

## 美元的困境——世界头号货币面临挑战

Barry Eichengreen<sup>①</sup> 著，郭泰译

原载：Foreign Affairs；vol.88, No.5, pp.53-68, September/October 2009

无数的学者都在争论美元的国际货币地位是否会因 2007 年到 2009 年的金融危机而受到损害。这其中有不少人认为危机对于美元的打击是致命的。无论如何，危机的发生肯定使美国提供的金融资产变得不再那么受欢迎，并且美国金融市场的紊乱也使得其他国家的中央银行持有美国国债的兴趣大为降低。金融体系内的去全球化过程已经开始，这也意味着外国对于美国政府赤字和国际收支赤字的融资也将锐减。与此同时，美国政府将在未来增加国债的数量。这些供给和需求方面的不利因素合起来，意味着美元将在今后变得弱势。并且，随着各国中央银行在现有美元储备上遭受损失，这些国家将寻求替代货币。

这种货币选择的转变是很有可能发生的，特别是在当前多极化的发展趋势环境下。新兴市场的崛起显著降低了美国在世界经济中的主导地位，人们开始思索：是否仍要把美元作为主要的储备货币？是否用美元来进行贸易和金融交易的结算？

新兴经济体伴随着发展，出于“自我保险”的需要，自然需要积累大量的外汇储备。中央银行需要这些外汇储备，以便在外汇市场动荡造成对本国货币不利影响时进行干预。尤其是在那些由封闭转为开放的经济体，以及国际市场容易出现动荡的国家，积累外汇储备的能力尤为重要。因而，从逻辑上讲，新兴经济体应该积累外汇储备。

但是用何种形式来持有呢？在经济学家和政府官员内逐渐形成的一种观点是：任何以主权国家货币形式（例如美元）形成的货币体系都存在严重缺陷。为了积累美元储备，各国必须对美国保持经常项目顺差状态；而美国政府会发现由于外国中央银行很乐意购买他们的政府债券，其经常项目赤字很容易获得融资。由于各国央行对美国政府债券的净购买（只要对美国政府债券的需求很大），这样做会压低美国的利率，其后果是会间地促使美国政府、家庭以及企业部门积累更多的债务。而我们现在所看到的情况是，过低的利率以及泛滥的信贷造成了资产泡沫，以及最终金融危机的发生。

当美国的经济实力在全球经济中遥遥领先，并且对于美元储备的需求还不多的时候，这个威胁还不是很明显。但是在最近十年间，这两个条件都变得不满足了。对于美国经常项目赤字的外国融资发展到了令人胆战心惊的程度，这种状态常常被称作全球经济失衡。当然，

<sup>①</sup> Barry Eichengreen 是美国加州伯克利大学经济与政治科学 George C. Pardee and Helen N. Pardee 教授

这并不是引发危机的唯一因素，其他因素——例如机构投资者扭曲的激励机制、以及放松的政府监管等同样是危机发生的重要原因。但是鉴于全球经济失衡确实是危机产生的一个原因，所以美元本位的储备体系就难辞其咎。

如同从经济上的分析一样，从政治意愿上看，美元本位的国际货币体系同样不那么受欢迎。在二战后，当美国在欧洲和亚洲部署大量的军队时，美国向这些国家出售了少量的国债。但是现在，我们看不到该为美国政府资助和支持美国民众生活状况的理由。美国的这种权利被法国前财政部长德斯坦称为“超级特权”，外国的政府官员再三地反对这种特殊地位，并且积极地寻求对于美元储备的替代货币。

### 一个令人不安的事实

尽管我们在不断地讨论变化，但一个问题是美元的强势地位并没有因为危机而降低。在外汇市场上，美元的走势反而在危机爆发后走强了。当投资者们“流向安全港（fly to safety）”时，他们都选择了美国国库券。在流动性紧缺面前，美国和外国投资者们都把流动性好的市场当作避风港，所以美国的政府债券市场大受欢迎。从那时起，尽管美元的汇率在波动，但并没有出现美元危机，而且现在也没有看到对美元信心丧失的迹象。

同样的结论可以从各国中央银行和政府的外汇储备构成中获得。根据国际货币基金组织的统计数据，在 2007 年底，已知的官方外汇储备中 64% 的货币是美元，这个数字仅比 2002-2003 年的 66% 稍小，但是比 1990 年代前半段的比例要大（在 1999 年，美元占据已知的全部储备的 71%，但这种状况是由于欧元的出现使德国的马克储备以及法国的法郎储备变成本币造成的）。当然了，国际货币基金组织的数据是不完整的，这是由于有些国家，如中国，并不公布他们的数字。推断这些国家美元储备的一个办法是观察这些国家央行对美国国债的持有数额，然而，这个数额在 2009 年的上半年却呈现增加的态势。

所变化的情形是，外国中央银行现在持有的是美国的国债而不是机构债券（如房利美和房地美），而且他们更倾向于短期债券而不是长期债券。2008 年末，增持美国国债的原因是由于外国公共投资者投资情绪的转变——出于对美国银行体系的恐慌，外国公共投资者把存在美国银行的存款转成国债。但是现在的情况是，美国银行和金融体系的信心开始回升了，可国债的持有还是很多。一个解释是，金融危机可能会使外国的私人投资者回避投资于美国，但是并没有抵挡住外国央行的热情，他们仍如往常一样的持有美元。这形成了对于美国经常项目赤字融资的渐增的比例。

### 先动优势

逻辑上和现实中的不一致该如何来解释呢？从根本上来讲，尽管美元显得不如以前强势了，但是持有美元的经济利益还是存在的。各国持有与其外债和国际贸易相同的货币作为外汇储备其实是合理的，这样央行就可以用这些储备来满足偿还债务和融通贸易资金的需要，或者用来干预外汇市场。尽管欧元和其他潜在的替代货币在崛起，很多国家仍然在国际贸易中用美元来借贷和结算。在 2008 年末，大约 45% 的国际债券以美元计价，而欧元是 32%。而根据国际清算银行三年一度的调查，在 2007 年，美元被用于 86% 的外汇交易中，而欧元只被用于 38% 的外汇交易中（总共是 200%，因为每项外汇交易需要两种货币）。

根据国际货币基金组织的统计数据，在 2008 年 4 月，66 个国家把美元当作锚货币，而只有 27 个国家把欧元当成锚货币。央行对于锚货币的选择会在很大程度上影响其官方储备中的货币构成，因为央行不仅要考虑其投资组合的收益，还要考虑其投资组合的风险。当一国货币选择盯住美元后，其国内的通货膨胀就会与美国步调一致，在这种情况下，以美元为储备将意味着本国购买力的波动降低。

何种货币组合能在既定风险下产生最大收益的假设，是建立在各种货币能在同等程度上方便地购买和出售的前提下的——即无论以何种货币计价，他们的流动性水平要相近。流动性是异常重要的，如果储备资产不易转化成现金，它们就不会在市场上具有吸引力——这就是美国债券的吸引力所在：它是世界上最具流动性的债券市场，这体现在其很高的交易量以及很小的买卖价差。这种流动性一方面是美国经济规模的体现，另一方面也具有自我实现的特征。外国投资者因为美国市场具有流动性而选择这个市场中进行交易，而交易的结果使得这个市场具有更大的流动性。如同政治领域的角逐一样，占据竞争领先的国际金融中心 and 作为首选储备货币的地位，这是一种优势。

其他货币拼命地与美元竞争。英镑和瑞士法郎曾经是重要的储备货币，但是英国和瑞士的经济实力太小，不足以支持英镑或瑞士法郎来充当哪怕是次要的储备货币；这两个国家都不能提供足够的债务工具来满足全球金融体系的需要。因此，在 2007 年末，英镑只占已知的全球储备的 3%，而瑞士法郎则只占已知的全球储备的 1%。

日本的经济体更大一些，但是日本政府长久以来并不鼓励日元的国际化，这会削弱日本维持一个低估的、具有竞争性的汇率的能力，从而影响其工业政策的实施。因为如果外国投资者能大规模的买卖日本债券，日本政府就会更难运用金融体系来支持本国企业的发展。日本现在却很急切地希望日元起更大的国际作用，尤其在亚洲，但是他们过去实施的政策限制了其目前的市场流动性。最近，日本经济的滞涨和零利率使得日元并不具有吸引力（在 2007 年底，日本只占已知的全球官方储备的 3%）。而日本的老齡化倾向意味着其经济——以及其货币，将不可能在全球内进一步扩张。

## 欧元明星

这就只剩下了欧元作为美元的真正对手——看似与当初引入欧元在欧洲区的作为对美元的替代货币是一个巧合，其实不然。欧元区有 16 个欧盟国家把欧元作为本国货币，具备足够的经济规模：它的国民生产总值可以和美国相当，并且现在的债券市场占国民生产比值的比重处于更高的水平。但是问题是欧元区的政府债券是异质的：不同的政府债券包含不同的风险、不同的收益率以及不同的流动性。德国政府的债券具有稳定性高的声誉，但因为机构投资者倾向于持有它们到期，这个市场缺乏流动性。其他欧元国家有严重的财政问题。爱尔兰的主权债券的评级被下调，这导致了对于更多国家债券评级的担心，例如希腊、意大利、葡萄牙和西班牙的债券评级都有可能下调。意大利有着欧元区最大的债券存量，但是其国内的经济问题使意大利债券在外汇储备选择中并不受欢迎。当前的全球经济危机使人们谈论能否发行一种以包含德国在内的、以欧元区成员整体经济情况为标的的债券。如果这种债券能被大规模的发行并取代各自国家的国内债券，那么欧元区将拥有与美国国债市场相当的数量和流动性。但是这种财政制度不是德国这样的政府所愿意接受的。

毋庸置疑，随着更多的欧盟成员国接受欧元，欧洲的金融市场在未来将会扩张。不出意外，金融危机将优化欧元在国际货币中的前景，因为欧元区可以作为金融风暴中的避风港。欧洲中央银行会比单个国家——例如丹麦国民银行，更具承担最后贷款人的能力。尽管欧洲国家比较团结，但获取欧洲央行超常流动性救助的方式只有一条，即：接受欧元。欧元计价的证券尽管不如想象中的那么有流动性，但至少比丹麦克朗的流动性要好。这在 2008 年秋天雷曼兄弟破产后表现得很明显。相较于欧洲央行降低利率，以及为受困的金融市场注入流动性的行为，丹麦国民银行反而提高利率来保卫因外国投资者去杠杆化而走弱的丹麦克朗。此刻，斯堪的纳维亚半岛的民调以及东欧政府官员的声明都表达了对接受欧元的更大支持。

英国不是这样，他们本来就是欧元问题上的局外人。危机使支持欧盟的工党颜面尽失，并且强化了反对欧元的声音。如果英国接纳欧元的话，欧元的地位就大大不同了，因为那样就有了伦敦在国际金融中心中的地位和英镑作为储备货币的长久历史作后盾。但这短期内还不会发生。另一方面，欧盟成员国反对以过快速度接纳新的东欧国家进入欧元区的做法，其后果是欧元区将缓慢而不是快速的扩张，欧元赶超美元地位的过程将是渐进的。

欧元作为国际储备货币的发展将首先在欧元区自己的周边国家开始。欧元目前已经是欧盟内部欧元区国家与非欧元区国家进行贸易交易的主要货币了。欧盟也正在寻求扩大其在与南部与东部一些非欧盟国家交易中的使用。在法国总统萨科奇的领导下，欧元已经把触角伸向了地中海地区，邻近地中海的非欧盟国家一直都是欧盟国家的伙伴。在欧盟与俄罗斯的贸易上，双方也具有互惠，欧盟依赖俄罗斯的能源供给，而俄罗斯则依赖欧盟的金融市场获得

资产收益。

随着欧盟与其邻国合作的深入，这些周边国家将持有更多的欧元作为储备货币。例如，在意识到欧洲在贸易和金融领域对其的重要性后，俄罗斯提高了在制定其汇率政策中欧元在货币篮子中的权重。随之，这些国家将希望其储备货币将更多以欧元计价的债券形式来持有。在最近的一次年报上，俄罗斯央行证实，他们已经提高了欧元在其储备货币中的比例，在 2008 年初到 2009 年初，这个比例从 42% 提高至 47%，而同期美元的比重则从 47% 下降到 42%。在 2009 年 6 月，俄罗斯第一副行长乌卢卡耶夫表示，在当前资产到期后，俄罗斯将进一步减少美元资产在其资产中的配置。

出于同样的原因，欧盟周边国家的央行也准备在储备资产中进行美元资产到欧元资产的转换。欧元可能会成为欧盟附近地区的一个日益有影响力的储备货币。然而，这并不意味着欧元将在全球范围内超过美元。相比较于欧元，美元已经先声夺人了，欧盟在使用中的落后地位意味着在未来几年内其发展速度将低于美国。

## 作茧自缚

俄罗斯的资产分散化行为并不算什么，但中国（且不说新兴国家整体）资产分散化行为的含义就大不相同了。据经济学家布拉德·塞泽尔（Brad Setser）估计，在 2009 年 5 月，中国的官方美元资产大约是俄罗斯的 8 倍。由于中国官方储备 60% 都是美元资产，中国的资产分散化行为意义更加深远。

中国的政府官员正面临着巨大的压力，国内外汇储备问题正被国内民众放在聚光灯下关注着——中国的外汇储备将到达接近人均 2000 美元的水平，这是其人均收入的三分之一。根据最近中国报纸《环球时报》开展的网络调查，87% 的中国受访者认为中国持有的美元资产是不安全的。在 2009 年 6 月美国财长盖特纳访问中国的时候，他被迫向北京大学的听众确保美国的债券是安全的。

同时，中国政府也在密切关注其持有的巨大数额的美元资产。如果单纯为了改变中国储备的构成而大肆出售美元计价债券，那将会使这些债券的价格大跌。如果中国央行大肆地把美元转换成其他货币，将会使美元贬值，导致中国遭受更大的损失。出于这些顾忌，中国不敢急于处置这些美元资产。并且，美国提高利率干预国债市场的行为也会让中国对美国产生意见。其他国家交易美元致使美元贬值，从而搅乱国际货币市场的行为，也同样不会使中国对这些国家有什么好感。正如凯恩斯所说：“如果你欠银行经理一千英镑，你得听他的。如果你欠他一百万，那么他就得听你的了。”

在当前情形下理智的选择，就是对其资产组合进行小幅调整。这其实也正是中国的外汇

管理者一直在做的工作，这同时也是未来美元在全球储备中的地位会下降的另一个原因。

## 一种有趣的货币

情有可原，中国和其他国家正在寻找另一种选择。2009年3月，中国央行行长周小川发表讲话，提议美元应该被全球储备货币特别提款权（SDR）所代替，这种计价单位在国际货币基金组织（IMF）与其成员国交易中被使用，并且由四种货币构成货币篮子（美元、欧元、日元和英镑）。6月，俄罗斯暗示它们可能会与IMF进行100亿美元的交易，用美国国债交易IMF发行的SDR计价的债券。而且由诺贝尔奖获得者斯蒂格利茨所领导的联合国特别委员会也大力支持在国际货币金融体系中扩大SDR的使用。

超主权货币的设想可以追溯到1940年代凯恩斯所提出的建立一个新的世界储备单位的建议（他称为“班柯（bancor）”），后来耶鲁大学经济学家特里芬证明，以主权国家货币做为外汇储备主要形式的国际货币体系具有动态不稳定性。赋权IMF发行SDR来满足各国对外汇储备的需要，一方面可以消除像美国这样的货币发行国的“超级特权”，另一方面可以解决造成全球经济失衡以及信贷市场紊乱的不平衡问题。它同时也可以解决大型储备货币持有国，如中国，所面临的储备资产选择困境。

但是储备资产只有当具有使用功能时才具有吸引力，而目前各国政府只能使用SDR与其他国家政府以及IMF结算。各国不能用它来干预外汇市场，也不能与市场的参与者进行交易。要想使SDR更具吸引力，需要建立能够自由买卖SDR的私人市场。因此，有必要建立一个政府和机构能在竞争性价格下发行SDR计价债券的流动性市场，同时要使银行愿意接受SDR计价存款与发放SDR计价的贷款。并且，应该重构外汇市场，例如，交易者在进行韩圆和泰铢交易之前，就能够用泰铢兑换成SDR而不只是美元。

这可能是一种苛求：回想1970年代使SDR商业化的举动根本没能进展开来。只有寥寥几个公共部门发行了以SDR计价的证券，只有有限的几家银行愿意接受SDR存款。这不难看出其中的原委：首先，发行SDR债券的人将承担工具创新的额外成本，新发行的私人SDR债券将不能在流动性市场上被交易，这样就使SDR资产在与美国资产和欧元资产等高流动性资产的竞争性中处于劣势。当今的情况与1970年代的情形类似，取代主权国家货币就如同上甘岭战役一般。

想获得战争的胜利需要政府长期的投资。如果中国真的想提高SDR在储备货币中的地位，它应该采取措施建立SDR的流动性市场。特别是，它应该发行自己的SDR计价债券，这是比购买IMF发行的SDR计价债券更有意义的举措（中国、巴西和俄罗斯最近都想购买这种债券），因为IMF发行的债券不能交易，也不利于培育市场的流动性。尽管首先发行SDR

计价债券的国家可能会为创新付出代价，但这个代价是建立一个稳定的国际货币体系所必须的成本。

那么这个市场的需求方是谁呢？许多政府债券由养老基金和保险公司持有，因为这些债券的到期日与基金持有者或保单持有人的持有期限相匹配。这意味着他们有信心在契约到期时收回投资债券获得的资金。但是 SDR 债券并不会与他们的债务在货币上匹配。比如，当美元对欧元贬值时，持有 SDR 计价债券和担负欧元计价债务的欧洲保险公司就会陷入麻烦。当然，或许有一天，基金持有者或保单持有人愿意他们的投资以一篮子货币计价。但是，这样的话，就需要一个更加深厚和具有流动性的 SDR 市场以满足所有的需求和供给，但这一天的出现还是很漫长的。

另一个挑战来自于以 SDR 为基础的外汇市场。很明显，IMF 将会是造市商人：它将与所有的官方或私人参与者交易 SDR，其价差将在一个可与美元竞争的狭窄的价差范围之内。美元最初成为国际货币是在 1920 年代，那时美联储负责购买和出售美元票据，以创造美元投资工具的流动性。如果国际社会真的对 SDR 作为国际储备单位的提案很感兴趣的话，那就需要和美国一样，赋予 IMF 同样的造市商人的职能，必要时满足其赤字需求。

最后，想要使 SDR 真正成为国际货币，IMF 需要在 SDR 短缺时增发 SDR，就如同美联储在 2008 年下半年提供美元互换保证充足的美元流动性一样。在现有规则下，没有 85% 的成员同意，SDR 就不能获得发行的资格，因而发行 SDR 不是一个快速能实现的事情。IMF 的管理层应当被赋予决定何时发行 SDR 的权力，同时它应当具备独立性与权威，如同美联储的货币政策委员会一般。事实上，国际货币基金组织更应该像一个全球的央行，充当国际最后贷款人的职能。但这显然不是能一蹴而就的。

## 人民币是最后的稻草吗？

中国央行行长周小川意识到了这些现实，人们对他推动 SDR 实施的原因感到好奇。其中一种解释是他在表达一种政治愿望。他想要的是向世界发出一个信号，即：中国并不满意现行的制度安排。同时他将在 20 国伦敦峰会前告诉世界各国：中国要以更加积极的态度参与到国际货币体系改革与多边体制的建设上来。他也可能是想规避来自国内的那些批判——中国没有积极地寻找美元的替代品，因而没有细心地掌管好国家的外汇储备。

另一种可能性是，这是一种计谋，来掩盖中国的真实意图——人民币国际化。这种做法将会解开中国需持有外币来平衡国际收支的束缚，同时能够像美国一样，按照自己的意愿来实施货币政策。银监会副主席王兆星透露，到 2020 年人民币将要成为一种主要储备货币。

但是目前来看，人民币还是不可兑换的。外国持有者还只能拿着它在中国购买物品或是

在中国的一些近邻和特别行政区来进行跨境贸易。2009年春，中国和巴西宣布他们希望增加在双边贸易中使用本国货币，但这一举措做秀的意味居多。如果人民币不能兑换成里拉，巴西商人手持人民币又有何用呢？同样，去年中国与阿根廷、白俄罗斯、香港、印度尼西亚、马来西亚和韩国签署的双边互换协议也没有太多的实际意义，其作用只是表达了中国想在世界舞台上起更大作用。这些国家的央行不能利用人民币去干预外汇市场、从第三国购买商品或者向外国的银行和债券持有者进行支付。当人民币可以和美元自由兑换时，中国将可以成为紧急信用的供应商；但这将削弱互换的作用，无助提高人民币的国际化角色。

条件适宜时，中国可以通过培育流动性证券市场，以及开放外资进入来强化人民币的国际化职能。适宜时，中国可以使人民币在资本和贸易条件下都可兑换。但是，问题是什么时候合适？中国早已开展实施资本项目可兑换，即本国金融资产与外国资产的自由兑换的步伐，但是十几年过去了，中国还只是部分的资本账户开放。从其他亚洲国家的惨痛经历中，中国得出经验：只有在满足很严格的条件时，才能在外国投资者自由交易金融资产时维持住金融体系的稳定。这些条件包括：市场必须是透明的、银行必须是商业化的、监管必须是严格的、财政货币政策必须合理而稳定、汇率必须能自由浮动来适应资金的大规模流动。换言之，中国必须要实行完全的资本项目可兑换，但人民币的完全国际化是有前提条件的。要实现它，中国首先要改变依靠银行信贷和固定汇率作为主要政策工具的增长模式。但是，这种转变不是件容易的事情。看看中国政府应对经济危机的举措吧：进一步依赖银行信贷（为了促进投资）和强化人民币盯住美元（为了保持出口）。

这一切表明中国的金融市场将继续逐步地对外国投资者开放。但目前为止，人民币计价的债券只在中国销售，而且只由中国的银行或多边银行，如亚洲开发银行和国际金融公司来销售。中国政府很不情愿让外国金融公司来承销债券，因为这会破坏国内储蓄转化成投资的能力。这个局面正在改变，尽管改变得很慢。在2009年5月，汇丰银行和东亚银行宣布，他们是第一批获准在香港发行人民币计价债券的外资银行。但香港是开放市场，国家开发银行和中国银行已经可以在香港发行人民币计价债券了，如果这样的政策可以在上海实行，那含义就不一样了。如果允许美国在上海发行哪怕很小规模的人民币债券，那将更加有助于上海转变成国际金融中心（中国建设银行行长郭树清在2009年6月份出访美国时对此作出过呼吁）。由于它的收益以人民币计价，居民将视此举为对银行存款的一个有吸引力的替代，并可以促进工业的发展。但是这样做的另一个后果是：它将使中国的整体发展模式更加危险。

确定的是，中国政府希望看到美国在美元计价证券上提供汇率保障，保证中国持有的美元计价债券不贬值，相当于发行了人民币计价债券。政府已经就此向美国施压。但是这种做法应该被看作是一种不理智的行为，因为如果外汇升值的话，效果就大打折扣了。由于人民



币是有可能对美元升值的，美国当局并不把这种举措看作是一个有吸引力的选择。

然而，中国进行人民币国际化的努力不应当被低估。中国的政策制定者们十分希望使上海在 2020 年成为国际金融中心。但是完成这个目标需要建立更加广阔和更加流动的人民币计价债券市场，同时允许外国投资者自由地进入中国市场。这反过来要求中国对于已有的增长模式进行调整。这种调整不能一蹴而就，也许到 2020 年也还完成不了。

在 2020 年把人民币过渡到储备货币是一个激进的计划的另一个原因是，即使中国的经济增长在未来十年内保持在 7% 的水平上（低于前几年，但是考虑到并不有利的人口因素，但这个水平已经不低了），到 2020 年，在现存的汇率水平下，其国民生产总值仍只能到达美国的一半（汇率在国际交易中十分重要）。如果那样，人民币仍然不如美元有能力充当国际货币。相较于美元市场，人民币市场的流动性和交易成本都不具有可比性，这样的话持有人民币储备仍不具备很强的吸引力。人民币只是对于主要与中国进行交易的、以及在上海有国际金融业务的国家才有吸引力。由于距离的原因，不出意外，这些国家将以亚洲国家为主。人民币储备将主要集中在亚洲，正如欧元储备现在主要集中在欧洲一样，至少开始时如此。

这就产生了亚洲是否愿意步欧洲的后尘，创造一个单一的区域货币的问题。在这个问题上已经有了很多争论，但现在看起来不大可能。中国没必要通过加入货币联盟的方式来实现其国际化的目标，它也没必要通过与邻国分享货币主权的方式来成为一个储备单位。与法国和德国急于推行区域货币联盟不同，中国更倾向于等待时机，因为越往后推，人民币在区域内的话语权就越重。一个全亚洲的货币联盟是不可能出现的，有很多原因可以解释它，例如亚洲地区不同的经济结构和有限的政治意愿。但是人民币自身成为国际货币的前景还是很光明的。

人民币能充当一个区域储备货币吗？可以。人民币能作为一个全球次要的储备货币吗？可以。那么能作为一个主要的储备货币吗？在可预见的未来，还很难想象。

## 迎接新的盟主

通过筛选，可以很明显地看出，美元仍将在未来充当主要的储备货币。它将不再像以前那么强势，正如美国经济不如以前那么强势一样。在短期，欧元将会增加一定的市场份额，特别是在欧洲和欧洲附近。在长期，人民币的作用也将体现，特别是在亚洲。但是在可看清楚的未来，美元仍是主导的。

这种货币状态（多种主权货币共存——尽管不平等，以充当储备货币）并不是前所未有的。相似的情形在第一次世界大战前就曾存在过。当时英镑是主导的储备货币，而法国法郎

和德国马克占据着相当大的市场份额，尤其是在那些商业上和金融上与法国和德国紧密联系的区域。最近的研究表明，1920年代英镑和美元在全球外汇储备中的份额大体相当。所以历史证明了：一段时期只能有一种储备货币的观点的错误性。美元确实在二战后的一段时间内充当了唯一重要的储备货币，但是这反映了当时特殊的情形，包括：美国对全球市场的异常控制以及它拥有一个深厚和开放的本国金融市场。然而这些特殊的情形已是昨日黄花了。

基于多种货币的储备体系的出现不应被看作是一种威胁。这种货币安排在一战前平稳地运行着：不同的储备单位和平地共存着，各自有自己的拥护者。这种货币安排同样能够避免最近所出现的不稳定性，因为在目前的货币安排下，由单一国家提供储备货币，就不可避免地会接纳对储备渴求的新兴市场国家的国际融资，导致资产泡沫。可以确定，1920年代不如之前那么稳定。在1931年，英国首先经历了财政危机，然后是银行危机，最后是货币危机，各地的中央银行把英镑储备转换成美元。然后，当金融不稳定性传染到了美国，一些国家又转向了英镑，另一些国家转向了黄金。后来布雷顿森林体系变得不稳定，并因此被这种转变而摧毁。但是，如果有教训的话，那就是：储备货币的竞争要通过市场变化而被政府官员所感知。央行和国际投资者所拥有的替代货币越多，政府官员就会感到越大的压力而去维持投资者的信心。鉴于政府官员的改革倾向，这倒不是一件坏事。

译者单位：中央财经大学金融学院

邮政编码：100081