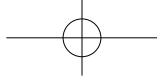


即将爆发的 货币战争

〔美〕埃斯瓦尔·S. 普拉萨德 (Eswar S. Prasad) ©著
刘寅龙 ©译

 新世界出版社
NEW WORLD PRESS



The Dollar Trap: How the U.S. dollar Tightened its Grip on Global Finance by Eswar S. Prasad.
 Copyright©2014 by Princeton University Press
 Simplified Chinese Copyright© 2015 by **Grand China Publishing House**
 Published by arrangement with Princeton University Press through Bardou-Chinese Media Agency
 All rights reserved.

No part of this book may be used or reproduced in any manner whatever without written permission except in the case of brief quotations embodied in critical articles or reviews.

本书中文简体字版通过 **Grand China Publishing House (中资出版社)** 授权新世界出版社在中国大陆地区出版并独家发行。未经出版者书面许可，本书的任何部分不得以任何方式抄袭、节录或翻印。

图书在版编目 (CIP) 数据

即将爆发的货币战争 / (美) 埃斯瓦尔·S. 普拉萨德著; 刘寅龙译. —北京: 新世界出版社, 2015.8

ISBN 978-7- ■■■■ - ■■■■ - ■

I . ①即… II . ①埃… ②… ③… ④… III . ①■■■■ IV . ①■■■■

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第■■■■■号

北京版权保护中心海外图书版权合同登记号: 图字■■■■■号

即将爆发的货币战争

作 者: [美] 埃斯瓦尔·S. 普拉萨德 (Eswar S. Prasad)

译 者: 刘寅龙

策 划: 中资海派

执行策划: 黄河 桂林

责任编辑: ■■■■

特约编辑: 乔明邦 杜天宜

责任印制: 李一鸣

出版发行: 新世界出版社

社 址: 北京西城区百万庄大街 24 号 (100037)

发 行 部: (010) 6899 5968 (010) 6899 8705 (传真)

总 编 室: (010) 6899 5424 (010) 6832 6679 (传真)

http://www.nwp.cn http://www.newworld-press.com

版 权 部: +8610 6899 6306

版权部电子邮箱: frank@nwp.com.cn

印 刷: 深圳市鹰达印刷包装有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1980mm 1/16

字 数: 316 千

印 张: 23.5

版 次: 2015 年 8 月第 1 版 2015 年 8 月第 1 次印刷

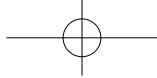
书 号: ISBN 978-7- ■■■■ - ■■■■ - ■

定 价: ■■元

版权所有, 侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页等印装错误, 可随时退换。

客服电话: (010) 6899 8638



权威推荐 | THE DOLLAR TRAP

姚 洋 北京大学国家发展研究院院长

随着中国经济在世界地位的上升,人民币的国际化步伐加快。然而,人民币国际化不可能一蹴而就。普拉萨德的书提醒我们,美元的地位不是在短期内建立起来的,也不可能于一时一刻之间就被摧毁。认真研读这本书,对于推动人民币的国际化具有重要的参考价值。

余永定 中国社会科学院学部委员

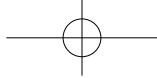
普拉萨德的《即将爆发的货币战争》是西方经济学家总结2007—2008年全球金融危机经验教训的又一力作。此书不仅能使我们更好地理解中国为何会陷入“美元陷阱”,而且或许能帮助我们找到跳出陷阱的线索。我愿倾力推荐此书。

张 斌 中国社科院研究员

非金属货币的价值,在于信任。支撑美元价值的不仅是美国的经济实力和发达金融市场,还包括让国际投资者信任的法律和政治体系。

朱 宁 上海高级金融学院副院长

国际储备货币的地位是权利也是责任。作为全球日益重要的经济和金融体系,中国的崛起可以从普拉萨德教授书中汲取关于美国经济金融体系的丰富经验和教训。



江涌 国家战略研究中心研究员

货币战争实际上是美元危机，而美元危机是债务危机的一个变体，美国之所以热衷于汇率战争，实则是美国用别国的钱来分散自己的风险，而当前全球正在上演着美国进行危机转嫁与风险转嫁的一出“大戏”，其实本质透露了美元自身正遭受的严重危机。美国把矛盾就对准了中国掀起的一场货币战争，采取的是乌贼、墨鱼战术，把一滩水搅混了，然后让中国这些国家承担风险。

张明 中国社科院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任

21世纪初的经常账户失衡降低了全球对美元的信心，而全球金融危机的爆发却强化了美元的地位。展望未来，美元地位依然稳固，人民币国际化却任重道远。《即将爆发的货币战争》一书为此提供了完美的解释。

劳伦斯·萨默斯 (Lawrence Summers)

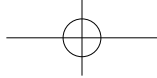
美国前财政部长、哈佛大学国际金融学教授

本书值得所有关心美元未来和国际货币体系的人关注。

卡门·莱因哈特 (Carmen M. Reinhart)

哈佛大学国际金融学教授

就在美国货币政策在全球引发的余波尚未平息之时，《即将爆发的货币战争》从权威角度剖析了美元在国际货币体系中扮演的角色。本书关于资本流动和储备货币历史兴衰的讨论，让我们潜入金融危机时代跌宕起伏的深水区，一看究竟，也为我们思考美元的未来提供了一张路线图。每一位对国际金融这艘巨轮未来航线感兴趣的读者都会发现，这是一本难能可贵的巨著。



努里埃尔·鲁比尼 (Nouriel Roubini)

《末日博士鲁比尼的金融预言》(Crisis Economics) 作者之一

本书以极具说服力的论述驳斥了美元统治地位即将寿终正寝的传统观点。凭借优雅的文笔，普拉萨德对当前掣肘全球金融体系的各种矛盾进行了深刻解析，并告诉我们，攥在美国手里的王牌，依旧可以让美元在未来很长一段时间内高枕无忧。

斯蒂芬·罗奇 (Stephen Roach)

耶鲁大学高级研究员、摩根士丹利亚洲区前董事长

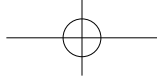
普拉萨德回答了 2008 年金融危机以来最困难但最重要的问题：作为全球头号储备货币，美元长期以来享受着超乎寻常的畸形特权。他的观点显然极具说服力：这种地位不可能在短期内发生变化。不过，他还是给读者留下了独立思考的空间，美元的统治地位将何去何从，或将在何时走到尽头？

任志刚 香港金融管理局前总裁

《即将爆发的货币战争》以深邃的目光直视国际货币体系的弊端，并揭示出让某些人心安理得却让其他人坐卧不安的结论。那些跌入陷阱的人还有希望摆脱困境、寻找安全的逃离之路，为了显示美元不可或缺的地位，其护道者不仅还有采取行动的时间，更不缺乏采取行动的政治愿望。

穆罕默德·埃尔埃利安 太平洋投资管理公司 (PIMCO) 首席执行官

普拉萨德认为，当前愈发不稳的均衡态势必须以协调国内政策为基础，为此，他提出了一些颇有建设性的重要对策，这或许会让政策制定者与投资者豁然开朗。显然，对每个关心美元全球地位的人来说，这都是一本不可多得的佳作。



推荐序 | THE DOLLAR TRAP

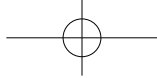
黄益平

北京大学国家发展研究院教授
中国人民银行货币政策委员会委员

人民币不会很快取代美元

2007—2008年，美国次债危机爆发，美元国际地位的可持续性成为国际经济界的一个热门话题。2009年年初，中国人民银行行长周小川发文提出国别货币担当国际货币角色的内在逻辑矛盾，更是将国际货币体系改革问题的讨论推向了新的高潮。同时，联合国秘书长任命一个以诺贝尔经济学奖得主、哥伦比亚大学经济学教授斯蒂格利茨为主席的国际专家委员会，探讨国际货币体系的未来。中国社会科学院院士余永定也是这个委员会的委员。

最早系统性地对美元国际地位的可持续性提出疑问的是耶鲁大学经济学教授罗伯特·特里芬，他的结论可以简单地概括为：美元价值要稳定，就很难长期承担国际货币的责任。但如果美元要承担国际货币的责任，美元的价值就无法稳定。这就是所谓的“特里芬两难”。用通俗的语言来说，既然美元要发挥世界货币的功能，就需要向全世界不停地释放流动性，而最为易行的方法就是通过经常项目逆差，即进口

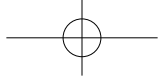


远远超过出口。但这同时也意味着美国对外的负债将不断增加。而随着世界经济不断增长，对美元流动性的需求越来越大，美国只能通过越来越大的经常项目逆差来提供流动性。一旦美国经济负债达到相当的高度，国际市场就会对美元价值的可持续性产生怀疑。

后来的很多学者对“特里芬两难”做了修正，经常项目逆差并非美国向国际经济提供流动性的唯一渠道，海外援助、投资、贷款等同样可以达到这个效果。即便这个问题可以得到解决，另一个问题更难解决：负责制定美元货币政策的美联储只关注美国经济状况，只向美国国会负责。但美联储制定的政策却会实实在在地广泛影响到世界经济，也就是说，美联储决策的外部溢出效应非常明显。这就是我们通常说的“美国感冒，大家跟着吃药”。前一段时间，美联储实施量化宽松政策，现在开始退出，它做“实施”与“退出”决定的时候考虑的就是美国的经济状况，这已经成为当今世界经济最大的不确定因素之一，有的经济甚至已经被吓出了毛病。

因此，由国别货币承担国际货币功能的这种制度安排，有很多内在的缺陷。国际货币体系必须改革，这一点在学界、业界及政界达成了一定的共识。现在的问题是：虽然美元体制有问题，但没有更好的选择。康奈尔大学经济学教授埃斯瓦尔·S·普拉萨德在其新著《即将爆发的货币战争》中就是为大家指出了这样一个严酷的事实。说实话，中文版选的书名也许可以帮助多卖几本书，但没有准确地反映本书的中心思想，反而其英文版书名“美元陷阱”要好得多。作者的主要观点是：在可预见的将来，美元还将继续保持国际储备货币的地位，世界经济被卡在这个“美元陷阱”里面了。

次债危机期间以及之后的经历也清楚地验证了普拉萨德的观点。每当全球金融风险提高，国际金融市场对“安全资产”的需求增加，美元作为全球储备货币的地位就被进一步增强，即便是在美国次债危机加重的时候也是如此。道理很简单，这个世界上还没有出现比美国国债更安全的金融资产。正如普拉萨德在书中所指出的，很多国家不

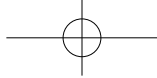


喜欢美元继续统治国际金融市场，但它们干预外汇市场、积累外汇储备，最后却进一步支持了美元的国际地位。在很多新兴市场经济，确实有人担心央行持有这么多的外汇储备，主要就是美国国债，这些资产未来能否保值是个问题。过去十几年，很多央行开始分散投资，但最后都是得不偿失。不是风险太高，比如欧元区资产，就是流动性太差，比如新兴市场国债。最后发现还真是没有比美元更安全、流动性更充裕的市场。

假如世界经济放弃美元作为国际货币，用什么呢？周小川和斯蒂格利茨都建议强化国际货币基金组织的特别提款权（SDR）^{*}，这个建议有一定的革命性，但实施起来难度也很大。目前的SDR只是几个主要货币汇率的加权平均，其实并没有独立的汇率。更重要的是，目前没有任何以SDR计价的资产。如果要把SDR改造成国际储备货币，那至少得有一个全球央行，无论是新建一个机构还是改造国际货币基金组织，都不是一件容易的事情，起码从政治上看短期内毫无可能性。那么另一种选择是走向多元国际储备货币，比如将来由美元、欧元和人民币共同承担主要国际储备的责任。应该说，这个可能性要大于另外建立一个超国别的货币。不过，现在的问题是欧元已经自身难保，虽然目前还不至于垮台，起码短期内很难发挥更大的国际作用。

那人民币能不能承担这个历史责任呢？短期内恐怕也无这个可能。之前，我和普拉萨德同时作为研究人员参与了亚洲开发银行研究院关于人民币国际化的课题，我们在这一点上的看法完全是一致的。国内外有不少专家觉得美元已经日薄西山，下一个就该轮到人民币了。特别是目前中国已经是全球第二大经济体，很快将超过美国成为全球最大的经济体，人民币的国际地位几乎是指日可待了。殊不知，经济规模只是国际金融体系的众多变量之一，有时候甚至还不是最重要的变量。二十世纪初，美国的经济规模已经超过了世界第二、三、四大经

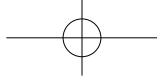
^{*}特别提款权（Special Drawing Rights，简称SDR或SDRs，本书统一使用SDR）是由IMF创造的一种国际储备资产，详见本书P285。



济体（即英国、德国和法国）之和，但美元并非最重要的国际货币。美元地位的崛起，得益于 1913 年成立的美联储促进了金融问题的解决，还得益于第一次世界大战，美国向交战双方提供融资，终于让美元走向了世界。

王戴黎、樊纲和我曾经做过一个数量分析，测算人民币在今天的国际储备货币体系中能够占到多少份额？我们首先用其他储备货币国家的数据做了一组回归，然后代入中国的数据来做测算。假如经济规模是唯一的决定因素，那么人民币在国际储备体系中的比重也许可以达到 12%，但如果决定因素包含了金融市场的规模、深度，汇率的灵活度，资本项目的开放度，以及经济自由度等，测算出来的人民币的比重就会不断下降。如果把所有因素都放在模型里面，今天人民币在国际储备体系中的比重大概是 2%。横向比较，这可能是一个比较合理的数字。而如何从 2% 升到 12%，这将是一个十分艰巨的任务。我们需要保持经济增长，提高开放度，金融市场化，甚至政治改革。即便所有这些都做了，人民币是否就能取代美元成为主要的国际储备货币，也很难说。

普拉萨德的新著的意义在于指出了一个人很多人不愿意承认的事实：美元还将主宰世界经济。当然，普拉萨德并非仅仅是那个指出皇帝没有穿新衣的小孩，作为前国际货币基金组织的高官、全球最著名的国际金融问题专家之一，他对这个问题的思考、分析都是富有深意的。特别值得指出的是，普拉萨德也是一个中国经济专家，曾在国际货币基金组织担任中国处处长多年，对中国经济有十分丰富的观察，更有相当独到的见解。这样一本兼具理论、市场与政策的新著，值得大家仔细阅读、体会。



目 录 | THE DOLLAR TRAP

中文版序言 货币乱战时期，哪里才是财富资产的避险天堂？ 1
前 言 美元，不得已的避险天堂 7

第一部分 美元陷阱的前世今生 17

第 1 章 美元荒唐剧 摆在陷阱前方的迷魂阵 19
 末日崩塌：美元崩溃的前奏
 荒诞的世界：灾难制造者为何成了安全庇护所？

第 2 章 嚣张的特权 美元的底气从何而来 29
 刀口嗜血：安全性资产的供需盛宴
 美国的底气：特立独行绝不是例外
 国际协调等同于白日梦
 嚣张的美元如何走上巅峰之路？
 任性的“败家子”：由他国埋单的挥霍史
 价值储存：美元留守世界舞台的救命稻草
 纵然流动性搅局，强势美元依旧无法撼动

第二部分 剧前铺垫 49

第 3 章 卢卡斯之谜 待解的资本逆流悖论 51
 资本逆流怪象：理论与现实无法跨越的鸿沟
 穷国养富国困局下的畸形资本流动
 资本逆流而上的现实谜题



第4章 救赎还是毁灭 固守信条的新兴市场 69

越膨胀，越慌乱：国家资产负债表的良性管控
好资本与坏资本：投资资本的风险剖析
世界引擎对高风险负债退避三舍
传统风险渐去，新型风险来袭
金融全球化下再无安全避风港

第5章 货币储备的安全性诉求 87

人民币：被冤枉的升值？
硬通货储备的“金钟罩”效应
保尔森口袋里真有“大火箭筒”？
加强火箭筒：新兴市场乐此不疲
驾驭野性的火箭筒绝非易事
安全性使然：对政府债券趋之若鹜
唬人的火箭筒也代价不菲
矛与盾：新兴市场力求自保最终加剧风险？

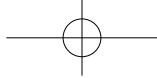
第6章 万亿美元大骗局 115

越膨胀越脆弱：不安全的安全性资产
押注美元，新兴市场是否心有余悸？
刀不血刃：美元贬值造成的财富转移
不是谁都能像美国那样保持债务可持续
山姆大叔“嚣张的特权”
浪漫的法郎遇到硬不起来的英镑
飞蛾扑火：要么忍受升值，要么继续购买

第三部分 逃离陷阱的制度顶层设计 147

第7章 新货币战争激战正酣 149

QE时代货币战争上演
从亚当·斯密到凯恩斯：未曾间断的货币战
货币战争：国家资本狩猎新玩法
既伤及无辜又伤及自身：颇具嘲讽的货币大战
无节操的货币战何时停歇？



宏观经济政策施展无法承受改革之痛

第8章 货币战争何时休？IMF 与中国的世纪大战 185

虚无缥缈的多边协商机制

IMF 向中国扔出炸弹

作茧自缚的 IMF：向中国开出罚单最终自缚手脚

第9章 现实很骨感 不靠谱的全球政策协商 199

从协调到被协调：不靠谱的全球政策协商

不甘心的 IMF 试图东山再起

顾此失彼：均衡化标准终究胎死腹中

金融监管缺失及普遍性的政策差异

第10章 灵药还是毒药 新兴市场资本控制之殇 219

资本控制强势回归，迫不得已还是势在必行？

只有对症下药，没有万能灵药

在资本流动漩涡中寻找平衡点

第11章 漏洞百出的安全网 货币互换和保险基金就能补上？ 233

强势美元造就力度空前的货币互换

齐心协力打造更大的火箭筒再次徒劳

如何灵活应对狡黠多变的 IMF

全球保险基金：解决经常账户失衡的良药？

纸上谈兵：国家性保险何时才能付诸实施

第四部分 货币战争 261

第12章 人民币国际化 中国是否已经做好准备？ 263

跃跃欲试的人民币，咄咄逼人的美元对手

人民币国际化的三大“拦路虎”

中国开放资本账户的时机和路线图

艰难的人民币国际化：以香港为基石，以亚洲为立足点

成为主要储备货币，人民币还需长途跋涉

金融市场的发展深度成为最大掣肘



势如破竹：正在起飞的人民币
人民币向 SDR 发起冲击
最后的冲刺：世界需要国际化的人民币

第 13 章 觊觎美元宝座的其他对手 299

储备货币多样化，未来经济更美好？
金砖五国“货币起义”无疾而终
百花齐放：其他信用支撑的储备资产崛起
全球储备货币备选：SDR 能否撼动美元“王者之位”？
“安全性资产”弹性供给，稳定性转瞬即逝

第 14 章 谁将引爆美债核弹？ 323

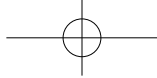
引爆美元暴跌的“黑天鹅”何时出现？
中国引爆美债核弹的假设
危险的乌龙球：美债核弹极有可能由美国引爆
海外融资力挺美元的历史插曲
撕掉“安全”面纱，继续加固沙堆根基

第 15 章 终极悖论：脆弱的货币体系孕育美元的稳定 337

嚣张的债务人也会与全世界分担痛苦
美国统治世界的逻辑
货币的未来：继续乱战还是一统天下？
弱不禁风的平衡，无可奈何的美元陷阱

致 谢 347

附 录 349

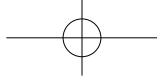


中文版序言 | THE DOLLAR TRAP

货币乱战时期， 哪里才是财富资产的避险天堂？

2013年夏天，在我完成《即将爆发的货币战争》一书的创作时，美元的强劲势头及其继续作为全球储备货币霸主的地位似乎还在摇摇欲坠，令人难以捉摸。毕竟，2008—2009年美国房地产市场的崩盘几乎彻底摧毁了全球金融体系。凭借大规模经济刺激计划（大量增发美元，提高公共债务），美国得以苟延残喘。然而，全世界仿佛依旧将美元视为最安全的货币天堂。

两年过后，“美元统治论”依旧大行其道，唯一的变化是这种事态似乎已不再是偶然；今天，美元的统治地位在很大程度上已成为理所当然的事情。当然，末世论者大有人在，依旧有人在不遗余力地叫嚣美元价值及其作为全球储备货币的时代即将一去不复返。他们始终在喋喋不休地宣扬，美元正在加紧对全球金融的控制。而现实是，从加权指标来看，2014年美元对贸易伙伴的货币增值约8%。在这一年里，美元对其他主要货币都确有增值。不过，美元价值并非本书要讨论的重点，因为影响美元价值的因素往往并不能体现长期性的宏观经济基

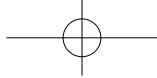


本面，然而，对美元资产需求的持久性强势增长，却足以说明美元的替代者还远未出现。更有说服力的一个事实是，作为体现其避风港价值的主要指标，美元在全球外汇储备中的份额在 2014 年年底也缓慢提升至 63%。

对于美元的统治地位，我所列举的原因也一直在不断发酵。由于美国对金融安全性资产的需求迅猛增长，以及这种资产在美国以外的供给净额持续萎缩，导致美国成为此类资产最重要的供给者。

自 2013 年以来，困兽犹斗的日本银行就一直在为了避免通货紧缩和增长停滞而挣扎，但其努力皆因其他政策无法提供足够支撑而收效甚微。居高不下的债务水平严重制约了日本的财政政策，其债务规模已超过 GDP 的 250%，而盼望已久的对劳动力市场和产品市场进行的结构性改革却始终未能兑现。日本银行曾大举买进债券、股票及其他资产，试图以此向本国经济注入更多流动性，并压低日元对其他货币的汇率。尽管它确实实现了这些目标，但对日本的经济增长或通胀率却影响甚微。

2015 年 1 月，欧洲央行（ECB）也动用了自己的“火箭筒”。面对巨大的抗紧缩压力、欧元区增长失速以及德国和法国等核心经济体衰退，欧洲央行宣布将在 2015 年 3 月启动量化宽松计划。按照该计划，欧洲央行每月将买进价值 600 亿欧元的金融资产，包括欧元区政府债券、欧洲金融机构发行的债务凭证及企业债券。该计划将持续到 2016 年 9 月，但如果彼时的通胀率依旧低于欧洲央行设定的 2% 目标水平，该计划将继续实行。尽管量化宽松计划曾在 2015 年年初一度压低欧元币值，但以提振消费者和投资者信心来扩大市场总需求的希望最终还是落空了。2015 年 1 月，希腊左翼联盟在希腊大选中获胜，这进一步加剧了人们对新一届希腊政府放弃改革承诺，并试图就其公共债务重新谈判的担忧。尽管欧元区领导人维护欧元区稳定的声音始终强劲有力，但欧元区分裂的晦暗前景似乎变得越来越明晰。经济上举步维艰，市场日趋动荡不安，使得日本及欧元区显然已无力担当避风港的角色。

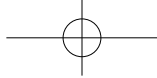


2014年，美国的宏观经济形势同样发生了变化，但与日本和欧元区不同，美国面对的是一种向好变化。与其他主要发达经济体及新兴市场形成鲜明对比的是，美国逐渐成为唯一显示出积极增长动力的主要经济体，其劳动力市场已迅速从危机和经济衰退的创伤中愈合。

进入2015年，尽管通胀压力减弱，工资增长速度趋缓，但美联储依旧是唯一有可能在近期实施紧缩性货币政策的主要央行。就业稳定增长与失业率下降开始让人们更加担心，如果将紧缩性货币政策推迟得太久，美联储就会在控制通胀方面落得太远。尽管长期通胀预期始终维持在美国联储的目标范围内，而且油价在2014年下半年的大跌也缓解了市场价格的上涨，但这些担忧还是带来了政策难题。此外，美国的经常项目赤字也大幅下降，从2006年的6%降至2014年的2%多一点。这意味着，美国已大大减少了对其他国家的债务需求。

所有这些进展的结果是，主要发达经济体的非传统货币政策加剧了资本流动的波动和货币市场的震荡。地缘政治的不确定性，以及乌克兰和中东地区的紧张局势，则成为又一个引发全球金融市场动荡的不安因素。美国与其他发达经济体在商业周期条件上的差异，以及在货币政策观点上的分歧，同样成为加剧不确定性的根源。实际上，在未来若干年内，唯一可以肯定的是，全球金融市场必将充满不确定性。

由于担心这些因素带来的鞭梢效应，新兴经济体只能见机行事，继续累积外汇储备。他们很清楚，当资本流入本国时，即使不犯任何错误，这种流入也很可能轻而易举地转化成流出，因此他们刺激本国央行极力干预外汇市场，在避免本币升值的同时，扩大外汇储备。至于IMF以提高新兴经济体投票权的改革尝试，也在2015年年初戛然而止。由于在不附加诸多条件下获得IMF贷款的希望再次落空，新兴市场经济体对IMF的信心已跌入谷底。这加剧了新兴市场经济体的“自我保险”欲望，即通过积累硬通货储备，规避货币市场的波动性。尽管俄罗斯等国在2014年曾因经济衰退压力而大量消耗外汇储备，但就总体而言，新兴市场经济体的外汇储备在当年依旧增加了3000亿美元。



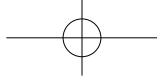
新加坡和瑞士等开放型小国虽拥有深度金融市场并对金融流动高度开放，却同样无法规避市场波动性的影响。到 2015 年 1 月，作为瑞士的中央银行，瑞士国家银行（SNB）的外汇储备已超过 5 000 亿美元。其储备资产规模已达到瑞士 GDP 的 80% 左右，这一比例远超过其他央行，但也加大了风险头寸，进而削弱了瑞士国家银行的独立性。欧洲央行的量化宽松政策有可能导致更多的安全性资产注入瑞士，因此，瑞士国家银行的政策突变让国际货币市场遭遇了地震式冲击。

2011 年 9 月，瑞士国家银行便对瑞士法郎的汇率设置上限，也就是说，本币升值不得超过 1.2 瑞士法郎兑换 1 欧元的汇率范围（对这一汇率指标，瑞士法郎数字的减小就意味着它的升值）。此举意在防止因瑞士法郎升值而导致瑞士对外竞争力被削弱。但这背后的含义则体现为，瑞士国家银行不得不强力干预外汇储备，以遏制瑞士法郎升值。2015 年 1 月 15 日，瑞士国家银行突然取消汇率上限，此举令全球金融市场陷入恐慌。瑞士法郎对欧元及其他货币大幅升值，无数投资者、货币交易机构和金融机构再次跃跃欲试。原因很简单，那就是任何人都未曾预见到瑞士国家银行会如此轻而易举、毫无征兆地背弃自己的承诺。

与此同时，新加坡也面对着货币升值的压力，这不仅严重影响其经济发展，也增加了坊间对通货紧缩的担忧。2015 年 1 月底，作为新加坡的央行，新加坡货币管理局（MAS）宣布将采取措施减缓新加坡元的升值速度，这自然也预示着更强力的外汇市场干预及更多的外汇储备积累。

对瑞士国家银行这种一向循规蹈矩的传统型央行而言，取消汇率上限实属反常，这种极端激进的举措显然预示着全球金融已进入不可预测的动荡时期。新加坡货币管理局的动作则进一步表明，为避免本国经济陷入绝境，各国央行都不得不采取积极措施。

最终结果是，尽管美国正在试图将公共赤字降到可控水平，举借新债的速度已明显低于危机爆发后的衰退时期，但其他国家对美国国



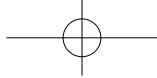
债的需求却日渐强劲。2014年，公开交易的美国联邦政府债券增加了3 000亿美元，包括各国央行在内，来自其他国家的投资者却将他们持有的美国国债数量增加了4 000亿美元。面对如此强劲的需求，10年期美国国债的基准收益率也从2014年年初的3%（年化利率）下降至当年年底的2.2%，并在2015年1月底进一步降至1.7%。换句话说，全球投资者仍然将美元、尤其是美国国债视为最终的安全避风港。

尽管美元巩固了其作为统治性储备货币的角色，但诸多因素的变化或将对此带来长期影响。正如本书所预言，人民币在国际金融和贸易中的地位正在不断提升。根据环球银行金融电讯协会（SWIFT）的研究，到2014年年底，人民币已成为全球第五大主要支付货币。它在国际支付中占据的比例约为2%，其交易规模仅次于欧元、美元、英镑和日元。包括法兰克福和伦敦在内的很多主要金融中心均已成为人民币清算中心。

此外，由于阿根廷和俄罗斯等国家亟须用硬通货币偿还以外币计价的债务，使得中国有机会为这些国家提供资金支持。通过与相关国家央行签署双边货币互换协议，中国为这些央行提供了充足的人民币流动性。但人民币还不属于可自由交易并转换为其他货币的可兑换货币。不过，这些国家依旧将中国在危难时刻提供的帮助视为友谊之光。中国以金融工具推进其经济与战略目标的成功做法，终将提升人民币在全球金融中的地位。此外，中国还在逐步推进各项改革：开放资本账户、实行汇率自由浮动以及发展金融市场等。这些改革无疑将为人民币成为名副其实的储备货币奠定基础。

尽管人民币成为国际性货币乃至全球储备货币的前景一片光明，但在缺乏政治、机制和法律等配套性制度改革条件下，人民币成为安全避险货币的未来似乎仍旧遥不可及。

无论是当下，还是在可预见的未来，美元仍将不可动摇地岿然屹立于全球金融舞台的中央。



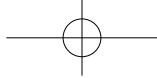
前言 | THE DOLLAR TRAP

美元，不得已的避险天堂

在 20 世纪的大部分时间里，美元始终统治着庞大的全球金融帝国。近年来，美元的王者地位似乎越来越不稳固。1999 年，欧元横空出世，并给美元带来了极大威胁。但它的威力正在逐步消退。今天，中国的人民币迅速崛起，并被看作美元的强大对手。

2008 年，全球金融危机爆发，美国成为重灾区。毫无疑问，美元不可能在一夜之间光芒散尽，但危机激发了人们对美元即将失去世界头号储备货币地位的猜想。其中的逻辑似乎完全可以自圆其说。美国政府债务与 GDP 的比值已创下“二战”以来的新高，且似乎即将走向上升轨道。作为美国的中央银行，美联储当仁不让，不遗余力地将大把货币注入美国金融系统，试图刺激经济复苏。此外，全世界都心知肚明，美国的政府失灵已掣肘政策的有效性。所有因素结合在一起，注定会引发一场经济衰退，并加剧美元地位的恶化。

与上述观点相悖的是，本书语出惊人地得出了另一条结论：全球金融危机强化了美元在国际金融体系中的王者地位。在过去相当长的一段时间里，美元作为一种记账单位和价值交换的载体，它的角色确



实有所弱化。随着金融市场和技术的发展，绕开美元并直接以其他货币进行跨境金融交易的计价和结算越来越容易，而这必然会减少全球对美元的需求。相比之下，美元作为储备货币的功能却更有保障。以美元计价的金融资产（尤其是美国政府债券）依旧是保值型投资者的最爱。

在未来很长时间内，美元依旧是最重要的储备货币，尤其是对暂时还没有给口袋里的钞票找到更好机会的人来说，美元无疑是最安全的避风港。事实一再证明，在国际金融领域，一切事物都是相对的。

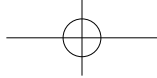
本书兼具叙述和分析，共划分为四个部分。

第一部分：美元陷阱的前世今生

第一部分汇总了支撑本书主题的诸多观点。第1章作为序幕，介绍了全球金融领域自2008年以来发生的一些神奇而不可思议的巨变。尽管美国的金融市场已濒临崩溃，经济正在走向深远而持久的衰退，但经济活动的先后顺序却和很多人预想的背道而驰。

第2章简要介绍了本书主题，讲述了美元在“二战”后成为头号储备货币的起源以及随后经历的跌宕起伏。在历史上，美元在全球货币体系中的主导地位曾屡遭威胁，但最终结果总是有惊无险。作为全球金融市场最受欢迎货币的供给者，美国得以继续挥霍“嚣张的特权”。其他国家的投资者乐此不疲地购买以美元计价的金融资产，这让美国政府和家庭得以凭借廉价负债维系他们的高消费。

实际上，无比庞大的经常性账户赤字，意味着大规模的对外举债，也是最近才出现的新现象。而且它又恰好与新一轮的金融全球化大潮不期而遇，它们共同将国际金融流动推上了新高度，并在20世纪90年代初掀起了一波狂澜。事实证明，这些现象是相互关联的。在本书讲述的一系列事件中，不断升温的跨国资本流动，尤其是新兴市场经济体之间的资本流动扮演了重要角色。



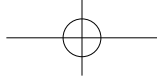
第二部分：剧前铺垫

本部分通过对一些基本概念的分析，为读者理解全书提供了一个清晰的路线图，这些概念也是分析国际货币体系的基础。对此，我们将着重讨论当前国际金融体系中的一些分歧，这些备受争议的话题也构成了本书主题。

第3章简要介绍经济学家研究国际资本流动的基本理论框架以及构成这一框架的主要元素，并阐述了出现数据冲突的诸多方式和原因。比如说，按照国际资本流动理论，资本应该从富裕经济体流向贫穷经济体，而现实却恰恰相反。尽管现实中的数据与理论预测相互矛盾，但这个分析框架为我们认识当前全球金融架构的缺陷提供了有价值的参照系。这也使得我们必须对资本流动方向、结构和波动性进行深入研究。全世界的金融市场之间的关联性越来越紧密，这些话题也就产生了更大的现实意义。

事实上，对于曾严格限制资本流动的新兴市场经济体，即便是全球金融危机都未能让他们放松金融资本跨境流动。第4章指出，新兴市场经济体迅速融入全球金融市场一体化的程度越来越高，这已影响到他们的外部资产负债表。新兴市场经济体已经能够改变其外部债务的基本形态，从单纯的负债转向更为安全的资本流入，如外国直接投资（FDI）。尽管货币危机对他们的破坏性已大不如前，但这些经济体却要面对不断增加的资本流动带来的危险，不仅包括更高的通胀率，而且资产市场的繁荣—萧条周期也会因资本流动而加剧。

第5章，我们将探讨当下日趋重要的“安全性资产”，即能保护投资者本金安全，流动性相对较强且便于交易的投资类别。尽管此类资产的供给已出现萎缩，但金融市场开放度的提升和资本流动波动性的加强，增加了这些国家对这类资产的需求。与以往相比，新兴市场经济体有着更强烈的动机积累外汇储备，以应对资本流动的波动造成的一时之需。按照传统观点，一定的储备规模足以帮助本国经济免遭



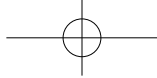
全球性危机带来的溢出效应，但本轮全球金融危机却彻底击碎了这种观点。即便是那些拥有大量储备的国家也不能独善其身，在危机期间，就在他们倾力保卫本币免遭厄运时，却突然发现，本国储备在短期内迅速缩水。此时此刻，许多新兴市场的政策制定者似乎在哀嚎：我们的储备规模永远都不够用。

除此之外，包括日本这样的发达经济体在内，很多国家开始深度干预外汇市场，以限制本币升值，保护出口竞争力。干预外汇市场导致他们的储备规模进一步扩大，而积累的储备又需要以兼具安全性和流动性的资产为载体。在这个过程中，政府债券首当其冲。此外，在全球金融剧烈震荡时，私人投资者同样需要安全性资产。

拥有庞大金融市场的美国已成为全球最大的安全性资产供给者。进入后金融危机时代，欧元区、日本、英国以及其他主要经济体举步维艰，长期苦于应付增长乏力预期以及急剧发酵的债务负担，因此，他们的政府债券似乎也变得岌岌可危。于是，一方面是安全性资产的需求激增，另一方面是供给持续萎缩。

由于安全性资产缺少合适的替代品，使得全世界的官方投资者与私人投资者都在变本加厉地依赖以美元计价的金融资产。在人们眼中，代表美国政府的美国国债依旧是全世界最安全的金融资产。正是这种不可救药的依赖性，逐渐酝酿出美元陷阱的雏形。

这种债务像滚雪球一样积聚，甚至危及美国财政的偿付能力，此时，其他国家再继续购买美国政府债券又是否理性呢？第6章，我们将阐述其他国家投资者，尤其是中国和其他新兴市场经济体的央行，依旧在自愿地投身于这场由美国精心策划的游戏。尽管它貌似真实，但实则是一个大骗局。在已发行的美国联邦政府债券中，其他国家投资者持有了约一半的数量。他们持有的比例如此之高，自然会诱使美国政府减少其偿债义务，而方法就再简单不过了：只需增发钞票，即可减少这些债券的价值，而这无异于对其他国家投资者的负债进行违约。当然，这种做法毫无吸引力可言，因为它必然会推高通胀率，进而影



响美国国内投资者乃至美国经济。

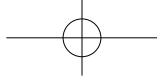
我的观点是，美国国内存在一种极其微妙的政治均衡机制。它让其他国家投资者有足够理由相信，美国不会以制造通胀的方式损害他们持有的美债价值。而且一旦通胀率剧增，美国国内持有债券的群体就会形成一股强大的政治力量，让现任政府付出惨重代价。这就相当于为其他国家投资者提供了一份担保：其持有的美国债券价值将会得到保护。

中国与其他国家仍然感到焦虑不安，因为除了美元资产之外，他们无法为其储备找到更安全的好去处。而另一个令人不安的前景又加剧了原有的顾虑：作为全球头号储备货币，美元依旧强劲，但长期内发生贬值的可能性极大。中国与其他主要新兴市场未来的生产率增长速度仍将高于美国。因此，一旦全球金融市场尘埃落定，美元极有可能回归 21 世纪初经历过的渐进式贬值轨道。

换句话说，在最终沽出其持有的美元资产时，其他国家投资者收回的本币资产注定会缩水。当然，要取得这种在他们看来代表安全性和流动性的资产，其他国家投资者就必须付出一定代价。当他们源源不断地为这种赤字财政提供资金时，也就是在纵容和加剧美国的骄横奢靡。

第三部分：逃离陷阱的制度顶层设计

随着各国经济之间的联系愈发密不可分，冲突与合作的空间也不断扩大。而各国经济最终走上冲突之路，还是合作之道，必将对储备货币的全球性配置带来重大影响。在本书第三部分，我们指出现有国际经济合作的基本框架几乎形同虚设，冲突取代了合作，成为国际经济事务常态。在这个部分里，本书介绍了一些相关资料的来源，甚至包括一些非正规渠道，比如维基解密，从而让读者有机会了解国际金融政策中一些令人匪夷所思的内幕。



美国和其他发达经济体倾向变本加厉地使用各种非常规货币政策：增发钞票刺激本国经济增长，保护本国金融体系。这些举措激化了国家间的经济冲突，同时，最大的副作用就是本币贬值。货币贬值是一场“零和游戏”，如果一种货币贬值，就必然会有其他货币升值。于是，当其他国家央行采取对策阻止本币升值时，率先推行贬值政策的国家，实际上就是在挑起货币战争。

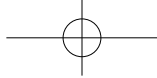
在第7章里，我们将探讨关于货币战争的种种言辞及其背后实质。具有讽刺意义的是，有些国家通过干预外汇市场阻止本币升值，而此举自然会增加外汇储备。归根到底，他们的对策再次巩固了美元作为头号储备货币的地位。

也有人担心，货币战争最终将演化成一场更具灾难性的“负和游戏”，所有玩家都深受其害。如果某些措施获得了短期利益，却最终损害到国际贸易与金融秩序，那么，所有国家都难逃厄运。因此，协调一致的集体行为更符合所有国家的长期利益。

在第8章里，我们将追忆往事，回顾金融危机爆发前那次旨在缓解全球货币冲突的努力，最终是如何以失败而告终的。尽管有关此番努力的言辞颇为积极，但有一点毋庸置疑：各国领导人都未能将共同利益置于本国局部利益之上。这段插曲足以表明，尽管某些经济政策的全球性协调似乎不可或缺，但现实却一再证明，在实践中，这种协调无异于黄粱一梦。

在全球金融危机水深火热之时，由主要发达经济体和新兴市场经济体组成的二十国集团（G20）再拾协调政策。第9章介绍了这个多样化的大型组织在危机关键时刻取得的某些重要成果，但合作最终还是流于破产。为摆脱美元束缚，新兴市场曾试图建立各种内部协调机制，但收效甚微。

为了背水一战，某些新兴市场也曾尝试采取暂时性资本控制，即对流入和流出本国的资本进行限制，以期保护本国经济免遭资本流动剧烈震荡的肆意侵袭。第10章介绍了资本控制政策的变迁历程。今天，



各种控制手段屡试不爽，也越来越得心应手，只要能找到充分理由，譬如担心外国资本流入会危及本国银行体系或资本市场，实施资本控制就不会被视为违反国际准则。事实却证明，这种自我保护机制在实践中的效果并不理想。新兴市场除了继续增大外汇储备之外，几乎没有其他任何选项，此时，他们只能借助于庞大的外汇储备，作为抵御资本流动和币值波动的缓冲器。

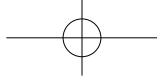
第 11 章描述了一些创建全球安全网的尝试，其目的在于防御危机及其他极端震荡时期的影响，进而减少本国不得不借助积累外汇储备而实现自我保险的动机。国际货币基金组织（IMF）创建了新的贷款机制，确保危机时期的资金支持。这些机制在内涵上更接近于保险计划，而不像传统贷款项目要求成员国必须满足很多苛刻的政策条件。事实上，这些保险计划的参与者寥寥无几，或许是因为这些国家认为，寻求 IMF 资助会让他们颜面扫地吧。

当然，IMF 并不是唯一还在积极奋争的参与者。在金融危机期间，美联储同样为几家其他国家的央行打开资金闸口，使得他们的商业银行突遇美元匮乏时，美国能迅速提供资金支持。这种特殊情况下的信贷支持根本就不足以满足美元的全球需求。

由于个别国家为规避自我保险需求而采取的行动皆不成功，本书将简要介绍一种简单的全球性保险计划，这种计划或许能解决很多理论上困扰集体行为方法的基本问题。不过，对于这种在技术上简单易行，长期或将彻底推翻当前制度结构的政策建议，当下世界似乎还远未做好接受准备。美元陷阱的威力依旧强大无比。

第四部分：货币战争

在本书的最后一个部分里，我们对美元的潜在对手进行了评估，并归纳出美元可能面对的若干前景。一方面，世界各国都希望通过积累安全性资产而实现自我保护；另一方面，美国又能提供这种貌似安



全的资产，而且规模也足以满足现时需求。这表明，美元的地位仍然牢不可破。不过，美元的对手已开始摩拳擦掌。

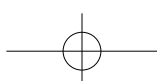
第 12 章以批判的态度评述了有关人民币将取代美元的观点，并指出这种天花乱坠的宣传并无根据。尽管中国已成为世界第二大经济体，并有可能在未来 10 年内成为世界第一大经济体，中国政府也在积极推进人民币国际化使用，因此，本章认同人民币将逐渐成为一种行之有效的储备货币的观点，但受金融市场发展的限制以及治理和法律结构的影响，使得人民币还不可能成为其他国家为寻求保值而接受的主要储备资产。

显然，人民币绝不是唯一有望在全球舞台上扮演重要角色的货币。第 13 章介绍了其他几种货币，黄金和比特币等货币替代品的未来前景。随着全球金融市场的进一步整合和技术的突飞猛进，在不借助美元的情况下，两个国家直接以各自货币完成跨境贸易和金融交易的交割将变得越来越简单可行。由此可见，第 12 章和第 13 章的主要结论是，作为价值交换媒介，美元以中间人身份完成国际交易的重要性可能会有所减弱，但作为价值储备的载体，美元的地位在可预见的未来依旧坚不可摧。

尽管本书对美元的未来持乐观态度的理由多于担忧，但全球货币体系的均衡却弱不禁风。第 14 章分析了可导致美元跌下王者宝座的若干临界情况。个别情况确有可能发生，但要完全摆脱美元的纠缠绝非易事。任何一个国家遭遇金融震荡，该国投资者就会重新投入到美元的怀抱。

第 15 章指出，除了金融市场的巨大规模和强大的综合实力之外，美国还拥有其他大多数国家只能望其项背的优势。这些优势主要体现为稳健的公共、政治和法律制度，强大且能自我纠错的机制，以实现制度间的检查和均衡。

全书的诸多脉络最终汇聚为一个结论：在未来的若干年内，美元注定还将继续占据全球储备货币的王者之位。以美元为中心的均衡体



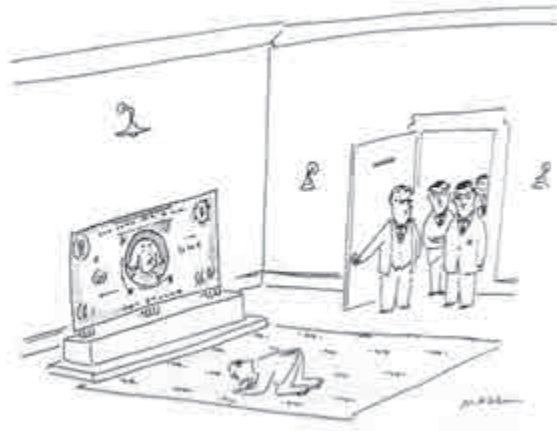
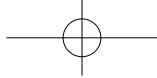


图 I.1 我们专门留出这间屋子，
供那些敬仰强势美元的人前来朝拜

资料来源：Michael Maslin/The New Yorker Collection/www.cartoonbank.com.

系似乎已风雨飘摇，全球经济正在酝酿一场更大的灾难。大多数人感到意外的是，人们对这场灾难的担心，反而让这种貌似不稳定的均衡变得愈加稳定。

至于本书的结论到底是令人宽慰还是让人烦恼，我想，还是让每个读者自己去感受吧。



THE DOLLAR TRAP

第一部分

美元陷阱的前世今生

如火如荼的两党债务上限大战、几乎崩盘的房地产市场和金融市场、金融危机的猛烈冲击，这些本应该将美元击得粉碎的理由，却匪夷所思地巩固了美元的“王者之位”。纵然全世界都知道美国金融市场是灾难的始作俑者，但面对危机时，所有货币仍然毫不犹豫地涌入美国寻找安全庇护所。不经意间，美元陷阱已成为恶性循环的黑洞，而作为陷阱的布局者，任性的“败家子”一边承受着高额债务，一边却又在尽情的享受着由他国埋单的挥霍……