

# 储蓄货币 的未来

Benjamin J. Cohen

近一个世纪以来，美元一直保持霸主地位，然而其将何去何从？

此次全球性的经济危机又一次引发了对储备货币问题的探讨。近一个世纪以来，美元在世界上一直占据国际储备货币的头把交椅。但是最近几十年以来，由于美国持续性的经常账户赤字和不断增长的外国债务，人们对美元的信心已经被破坏。越来越多的观察家预测美元的霸主地位即将结束。2007年年中，美国房地产市场的崩溃引发了美国金融市场自大萧条以来最严重的一次动荡，对许多人来说，美元的命运似乎已经随着美国房市的崩溃而从此被尘封。

但是结果证明，这场危机根本就没有对美元造成致命的威胁，甚至没有给美国的金融部门带来太大的麻烦。美国金融部门一度需要大规模的政府干预，这也使其偏好出现决定性的改变。相反，讽刺的是，由于投资者都把美元当做避难所，这次危机反而暂时加强了美元的全球地位。去年年底，全球对美国联邦国债的需求如此的旺盛以至于国债收益率下降到零或以下。人们依旧在为美元的前景而激烈地争辩着（Helleiner和Kirshner, 2009），从长远来看，人们普遍认为美元地位的下跌无疑将持续，美元的统治地位将彻底结束。

这就带来了一个关键的问题：用什么货币来取代美元？有人建议用欧元取代美元；有人建议日元或者人民币；有人呼吁建立一种新的世界储备货币，其可以基于IMF的储备资产——特别提款权（SDR）。然而所有的这些候选方案都有一定的缺陷，事实上，现在世界上不存在任何一种货币可以立刻替代美元成为主导储备货币。套用丘吉尔关于民主的著名论断：如果不考虑其他所有的货币，美元是最糟糕的一种选择。

最有可能的结果倾向于世界储备货币格局更加模糊——就像两次世界大战之间的真空期，在那段时间，英镑的地位日渐下降，而美元的地位日益显赫，但是没有一个是占

统治地位。在未来几年，我认为会有类似的情况发生，即几种货币竞争并存，但是没有一种货币能像原来的美元一样明显地占据统治地位，这样一个更加分散的货币体系所产生的经济和政治影响将会相当可观。

## 当经济和政治交汇

如果没有一种以有效的全球政府为后盾的世界货币，那么对外贸易和投资就必须依靠外国可以接受的本国货币去扮演国际货币的角色。那么在国际资金的来源的管辖权和运作市场领域的控制权上就发生了脱节，这样就引入了一个在纯经济分析中常常被忽略的政治维度。

国际货币研究的传统框架从两个层面分析出货币的三个基本职能（交易媒介，记账单位和贮藏手段），这两个层面分别是自由市场层面和政府政策层面。在市场上，国际货币在对外贸易、贸易发票开具和金融投资中都扮演重要角色。对政府而言，国际货币的职能是作为汇率的锚和储备货币。从市场层面说，经济上的考虑通常决定了偏好的选择；而从政府层面看，在选择中增加一些政治因素是不可避免的。

一种国际货币会给它的发行国家带来独特的优势，这种优势不仅体现在经济上，还表现在政治上，这就是为什么政治会介入其中。经济学家们自然趋向把注意力集中于经济利益，比如国际铸币税，即当一个国家的货币被外国所需求并持有时所能获得的实际资源的增加。经济利益还包括宏观经济政策弹性的增加，而经济政策的弹性是由本国的货币为赤字融资的能力所承担的，法国前总统夏尔·戴高乐在20世纪60年代抱怨美国的“过多特权”时的想法也正如此。同时这还带来了政治利益：拥有国际货币能让政府在境外追求外交、军事的主动权上拥有更多空



间，发行国家因此获得地缘政治影响力，这被政治学家称之为“硬实力”。政治学家同时指出，不能忽视发行国际货币所带来的国际声望和地位的加强，他们称之为“软实力”。正如1993年诺贝尔经济学奖得主罗伯特·蒙代尔所说：“强大的国家拥有强大的货币”。

当然，拥有国际货币对于发行国也可能会有一些负面的影响，特别是当外国持有者手中的本国货币大量过剩的时候更明显。为了保持外汇市场上货币的价值，利率不得被调高。最终，为了防止其他资产的贬值，政策自主权可能会受到严重的损害。英镑在第二次世界大战后经历的长期的严酷的考验证明，一种主要货币的地位一旦处于衰退中，那么挽救这种衰退就要付出巨大的代价。不管在国内还是国外，政府都需要作出相当大的牺牲和让步。

各国政府在决定选择何种货币作为储备货币的时候，所有上述的这些问题都会在考虑和探讨范围内。市场参与者的偏好是建立在经济计算的基础上的，这也在政府选择中起到了重要的参考作用，因为没有—一个政府会选择一种不被私人部门广泛使用的货币做储备货币。中央银行的银行家也都对诸如流动性、兑换便利性、比较收益率等问题非常敏感。但是最终通过市场层面的考虑而从候选池中作出选择的时候，政治因素肯定也要介入其中。关键的政治因素包括所选择货币的本国经济治理水平和两国之间关系的性质。还有一些问题诸如：货币发行国能否确保国内的政治稳定？能否向国外扩张力量？是否喜欢紧密的政府间关

系？这种关系将会是传统的庇护关系还是正式的军事同盟？所以，储备货币的未来不单纯是经济学的问题，更是一个政治经济学的问题。

### 屈居亚军的欧元

以欧元为例，其被广泛地认为是美元最自然的对手。10年前欧元正式面世，其有着许多成为国际货币的关键因素：巨大的经济基础、稳定的政局和令人羡慕的低通胀率，所有的这些都有一个联合的货币当局——欧洲中央银行（ECB）——为后盾，其致力于保持人们对欧元未来价值的信心。那么有人就会问，既然欧洲在产出和贸易方面已经和美国分庭抗礼，为什么不能在货币领域也和美国平起平坐呢？

这种疑问显然忽略了一个事实，即纵使欧元有如此多的优势，可是其始终被几个关键的缺陷所制约。其中一个缺点是欧元区货币和财政政策条款中被植入了一种强烈的反增长偏见，这和其他一些负面因素（这些负面因素包括人口老龄化、僵化的劳动力市场、严格的政府监管等）综合作用，使得欧洲的生产潜力被日益削弱。如此疲软的欧洲经济很难让那些抱有贸易和投资目的的市场参与者对欧元产生兴趣。众所周知的模糊不清的欧元区治理结构也注定让局外人踟蹰不前。人人都知道欧元只是一个国际条约下的复杂的人工产物，其本质上只不过是一个多方协议而已。

因此，我们也就不难理解为何国际社会对欧元的

反应相对比较平静了。在私人市场活动中，为了适应欧元区交易的逐渐减少，欧元的管理目标是保持欧元区原有货币在世界金融体系中的份额。考虑到德国的马克曾经也是世界仅次于美元的国际货币，那么欧元的任何小退步都将是令人震惊的。经过一个飞速的起步，近五年来欧元的市场使用率已经普遍地稳定下来。欧元使用率的增长在每个领域都大不相同，在债务证券发行领域增长最快，但是在外汇交易领域基本没有增长。欧元活动主要集中在与欧元区有着地理性和/或结构性联系的经济体，包括欧洲的天然腹地地中海区域，以及亚洲的部分地区。

然而在政府层面上，许多人仍然预测欧元作为储备货币会有一个光明的未来。欧元现在占世界货币储备比重的不超过1/4，相比之下美元则占据了近2/3的份额，尽管如此，一个广为宣传的经济预测（Chinn和Frankel，2008）指出，欧元将会在10年内超越美元。但是这现实吗？一个仅仅强调了不到三个随机变量，并且所有情况都是自然经济假设的统计研究是很难有说服力的。外交和军事上的考虑在形成政府选择的过程中显然会起到重要的作用，你将其摆在什么位置？在研究储备货币的时候忽略了政治因素，就好像在上演一部没有王子的《哈姆雷特》！

又例如，日本长期依赖于美国所提供的正式的安全伞的保护，以防止外来的威胁；同样可以说，绝大部分的海湾石油出口国都处在美国不那么正式的安全保护下。这些国家都是美元持有大国，他们会轻易地为了外汇储备几个基点的回报而危害其和美国华盛顿当局建立起来的关系吗？显然不可能！众所周知，欧元区是一个主权国家的集合，实践中各国的利益只是部分一致。所以欧洲绝不可能有效地替代美国在中东地区和其他地区的政治和军事影响。建立在简化的计量经济学模型基础上的情境分析可能会有它的用处，即使其不是完全错误的，但几乎可以肯定其是不完整的，并会造成误导。

## 竞争者日元以及其他可能性

那会不会有其他的可能性呢？日元曾经被认为是美元的法定继承人，但现在看来，更像一个悲惨、黯淡的竞争者。在20世纪70年代至80年代之间，快速发展的日本经济让人们觉得其注定会成为超级大国，日元在国际市场，特别是在国际债券市场的使用迅猛加速。但是，在20世纪80年代末，日本“泡沫经济”的破灭突然中止了日元的上升轨迹。现今，经历了多年国内经济的不景气后，像早先英镑的长期衰落一样，日元似乎也要面对市场地位的逐步侵蚀。

当日元地位衰退的时候，人民币的地位会上升吗？作为世界上最大经济体之一的货币，人民币自然在国际市场上受到相当的追捧。然而尽管北京在近期做了一些提高这种货币吸引力的努力，人民币在国际市场上的使用仍然停留在起步阶段。阻碍世界接受人民币的国际使用的问题远比欧元或日元的问题更为严峻，这些阻碍包括中国完全的资本控制及其发展严重不健全的金融系统，虽然最终这些阻碍都将会被解决，但这绝非一日之功。

## 黑马

近来，争论的焦点转向探讨建立一种新的世界储备货币的可能性，而其最有可能建立在业已存在的SDR的基础上。主要受中国和俄罗斯官员评论的启发，前世界银行首席经济学家约瑟夫·斯蒂格利茨领导的一个联合国的委员会支持这种观点。一些人在IMF将要发行的新债券中看到了端倪，中国和俄罗斯旨在通过这些债券使外汇储备更加多样化，从而摆脱其在外汇储备上对美元的依赖。但是即使这样也存在巨大的困难，就算IMF实施分配了新的2500亿美元的SDR，使其总额达到将近全球储备的5%，这又能造成多大的改变呢？这种货币能更加灵活地加以提供吗？最重要的是，谁有权去管理它？如果没有一个有效的政府做后盾，任何一种世界储备货币，不管其是否以SDR为基础还是重新创造的，都很难达到哪怕是最低限度的信用度，相比之下，欧元区治理结构模糊的问题反而显得微不足道。

事实上，这很好地阐述了政治向来是储备货币选择的重要依据。像中国和俄罗斯这样的美元持有大国自然会因没有合适的美元替代物而沮丧，而且还害怕一旦出现美元挤兑将给其外汇储备价值带来的影响。但更应指出的是，中国和俄罗斯都是积极发展的大国，其毫不隐瞒对被之称作“华盛顿全球霸权”的不满。这两个国家都很清楚美元在保证美国地缘政治特权中所扮演的角色。因此，在其要求美元替代品的同时，很容易看出这其中暗含着一场痛打美国之鹰翅膀的战役。这个观点作为对美国硬实力和软实力的威胁，有着象征性的意义，而它是否具有可实施性则明显是次要的。

## 分散的货币系统

简单来说，美元的前景不再像曾经那样美好，其主要对手的前景就会更好一些。人们逐渐远离美元的行为，可以被理解为世界经济重心正转向当今在全球储备中所占份额最高的中国、印度和一些其他新兴市

场。这些国家中有很多并不像日本以及美国在欧洲的传统盟国那样和美国关系紧密。但如果缺少一个明确的、充满吸引力的替代品，从美元转变的余地肯定会受限制。

这样看来，一个更加分散的货币体系似乎就在眼前，这个体系中应该有充足的竞争，并且没有哪种货币是占明显优势的。尽管浮动汇率机制提供了缓冲，经济和政策上的影响还是会相当可观。货币价值的变动并不总能弥补政策行为的不一致性；如果存在政府操控或者为投机性市场行为所放大，货币价值本身甚至可能成为一种压力的来源。倘若没有某种领导形式确保各国政策之间的最低程度的兼容性，全球货币关系将处于经常性的不稳定风险中，或者更糟。

肯定的是，一个更加分散的系统未必是一件坏事。实际上，它甚至是一个进步。从长期来看，金融体制稳定性的最大威胁就是美国巨大的经常项目赤字，作为世界上最通用货币的提供者，美国正充当着一个变得自满并滥用“过多特权”的垄断者的角色。然而一旦美元霸权被突然出现的挑战者削弱，美国最终将被被迫抑制对外国储蓄的需求，以降低未来危机的风险。但是，这在很大程度上取决于体系领导者之间的关系。上一次全世界必须使用分散的货币系统是在两次世界大战之间，其结果说得好听些是“令人失望”的。当时英镑地位降低，而英国和自觉奉行孤立主义的美国之间又缺乏合作，这正是伴随

着1929年股票市场崩溃而来的金融灾难的关键原因。我们能预期这次情况好点吗？

乐观主义者强调，自两次世界大战期间以来，环境已经改变了许多。与第一次世界大战之后的那些年相比，从IMF到20国集团(G20)，一系列的多边组织和论坛得到了发展，以便使合作实践制度化。过去的经验已经给了我们深刻的教训，告诉我们国家之间不加约束地竞争的代价。政府更加清楚其合理的利益从何而来。相反的，悲观主义者强调长期地坚持国家主权，这就迫使政府将狭隘的利益凌驾于共同利益之上，特别是在危机时刻这种情况更加严重。尽管有过去的教训，在最好的情况下，货币合作也只是短暂的，而在最坏的情况下，货币合作甚至不比写有共同声明的文件。时间会证明乐观主义者和悲观主义者孰对孰错。■

Benjamin J. Cohen 是加州大学圣芭芭拉分校国际政治经济学教授。

参考文献：

Chinn, Menzie, and Jeffrey Frankel, 2008, "Why the Euro Will Rival the Dollar," *International Finance*, Vol. 11, No. 1 (Spring), pp. 49-73.

Helleiner, Eric, and Jonathan Kirshner, eds., 2009, *The Future of the Dollar* (Ithaca, New York: Cornell University Press).

Mundell, Robert, 1993, "EMU and the International Monetary System: A Transatlantic Perspective," *Austrian National Bank Working Paper 13* (Vienna).

**政府采购体制变革时代的必备宝典，商务部世界贸易组织司审定！**

**《政府采购协定》 ISBN: 978-75095-1793-2**

中国财政经济出版社，2009年10月出版，定价：160元



《政府采购协定》是世界贸易组织的重要框架之一，是《建立世界贸易组织协定》的4个附件之一，是各缔约方对外开放政府采购市场，以实现政府采购国际化和自由化的重要法律文件。世界贸易组织的《政府采购协定》在政府采购方面，对中国有着重要的影响，同时也对中国提出了挑战。在当前国际金融危机的背景下，奉行互利共赢的开放战略，反对贸易保护主义，积极主动地加强与世界各国的经贸合作，才是应对挑战的解决办法。

本书由翻译《乌拉圭回合多边贸易谈判结果：法律文本》和《中国加入世界贸易组织法律文件》的专家翻译，资料全面，采用中英文对照方式，同时配有相关规定的法文版、西班牙文版等，易于使用和查询，是迄今为止资料收录最为全面的协文本。

本书可作为负责政府采购管理的各级政府部门制定采购政策、对外贸易企业探索国外政府采购市场商机和大专院校进行政府采购领域学术研究的重要参考资料。

订购咨询热线：010 - 88190916

地址：北京市海淀区阜成路甲28号938房间

电子邮件：wumin@cfeph.cn

邮 编：100142