

的 张 器

EXORBITANT
PRIVILEGE

The Rise and Fall of the Dollar and the
Future of the International Monetary System

特 权

美元的国际化之路
及对中国的启示

Barry Eichengreen

[美] 巴里·艾肯格林◎著
陈召强◎译



中信出版集团

嚣张的

Barry Eichengreen

美元的国际化之路及对中国的启示

[美] 巴里·艾肯格林◎著
陈召强◎译

特权

EXORBITANT PRIVILEGE

The Rise and Fall of the Dollar and the
Future of the International
Monetary System

图书在版编目 (CIP) 数据

嚣张的特权: 美元的国际化之路及对中国的启示 /
(美) 巴里·艾肯格林著; 陈召强译. -- 2 版. -- 北京:
中信出版社, 2019.5

书名原文: Exorbitant Privilege: The Rise and
Fall of the Dollar and the Future of the
International Monetary System
ISBN 978-7-5086-9006-3

I. ①霸… II. ①巴… ②陈… III. ①美元-研究 ②
国际货币体系-研究 IV. ① F827.12 ② F821.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 113654 号

Exorbitant Privilege

Copyright© 2011 by Barry Eichengreen

Simplified Chinese translation edition ©2019 by CITIC Press Corporation

ALL RIGHTS RESERVED

本书仅限中国大陆地区发行销售

嚣张的特权——美元的国际化之路及对中国的启示

著 者: [美] 巴里·艾肯格林

译 者: 陈召强

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)

承印者: 三河市西华印务有限公司

开 本: 880mm × 1230mm 1/32

印 张: 10 字 数: 161千字

版 次: 2019年5月第2版

印 次: 2019年5月第1次印刷

京权图字: 01-2018-4027

广告经营许可证: 京朝工商广字第8087号

书 号: ISBN 978-7-5086-9006-3

定 价: 62.00元

版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com

序

货币即政治

何帆

北京大学汇丰商学院教授

学习国际金融的学生或许会发现一个有趣的现象：很多研究国际金融的大家都有深厚的历史功底。当你读到金德尔伯格的《西欧金融史》时，一定会为作者的博学所震撼；你可能也曾听说过，克鲁格曼上大学时学的就是历史；或许，你手中正拿着罗格夫和莱因哈特合著的《这次不一样：八百年金融危机史》。其实，在研究国际金融的学者中，对历史研究一直用功最勤的，当属加州大学伯克利分校的艾肯格林教授。艾肯格林已经出版了几本在国际金融史方面影响甚广的著作，比如分析国际金本位制的《金色的羁绊：金本位与大萧条，1919—1939》，以及概述国际金融历

史演变的《资本全球化：国际货币体系史》。艾肯格林教授的新作《嚣张的特权》在他的著作中，可以称得上是可读性最强、最具启发性的一本。

对中国的读者来说，看到美元的兴衰这一主题，几乎不由自主地就会想到当前热议的话题：人民币国际化。从美元的国际化，我们能学到哪些经验呢？艾肯格林教授的一些新颖观点给我留下了深刻印象。第一，他谈道，美元成为国际货币的步伐，远比我们大部分人想象的更快。第二，他谈道，美元国际化的背后，有政府强力推动的力量。

大部分人认为，在一国变成大国和一国的货币变成国际货币之间存在着“时滞”。比如，一般人认为，美元是在第二次世界大战结束之后才取代英镑成为国际货币的，而美国的国力在第一次世界大战之后就已经超过了英国。艾肯格林指出，美元在20世纪20年代就已经是当之无愧的国际货币。在货币竞争的过程中，美元可谓后来居上。就在第一次世界大战前夕，尽管美国已是世界上最大的经济体，但在国际货币排序中，美元的排位不仅落后于法国法郎、德国马克、瑞士法郎和荷兰盾，甚至连意大利里拉、比利时法郎和奥地利先令都排在美元前面。到20世纪20年代，美元在国际贸易结算中的份额已经超过英镑，大量的资金从美国流向欧洲。到1924年，在各国的官方外汇储备中，美元所占的比例已经超过英镑。遗憾的是，随后爆发的1929—1933年大萧条导致美元国际化的进程突然中断，这一耽误就是20多年。艾肯格林据此预言，人

民币国际化的速度或许会超过人们的预测。而且不仅是人民币，其他新兴市场国家的货币如印度的卢比和巴西的雷亚尔，最终也会登上国际舞台。未来的世界将是一个多种国际货币共存的世界。

大部分人认为，哪一种货币能够成为国际货币，是市场自发选择的结果。没有哪个国家依靠国家的政策扶植实现了货币国际化。德国和日本曾经想推动本国货币国际化，但最终都铩羽而归。艾肯格林谈道，美元之所以在短期内能迅速实现国际化，乃是因为背后有美联储的强力支持。美元在 19 世纪末的时候，之所以难以跻身国际货币之列，主要是因为其缺乏一个具有深度和广度、可靠而开放的金融市场。事实上，那个时候美国连中央银行都没有。美国的政治家们对建立央行一直心怀疑虑，担心会建立起一个难以约束的金融怪兽。由于没有一个强而有力的央行，美国在第一次世界大战之前共发生过 14 次金融危机，其中又以 1907 年的经济危机最严重。当时，金融体系摇摇欲坠，但政府却束手无策，最后靠金融巨头摩根将华尔街的头面人物关在自己的书房里，在逼迫他们承诺为金融机构提供支持后，才开门放人，这才使美国躲过一劫。

1907 年之后，建立一个央行的想法开始酝酿，历经磨难之后，美联储在 1913 年正式成立。1913 年之后，美元国际化的步伐明显提速。艾肯格林认为，美元在国际化过程中迈出的最重要的一步，是银行愿意在交易时接受以美元计价的商业承兑汇票。但如果只靠美国的商业银行，它们还没有能力建立一个美元承兑汇票市场。市场的发育需要培育投资者。若不解决投资者的问题，

美元承兑汇票业务就难以发展壮大。在这一问题的解决上，依赖的是时任纽约联邦储备银行主席本杰明·斯特朗的强力支持。因此，艾肯格林讲道，美元的国际化依靠的不是市场的“看不见的手”，而是“强有力的手”。在斯特朗的要求下，美联储要求联储系统各地区分行购买承兑汇票。储备银行购买承兑汇票可以稳定和降低贴现率，因此促进了市场的发育。到20世纪20年代，在美国的所有进出口贸易中，已经有一半以上是通过银行承兑汇票用美元结算的。

对这本书感兴趣的读者，恐怕大部分对人民币汇率的话题也感兴趣。尤其是很多人谈道，当年的《广场协议》，美国逼迫日元升值，最后使得日本经济一蹶不振。尽管这一观点非常流行，但遗憾的是，它是错误的。曾任美联储主席的保罗·沃尔克和曾任日本大藏省财务次官的行天丰雄都是国际货币谈判的亲历者。他们在《时运变迁》一书中回顾了《广场协议》。根据沃尔克的说法，当时让美国人很吃惊的是，日本自己提出的日元升值幅度，比美国人想要的更大。原因是，日本害怕如果日元升值的幅度达不到美国的要求，美国就会对日本进行贸易制裁。日本经济在20世纪90年代之后进入长时期的停滞和衰退，主要是因为其货币政策的失误，而不是因为汇率政策。

话说回来，回顾整个第二次世界大战之后国际货币体系的演变，美国始终起着主导作用。美国在国际货币问题谈判中，考虑最多的并非全球经济利益的最大化，而是美国的政治利益。在围

绕着布雷顿森林体系的谈判中，美国的怀特计划战胜了英国的凯恩斯计划。决定最终谁是赢家的标准不是智力，更不是口才，而是背后的国力较量。在之后的一系列国际货币谈判中，美国的所作所为更是让世界各国目瞪口呆。比如，1971年8月15日，尼克松总统突然单方面宣布关闭“黄金窗口”，美元不再和黄金挂钩。当时美国的财政部长约翰·康纳利说过一句名言：“美元是我们的，但问题是你们的。”艾肯格林在《嚣张的特权》一书中，生动地描述了第二次世界大战以来国际货币舞台上发生的重要事件。著名经济学家克鲁格曼曾经说：“经济学家唯一的样本是历史。”我们只有了解了过去的历史，才会对未来有更深刻的洞察。2011年，在标准普尔破天荒地调低美国长期国债的信用评级之后，美国副总统拜登很快就到了中国。拜登告诉中国人，美国历史上从来没有违约过，中国尽管放心，持有的美元资产不会有问题。如果我们了解过去六七十年以来的历史，我们就会明白一个道理：你永远都不能相信一个不受监督、没有约束的国家说出的话。

很多中国人是在阅读《货币战争》这本书之后对国际金融感兴趣的，但是当他们就书中的内容求证于学者时，大部分学者都不认同书里谈的东西。究竟是什么地方出错了？有个关于经济学家的笑话是：一个经济学家在路灯下找自己的钥匙，一个路人过来帮忙，他问经济学家：“你的钥匙到底掉在了哪里？”经济学家说：“在地下室里。”路人问：“那你为什么在路灯下找钥匙呢？”经济学家说：“因为这里才有亮光。”经济学家还在教科书的路灯

下找钥匙。《货币战争》往地下室里看了一眼，看到墙上有模模糊糊的影子，就用自己的想象力，构想出一个耸人听闻的惊悚故事。无论是经济学家，还是《货币战争》，都没有真正走到地下室里。欢迎翻开《嚣张的特权》，我们将跟着艾肯格林的导游，到国际金融的地下室里看个究竟。

在国际金融的地下室里，你可能找不到阴谋论的血衣，但是，你会发现一个巨大的秘密：货币即政治。从表面上看，货币无非是一种设计精巧的经济工具，但在历史的火炬照射下，你就会看到，货币问题的背后，是政治利益的博弈。国际金融给一个国家带来的，不仅仅是更自由、充裕的资金流动，更丰厚、众多的投资利润，它还会给一国经济缠上金色的锁链。《纽约时报》的专栏作家托马斯·弗里德曼在《“凌志汽车”和“橄榄树”的视角》中，把经济全球化称为“金色紧身衣”。他说：“当你的国家承认今天全球化经济中的自由市场法则，并决定遵循它们时，它就穿上了我所谓的‘金色紧身衣’。这种‘金色紧身衣’是这个全球化时代的标志性外衣。‘冷战’的衣着是毛套装、尼赫鲁夹克和苏联皮衣。全球化只有‘金色紧身衣’。如果你的国家现在还没有挑到一件合身的，那么不久就会有的。”金融全球化的信使捎来信，要求一国减少政府干预、开放金融市场、放松资本管制、汇率自由浮动，并许诺这将带给一国莫大的福祉。但是，如果你看得仔细，就会发现，在这封信的字里行间，横着竖着，写的都是“货币即政治”。

前言

德国获奖影片《伪钞风暴》(The Counterfeiters)的故事背景是20世纪40年代的欧洲。开场,由奥地利演员卡尔·马克维斯饰演的集中营幸存者索罗门·索洛维奇坐在海滩上,一身正装,双腿上面放着一个装满美元的手提箱。当时战争刚刚结束,他打算把这些来源不明的钱用在摩纳哥蒙特卡洛的赌场中。手提箱中装的是美元而不是法郎,这一点非常重要,因为这会让场景看起来更为真实。在第二次世界大战后的欧洲,作为世界上唯一屹立不倒的主要经济体的货币,美元是各国人民都乐于接受的。在1945年,美元是大屠杀幸存者唯一有可能带进赌场的货币。

时光如梭，转眼 50 多年已经过去。在 2002 年上映的惊悚片《幽灵之城》(*City of Ghosts*) 中，片中主角、由马特·狄龙饰演的骗保公司雇员提着一个装满美元的手提箱，去解救被商业合伙人绑架的、由詹姆斯·凯恩饰演的同伴兼良师益友。在电影史上，从《伪钞风暴》至《幽灵之城》，半个多世纪已经过去，而故事的地点也已经从先前的欧洲转到了现在的亚洲，但手提箱中装的依然是美元，而非日元或人民币。对于任何有自尊心的绑架者来说，他们都期望获得美元赎金，这一点是显而易见的，也是不言而喻的。

如今，装满美元的手提箱已经成为悬疑小说和好莱坞剧本中的标准桥段，但这一艺术惯例所反映出的却是一个妇孺皆知的事实。在过去的半个多世纪里，美元一直是世界货币的通用语。当卡尔梅克共和国的一名参议员因敲诈俄罗斯某航空公司而被拘捕时，调查人员在他的手提箱中发现了 30 万美元的现金。当索马里海盗索取被扣船只的赎金时，他们要求所有赎金都必须以美元支付，并伞降至指定地点。正如《华尔街日报》所指出的：“在黑市，美元仍是统治者。”¹

非法交易中的事实同样适用于合法商业领域。迄今为止，美元依然是用于国际交易报价和结算的最重要的货币，即便是不触及美国海岸的进出口也是如此。在韩国和泰国，超过 80% 的贸易是以美元计价的，尽管在它们的出口中，仅有 20% 出口美国。在澳大利亚，超过 70% 的出口是以美元结算的，尽管在它的出口中，

只有 6% 出口美国。主要商品交易都是以美元报价的。石油以美元标价。在全世界所有的外汇交易中，美元交易占了 85% 的份额。在国际债务证券中，美元全球存量占了近乎一半。² 在各国央行的外币储备中，美元占了 60% 以上的份额。

虽然这种情况多少让人感到诧异，但也是合情合理的。在第二次世界大战后，美国经济产出占世界大国经济产出总量的一半以上。³ 由于美国是世界上最大的进口国，也是贸易信贷的主要来源地，所以美元在进出口中占据主导地位。由于美国是外国资本的主要来源地，所以国际金融业务以美元进行交易。同样，这些考量也促使外国央行稳定其货币与美元之间的比率，所以它们必须持有一定数量的美元储备，以便在外汇市场出现问题时作为应急之需。

过去的那种合情合理现在却变得有些不太合理，中国和德国的出口均已超过美国。时下，美国在全球出口中所占的份额仅为 13%。在外国直接投资中，美国所占的比重已经不足 20%，而在 1945—1980 年，其所占的份额接近 85%。⁴

这两个变化均反映了同一个事实：美国在经济上的支配地位较 50 年前已经下降了。这一事实反映了其他经济体的进步，先是欧洲，再是日本，然后是中国和印度等新兴市场国家。在人均收入方面，这些国家与美国之间的差距日渐缩小。经济学家将这种差距缩小称为追赶或趋同。这完全是一种自然现象，因为没有内在原因表明美国的收入和劳动生产率水平就应该高出世界其他国

家数倍。这一追赶过程是 20 世纪末和 21 世纪初的伟大成就之一，因为世界大多数人口已经开始脱贫。但这也意味着美国在国际交易中占的份额更少。而正是这一事实，让享有特殊支配地位的美元陷入了一种不安的紧张局势。

美元在国际市场上的支配地位让美国人获得了可观的收益。一个在新德里旅游美国人可以用美元支付计程车费用，因此也就免去了必须在所住酒店兑换货币的不便。基于美元在世界范围内的广泛使用，美国银行和公司也可以获得类似的好处。一家向中国出口机床的德国公司若收到以美元支付的货款，则成本必然增加，因为它还需要把这些美元兑换成欧元，以支付工人工资和购买原材料的货款。但同样是出口机床，美国的出口商则不会遇到这样的问题。不同于其他国家公司，美国生产商收到的是美元，而它支付给工人、供应商和股东的同样也是美元，因此不存在货币兑换成本。

同样，一家瑞士银行接受瑞士法郎存款，但发放的贷款却是美元，因为它的客户希望获得美元贷款。如此一来，它就得考虑汇率变动可能对其带来的风险。⁵ 虽说这种风险是可控的，但这需要支出额外的成本。为保护自己免受损失，该银行可以购买一份远期合约，在贷款到期时，按照发放贷款时约定的汇率，将应收的美元贷款兑换成瑞士法郎。但额外的交易需要额外的成本。而美国银行则不会面临这种风险，它吸收的是美元存款，发放的是美元贷款，所以无须通过这种方式来对冲外币头寸，因此也就不

会有额外的支出。

对于美元的国际货币地位，一个更具争议的好处就是其他国家为获取美元而为美国提供的实际资源。美国铸币局“生产”一张百元美钞的成本只不过区区几美分，但其他国家为获得一张百元美钞，必须提供价值相当于 100 美元的实实在在的商品和服务（美国印制美元与外国人获得美元的成本差异就是所谓的“铸币税”，其源于中世纪的领主或封建主，他们铸造货币，并从铸造的货币中拿走一部分贵金属，据为己有）。在美国之外，大约有 5000 亿美元在流通。为此，外国人必须要为美国提供价值 5000 亿美元的实际商品和服务。⁶

更为重要的是，外国公司和银行所持有的并不仅仅是美国的货币，还有美国的票据和债券。这些票据和债券一方面可以为其在国际交易中提供便利，一方面又可以让它们获得利息收入。外国央行持有近 5 万亿美元的美国财政部和美国准政府机构，如房利美和房地美的债券。不论是外国公司还是银行，它们所持的数额都在逐年增加。

由于外国银行和公司都很重视美元证券的便利性，所以它们愿意为此支付更高的成本。也就是说，对于所持的证券，它们并不要求有多高的利率。这一影响是非常大的：美国为其外债所需支付的利率要比其国外投资回报率低两三个百分点。⁷如此一来，美国即可保持如此差额的对外赤字。它可以年复一年地让进口多于出口，让消费多于生产，而对其他国家的债务却不会增加一丝

一毫。或者，它也可以利用这一差额来投资国外公司，而原因就在于美元独一无二的世界货币地位。

对外国人来说，这是一个长久的伤痛。他们认为，在这个非对称的金融体系中，是他们在维持美国的生活水平，是他们在资助美国的跨国公司。在 20 世纪 60 年代一系列的总统招待会中，查尔斯·戴高乐使得该问题成为全球关注的焦点。而戴高乐执政期间的法国财政部长瓦勒里·季斯卡·德斯坦则将该金融体系称为美国的“超级特权”。

这些高调的言辞丝毫没有改变现存的体系。如同政治，在国际金融中，“在位”是一种优势。由于其他国家在交易中都大量使用美元，所以任何单一国家都不可能与这一货币断绝联系，即便是批评美国享有“超级特权”的法国也不例外。这一点在 20 世纪 60 年代是事实，在 60 年代之后的 20 世纪也是事实。

2008 年，发生了 80 多年来最严重的金融危机，从美国开始并蔓延至其他国家，之后，批评美国享有“超级特权”的声音再次在世界范围内响起。在此次危机爆发之前，美国的经常项目赤字已经占到其国内生产总值（GDP）的近 6%。要不要让美国保持如此高的赤字成为各国质问的重点。而新兴市场则抱怨由于经济扩张和央行所持美元储备的增加，它们不得不为美国对外赤字提供低成本融资，而不管它们愿意与否。由于低成本的国外融资，美国得以保持低利率，美国家庭即便入不敷出，也照样生活，发展中国家的家庭最终为美国的富裕家庭提供资助。在现行体系下，

面对不断扩张的国际交易总量，其他国家为获取所需美元而向美国提供大量的低成本融资，而这最终导致了危机的爆发。美国玩火，但在该体系的反常结构下，其他国家却不得不为它提供燃料。

如果说这还不够不公平，那么还有一个事实：在这次危机中，美国的国际金融地位进一步加强。在 2007 年，美元在外汇市场持续走弱，贬值约 8%。⁸但由于美国的债务是以本国货币为单位进行结算的，所以对它们的美元价值并没有任何影响。相反，美国的国外投资，不管是债券投资还是工厂投资，都因为美元的走弱而升值。⁹若转换为美元，它们抵销掉的利息和股息会更多。

美元的贬值使得美国的对外头寸增加了近 4500 亿美元。¹⁰这在很大程度上抵销了美国外债的增长额度，要知道，美国有 6600 亿美元的经常项目赤字。此外，这基本上也可以确保美国对其他国家的债务稳定，尽管美国人的消费超出产出 6%。然后，在 2008 年，即此次 80 多年来最严重的金融危机的剧痛期，美国政府能够以较低的利率借得数额庞大的款项，因为在外国人看来，在大动荡时期，美元是最安全的货币。再后来，在 2010 年春，即金融泡沫破裂时，投资者蜂拥进入流动性最好的市场，纷纷购买美国国债，使得美国政府借款的成本进一步降低。除此之外，美国家庭的抵押贷款利率也随之降低。这就是“超级特权”的全部意义所在。

现在，由于金融管理失当而导致的此次危机，以及世界各国对国际货币体系运营的日益不满，已经让美元独一无二的地位受

到质疑。批评人士抱怨说，美国政府已不再是一个值得信赖的国际货币管理者。对于私营部门导致的这次“金融危机”，它视而不见。它背负着巨额预算赤字和异常庞大的债务。外国人对万能的美元已经失去信心。他们正一步步远离这个用于贸易报价和结算、用于商品计价、用于国际金融交易的货币单位。美元面临失去“超级特权”的危险，取而代之的将会是欧元、人民币或由国际货币基金组织发行的记账单位——特别提款权（SDR）。

虽然这只是一种说法，但这种说法并不缺乏权威性。2009年10月，萨拉·佩林在脸谱网（Facebook）网站发文章警告说，海湾国家有可能采取一篮子货币计价石油的会谈“将弱化美元的作用，并再次引发人们对美元作为国际储备货币的可行性的担忧”。¹¹

连那些并非以金融专业知识见长的政客都开始关注这一问题，这说明背后还隐藏着更大的问题。一般来说，如果一种货币在世界范围内广泛使用，那么其发行者将会获得地缘政治优势和战略优势。由于该国金融地位强大，所以它的外交政策也会很强大。因为它无须为债务支付过高的利息，所以它会将资金用于国外运营，并发挥其战略影响。它并不依赖其他国家的资金。相反，它还影响那些依赖其货币的国家。19世纪时，英国号称“日不落帝国”，英镑主导着国际金融市场。第二次世界大战之后，英国货币失去统治地位，美国取代英国掌握了外交舞台的话语权。

如果所有这一切都是正确的，那我没有必要撰写本书，而你也没有必要阅读本书了。然而，在这一问题上，很多所谓的传统