



美元的國際份額優勢還可能延續一段時期，即使出現被削弱的可能性，但尚未出現直接挑戰性的國際貨幣。

眼下各界對美元主導的國際貨幣體系提出了諸多新的設想，反映出傳統的國際貨幣體系亟待變革的現實，根本原因在於世界秩序的加速變遷，以及衍生出的「去美元化」思潮和新型貨幣湧現等諸多挑戰。總體來看，基於美元生命週期和國際貨幣體系變革的曲折，「布雷頓森林體系3.0」的到來仍將是一個漫長過程。

去美元化進程仍漫長

澤被萬物 鄧宇
西澤研究院
特約高級研究員

1944年，由44個國家的代表在美國召開的布雷頓森林會議上宣布成立國際復興開發銀行（世界銀行前身）和國際貨幣基金組織（IMF）兩大機構，提出黃金與美元掛鈎，而其他貨幣與美元掛鈎，確立了美元在國際貨幣體系中的主導地位，即「布雷頓森林體系1.0」時代。1971年，美元與黃金脫鈎，結束了美元主導的國際貨幣體系，進入到「布雷頓森林體系2.0」階段。雖然美元與黃金脫鈎，但其他國際貨幣仍與美元掛鈎，依賴於美聯儲的美元供給，受到美聯儲貨幣政策的深刻影響。

上述過程從兩個層面來看：其一是「布雷頓森林體系1.0」的影響力並未隨着美元與黃金脫鈎而喪失，美國的綜合實力仍居於前列。依託跨國企業與科技創新的競爭優勢，通過更開放的金融市場與更加靈活的匯率制度輸出美元，促使美元成為全球化時代各國經貿往來和金融市場交易的重要貨幣，導致國際貿易和金融市場嚴重依賴於美元供給。

其二是美國在1971年布雷頓森林體系瓦解後，全球並無其他可以完全替代的貨幣出現。德國馬克、日圓等的份額佔比並不高，根本不能承擔起國際貨幣體系的「錨」，後來的歐元也有天然缺陷，更多局限於歐元區。這些貨幣國際化進程受阻，國際市場份額無法與美元相比，加之自身的金融改革滯後，難以替代美元的地位。誠然，除了顯性的國際支付結算份額和儲備貨幣份額外，美國擁有十分發達的國際金融市場和靈活的匯率機制，在貨幣政策影響力方面仍保持絕對優勢，其擁有的黃金儲備份額（2020年官方數據超過8133噸，佔外匯儲備比重超過72%）及美元在大宗商品市場領域的計價與定價優勢等將很難短期「脫離」。

軟硬實力奠定美元地位

因此，短期內，以美元為相對主導的「布雷頓森林體系2.0」時代仍會延續很長一段時間，具體要延續到多長周期，主要取決於美元自身生命週期變化或者說「去美元化」的累積效應，以及其他國際貨幣的巨大突破。從歷史經驗看，無論是英鎊還是美元，以及後來的德國馬克、日圓及歐元等，在逐漸成為重要的國際貨幣

進程中，雖然路徑和模式有所差異，但均離不開貨幣權力因素，即經濟實力、貿易規模、金融市場和金融制度，而且還與當時的國際格局變遷密切相關，具有很強的時代特徵。以美元為主導的「布雷頓森林體系1.0」和「布雷頓森林體系2.0」均由軟實力和硬實力共同驅動。

硬實力方面，美國在「一戰」及「二戰」，包括後期的「冷戰」等各個時期均具有自身獨特的地緣政治優勢。在兩次世界大戰中的損失相對最小，而歐洲國家的綜合國力被嚴重削弱，其他亞洲國家則百廢待興。因此，美國在1944年推動建立布雷頓森林體系，掌握了國際貨幣體系的主導權，而在1970年代美國經濟出現「滯脹」風險和衰退後，美國主動宣布美元與黃金脫鈎，致使布雷頓森林體系瓦解，這主要基於自身的戰略迴旋作出的主動選擇，實質上具有「以退為進」的靈活性。目前，美國的經濟總量規模仍位居世界第一，2021年的GDP規模達23萬億美元，而1980-2020年美國的實際經濟增速近2.5%，在經歷數次短暫衰退後仍維持了一定的增長水準，成為「布雷頓森林體系2.0」得以維繫的經濟基礎。

國際貨幣體系轉型加速

軟實力方面，雖然美元在「布雷頓森林體系2.0」時代的地位相對下降，但這種趨勢仍比較緩慢。根據環球銀行金融電信協會（SWIFT）公布的數據，2022年1月美元在基於金額統計的全球支付貨幣的份額從2020年1月的40.81%下降至39.92%，距離其高峰時期已出現大幅下滑。然而，美元仍承擔其他貨幣暫時不能代替的部分職能。《貨幣強權》一書的作者本傑明·科恩認為，美元作為投資媒介或儲備資產的吸引力在地緣政治上至關重要。美國在全球範圍內擁有諸多有國際影響力的跨國企業，科技創新水準領先全球。根據上交資本市場研究所《全球證券交易所發展報告》數據，2020年美國紐交所、納斯達克的股市市值分別達到26.2萬億美元、19.1萬億美元，分列全球第一和第二位。美元債權的持續積累，以及美國在全球範圍內構建的金融要素市場和金融基礎設施，使美元在「布雷頓森林體系2.0」的競爭優勢得到了鞏固。

之所以會出現「布雷頓森林體系3.0」的說法與論點，主要是因為美元在屢次的全球經濟金融危機中扮演着國際貨幣職能之外的角色，伴隨着美元信用透支及制裁升級而出現的質

疑，導致「去美元化」浪潮愈發突出。近年來，石油美元結算體系的弊端和供需不平衡的制度缺陷凸顯，而且越來越多的國家和地區謀求經貿安全和支付結算的獨立性，其背後是美元遭遇的潛在風險。

一方面，美元的國際信譽逐漸被削弱。美國經濟經歷了多次衰退，形成了債務型驅動的經濟模式。根據世界銀行的統計數據，美國的GDP全球佔比從1971年的35.2%降至2021年的24.7%，美元的國際份額也處於不斷下滑的態勢，而美國對全球經濟增長的貢獻率從高峰時的46%降至2019年的20%左右。美國的巨額債務赤字和經常賬戶長期逆差，與美元外債規模的持續攀升，致使美元流動性（美元短缺現象）問題愈發突出。從2008年全球經濟金融危機到2020年新冠危機，美聯儲在資產負債表加速擴張後開啟的加息與縮表，對全球經濟復甦與金融市場穩定性構成了較大的威脅，美元信譽遭受質疑。但由於大部分國家和地區與美元的深度綁定，如儲備貨幣、美債投資等，而其他國際貨幣尚缺乏類似職能，美元的競爭地位仍將維持。

另一方面，「去美元化」趨勢加快形成。美元所主導的「布雷頓森林體系2.0」仍呈現「特里芬難題」中的「三角」不平衡結構，而美國在這種結構下的逆差將會越來越大，美元的擴張得以持續，而且美聯儲的資產負債表在擴張與縮減之間保持了獨立性，其貨幣政策調整無形中給新興經濟體造成了巨大的壓力，迫使越來越多的新興經濟體承受加息引發的本幣貶值、國際資本外流，以及美元債還本付息壓力劇增等問題。美國依託美元的特殊職能，成為事實上的「最後貸款人」，卻以此獲得超額收益，而將全球經濟捆綁在「布雷頓森林體系2.0」的現狀已經暴露出很大的局限性。新興經濟體應思考如何確保穩定可持續的國際收支平衡，以及貨幣政策與匯率制度的獨立性，未來這些經濟體可能會增加黃金等非美元儲備，但預計美元的份額不會很快下降。

結語與展望

「布雷頓森林體系3.0」的設想具有前瞻性，但理論基礎和制度設計並不完善。

首先，應把握一個關鍵點，當前乃至今後一段時期，國際社會尚未出現與美元競爭的國際貨幣，現有的國際貨幣還有缺陷和短板，預計美元所主導的「布雷頓森林體系2.0」時代短期內仍會延續，「去美元化」浪潮及虛擬貨幣的大量出現預示着「布雷頓森林體系2.0」將可能逐步走向衰退。

其次，應認識到基於美元所依賴的美國綜合國力仍然十分強大，美元賴於生存的國際金融市場、交易、儲備貨幣及投資等制度化水準等軟實力優勢仍在，以此也構成了「布雷頓森林體系2.0」的重要支撐，而其他國際貨幣暫不具備這種優勢。

長遠來看，如何真正推動「布雷頓森林體系2.0」變革，如何構建更加安全、獨立自主，以及具備良好國際信譽的新國際貨幣體系仍是未知數，目前政策與理論層面還未有完整的理論支撐，也缺乏政策改革方案。

競爭法案盡顯美式雙重標準

宗論立德 史立德
香港中華廠商聯合會會長

繼美國國會眾議院在今年2月通過了《2022美國競爭法案》後，美國參議院亦於3月底通過其修訂了的《2022美國競爭法案》，兩院隨即展開協商工作，以敲定最終版本。兩份法案的內容縱有不同，但主軸皆旨在為美國科學研究和半導體產業提供更多資金，以提升其經濟及戰略地位。值得注意的是，法案雖以增強美國科技競爭力做掛帥，內裏卻包含很多制華和不公平的內容，對中國進行政治打壓的意圖昭然若揭。

《競爭法案》是美國繼通過《美國芯片法案》、《促進美國製造半導體法案》後，再度以芯片為核心的法案。芯片被譽為現代工業的「糧食」和科技產品的「大腦」，既支撐着各行各業的發展，亦是當代乃至未來創科發展前沿領域的制高點，具有十分重要的戰略意義。為了應對中國崛起成為科技超級大國，中美之爭在過去幾年已從經貿糾紛延伸至科技領域。到目前為止，中國仍十分倚賴進口芯片，這便很自然成為了美國掐住中國咽喉的重要武器。從特朗普政府時期開始，美國已嚴格收緊對中國的半導體出口，並以不同藉口限制中國企業使用美國的尖端技術。

藉機打壓中國發展

隨着新冠疫情大流行衝擊國際產業鏈，全球半導體芯片缺貨，美國亦因而希望借助《競爭法案》，解決其產業鏈的困境，例如兩院法案均包括提供520億美元補貼和投資美國半導體製造業，擴大本土芯片工廠的建設，以保障供應穩定。

本來一個政府要以補貼，甚至全面介入產業發展的方式去維護自身競爭優勢和利益是無可厚非，亦屬國家的內部

事務。但諷刺的是，美國長期以來就一直批評中國通過政府補貼來獲得不公平的競爭優勢。如果《競爭法案》實施，美國豈非持雙重標準？

美國的偽善亦體現於對別國的持續打壓。美國向來自詡為世界最自由和最民主的國家，《競爭法案》卻以不同的方式及藉口去遏制中國的正常發展和企業的正當營運。例如，美國以「與中國軍方有聯繫」和「竊取美國貿易機密」等名義，將六十家中國企業加入「實體清單」，限制他們與美國半導體企業的接觸和合作，以期令中國在自主研發和創新方面的發展舉步艱難。這不但再次暴露了美國的霸凌行為，亦違背了世界貿易組織基本精神和原則，更有可能成為一個「攪動全局」的風險源，促使保護主義、「逆全球化」等進一步升溫和發酵，危害國際社會的共同利益。

為了找到一個冠冕堂皇的藉口去推動法案，美國不惜公然抹黑中國，更硬把所謂的人權問題加進去。美國國會暨行政當局中國委員會領袖早前便呼籲，要求參眾兩院在法案的最後版本必須保留有關中國民主人權議題的內容，當中亦有涉及香港的內容，包括為符合條件的港人提供保護身份、延長對香港警方有關彈藥出口的禁令、授權撥款保障香港的民主自由等荒謬措施。

自香港國安法落實後，美國便不停試圖混淆國家安全與香港民主自由的關係，但事實已證明，「一國兩制」不單止沒被破壞，反而更加堅實，而在社會回歸穩定、選舉制度獲完善後，香港的發展已重回正軌，並且逐步發展出一條適合自己的民主之路。因此，美國若然再次透過渲染香港的民主狀況做藉口去推進《競爭法案》，根本站不住腳，亦毫無意義。再者，中國半導體消費市場潛力巨大，如果美國硬要把芯片製造和中國科技企業脫鈎的話，不單止妨礙了全球科技產業的發展，最終更會落得搬起石頭砸自己腳的下場。

新盤待發 二手暢旺 小陽春先兆

主樓布陣 布少明
美聯物業住宅部
行政總裁（港澳）

疫情以來，香港百業難捱，不少小本經營的店舖無奈結業，地產代理業亦難以獨善其身。但當中也有突圍而出的逆市奇葩：說的是近期各區湧現的各式食店，部分轉型做外賣店，大部分門庭若市，充分體現出「山不轉路轉，路不轉人轉」的道理。

當中有間位於旺區的食肆更是火爆，市場報道有不少顧客不惜排隊等上一小時，只求買得該店的兩餸飯。筆者亦覺詫異，發現原來該食肆得以特別爆紅，主要是幾個原因：價錢合理、有獨特賣點、有市場氣氛。細想之下，其實這心態不正正和港人買樓時的要求一樣嗎？

無論是一手抑或是二手物業，均與受歡迎的「長龍食店」一樣，要「價錢合理」、「有質素」及「有賣點」，普遍會被買家搶購。以近期二手交投為例，只要業主肯提供一定議價空間，即是「價錢合理」，「有質素」的筍盤旋即被吸納。

至於市場氣氛，綜合美聯分行資料，全港35個大型屋苑已連續三周錄得

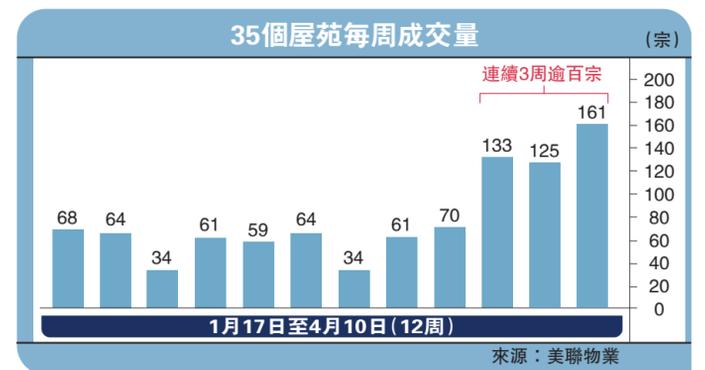
逾百宗交投的水平，4月4日至10日的一周，更錄161宗，按周升近三成，較3月中旬的70宗大升約1.3倍，更創下自從去年2月底過後的逾一年新高，其中受寬按帶動的中價物業，更成為近期二手交投顯著上升的動力。

資料顯示，35屋苑三周（3月21日至4月10日）成交量合計共錄419宗，與前三周的165宗比較大升約1.5倍。若以不同金額劃分，當中逾1000萬至1200萬元急升約1.9倍，逾1200萬至1920萬元更升逾兩倍。

一手方面，以往的長假期向來是各大發展商加速推盤的黃金機會，今次復活節假期更是新盤「沉寂」數個月以來，疫情緩和後的首個長假期，故不少發展商均蓄勢待發，推出不復復活節優惠，例如增加折扣等以搶攻市場。

筆者認為，正如食肆排長龍，只要新盤性價比高，或者有獨特賣點，基本上可以肯定會受市場歡迎。

此外，由於不乏喜歡「跟風」入市的買家，近期樓市已凝聚了多個月的購買力，而且在二手推動下，營造出理想「市場氣氛」，間接增加買家入市的意願，有助帶動購買力爆發，個人相信整體新盤銷情將有如爆紅食肆一樣表現亮麗，樓市將出現一二手同步上升的「陽春」局面。



客觀而言，美元的國際份額還可能延續一段時期，即使出現被削弱的可能性，但尚未出現直接挑戰性的國際貨幣，而且「布雷頓森林體系3.0」的基本競爭結構還難以發生重大轉變。因此，定義和預判「布雷頓森林體系3.0」的出現和演變還為

時尚早，不僅需要兼具國際貨幣的多元職能，而且需要具備國際貨幣體系的軟實力基礎。目前討論的「布雷頓森林體系3.0」主要反映了國際市場對國際貨幣體系變革的預期。

(本文僅代表個人觀點)