

美元—哥寶座動搖不了

**國際視野**Pierre Gave
Gavekal亞洲區研究部主管

自從中國人民銀行行長周小川提出，要建立一種新的全球儲備貨幣後，市場即開始議論，美元是否將會失去現時作為儲備貨幣的地位。大多數經濟學家都強調，美國金融系統這次崩潰，是它不能自行重組的證據。而且，很多人指出，未來幾十年的全球經濟增長大部分都會來自美國以外的地方。這是否見證着美元的霸權將會結束？

對於美國金融系統現時的困境，我的意見和主流的有一些分別。我認為，這正是美國進行重組的另一例子。百年難得一遇的金融海嘯，是因為有價值的金融創新帶來了經濟好景，但市場卻將太多的資本投入到使用這些創新工具的板塊。一旦塵埃落定，就會剩下一些能夠繼續創造長遠價值的創新工具（如證券化），而資本亦會重新分配至其他更有生產力的板塊。

金融業流失一些權力，以及重新接受一些監管，若能適當進行的話，將會是重組成功而非失敗的證據。我們應該記得，這個危機是大約8個月前才被認清。重組需要時間，僅僅8個月不能就此斷定重組失敗。

中印經濟增長 依賴美科技

至於未來全球經濟增長大部分都會來自美國以外的說法，當然，中國、印度等在未來多年的經濟增長速度都會比美國快。這是因為它們較貧窮，能夠透過追趕科技而令經濟快速增長。但這亦意味着，它們的經濟快速增長最終其實亦是倚賴其他地方的技術去創造——主要來自美國的科技。沒有證據顯示，美國在科技上的領導地位，已受到現時的金融危機影響。

所以，總結來說，當考慮到長期經濟增長是源自科技創新（我將經濟重組也視為科技創新的一種形式），美國有一個長久領導的紀錄，令人們對它的信心超越其他經濟體。除非美國的政策在未來10年都持續出現災難性的錯誤，否則其他國家要挑戰美國的科技霸主地位，仍需數以十年計。

美債要付息 輕微赤字正常

除了美國的金融系統紊亂和增長受到質疑之外，我



現行的美元債務本位制（dollar-debt standard）下，美國同意向全球無限制地供應美元，因此它會有經常帳赤字。
（資料圖片）

還聽到很多人說，美國龐大的經常帳赤字是現時全球經濟不平衡的主要根源，所以需要有一種新的全球儲備貨幣。

關於這種說法，有幾個問題。在現行的美元債務本位制（dollar-debt standard）下，美國同意向全球無限制地供應美元，因此它會有經常帳赤字。這個制度並不是靠承諾美元可以轉換為黃金來支持，而是靠美國承諾，這些由長期赤字造成的國債一定會獲支付利息，沒有逾期拖欠的風險。

這個簡單的事實解釋了，為何自1970年代中以來，美國每次出現經常帳盈餘，世界就陷於嚴重的經濟衰退。美國的經常帳赤字是現行制度的必要條件之一，只不過，它不能太大而已。

不可能所有國家皆盈餘

不錯，若有一種超越國家的貨幣，就沒有國家會因為其貨幣被用作全球儲備貨幣，而要長期處於經常帳赤字。但是，擁有經常帳盈餘的中國和德國往往忽略了一點——當一些國家有經常帳盈餘，其他國家就會有經常帳赤字，不論後者是自願還是「被迫」的。

若所有國家都想同時擁有貿易盈餘，說得好聽一點就是「以鄰為壘政策」。這是在1930年代經濟大蕭條時期，很多國家採取的一種保護性貿易政策——透過進口管制及貨幣貶值等措施，以維護國內產業及就業機會，完全不顧此項政策對於他國所造成的不利影響。其結果導致全球貿易量下跌，所有國家均蒙受其

害。說得不好聽，就是會引致經濟大蕭條。因此，我強烈反對「盈餘一定是好、赤字一定是差」的道德觀點，也反對任何以此為起點的建議。

實行非國家貨幣 須罰大盈餘國

超越國家貨幣及盈餘論的提倡者拒絕承認，伴隨超越國家貨幣（例如凱恩斯斯提出的國際商品儲備貨幣Bancor）出現的，是一種國際監管制度。這種制度會對擁有大額經常帳盈餘的國家進行懲罰。凱恩斯的原意就是這樣，但所有引述他的貨幣建議的人都沒有提及此點（凱恩斯建議對一些國家的經常帳盈餘抽稅，提倡全球貿易平衡）。

要讓這個制度長期運作，所有主要參與者都必須同意，它們的經常帳是不可預測的，有可能出現盈餘或赤字，兩者都得接受。但事實卻是，超越國家貨幣的提倡者，往往都是希望繼續享有大額經常帳盈餘的國家，只是不想太過倚賴單一國家來提供它們的盈餘。

若要討論另一種儲備貨幣，只有那些長期享有經常帳盈餘的國家願意放棄它們的「重商主義」的處事方式，那才變得可行。

現實是，現在就要放棄以美元來作為儲備貨幣是很困難的。因為現行制度的弱點，以及轉用一種新的儲備貨幣制度必須具備什麼條件，還沒有經過適當的分析。特別是，有些方案假定了美國持續出現經常帳赤字為問題的根源，幾乎必定會失敗。因為它們完全誤解了現時的制度如何運作，以及為何要這樣運作。