



# 美元 霸主地位依旧

埃斯瓦尔·普拉萨德

在全球金融危机爆发之后，国际货币安排受到重新审视

在上世纪的大部分时间里，美元一直都作为最优的全球储备货币。由于包括外国央行在内的国际投资者将美国的金融市场视为安全港，在这样的观念下，美元作为主要世界货币的地位又得到了巩固。美国的资本流入在过去的20年中出现了激增，其中有很大比例明显是受到上述观念的影响。许多人认为，美元的这种支配地位使美国能够以制造大规模经常账户赤字的方式来实现超出其实际收入的生活水平，因为美国可以通过从世界其他国家以很低的利率借贷来弥补其巨额赤字。一直以来，一些其他国家对美国所享有的这种“过分的特权”倍感愤怒。

此外，美国这样的富国竟然成为中国等中等收入国家的资本净进口国，这个事实已经被公认为是全球经常项目失衡的一个重要表现。资本的这种逆向流动——与标准经济学模型认为资本应从富国流向穷国的预测相反——已经引起了众多呼吁，要求对全球金融进行重建，并重新认定各储备币种的职责和相对重要性。

2008—2009年全球金融危机的余波依然在世界经济中持续回荡，危机的爆发更加剧了人们对美元作为世界主要货币的地位将被取代的猜测，即便不是马上实现，但时间也不会太远了。

美元的地位将面临危险，目前确实

存在着这样的征兆。美国正在被居高不下并有上升趋势的公共债务水平所困扰。(联邦政府)公共债务总额已达到16.8万亿美元(见图1),基本上相当于该国的全年商品和服务产出总和。美联储(美国央行)如此激进地使用非常规货币政策增加了美元的供给,同时给金融体系增添了新的风险。此外,美国所处的政治僵局使美国的政策制定变得徒劳无益,甚至在某些情况下,与推动经济恢复的初衷背道而驰。这也引发了严重担忧,人们认为近期的财政紧缩政策限制了政府在教育 and 基础设施等与长期生产率增长息息相关的项目上的投资能力。

## 总体而言,外国人大幅增持美国金融资产。

上述所有因素按理说应该引发美国的经济衰退并加速美元重要地位的不断下降。但是实际情况却与此推测大相径庭。美元作为全球储备货币的主导地位基本上没有受到全球金融危机的影响。在危机爆发之前的十年中,美元在全球外币储备中的份额仅出现了轻微下降,自危机以来,该份额一直稳定保持在62%左右(见图2)。总体而言,外国人大幅增持美国金融资产。外国投资者目前持有的美国政府债券金额接近5.6万亿美元(见图3),而2000年时为1万亿美元。事实上,在本次金融危机(自2006年年末开始)发生期间和之后,外国投资者购买了3.5万亿美元的美国国债。美国联邦债务存量一直处于上升状态,而外国投资者还在不断增加其在“私人持有”(不被美国政府的其他部门或美联储持有)的债务中的份额。这一份额目前达到56%。在某些方面,美元作为主导储备货币的地位自从危机爆发以来可以说得到了强化。

这种违背逻辑的情况是如何产生的呢?这种状况会一直延续下去吗?

## 寻找安全港

在过去的15年中,全球经济发生的最为引人注目的变化之一是新兴市场经济体的崛起。以中国和印度为首的上述经济体在此期间对全球GDP增长做出了巨大贡献。出乎意料的是,危机并没有阻止上述国家允许金融资本的跨境自由流动。这种做法看似冒险,但新兴市场一直能够做到将其国外负债的组成从债务转化为更为安全和更加稳定的资本流入形式,如外国直接投资。不过,尽管上述国家在货币危机方面的脆弱性已经降低,但其面临着不断增加的资本流入所带来

的新的危险,如通胀率走高和资产市场的巨大波动。

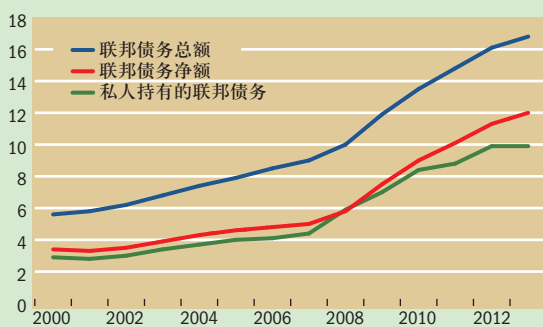
全球金融危机颠覆了关于经济体需维持多少数量的储备以防止其受到全球性危机溢出效应影响的传统观点。即便那些拥有巨额储备的国家也发现其储备会在危机发生的短期之内急剧下降,因为它们需要寻求方法避免发生货币崩溃。我所研究的13个经济体在危机最为严重的大约八个月期间所损失的储备占其储备总额的1/4至1/3。

不断增加的金融开放程度以及急剧变化的资本流动所带来的负面影响增加了各国政府对安全金融资产的需求,此类金融资产至少应保障投资者的本金且具有相对的流动性(即,易于进行交易)。新兴市场经济

图1  
膨胀的债务

美国的公共债务总额约为16.8万亿美元,几乎相当于其全年的GDP。

(万亿美元)



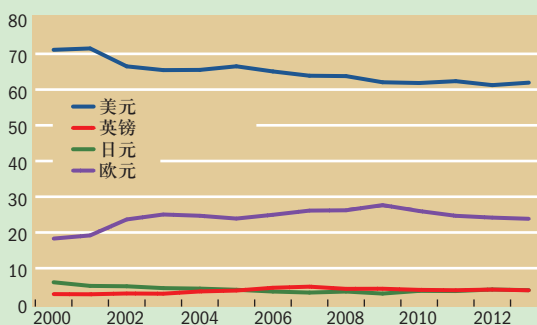
资料来源:美国财政部公告,2013年12月,表OFS-1、OFS-2和FD-1。

注:总债务包括政府间债务,其中包括由社会保险信托基金持有的债务。净债务包括美联储所持有的美国国债。数据为2013年6月末的数据。

图2  
坚持

美元在全球储备货币中的主导地位在过去的十年只出现了些许下降。

(占全球储备的百分比)



资料来源:IMF,“官方外汇储备货币构成”数据库。

注:本图仅显示了四大主要储备货币。

体比以往任何时候具有更加强烈的动机去积累巨额的外汇储备战争基金，以便使其免受剧烈变化的资本流动的影响。事实上，自从2000年以来，新兴市场已经增加了大约6.5万亿美元的储备，其中中国一国就占了接近一半（见图4）。

此外，许多新兴市场国家以及日本和瑞士等部分发达经济体一直在大力干预外汇市场——买入外币以限制其本币升值，从而保护其对外贸易的竞争力。外汇市场干预也会导致储备的积累，这类储备必须以安全且具有流动性的资产形式存放，一般为政府债券。此类干预致使对安全资产需求的不断增加。

要求金融机构持有安全的流动性资产作为应对不利金融冲击的监管改革也推动了这一需求。此外，在

发生全球性金融风暴的时候，全球各地的私人投资者也在竞相寻求此类资产。

如此便导致了失衡现象：安全资产的供给下降，尽管其需求一直在上涨。危机对人们的既有观念造成了打击，即便是那些绝对可靠的公司和金融机构发行的私人部门债券也不再被认为是安全资产。与此同时，欧元区经济体、日本和英国等许多主要经济体的政府债券在危机过后看上去更加不可靠，因为上述经济体需要应对本国疲弱的增长前景以及急剧上升的债务负担。于是，具有深度金融市场和不断上升公共债务的美国政府就这样巩固了其作为全球主要安全资产提供国的地位。

## 悖论

对于其他国家而言，当美国公共债务的规模迅速膨胀并可能威胁到美国的财政偿付能力时，买入越来越多的此类债务并认为其是安全资产，是否还能讲得通呢？美国国债的外资拥有比例如此之高，下述做法对美国有利：美国只要印制更多美元就可以降低其债务，因为这将降低债务的实际价值（考虑通胀因素之后的价值）——这相当于对外国投资者的部分债务违约。这种做法尽管乍看有一定诱惑力，但最终还是不值得去做，因为这样做会推高通胀并同时影响到美国的投资者和美国经济。

事实上，外国投资者认定美国不会通过通货膨胀的方式来冲销其所持有的美国国债价值是基于这样一个事实：美国国内存在着一种微妙的政治平衡。美国国债的国内持有者包括退休人员、养老基金、金融机构以及保险公司。上述群体构成一个强大的政治支持力量，如果国内通胀率急剧上涨，该群体会使现任政府付出巨大的政治成本。这给外国投资者提供了一些保证，使其认为所持有的美国投资的价值会受到保护。

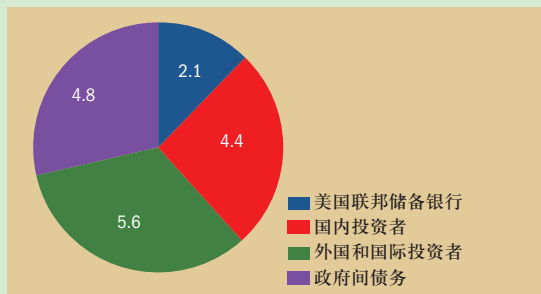
尽管如此，新兴市场国家对除美元资产之外没有其他途径安置其大部分储备感到忧虑，尤其是一直以来，在国库证券的利息很长一段时间一直维持在较低的水平，勉强能够与通胀率持平。此外，尽管美元作为主要储备货币具有优势，但长期来看美元可能会贬值，这种令人不安的前景更是加重了人们的担忧。预计中国和其他主要新兴市场将继续保持高于美国的生产率增长，所以一旦全球金融市场稳定下来，美元可能会重新回归其自本世纪最初几年便开始经历的缓慢贬值的道路。换句话说，当最终卖出其美元投资时，外国投资者的获利按照其本国货币计算则有所降低。因此，外国投资者似乎愿意付出高昂的代价，投资于低收益的美国国债，而不是更高回报的投资，以持有这种在其他方面看似安全且具有流动性的资产。

图3

### 受欢迎的债券

2012年年底，外国和国际投资者持有的美国政府债券达5.6万亿美元，而2000年时仅为1万亿美元。

(万亿美元)



资料来源：美国财政部公告，2013年6月，表OFS-1、OFS-2和FD-1。

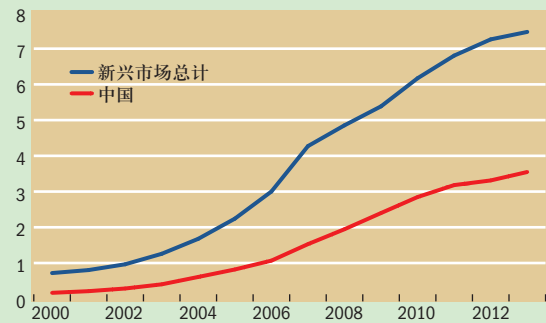
注：外国投资者包括外国央行和主权财富基金等官方机构。

图4

### 储备持续增加

自2000年以来，新兴市场经济体的储备增加了约6.5万亿美元，其中中国占了大约一半。

(万亿美元)



资料来源：IMF，中国人民银行。

注：2013年外汇储备数据截至第二季度。

## 竞争对手

一国货币成为储备货币会给该国带来各种有形的和无形的益处。除了该地位带来的威望之外，还意味着可以以本国货币获得低成本的融资以及享受铸币税收入（铸币税是指货币购买力和货币生产成本之间的差额，既可以从本国也可以从外国的货币持有者获取）。

## 全球各地的投资者依赖于以美元定价的金融资产。

其他主要发达经济体，其金融市场规模要么过小，要么其长期增长前景疲弱并已经背负着高水平的公共债务，比如欧洲和日本。因此，其货币不可能在近期之内重现昔日的荣耀。不过，鉴于美元作为储备货币地位所带来的益处，原则上将会有新的竞争对手试图从中分一杯羹。

美元的一个潜在竞争对手是人民币，这一直是个备受关注的课题。中国是全球第二大经济体，并将在未来的十年成为第一大经济体。中国政府正在采取许多措施来推动人民币在国际金融和贸易往来中的使用。由于中国经济的巨大规模及其在国际贸易中举足轻重的影响，上述措施迅速起到了推进作用。随着跨境资本流动限制的取消以及人民币成为可自由兑换货币，人民币也将成为一种可行的储备货币。

不过，由于中国金融市场发展的限制及其政治和法律制度，人民币不太可能成为包括其他国家央行在内的外国投资者寻求资金安全的主要储备资产。人民币至多能够起到削弱美元主导地位的作用，但不会对其主导地位构成重大挑战。其他新兴市场经济体也无法将其货币提高至储备货币的地位，更不用说对美元构成威胁了。

当然，美元作为价值储藏手段的主导地位也并不一定意味着美元在其他方面持续保持主导地位。美元作为交换媒介和记账单位的作用也可能随着时间的推移而逐渐减弱。金融市场和技术进步在促进使用其他货币开展跨境金融交易的同时，也降低了对美元的需求。中国已经与许多主要贸易伙伴国家签署了双边协议，以使用其本国货币来实现贸易结算。同样，石油等某些大宗商品的交易合约必须保持以美元计价和结算的做法也就不那么说得通了。

相比之下，以美元计价的金融资产，尤其是美国政府债券，则依然是寻求投资安全的投资者的理想投资目标，所以美元作为全球主要价值储藏手段的地位在可预见的未来依然可保无虞。

## 前景如何

全球各地的官方和私人投资者依赖于以美元定价的金融资产，其主要原因是目前没有其他替代品具有美国金融市场所能提供的规模和深度。美国国债所代表的是美国政府的借贷，目前依旧被认为是全球市场上最为安全的金融资产。由于包括外国央行在内的外国投资者已经积累了庞大的美国国债及其他美元资产，所以他们防止美元价值崩溃的动机十分强烈。此外，目前尚无其他可替代货币或投资方式可以提供接近投资者所要求的安全程度和流动性规模。也正是出于上述原因，出现了“美元陷阱”的现象。

美国在全球金融中所表现出的特殊地位不仅仅是由于其经济规模，还由于其制度性因素（民主政府、公共机构、金融市场和法律框架）尽管也存在不少缺陷，但其仍然为全球树立了标准。比如，尽管美联储在很长的时间内采用激进的非常规货币政策，但全球各地的投资者似乎依然信赖美联储不会允许通胀失控和降低美元的价值。

最后，摆脱美元陷阱需要那些寄望于用本国货币来削减美元主导地位的国家采取有效的金融和制度改革。在全球治理方面需要进行大刀阔斧的改革，通过为各国提供更好的金融安全网来减少官方对安全资产的需求。上述改革将会使防范货币和金融危机而进行的外汇储备积累变得不再需要。

美元在很长的一段时间内将继续保持其储备货币的主导地位，主要原因在于缺乏更好的替代品。■

埃斯瓦尔·普拉萨德（Eswar Prasad）是康奈尔大学戴森商学院教授，布鲁金斯学会高级研究员，美国国家经济研究局副研究员。

本文取自作者所著的新书“The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance”。