

张明

zhangming@cass.org.cn

我们仍将深陷在美元陷阱

Eswar S. Prasad 是康奈尔大学经济系教授、前 IMF 中国处处长，他的英文畅销书《Dollar Trap》（美元陷阱）的中文版近日在中国出版。中文版书名为《即将爆发的货币战争》，听着挺有噱头，但远没有英文名那样能够直截了当地反映全书主题。在最近的北京书展上，新世界出版社为 Prasad 教授的这本书举行了一个发布会，我受邀参加发布会并与他本人进行了面对面交流。以下是我为这本书中文版撰写的推荐语：“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。《美元陷阱》一书为此提供了完美的解释。”

《美元陷阱》这本书的主题非常鲜明，可以简单概括为：尽管美元存在这样那样的问题，但放眼全球，短期内甚至中期内都找不到美元的挑战者，因此美元仍将主导国际货币秩序，“金融恐怖式均衡”仍将得以维系。

Prasad 教授推导出上述结论的主要逻辑如下：

首先，在本轮全球金融危机爆发前，美元地位的确有日薄西山的式微之势。这表现为美国出现了持续并不断扩大的经常账户逆差。持续通过向其他国家借钱来融通本国消费的结果，是美国对外净债务的不断上升。在金融危机爆发前相当长一段时间内，美国国内外学者都有一种一致担忧，也即随着美国对外净债务占 GDP 比重达到一个临界点，国际投资者对美元债务的可持续性将会产生怀疑，他们会拒绝继续向美国提供融资，甚至可能抛售美国国债，

这将会导致美国长期利率急剧上升、进而导致美国经济衰退与美元贬值。而一旦这一情景发生，美元的国际地位将被显著削弱。

其次，没有想到的是，尽管美国爆发了危机，但并非上述国际收支式的危机，而是美国房地产与金融泡沫内爆式的危机。不过吊诡的是，美国金融危机的爆发不但没有削弱、反而显著增强了美元的地位。这是由于，随着危机爆发造成全球投资者风险偏好急剧下降、避险情绪急剧上升，大量国际资本涌入安全资产市场进行避险。而全球最大且最具流动性的安全资产市场，恰好是美国国债市场。这就使得美国金融危机与其他国家金融危机的爆发形成了鲜明的反差：当其他国家爆发金融危机后，后果通常是本币贬值、国债利率急升、政府融资成本显著上升；而当美国爆发金融危机后，后果竟然是美元升值、国债利率下降、政府融资成本不升反降。

再次，本轮全球金融危机不仅仅是在危机期间暂时提升了美元的国际地位，这次危机可能在较长时期内强化美元的地位。一方面，在美国次贷危机爆发后，欧洲主权债务危机相继爆发，而后者持续削弱了欧元——也即美元最重要的竞争对手——的国际地位；另一方面，金融危机的频繁爆发加剧了新兴市场经济体通过积累外汇储备来防范外部冲击的动机。而新兴市场外汇储备投资必须重视流动性与安全性，而全球金融危机的爆发使得欧洲国家与私人部门提供安全资产的能力显著下降，这就意味着更多的外汇储备不得不投资于美国国债市场，从而进一步强化美国金融市场以及美元的地位。简言之，Prasad 教授认为，未来美国金融市场的核心竞争力在于向全球提供安全资产的能力。

最后，尽管人民币国际化近年来进展不错，但人民币在短期甚至中期内都难以挑战美元的国际地位。Prasad 教授一针见血地指出，货币国际竞争力的背后是一国金融市场的国际竞争力，而中国金融市场的深度、广度与流动性与欧洲与日本尚存在较大距离，更不用说与美国金融市场相比。而且，一旦中国政府在未来金融市场开放过程中搞错了次序，例如在人民币汇率形成机制充分市场化之前全面开放资本账户，中国就可能遭遇金融危机的冲击。换言之，人民币要赶上英镑、日元的国际地位仍然有待时日，要与欧元相提并论而为时甚远，要与美元并驾齐驱，还存在非常大的不确定性。

总体而言，笔者非常认同 Prasad 的上述观点与推导逻辑。第一，尽管本轮全球金融危机的源头在美国，但在危机过去六七年之后，我们可以看到，美国经济复苏态势是全球经济中屈指可数的。这除了有赖于美国金融市场与美元的特殊地位之外，美国政府在危机后及时出台的大规模刺激政策也功不可没。换言之，美国经济的调整能力是非常强的；第二，尽管目前美国经济与美元依然存在一些问题，但美元潜在对手的问题更大也更难解决。例如欧洲

如何彻底地摆脱债务危机的困扰？日本与中国如何推动对保证经济可持续增长而言至关重要的结构性改革？更不要说黄金与比特币试图扮演全球储备货币所面临的巨大挑战了；第三，我们应该非常重视 Prasad 对人民币国际化前景与决定因素的分析。在我看来，只要做好了以下三件事情，10 年之后人民币注定会成为国际化货币：中国经济能继续维持 6-7% 的年均增速、中国金融市场能够发展壮大、中国能避免系统性金融危机的爆发。而如果这三件事情有一件做不好，人民币国际化的前景都令人堪忧。

最后笔者不吐不快的是，尽管本书的主题鲜明，但阅读本书的体验并不算太好。问题之一，在于全书写得有些啰嗦，感觉很多时候作者在讲车轱辘话。如果全书篇幅能压缩三分之一甚至二分之一，可读性有望显著增强。问题之二，在于翻译水平实在欠佳。不少地方有明显的翻译错误。译者看来比较喜欢意译，加入了很多看似 Provoking 的词句，但实则损害了本书的严谨性。

《即将爆发的货币战争》，普拉萨德著，新世界出版社，2015 年 9 月版。

（笔者为中国社科院世经政所国际投资室主任）

IIS 简介：国际投资研究系列 (International Investment Studies) 是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧琚，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、高蓓、陈博、刘洁、刘一璇与赵奇锋。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

责任条款：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。