

迈向多极货币体系

我们必须做好准备，迎接在向更安全、更高效的国际货币体系转型过程中可能出现的动荡

伊曼纽尔·法里



在过去两个世纪中，国际货币体系经历了数次转型，从金本位制转变为目前的灵活汇率制度。

然而，在转型过程中始终不变的是：国际货币体系几乎总是由单一货币主导。第一次世界大战前，英镑一直是国际货币体系的主导货币。在经历了两次世界大战之间英镑与美元动荡不安的时代之后，美元最终于第二次世界大战后占据了上风。

美元的统治地位在布雷顿森林体系建立的美元汇率标准终结后得以延续，并且从全球金融危机中显露出来，甚至比以往更加突出。与此同时，新的竞争对手——欧元和人民币开始兴起。这场地缘政治货币竞争将如何收场？我们应该如何未雨绸缪？通过吸取历史教训，我们可以推断出国际货币体系下一阶段的各种情况并制定应急计划。

美元主导

当今时代，美元的主导地位使美国成为世界

的银行家。因此，正如吉斯卡尔·德斯坦 (Valéry Giscard d'Estaing) 所说，美国享有过多的特权，也承担着过大的责任。无论是直接的还是间接的，美国都是世界其他地区安全的流动性资产的卓越供应国、贸易发票主导货币的发行国、全球货币政策中最强大的力量以及主要的最后贷款人。

这些角色属性相互促进。美元在贸易发票中的主导地位使美元借款更具吸引力，反过来又使美元定价成为更理想的选择；美国作为最后贷款人的角色，使得美元借款更为安全，同时也增加了美国在危机时期的责任。所有这些因素都巩固了美国的特殊地位。

但这并不是说以美元为中心的国际货币体系是完美无缺的。全球对安全资产或者在所有市场周期类型中不存在高风险损失的资产的需求日益增长，而且这种需求看似难以得到满足。因此造成安全资产短缺，而使得相对无风险投资的利率下降至历史最低水平，从而给宏观经济稳定（使利率达到零下限的概率增大）和金融稳定（促使投资者提高杠杆并通过冒险来获得收益）带来了严峻的、持续的全球性挑战。

这种情况还为新的所谓特里芬难题创造了条件：从长期来看，对于全球安全资产不断增长的需求而言，美国唯一的应对方式是扩大其财政和金融的能力，这可能影响投资者对美元的信心，导致出现波动和自我实现的危机 (self-fulfilling crisis)。比利时经济学家罗伯特·特里芬 (Robert Triffin) 早在十年前就有所预见，这种机制与摧毁布雷顿森林体系的机制相似，当时的机制迫使

美国放弃金本位，并在美元遭遇抛售后实行浮动汇率制。

欧元和人民币等新的竞争对手不可避免地加入到全球货币游戏中来，从长远来看，这可能会带来一条出路。而且，竞争可以通过提高国际货币体系的安全性和效率，一如既往地带来好处。这种竞争将缓解安全资产短缺的局面，消除新的特里芬困境，并减轻美国过高的责任和特权。

具体步骤

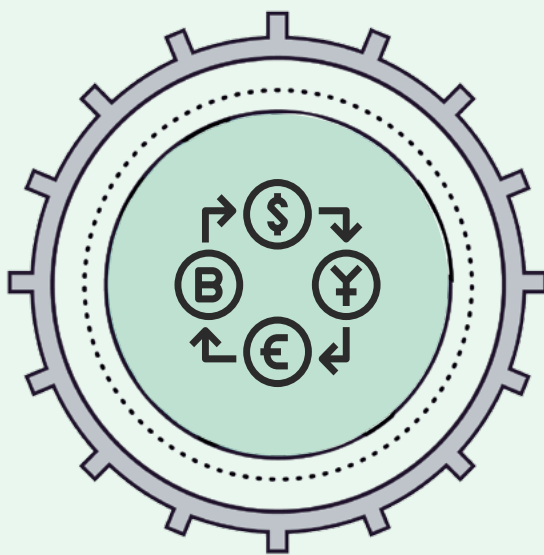
然而，真正的多极化国际货币体系不会明天就出现。欧元区和中国不时采取积极措施增强本币的国际作用，然而声誉和体系无法在一夜之间建成，因此基于现状的协调可能会持续下去。

此外，在两次世界大战期间，英镑和美元之间的较量造成的货币不稳定提醒我们，从中期来看可能会更加不稳定。爱沙尼亚经济学家罗格纳·纳克斯 (Ragnar Nurkse) 认为，部分不稳定性来自投资者的行动，他们经常在不同货币间重新平衡自己的投资组合。我们这个时代的教训是，美元竞争对手出现后，如果国际投资者决定放弃美元，他们仍有其他选择。这可能加剧不稳定的投机行为，并导致自我实现的信心危机。

简而言之，货币竞争的益处需要时间才能慢慢显露。与此同时，投资者应该为向多极国际货币体系转型的混乱时期做好准备。

国际社会能够采取相应具体举措来应对这些挑战。诚然，国际社会可以尝试鼓励并加速向真正的多极货币体系过渡。但是，最重要和最可行的优先举措还是加强全球金融安全网络，它的双重目标是增强全球金融体系的弹性，同时缓解全球安全资产的短缺，从而减轻不稳定的后果。

一些具体措施中包含了对各央行和政府在本国充当最后贷款人的能力予以保护。而其他一些措施则鼓励在各国之间分散配置：几个国家通过储备共享协议将其储备集中起来以节省开支；



各国央行之间的双边货币互换额度协议，允许一家银行通过抵押的方式借入另一家银行的货币。最后，还有一些措施则包括完善现有工具，加强处于多边体系核心位置的国际组织 (IMF) 的金融能力，以及加强其对分散配置的支持。

也许从较激进的角度出发，我们可以调整并更新已废除的凯恩斯 - 特里芬计划中的一些旧观点，设想让 IMF 发挥更大的作用。通过对建立在现有特别提款权基础上的全球存款工具进行管理，IMF 可以将储备共享协议集中起来。IMF 还可以实现分散的、稀少的、可自由支配的双边央行货币互换网络的多边化，并采用星形结构予以加强。这可以通过充当双边货币互换的中央对手方清算所和承销商来实现，或通过提供自有的短期互换业务来实现。

麻省理工学院经济学家鲁迪格·多恩布什 (Rudiger Dornbusch) 有句名言：“在经济学中，事件酝酿的时间往往比你预计的长，而一旦事件发生了，其速度又会比你预计的快。”现在正是做准备的好时机。FD

伊曼纽尔·法里 (EMMANUEL FARHI) 是哈佛大学经济学 Robert C. Waggoner 荣誉教授。