升。如果其他国家采取相同措施，那么投资者很快就会担心其政府债务的可持续性以及本币贬值的可能性。但美国实施了很长时间的量化宽松政策，美元却依然强劲。换言之，主要国际储备货币发行国，以及全球最大最深的金融市场，赋予美国政府很大的优势来更加从容地应对金融危机。又如，尽管美国有很大规模的全球净债务，但美国的海外投资收益却持续为正，这说明全球范围内对收益率偏低的美国国债具有持续强劲的需求，从而能够为美国企业在全世界范围内更具风险性的高收益投资不断融资。这种国际净债务加海外投资正收益的格局，说明美国在与全球的交易中获得了双重收益。

美元国际地位不降反升的深层次原因之二，是全球金融危机爆发后，美联储通过与其他央行建立双边美元流动性互换，以及将原本临时性的双边互换措施常态化，强化了美联储事实上的全球央行地位，增强了美元作为全球储备货币的金融基础设施。在2007—2008年全球金融危机期间，美国先后与欧洲央行、瑞士央行、日本央行、英国央行、加拿大央行、澳大利亚央行、丹麦央行、瑞典央行、挪威央行、巴西央行、墨西哥央行、韩国央行、新加坡央行签署了临时性双边美元互换协议，从而在危机期间为这些经济体的金融市场提供美元流动性。2010年，随着欧洲主权债务危机的爆发，美联储恢复了与欧洲、英格兰、瑞士、加拿大、日本的央行的双边美元互换，并数次延长协议期限。2013年，上述央行宣布把双边美元互换协议常态化、制度化，建立一个由美联储主导的双边货币互换网络，以长期稳定国际范围内的美元流动性供给。^[1]事实上，2011年，一些学者就提出通过将双边货币互换机制多边化与制度化、建立全球货币互换联盟来

[1] 宋楠、唐欣语：“美联储的货币互换机制”，《中国金融》，2015年第19期，第92-94页。

构建新的国际货币体系的想法。^[1]六家发达经济体央行将双边美元互换由临时性安排转变为永久性安排的做法，事实上在IMF之外创建了一套新的储备货币供给体系，强化了美联储作为全球范围内美元流动性提供者的地位。^[2]

新冠肺炎疫情暴发未来是否会削弱美元的国际地位？

如前所述，美国是2020年上半年新冠肺炎疫情暴发的重灾区，目前美国确诊人数与死亡人数均居全球首位。市场预测2020年美国将陷入深幅衰退。为了应对疫情冲击、稳定金融市场与提振实体经济，美国政府出台了历史上最大规模的财政刺激政策与货币宽松举措。如图7所示，从2020年3月中旬起，美联储资产负债表总资产开始新一轮快速上涨，由3月中旬的4.3万亿美元左右上涨至12月初的7.2万亿美元左右。正因为如此，目前已经有观点认为，美联储的大放水使得美元正步入“布雷顿森林体系崩溃2.0时刻”。^[3]

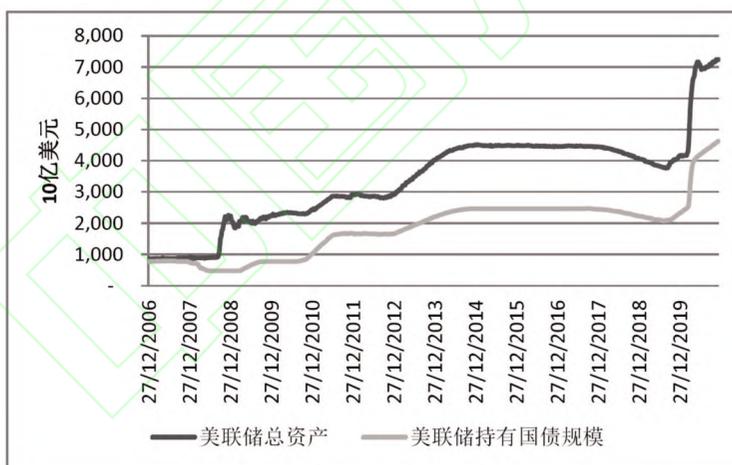


图7 美联储资产负债表资产端的变动

数据来源：CEIC。

[1] Farhi, E., Gourinchas P. O. and Rey H., “Reforming the International Monetary System”, Centre for Economic Policy Research, 2011.

[2] 张明：“全球货币互换：现状、功能及国际货币体系改革的潜在方向”，《国际经济评论》，2012年第6期，第65-88页。

[3] “美联储大放水 美元正步入‘布雷顿森林体系崩溃时刻2.0’？”，华尔街见闻，2020年4月15日，<http://finance.sina.com.cn/stock/hkstock/hkstocknews/2020-04-15/doc-iirczymi6442290.shtml>[2020-04-30]。

有观点担心，新冠肺炎疫情暴发后，外国投资者将会显著减持美元资产。然而，如图8所示，2020年1月至9月，外国投资者买入美国长期证券规模月均6.04万亿美元，高于2019年4.99万亿美元的月度均值。在新冠肺炎疫情肆虐的2020年3月与6月，外国投资者买入美国长期证券规模更是分别上升至8.81万亿美元与6.38万亿美元。当然，从外国投资者净买入美国长期证券规模来看，在2020年3月与4月，分别出现了1282亿美元与1349亿美元的净出售。不过在2020年5月至9月期间，外国投资者对美国长期证券的净买入已经恢复到月均758亿美元，相比之下，2019年外国投资者对美国长期证券净买入的月度均值仅为320亿美元。上述分析说明，新冠肺炎疫情暴发至今，外国投资者并未显著减持美元资产。



图8 外国投资者购买美国资产的规模变动

数据来源：CEIC。

在本次新冠肺炎疫情最终结束、全球经济触底反弹之后，我们很可能会发现，美元作为全球支付货币、交易货币与储备货币的地位，可能会再度得到增强。

原因之一，是新冠肺炎疫情在重创美国的同时，也重创了其他主要发达经济体。换言之，美元的主要竞争对手并未能够在新冠肺炎疫情冲击中置身事外。目前全球范围内最能挑战美元国际货币地位的，自然是欧元。但新冠肺炎疫情对欧洲经济与金融市场的冲击，并不比美国小很多。例如，根据IMF2020年秋季报告

的预测，美国经济增速将由2019年的2.2%降至2020年的-4.3%，而欧元区经济增速将由2019年的1.3%降至2020年的-8.3%，这意味着美国经济增速与欧元区经济增速的差距将由2019年的0.9%拉大至2020年的4.0%。在欧元区国家中，本次受疫情冲击最大的德国、法国、意大利、西班牙在2020年的经济增速将分别为-6.0%、-9.8%、-10.6%、-12.8%，无一例外地都低于美国。日本与英国2020年的经济增速将分别为-5.3%与-9.8%，也均低于美国经济增速。^[1]

原因之二，是在本轮新冠肺炎疫情冲击之后，美国出台大规模财政货币刺激政策的速度要快于其他发达国家、幅度要高于其他发达国家，因此，在疫情结束后，美国经济的反弹也很可能再次快于其他发达国家。例如，尽管民主党控制国会之前对特朗普政府百般指责与刁难，但疫情暴发后，共和党与民主党却摒弃前嫌，很快针对2.2万亿美元的巨额财政刺激计划达成一致。相比之下，欧盟却迟迟不能就扩大性财政刺激计划达成一致，欧洲央行的货币政策宽松规模也远低于美联储。这就意味着，在全球金融危机之后美国经济反弹快于欧洲的格局，很可能在未来几年内重演。

原因之三，是未来全球金融市场持续动荡有望强化美元与美国国债的避险资产地位。目前来看，美国企业债市场、南欧主权债市场与部分基本面较为脆弱的新兴市场国家（例如阿根廷、土耳其、南非、马来西亚等）是全球金融市场的三大潜在风险点。不过，美联储在3月23日推出的一级市场与二级市场公司信贷便利（PMCCF与SMCCF）在一定程度上缓释了美国企业债市场的大规模违约风险。一旦南欧国家与新兴市场国家爆发金融危机，短期资本从这些国家或其他国家流出、重新流入美国市场避险，依然是大概率事件。此外，即使在2020年3月9-18日期间，美国金融市场因为流动性危机而出现了美股、美国国债、原油、黄金价格集体下跌的局面，全球短期资本却依然在大规模流入美国。

原因之四，是美联储主导的双边美元互换机制在新冠肺炎疫情暴发之后再度得以扩展与强化，未来可能升级为能够与IMF相提并论的全球流动性供给机制。如前所述，在疫情暴发前，美联储与加拿大央行、欧洲央行、英国央行、日本央行和瑞士央行这五大外国央行已经达成长期协议，允许它们在金融机构面临压力时提高美元流动性（这一协议可以称之为C6联盟）。2020年3月16日，美联储联合上述五大央行宣布采取协调行动，将利用现有货币互换额度为美元流动性提供支持。各央行一致同意将货币互换协议价格下调25个基点。美联储在声明中表

[1] IMF, "World Economic Outlook", October 2020, <http://www.imf.org>[2020-12-10].

示，将原有的7天期货互换操作频率由每周调整为每天，于3月23日生效，并持续至4月底。另外，每周84天期限的操作仍正常进行。美联储强调，此次操作旨在为国内外家庭和企业提供信用支持。而在3月19日，美联储与另外9家中央银行创建了临时性美元流动性互换安排：与澳大利亚、巴西、韩国、墨西哥、新加坡和瑞典各自达成不超过600亿美元的新互换安排，与丹麦、挪威和新西兰各自达成300亿美元的安排。美联储表示，互换持续时间至少为六个月，将以总计4500亿美元的资金来确保全球依赖美元的金融体系继续运转。^[1]这就意味着，新冠肺炎疫情已经使得G6联盟扩展为G15联盟。

值得注意的是，目前以美联储主导的双边美元互换体系已经覆盖了几乎所有的大型发达经济体以及一些重要的新兴市场经济体，这是美国自2008年次贷危机以来非常特别的双边流动性互换机制的延续。如果未来这一体系继续扩展并寻求长期化、多边化与制度化，这就意味着美联储另起炉灶，在IMF之外重新建构了一套新的全球流动性供给机制。这一方面将会继续强化美元的国际储备货币地位，另一方面也意味着没有被纳入这一机制的国家面临被边缘化的风险。^[2]从正面意义来看，美联储主导的双边美元互换机制的确能够在金融危机爆发之后，迅捷地为签约国提供短期美元流动性支持，避免该国金融市场因为流动性危机而动荡加剧，爆发金融危机乃至经济危机。换言之，美联储主导的双边美元互换机制可以成为全球金融安全网的重要组成部分。然而从反面意义来看，其一，在选择与哪个国家签署双边美元互换机制方面，美国政府有其条件。譬如，如果中国试图与美国签署双边美元互换机制，估计难度远大于西方发达国家。这就意味着，美联储的双边美元互换注定是一个贯彻美国国家利益的碎片化机制。其二，美联储主导的双边美元互换意味着IMF将面临更加尴尬的处境。一旦成员面临流动性问题，如果该成员已经与美联储签署了双边美元互换，那么该成员就会在向美联储求助与向IMF求助这两者之间进行选择。这个成员可能会选择对自己条件更加优惠的、附加要求更少的融资来源，因此，IMF的危机救援机制在特定条件下可能被边缘化。

需要指出的是，上述分析并非意味着在任何情景下，美元的国际地位都会固化在国际货币金字塔的顶端，也不意味着其他国家只能被动承担美国国内政策的

[1] 以上数据引自<http://finance.sina.com.cn/roll/2020-03-20/doc-iimxxsth0511804.shtml>[2020-04-30]。

[2] 美国政府通过双边美元互换机制来局部取代IMF的策略，非常类似于特朗普政府通过签署新的双边贸易协定来局部取代多边贸易体系的策略。在双边协议下，美国能够更加充分地利用自己体量的优势，来获得更主动的谈判地位与更加丰厚的谈判筹码。

负外溢性。上述分析的言外之意是，国际储备货币的演化是一个渐进而缓慢的过程。一旦特定货币成为了主要储备货币并保持了较长时间，那么国际社会就形成了依赖该种货币的制度惯性或网络正外部性。在这种情况下，除非储备货币发行国政府犯下了重大错误，或储备货币发行国经济遭遇了重大危机而不能自拔，或重大竞争对手快速崛起，储备货币的更替将会经历很长的时间。例如，从当前国际货币的现实来看，最有可能取代美元地位的是欧元，但欧盟迟迟未能完成财政政策的整合，导致欧盟在每次遭遇重大危机冲击时，经济下滑的幅度总是大于美国。因此，欧元屡屡浪费了赶超美元的良机。此外，人民币的现有国际地位距离美元、欧元还有非常大的差距，未来赶超日元与英镑才是更现实的目标。综上所述，美元的国际储备货币领导地位仍将维持较长时间。

不过，如果特朗普政府采取的很多单边主义与保护主义举措未来持续进行，那么，从中长期来看的确可能削弱美元的国际储备货币地位。例如，特朗普政府过于强调短期美国利益，而不愿意承担提供全球公共产品的责任。又如，特朗普政府试图用碎片化的双边贸易投资协议来取代全球多边化贸易投资协议。再如，特朗普政府屡屡发起针对主要贸易伙伴的经贸制裁。这些行为证明了特朗普政府的短视性与趋利性，致力于最大化全球影响力与长远利益的大国领袖与大国政府不会采取这些行为。如果特朗普政府的政策未来成为美国政府的中长期政策，那么无论美元、美国金融市场还是美国价值体系的吸引力都会显著下降，美元在全球金融体系中的核心地位也将逐渐弱化。

然而，目前美国总统大选已经尘埃落定，拜登上台已成定局。从拜登目前的内阁人选来看，拜登政府大概率会回归奥巴马政府时期的多边主义。这意味着特朗普政府政策对美元声誉的损害可能会部分被拜登政府所弥补。无论如何，受制度惯性与网络正外部性的影响，美元霸权即使衰落，这个过程也会渐进而漫长。



（责任编辑：邱静）

Will the COVID-19 Crisis Significantly Weaken the US Dollar's International Status? — An Analysis Based on the Stylized Facts since the US Subprime Crisis

Zhang Ming

87

The US government has put forward unprecedented fiscal and monetary policies to cope with the impacts of COVID-19, which has aroused concerns over the US dollar's international status in the future. The international status of the US dollar did not decline but rose after the burst of global financial crisis in 2008. It is primarily because the US enjoyed faster economic recovery compared with other advanced economies; the performance of US dollar denominated assets were more attractive compared with other financial assets; and the US dollar index had largely appreciated, despite frequent corrections, after the crisis. More profound factors include the international status of the US dollar and the US financial markets, which has helped the US government externalize domestic costs of the crisis and post-crisis reconstruction, and the bilateral US dollar swaps established during the crisis, which strengthened the infrastructure of the US dollar-centered hegemony. The US dollar's international status may strengthen again after the COVID-19 crisis because the US economy may take the lead to rebound as the COVID-19 also hurt other advanced economies seriously, while the persistent financial volatility may enhance the status of US dollar and US government bonds as safety heaven assets; and the bilateral US dollar swaps were also expanded and strengthened after the burst of COVID-19 crisis.

Prospect of Sino-US Relations under Biden Presidency

Ni Feng, Fu Mengzi, Tang Yongsheng and Wang Yong

102

The *International Economic Review* and the China Society of World Economics have recently jointly held a symposium themed Prospect of Sino-US Relations under Biden Presidency. Participating scholars discussed such issues as the evolution direction of US policies under Biden presidency and prospect of Sino-US relations. They agreed that as the US presidential election this year has left many controversial problems to be resolved, the predictability and certainty of the Biden administration's foreign policies have been enhanced, although its foreign policy adjustments will be slow and gradual; the Sino-US relations will improve moderately; due to the comprehensive widening of domestic divisions of the US, China will play a larger role in shaping the Sino-US relations, but the decisive factor for the evolution direction of Sino-US relations remains the development of, and changes in, the structural contradictions as a result of the different status of China and the US in international regimes; as a result, in the future, the Sino-US relations will mainly feature a relationship of gaming and interdependence.