

美元 依赖性

金融危机之后，多数新兴市场经济体均在
国内停止去美元化，但秘鲁却是例外

路易斯·A.V. 卡陶、马尔克·E. 特伦斯



秘鲁利马，行人路过位于阿玛斯广场的政府大楼。

美元化，或者说用外币部分或全部替代本币的现象在 20 世纪 70 年代的拉美曾非常普遍，当时严重的通货膨胀或超级通货膨胀让这些国家的本币无法像之前一样作为价值交换和储存的稳定媒介发挥作用。这些国家的家庭和企业都开始使用外币，特别是用美元来储蓄、买卖房产等大件物品。

这个现象最终从拉美扩散开来，成为许多新兴市场经济体金融业的普遍特征。到 20 世纪 90 年代，土耳其及非洲、亚洲和东欧的一些经济体已累积了大量的美元资产和负债。然而，由于银行的美元负债可能会大幅超过其美元资产，一旦汇率突然大幅贬值，这可能会使金融系统面临巨大风险。监管机构和政策制定者们担心，由于汇率贬值之后，美元将比原来更强势，银行的美元负债和资产之间的不平衡将带来严重损失，并造成系统性的金融不稳定，这种担心不无道理。资产与负债的不匹配性正是 20 世纪 90 年代中期和 21 世纪初期新兴市场经济体遭受的几场最严重金融危机背后的罪魁祸首，比如 1994 年土耳其、1995 年阿根廷、1998 年俄罗斯和 2001 年阿根廷的金融危机。

随着许多新兴市场经济体经济形势的改善，本世纪初期，美元化现象开始降温。有利的贸易条件、更为灵活的汇率，以及更完善的经济政策，包括采用通货膨胀目标制、加强财政纪律等都让许多新兴经济体的通货膨胀处于较低水平，并减少了货币突然贬值的风险。然而，近年来货币的大幅贬值，加上通胀预期不够稳定，以及企业背负越来越多的美元债务都让去美元化难以为继，这种情况似乎现在正在发生。对金融危机之后全球数据进行广泛的察看可发现，去美元化已经停止，甚至在很多新兴市场国家内出现了逆转。但是，有一个明显的例外情况却恰好发生在现代金融美元化的诞生地——拉美地区，在该地区，去美元化依然在继续。我们仔细研究了秘鲁的经验，发现其中有些重要的政策经验值得其他许多国家借鉴。

全球纵观

过去 15 年间对 28 个新兴市场经济体的观察显示，欧洲和拉美地区的金融美元化现象较强，而这个现象在亚洲和世界其他地区则较弱（见图 1）。目前有两个常见且分化的趋势：第一，从本世纪初至 2007 年全球金融危机，美元化（即银行的美元或欧元存款在全部存款中的占比）不断降温；第二，从 2012 年开始，新兴欧洲的去美元化现象增强，而拉美地区去美元化现象出现逆转。

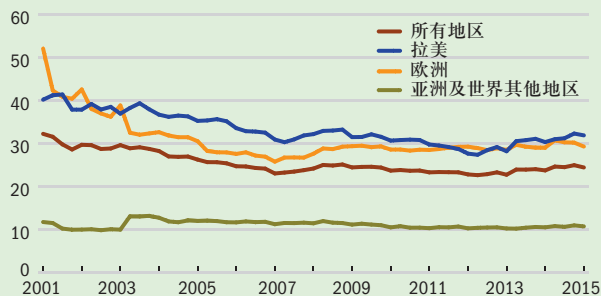
然而，地区平均值却掩盖了不同国家的诸多差异。为发掘这些差异，我们在图 2 中展示了全球金融危机前后各国的情形。金融美元化现象加强的国家普遍都在 45° 线之上；而该现象削弱的国家则在这条线之下。多数国家都处于这条线之下，这表示紧接着金融危机之后出现的去美元

图1

去外币化的终结

从本世纪初到全球金融危机，新兴市场经济体的金融系统纷纷出现去外币化——这个现象已经终结，但尚未完全逆转。

（以外币计价的国内存款所占百分比）



资料来源：作者的计算。

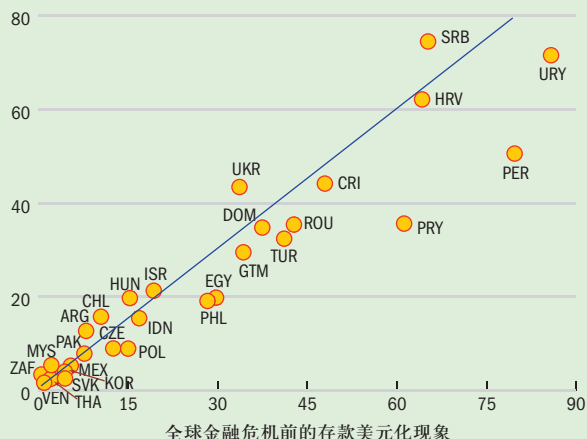
注：数据涵盖亚洲及世界其他地区、欧洲和拉美的 28 个新兴市场经济体。

图2

仍居高不下

危机爆发前，在新兴市场经济体盛行数年的去外币化现象依然超过危机后出现的外币化现象。

（全球金融危机后的存款美元化现象，百分比）



资料来源：作者的计算。

注：存款美元化指的是以外币计价的存款在一国金融体系中的占比。全球危机前的阶段是 2000 年第一季度至 2006 年第三季度；危机后的阶段是 2010 年第一季度至 2015 年第四季度。图中的数据标志使用国际标准化组织的国家代码。

化依然比 2012 年之后出现的美元化现象更为普遍。

虽然在 2007 年之前的 7 年间以及危机后的 2010—2015 年间，欧洲、亚洲和世界其他地区去美元化的水平或范围几乎没有发生变化，但拉美却是个例外。全球危机过后数年间，该地区的去美元化现象依然在继续，这主要是因为巴拉圭、秘鲁和乌拉圭的去美元化依然在继续且范围广泛。21 世纪之前，这三个国家美元化现象非常普遍，而

在危机爆发之前，又经历了大刀阔斧的去美元化。我们在此将审视秘鲁的经验，该国的金融去美元化步伐十分引人注目。

抑制秘鲁对美元的依赖

20 世纪 90 年代，秘鲁对美元高度依赖，依赖程度只位于厄瓜多尔和萨尔瓦多之后，这两个国家以美元代替本币作为官方货币。正如图 3 所示，到 20 世纪 90 年代末，秘鲁近 85% 的银行存款和 80% 的银行贷款都是以美元计价。虽然银行的美元存款一直高于贷款，但是到了大约 2000 年时，银行存贷款的去美元化显示了相似的发展趋势。随后，去美元化开始如火如荼地上演。到 2012 年，以美元计价的银行存款跌至 50% 以下，以美元计价的银行贷款跌至 45% 以下。此后，虽然美元计价的存款出现了一定程度的反弹，但以美元计价的贷款却一直维持跌势，到 2015 年年末，跌至 30%。

到2012年，以美元计价的银行存款跌至50%以下，以美元计价的银行贷款跌至45%以下。

对于有意去美元化的政策制定者而言，一个重要的问题是如何实现去美元化。以秘鲁为例，也可以以此为参考，我们发现该国去美元化过程中存在四个重要因素：引入通胀目标制、实施监管以提高银行管理美元存款和发放美元贷款的成本、持续提高实际汇率，以及利用有利的外部条件，比如全球商品价格居高不下和全球避险情绪低（Catão 和 Terrones, 2016）。

秘鲁于 2002 年年初引入了通胀目标制，旨在在该国

大部分货币总量以美元计价的时候，控制国内通货膨胀水平。该国采取的方法是，为本币（索尔）设置一个短期政策利率确定通货膨胀的目标，同时使用非常规工具来控制信贷（多数以美元计价），并抑制汇率波动——汇率波动会破坏秘鲁等高度美元化的经济体的稳定。同时，税收和支出（财政）政策与这些政策的实施保持一致。对秘鲁而言，通胀目标制在贷款去美元化方面功不可没，因为其帮助秘鲁降低并稳定了通货膨胀水平。2002—2015 年间，秘鲁的通胀率平均达到 3% 左右，而 1991—2001 年该比率为 55%。随着可变利率贷款的推出，本币偿债比外币偿债更具可预测性，因为通胀目标制旨在控制国内通胀，而非美元通胀。出于同样的原因，尽管通胀目标制允许汇率在通胀变化时加大波动，但是这个制度并不鼓励那些大部分收入不以美元计价的企业向海外借款。

提高储备要求

去美元化的第二个重要要素是监管。向美元贷款和存款收税会破坏金融美元化。其中，一个解决方案就是差别对待以美元计价和以索尔计价的存款，并增加银行必须与央行（储备要求）维持的、以吸收美元存款的资金净额。由于央行给出的储备利息一般都低于市场水平，要求银行进行储备无异于对这些机构征收与上述利息等额的税收。从贷款而言，监管机构可要求银行增加储备，弥补以美元计价的贷款所带来的损失，而非本币贷款所带来的损失。增加贷款损失准备金会提高美元贷款的边际成本，就能减少新的美元贷款。

对 1990—2014 年的经济分析显示，秘鲁采取的增加美元贷款储备准备金的做法对减少存款和贷款美元化特别有效；相比较而言，针对美元存款的边际储备要求发挥的作用较弱，但依然非常重要。2015 年，秘鲁央行推出了一个激进的贷款去美元化方案，其中包括进一步增加美元存款的边际储备要求，同时限制以美元计价的汽车和抵押贷款。这些限制条件解释了自 2015 年开始，美元贷款相对于美元存款不断下降的原因。

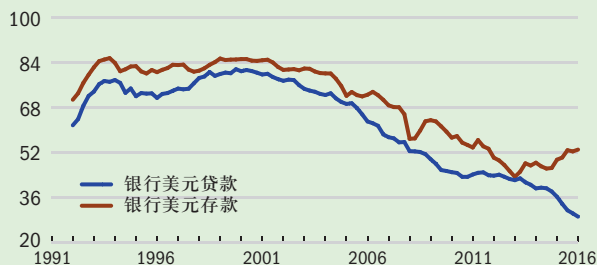
第三，让实际汇率升值似乎是减少美元依赖性的一个重要举措，这一点从经济基本面来看尤其如此。确切来说，本币升值所带来的美元化的降温可能只是数字的问题：本币汇率升值时，美元在整体存款中的占比往往会下滑。但导致这个结果的可能还有其他经济因素。实际汇率升值时，相对于不在国际市场上交易的商品价格，在国际市场上交易的商品价格会下跌。由于不可交易物品的收入以本币计价，这些物品的承办商一般都倾向于筹借本币贷款。但在新兴经济体中，这并不总是站得住脚。在新兴经济体，不可交易物品的相对价格每上涨一次，导致更多的美元贷款流向不可交易的行业——如房地产。但是，由于通胀目标制稳定了国内的通胀水平，对银行而言，将这些贷款与美

图3

美元化降温

20世纪90年代，秘鲁85%的银行存款和80%的银行贷款以美元计价。目前，美元贷款占比不到30%，美元存款的占比自2012年出现小幅上升，目前为50%左右。

（以美元计价的存贷款占比）



资料来源：作者的计算。



秘鲁利马中央储备银行博物馆。

元挂钩就失去了原有的吸引力。

我们发现，21世纪初秘鲁的去美元化运动与实际汇率的长期升值有关。自2014年年末存款去美元化出现逆转，部分原因归于秘鲁货币的贬值和期待美国货币政策正常化会带来大幅贬值的预期心理。

外部力量

秘鲁去美元化涉及的第四个因素与外部力量有关，比如大宗商品物价高企，这带来了向本币存贷款的转移，尽管原因各不相同。这些外部力量包括大宗商品物价高企对经济增长的推动作用。这种推动作用刺激了不可交易物品对贷款的需求，以实现扩大运营的目标，同时也提振了对国内政策的信心。简言之，国内企业和消费者对持有本币的信心得到了增强。

但是，其他外部力量却在阻碍去美元化。比如，全球资本市场上一阵阵的避险情绪和外部利率的提高往往与金融美元化的增强有关。避险情绪的增强会促进美元化的加深，这是可以预期的，而且还会削弱大宗商品出口价格上涨所提振的信心。这些全球因素说明了为何21世纪初秘鲁出现去美元化的现象，而且这些因素在其他国家也有迹可循，他们揭示了2000年以来新兴市场的普遍趋势，以及危机后全球去美元化放缓的原因。

然而，全球利率对美元化产生的重大积极影响更令人感到困惑。通过降低美元贷款的成本，预计当前的低利率环境可能会促进国内美元贷款的供应。但是，国外的低利率现象或会鼓舞买卖可交易物品的企业去海外而非国内贷款，从而削弱对国内美元贷款的需求，并降低美元化。从理论上讲，全球利率上升对存贷款美元化的净效应

并不明朗，因为这要取决于美元化是以何种程度开始的，以及管理美元和本币账户的边际成本（Catão 和 Terrones, 2000）。在像秘鲁这样的国家，美元化一开始非常普遍，随着全球利率的下降，去美元化是可以预计的。我们的经济分析表明，近年来去美元化在这些国家是主流现象。

秘鲁的经验强调了四个因素对去美元化的重要作用，其中包括通胀目标制、制定监管要求以提高银行管理美元存款和发放美元贷款的成本、持续提高实际汇率和有利的条件，比如全球商品价格居高不下和全球避险情绪低。尽管一些因素是秘鲁的独有的，但其他因素似乎有着更广泛的意义（Garcia-Escribano 和 Sosa, 2011；Mecagni 等人, 2015）。这一证据对政策设计有着至关重要的意义，这些政策均旨在降低一国金融业的外币依赖性。■

路易斯·A.V. 卡陶是（Luis A.V. Catão）是IMF研究部高级经济学家，马尔克·E. 特伦斯（Marco E. Terrones）是该部副处长。

参考文献：

Catão, Luis A.V., and Marco E. Terrones, 2000, "Determinants of Dollarization: The Banking Side," IMF Working Paper 00/146 (Washington: International Monetary Fund).

——, 2016, "Financial De-Dollarization: A Global Perspective and the Peruvian Experience," IMF Working Paper 16/97 (Washington: International Monetary Fund).

Garcia-Escribano, Mercedes, and Sebastián Sosa, 2011, "What Is Driving Financial De-Dollarization in Latin America?" IMF Working Paper 11/10 (Washington: International Monetary Fund).

Mecagni, Mauro, and others, 2015, "Dollarization in Sub-Saharan Africa: Experience and Lessons," IMF Departmental Paper (Washington: International Monetary Fund).