

美元的榮光

全球通用貨幣何去何從

——全新修訂版

BIOGRAPHY *of*
THE DOLLAR

HOW THE MIGHTY BUCK CONQUERED THE WORLD AND WHY IT'S UNDER SIEGE
by CRAIG KARMIN 克瑞格·卡爾明一著 | 陳儀一譯





BIOGRAPHY *of*
THE DOLLAR

HOW THE MIGHTY BUCK CONQUERED THE WORLD AND WHY IT'S UNDER SIEGE

by CRAIG KARMIN

Contents



嗎，按這要除基金大量拋售以美元計價的資產引發金融風暴
後，由於新興市場國家的中
價的證券，為降低美元幣值過度波動對國際貿易及金融市場
的影響，這些國家只有大量買進美元，但囤積太多導致美
元仍持續下跌。由於全球各地不少民眾手中持有美元或美元
存款，

推薦序 美元何去何從？／林向愷 006

前言 016

01 在三兆美元的池塘裡闖蕩 033

02 貨幣工廠火力全開 075

03 比英鎊更棒且價如黃金的美元 121

04 美元殖民地的歡欣與苦難 179

05 美元的最終買主 229

06 美元享受「過分特權」的日子結束了嗎？ 261

謝詞 294

推薦序

美元何去何從？

林向愷

台灣大學經濟系教授

進入金融國際化時代，各主要國家陸續解除資本管制，民眾除了本國貨幣外，亦可持有外幣，甚至在本國銀行開設外幣存款帳戶。不少新興市場國家，其國內日常交易偏好接受美元而非當地貨幣。但很少人會進一步思考為何大多數人願意保有美元？廠商與外國廠商交易時為何偏好以美元報價？美元到底好在哪裡？本書以淺顯文字配上簡明道理為讀者解答這些問題，並透過美元讓讀者更明瞭全球經濟的運作。

美元如何成為全球通用的貨幣，必須瞭解19世紀及20世紀的國際政治經濟發展史。要把這些發展寫得有趣又不淪為「見樹不見林」，的確是一件不容易的事。本書為讓讀者瞭解美元在全球經濟體系運作的重要性，前言以虛構故事開

場，描述避險基金大量拋售以美元計價的資產引發金融恐慌後，由於新興市場國家的中央銀行持有大量美元或以美元計價的債券，為降低美元幣值過度波動對國際貿易及金融市場的衝擊，這些國家只有大量買進美元，但因賣壓太大導致美元仍持續下跌。由於全球各地不少民眾手中持有美元或美元存款，為維持資產購買力，他們遂在銀行外面大排長龍將美元兌換為本國貨幣，導致銀行發生擠兌而倒閉。其實這個虛構故事，看起來一點都不誇張，更有幾分真實。

1971年前，美元與黃金間維持固定的兌換比率，美國擁有的黃金準備決定美元的幣值。1960年代貿易自由化後，各主要國家經濟快速成長，各國對美貿易盈餘導致手中持有美元大幅增加，讓美元以固定比率兌換為黃金的能力持續下降，市場對「美元可無限制兌換黃金」的信心開始動搖，不少外國政府將手中美元向美國政府兌換黃金。為避免手中黃金快速流失影響對美元信心，美國遂於1971年8月15日宣布完全關閉黃金兌換窗口，放棄金本位制度。

放棄金本位制度後的美元，變成沒有任何內在價值的貨幣，但為何大部分國際貿易仍接受美元？作者認為，「美元的背後只有美國，其他什麼都沒有」。事實上，美國放棄金本位制度後，美元作為全球通用貨幣的優勢，才真正凸顯出來。其中幾個重要因素為：

- 夠大的經濟規模：美國經濟規模若以國民生產毛額（GNP）衡量，佔全球的30%。
- 持續的經濟成長：過去兩百年，美國維持3%的平均經濟成長率。
- 健全的政經體制：美國以堅實民主體制運作，讓多元社會中各階層人民有平等的發聲（voice）機會與管道；在政策形成或政治過程中，民主體制讓政策制定更透明，更能反映社會需求。
- 良好的總體經濟體質：美國平均物價膨脹率不高，財政赤字在先進國家屬於中間，財政紀律良好。
- 政府有意願讓該國貨幣成為國際性貨幣。

本書第六章雖未對美國能否繼續享受「過分特權」的日子，提出明確答案。但我們可利用上述要件檢視歐元能否取代美元成為全球通用貨幣，由於歐盟尚未完成政治統合，部分會員國民主體制運作的健全程度與累積之經驗距美國甚遠，會員國間總體經濟體質差異很大，財政政策仍未趨於一致，更重要的是德、法兩國對歐元應否成為國際性貨幣有不同看法。至於中國人民幣能否成為國際性貨幣，除須視中國未來能否持續發展以及能否建立可運作的民主政治體制，若單就「過去二十年經濟發展的成就無法保證未來十年的發

展」之法則來看，人民幣應無機會成為全球通用貨幣。由於前言提供了全書的分析架構，讀者宜先閱讀，再依個人興趣選讀其他章節。

為避免讀者讀完前言，就喪失閱讀興趣，本書第一章探討一家專長於外匯操作的避險基金如何賺取耀眼的獲利率。簡單說，匯率是兩種不同貨幣的相對價格，若這兩種貨幣又不具內在價值，匯率決定因素除了長期基本面，亦受到短期消息及信心面的影響。舉例來說，若民眾因某種與政經基本面無關的因素開始預期新台幣會貶值到1美元兌60元新台幣，有這種預期的民眾自然會改持美元，只要這類民眾人數夠多，新台幣就會馬上貶值，這也是匯率面對經濟或金融情勢動盪時刻最脆弱的地方。

由於外匯市場交易員並未擁有實體資產，他們「賭」的是不同貨幣相對價格的變化，外匯市場亦無所謂的多頭或空頭市場。由於外界多認為避險基金只是從事一些祕密交易或攻擊特定貨幣，加上避險基金又不需向證券交易委員會（SEC）登記，讀完第一章我們可略為瞭解避險基金神祕的一面。操作避險基金大都依賴能大量分析歷史資料的統計模型。由於多數避險基金運用的歷史資料與統計模型不會有太大差異，要創造與其他避險基金不同的獲利率，就得靠操作人員對國際政治情勢及貨幣政策之精確判斷，及其獨特眼光

與直覺。然而這些都不是知識，而是經驗，導致這方面作者無法有所著墨。要靠經理人的獨特經驗而持續賺取兩位數的報酬率幾乎不可能，這也是書中避險基金所陷入的困境。

為因應美元作為全球通用的貨幣，美國政府除須印製足夠的鈔票以滿足使用者需求，還要有效遏止偽鈔印製，以免降低民眾持有意願或提高持有的成本。美國建國後百餘年期間，人民對政府過度集權仍有戒心，故早年美國法律允許民間銀行自行印製鈔票，當時美國民間已發展出各種辨識偽鈔的方法。直到1861年，國會才讓聯邦政府取得印鈔獨佔權，為南北戰爭中北軍籌措戰費所需的財源。此後美國財政部才開始印製美鈔。

第二章描述兩位印鈔局內部員工如何竊取應被銷毀的鈔票，他們的手法無論如何高明，從個人消費行為的改變還是可找出破案的線索。美國政府面對這些個別偷竊行為所付出資源與心力，相較於應付犯罪組織或外國政府有計畫的印製偽鈔，就顯得微不足道。舉例來說，為對抗北韓印製「超級偽鈔」，美國政府只有在印製技術或材質上不斷的創新或壟斷特殊油墨來源，迫使北韓政府無法完全仿製。最後，作者介紹美國鑄造與印製局為民眾提供的毀損貨幣鑑定服務。書中提到處理小組某日接到一袋美鈔碎片，小組成員竟然在兩個月後，將碎片還原，並寄出一張3萬美元支票給那位民

眾。

第三章是本書核心章節，作者探討美元取代19世紀全球通用貨幣英鎊的過程。19世紀中葉以前，美國金融體系不僅不成熟亦不健全，貪瀆猖獗。其後五十年，美國製造業快速發展成為經濟成長的主要動力，每人平均國民所得陸續超越多數歐洲國家。由於美國仍缺乏功能完整的中央銀行以及成熟健全的金融體系，政府無法藉貨幣政策降低景氣波動程度，使得景氣循環現象仍較其他歐洲國家嚴重。

儘管當時不少人認知到成立中央銀行之必要性與急迫性，但仍有更多人不信任銀行家，認為新設立的中央銀行將成為這些上流社會銀行家競逐個人利益的場所。為順應主流民意，提出設立中央銀行構想的保羅·沃伯格（Paul Warburg）規畫在全美12個地區成立區域性聯邦準備銀行，另於華府成立聯邦準備理事會（Fed），以協調各地區聯邦準備銀行的信用政策，消除民眾對政府高度擴權與集權的疑慮。另一方面，為了要讓紐約銀行家有意願運用其政商關係推動此項計畫，沃伯格還提供這些銀行家一項重要「誘因」：美國必須要有一個可扮演最終放款者角色的中央銀行，如此美元才會成為國際通用貨幣。一旦美元成為世界性貨幣，這些銀行家將可獲取龐大利益。舉例來說，1914年聯準會成立以前，英國銀行藉英鎊是當時的國際通用貨幣，對

美國出口商提供英鎊融資，每年至少賺取1.5億美元的利潤。

這些銀行家當然清楚他們的社會形象不適合公開遊說活動，遂成立「全國促進良性銀行業聯盟」推動遊說工作，希望藉媒體及公民的支持以影響國會議員。最後，威爾遜（W. Wilson）總統於1913年12月簽署「聯邦準備法」，美元在國際上使用情況開始大幅增加，亦讓紐約得以和倫敦競逐全球金融中心的地位，美國其他要件皆優於英國，遂取得全球貨幣霸權的地位。由此可知，任何政經改革不僅需要正確的方向以爭取社會支持，更需要細緻的規畫與推動才能成功。

為避免二次戰後全球金融體系重蹈1930年代覆轍，在美英等國主導下，主要國家在布列敦森林會議中同意以美國財政部提出的方案為版本，建構以美元為中心的國際貨幣體系。從此以後，美元成為世界通用貨幣。美元成為全球通用貨幣後，美國在貿易赤字與國際通貨準備的創造上面臨一個兩難問題：「美國國際收支赤字是國際經濟體系所期待甚至必要的。」但隨著國際收支赤字持續增加，市場開始對「美元可無限制兌換黃金」的承諾失去信心，這也是1971年8月15日，美國政府放棄金本位的重要原因。

接著，作者探討美國政府如何藉由強硬的貨幣政策改造總體經濟體質，以恢復市場對美元的信心。1970年代，兩次石油危機加上美國政府錯誤的財政與貨幣政策，致使美元

持續貶值，並產生停滯性物價膨脹，不少人開始質疑美國是否能維持全球通用貨幣地位。要解決此種困境，很多人都知道必須經歷一次痛苦的治療，但他們害怕這種治療會讓病情變得更為嚴重，缺乏改革決心導致美國總體經濟體質日益惡化。1971年曾建議尼克森（R. M. Nixon）總統終止美元與黃金固定兌換比率的保羅·沃克（Paul Volker）於1979年接任聯準會主席後，決定積極提高利率，以對抗物價膨脹。結果1980年初期，美國短期利率一度高達20%，失業率亦超過10%，而申請破產保護的企業數目更是1930年代經濟大恐慌後的新高。

面對經濟衰退所引發各界質疑的聲浪以及排山倒海的政治壓力，沃克並未因此退卻。當然所有人都期待經濟早日復甦，但他認為經濟能否持續成長才是更重要的考量。否則過去所承受的痛苦將會白費，當算總帳的日子來臨時，美國會更加痛苦。到了1982年，物價膨脹率已由13%降到4%，美元持續升值，顯示戰勝物價膨脹之後，聯準會又重新在金融市場建立威信。此後，沃克數度調降利率，並未導致美元貶值，甚至連麻省理工學院的查爾斯·金德伯格（Charles Kindleberger）教授都不得不承認自己過早看衰美元。

1970年代亞洲四小龍相繼採取「出口導向策略」，以出口帶動經濟成長，加上1980年代中期東協國家及中國相繼

採用相同的發展模式，這些國家貿易盈餘累積了大量的美元外匯。本書第五章說明過多的美元外匯存底，讓亞洲國家的央行成為捍衛美元匯率的最後防線。當美元轉弱時，這些國家開始擔心手中龐大的美元外匯存底價值的變化。假設某國央行對美元前景開始憂慮時，若決定降低美元持有比重，由於這些國家都不願意成為最後一隻老鼠，此時會引發連鎖效應。

當這些國家的央行開始停止增加美元外匯或美國政府公債持有時，據估計將會讓美國公債利率上升1.5%，對美國經濟活動產生嚴重的影響。所以，新任的美國國家經濟委員會主席賴瑞·桑莫斯（Larry Summers）曾於2000年撰文警告：「亞洲新興國家經濟體尤其積極透過大量買進美國國庫券方式，累積對美國政府債權，此與歐洲國家過去囤積黃金的情況很類似，很多人對美國依賴外國能源的情況表達過疑慮，但美國依賴外國現金的情況其實更令人煩惱。」接著，他認為「將美國貨幣與證券存放在其他國家，也等於是把美國的繁榮置於他人之手。美國人應該對這個前景感到擔憂」。這也是美元作為國際通用貨幣一直存在的根本矛盾，如何透過國際合作解決此問題，將是一項挑戰。

無論是想瞭解美元如何成為全球通用貨幣及其背後之國際政經發展過程，或想知道未來歐元或人民幣有無取代美元

成為新全球貨幣之可能，甚至只是將持有美元視為單純財務操作以獲利的投資人，《美元的榮光》都是一本值得推薦的好書。

前言

在11月某個天色昏暗的日子，荷蘭人打開電視，目睹了極少數人認為會發生的情況：強盛的美元在他們眼前崩盤。

美元是在格林威治標準時間（GMT）凌晨一點鐘開始崩跌，某新加坡大型銀行的一個交易員接獲一筆大額的美元賣單。於是，謠言瞬間傳了開來，人們說這筆賣單來自一個大型的避險基金，它被迫不計任何代價出清所有以美元計價的資產。於是，握有大量美元的日本、南韓和中國的中央銀行開始買進更多美元，企圖穩住美元的崩跌走勢。不過，此時恐慌已然形成，這些中央銀行買進美元的舉動，馬上遭到爭先恐後想盡快拋出美元的民間投資人、交易員和投機者的賣壓給淹沒。

歐洲盤一開，美元的跌勢更為快速，整個地區的債券市場交易宣告凍結。在恐怖的氣氛下，股票市場全都在短短數