

# 国际货币体系新架构： 后金融危机时代的研究

李稻葵 尹兴中

(清华大学经济管理学院,北京 100084)

**摘要:**本文旨在探讨金融危机之后国际货币体系的演变。我们首先分析国际金融危机爆发前世界经济发展基本格局,其特点包括新兴市场国家快速增长,国际贸易与全球化的飞速推进,以及全球金融深化、跨境资本流动金额迅速上升,这导致世界经济对具有普遍良好信用的国际货币的需求大大增加。与此密切相关的是危机爆发前国际货币体系的三大特点:(1)美元成为各国中央银行最为倚重的储备货币,事实上成为超级货币;(2)欧元的快速崛起;(3)美国货币政策以及美元货币条件对全球经济具有巨大影响力和冲击力。基于这些分析,我们论证,国际金融危机之后,现行国际货币体系难以为继,尤其是因为美元信用基础发生了根本性的动摇,其超级国际货币的地位必然丧失。我们认为金融危机后的国际货币体系有两种可能的演变方向,一是各国通力合作创造出超主权国际货币;二是欧元以及人民币不断崛起,与美元形成三足鼎立的多基准货币的新国际货币体系。我们论证,第二种可能性更大。我们建议,中国应长期倡导并参与国际货币体系的改革,积极参与IMF改革,以彰显中国作为一个崛起中的大国积极推动国际合作的风范;但是,由于各种国际政治力量的干扰,我们必须做好第二种情形的准备,人民币国际化是我们最为现实和有效的选择,而中国的长期贸易顺差则是人民币国际化的必要基础。

**关键词:**国际货币体系改革;人民币国际化

**JEL 分类号:**F33;F51;F53 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2010)02-0031-13

## 引 言

本轮金融危机爆发以来,全球经济界和金融界的眼光集中于两大问题:一是如何尽快

收稿日期:2009-09-10

作者简介:李稻葵,清华大学经济管理学院、清华大学中国与世界经济研究中心。

尹兴中,清华大学经济管理学院、清华大学中国与世界经济研究中心。

本文的相关背景研究得到了中国人民银行、教育部长江学者奖励计划及国家自然科学基金(项目编号:70473048)的支持,在此一并致谢。

出台一系列救市方针,帮助世界经济和金融走出危机的阴影;二是探讨这场金融风暴的根本原因,从而寻找改革的方向,以此在制度上防范新一轮金融风暴的发生。在进行相关分析时,一个不可回避的焦点是当今国际货币体系的弊病,本文试图从这场金融风暴发生的制度性原因角度探讨当今国际货币体系的弊病,在此基础上分析、论证国际货币体系可能演变的方向以及这些演变可能给中国带来的各种影响,最后我们探讨中国经济需要做怎样的准备,获得其中的战略机遇。

## 一、当今世界经济的基本格局

当今世界经济格局是目前国际货币体系的基础,两者相互作用导致了这场金融危机。当今世界经济发展有三个最基本的特点:新兴市场国家快速增长;国际贸易与全球化的飞速推进;全球金融深化、跨境资本流动金额迅速上升。在全球经济金融一体化的过程中,世界分工进一步细化,新兴市场国家取得了快速的增长,这使得全球经济在主要发达国家经济增速下降的情况下仍保持了较平稳的增长。以“金砖四国”为例,巴西、俄罗斯、印度在 2000~2008 年期间的平均 GDP 增长率分别为 3.67%、6.9%、7.17%,而中国则自 20 世纪 80 年代初以来保持着约 10% 的平均 GDP 增长率。一批新兴市场国家经过 20 世纪 80 年代末、90 年代初一轮又一轮经济改革的洗礼后,市场经济制度深入人心,政府宏观经济管理的技能亦在提高,这为新兴市场国家的持续增长提供了强大的制度性推动力。

总体而言,全球化使得世界经济事实上已经形成三个主要板块:以美国、英国、西班牙等为主的金融和消费板块;以德国、日本、韩国、中国等为主的制造业和出口板块;其他资源和农业国家板块。国际贸易因此有突飞猛进的发展,全球贸易占 GDP 总量的比例由 1992 年的 38.9% 上升到 2006 年的 56.9%。尽管 2007 年开始的金融风暴会在一定程度上放大发达国家内部反对贸易自由化的声音,但从大格局看,国际贸易自由化的大趋势很难逆转。

与国际贸易自由化同步发生的是全球的金融深化以及由此带来的跨境资本流动巨幅上升。进入新世纪以来,随着贸易自由化的推进,各国金融深化水平进一步提高,上市公司市值占 GDP 比重显著上升(到 2007 年已上升到 120% 的水平),与此同时,全球股票交易量也显著上升(到 2007 年已上升到 180% 的水平)。金融危机前,世界金融深化的部分原因当然是资产价格的泡沫化,但同时也不可否认,金融深化既是经济发展的重要动力也是经济发展的伴生现象。经济发展的过程就是金融深化的过程,经济加速发展的过程更是金融高速发展的过程。

与金融深化对应,跨境资本流动迅猛上升,二者共同作用,使得一批新兴市场国家积累、掌握了创纪录之巨的主权财富。1993 年,“金砖四国”的主权财富总额不足 1 千亿美元,截至 2009 年 5 月底已达约 3 万亿美元之巨。日益上升的主权财富背后有着深刻的宏观经济与制度原因,表明了这些国家的国家竞争力,在一定程度上也是这些国家为防范国际资本流动逆转而采取的宏观经济政策的后果,十余年前亚洲金融危机使这些国家深刻地意识到相当规模的外汇储备对新兴市场国家而言是非常必要的。

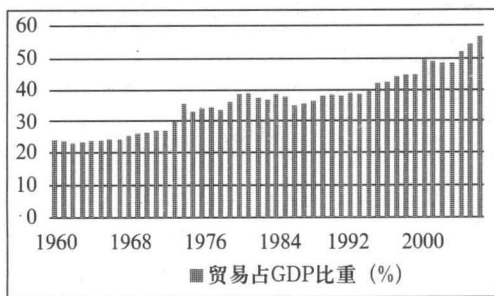


图1 全球贸易占GDP比例

(数据来源:EPS数据库)

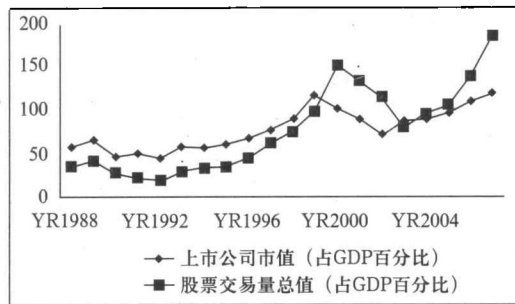


图2 全球金融市场的发展

(数据来源:EPS数据库)

## 二、现行国际货币体系的主要特点

与当前世界经济发展格局密切相关的是现行国际货币体系的三大突出特点:美元是各国中央银行最为倚重的储备货币,事实上成为超级货币;欧元兴起;美国货币政策以及美元货币条件对全球经济具有巨大影响力和冲击力。

### (一)美元是各国中央银行最为倚重的储备货币,事实上成为超级货币

在布雷顿森林体系崩溃之后,美元经历了一个从相对衰落到重新兴起的过程。布雷顿森林体系的崩溃打破了美元与黄金的直接挂钩,削弱了美元的国际信用基础。随着东欧剧变和前苏联的崩溃,美元的国际地位又得到了加强。东欧剧变带来了经互会的瓦解,在原经互会体系(CMEA)下,东欧各国与各苏联加盟国不需要以硬通货为中介进行贸易,并且由于其与西方国家的经济往来很少,他们也不需要硬通货作为外汇储备;在经互会体系崩溃之后,东欧各国与从前苏联分裂出的各国都急于参与国际贸易、取得经济发展,在这种情况下,各国对美元的需求迅速上升,导致了美元外汇储备的大量增加。爆发于1997年的亚洲金融危机以及在此之前先后爆发的各种各样由于跨国资金流动逆转而引发的国际收支危机,也使得各国中央银行对美元储备的重要性产生了深刻的印象,在这样的背景下,各国外汇储备迅速上升,而在外汇储备结构中,美元所占比例从20世纪90年代初开始有显著的提升。美元在各国中央银行外汇储备中的比重,从20世纪70年代初的80%左右下降到20世纪80年代末的50%左右,在这一过程中,德国马克、日元等部分替代了美元;而从20世纪90年代初到21世纪初,美元在各国中央银行外汇储备中的比重回升到了70%的水平(1999年),进入21世纪以来,欧元的产生与兴起又使得美元的比重有所下降。

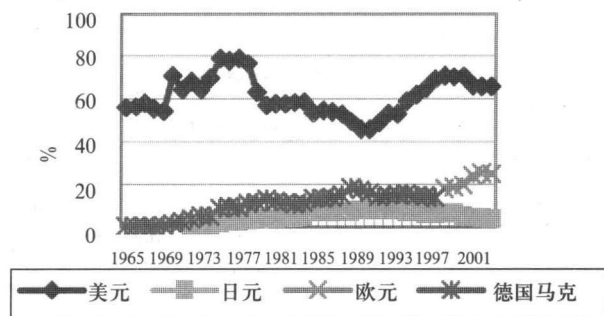


图3 国际央行储备的币种结构

(数据来源:IMF COFER数据库)

美元在国际贸易结算中也仍然占据着绝对优势地位。几乎在所有国家的国际贸易中,美元都是最主要的结算货币。根据 Kamps(2006)的统计,在日本出口和进口结算中,美元所占比例分别达到了 51.2% 和 69.4%,即使是德国、法国等欧元区国家及英国,其出口贸易结算中美元所占比例也达到了 30% 上下,进口贸易中这一比例更高。

### (二) 欧元的兴起

依托发展了近五十年的欧盟、欧洲经济共同体,欧元自正式推出以来迅速成为国际货币体系中的重要力量。在各国中央银行外汇储备中,欧元的比重在稳步提高,目前已达到约 30% 的水平。在国际债券与票据市场中,以欧元计价的产品所占比重迅速上升,在 2003 年后已成为最主要的计价货币。

### (三) 美国货币政策以及美元货币条件对全球经济的影响力和冲击力

美国作为全球最大的经济体和进口国,其货币政策对世界各国,尤其是新兴市场国家的经济,具有重大影响。美元作为各国中央银行的最主要储备货币,美元的货币条件对各国货币政策具有直接的影响。这种影响产生的重要机制是美元在全球外汇市场的充盈度会反映在国际货币市场上,造成各国货币对美元汇率的波动,这种波动伴随着资金的流动。具体说来,当美元货币条件收缩时,美元相对稀缺,资金会从其他国家逆流至美国,这对外汇储备不足、金融体系不够健全的国家而言,无疑是个灾难;相反,当美元货币条件相对宽松时,美元将从美国流向其他国家,引起这些国家的流动性过剩、资产价格飞涨。安德鲁·霍尔丹(2009)利用网络理论和证据解释了过去 10 年金融网络出现的两个特点:复杂性和同质性,在面临压力时,反馈效应增强了网络的脆弱性;在一国货币主导国际货币体系、一国货币条件影响全球货币条件的情况下,金融体系的整体抗干扰能力必然被进一步削弱。

在十余年前,美国的  $M_2/GDP$  处于历史低位,同期在全球范围内连续出现了若干次重大金融危机,包括 1994 年墨西哥金融危机、1995 年的阿根廷危机、1997~1998 年的亚洲金融危机、1998 年的俄罗斯金融危机以及 1999 年的巴西危机。李稻葵和梅松(2008)比较系统地研究了美元的货币条件以及美国的货币政策与新兴国家金融危机的关系,他们的研究比较突出的结论是,当以美国  $M_2/GDP$  为标准的货币条件比较宽松时,即  $M_2/GDP$  的比重高于平均值 5% 的时候,如果一个新兴市场国家经常账户出现赤字,那么由此资金逆转所产生的金融危机的概率不大,最多 2%。假如美元的货币条件相对比较紧,即美元  $M_2/GDP$  比重较平均值低 5%,那么此时同样水平的经常账户的逆差将会带来最大 19% 的资金逆转可能,造成该国国际收支危机、引发金融危机。也就是说美元的货币条件作为外因直接影响资金逆流和金融危机爆发的可能。

## 三、现行国际货币体系的主要问题

现行国际货币体系的主要问题可以归结为三个:国际货币发行者的激励不兼容;美元信用基础的动摇导致现行体系不可持续;普遍认为的美国等发达国家独揽铸币税收入的不公平性。

### (一) 国际货币发行者的激励不兼容

所谓国际货币发行者的激励不兼容,指的是当前国际体系中占主导地位的是以美元为主的发达国家的货币,发达国家的货币政策主要是根据本国的利益和宏观经济的状态进行调节的。但是从客观上讲,发达国家的货币政策又会作用于其他国家宏观经济,而其他国际的经济状况乃至其他国家经济利益不可能百分之百地反应到发达国家的货币政策中来。因此就造成了一个货币政策制定的主体与货币政策效果接受者之间的不对称性,货币政策制定的主体是发达国家货币当局,而货币政策效果的接受者不只是发达国家,也就是货币政策制定者的激励来自调节本国经济的变化,而并不考虑其他国家的经济情况。耶鲁大学经济学教授特里芬于20世纪60年代提出了著名的“特里芬难题”,在20世纪50年代至60年代的历史环境下,上述激励不兼容的主要体现是世界各国出于平抑国际贸易的需要,对美元产生需求,而美国又因为黄金储备的不足,不愿意发行相应数量的美元,因此出现了全球性的美元短缺,可以说特里芬难题是上述激励不兼容政策的重要反映。

美元作为一国主权货币和作为全球流通及价值储存工具间的矛盾日益扩大,使得现行国际货币体系存在内在的不稳定性。2008年下半年,全球资产价格泡沫破裂,美国经济作为金融危机的策源地,迅速进入了金融恐慌。在此条件下,美国货币当局非常清醒地认识到他们必须采取以国家信用为基础的国家信用扩张的方式来营救美国的金融机构,因此出现了大印钞票,积极发行国债的政府营救方式,这在客观上也在不断放松美国的货币条件,美元货币条件的放松在2009年春天已经非常明显地反应到全球范围内,不仅是美国,英国等发达国家的资产价格上升,俄罗斯、南非、巴西、中国、印度等国的股票市场也迅速攀升,平均升幅在40%以上。这一轮资产价格的上升究其根源,就是美国货币条件的迅速放松。如果说,世界经济面临着新一轮的资产泡沫的话,那么其根源就是美国货币政策的迅速放松。

### (二) 美元信用基础的动摇导致现行体系不可持续

美元的信用基础已进入了一个长期的下滑和动摇的通道,这导致现行国际货币体系难以持续。美元信用基础的动摇表现在多个方面。首先,美国经济总量占全球的比重不断下降,以购买力平价计算美国占全球GDP的比重从1999年的23.74%下降2008年的20.69%,这一过程还可能持续,因为金融危机过后,世界经济增长将主要发生在一批新兴市场国家。美元信用动摇的第二个表现是美国联邦政府的赤字不断上升。美国联邦赤字在近30年来长期处于赤字之中,唯一的例外是1998年到2001年之间出现了微弱的盈余,2009年美国联邦赤字预计达到13%,在未来若干年还会维持在比较高的水平,美国联邦赤字的不断攀升和积累一定会带来美国国家信用和美元信用基础的动摇。美元信用基础的动摇还表现在美国经济对外资产负债表的恶化,战后一段时间以来,美国成为世界最大的债权国,但这一地位在20世纪80年代末90年代初已逐步改变,美国经济对外的债务的净额自20世纪90年代以来不断攀升。总之,美元的信用基础在不断下降,这是现行大部分学者和分析家,以及政策制定者所不可否认的事实。

### (三) 普遍认为的美国等发达国家独揽铸币税收入的不公平性

美国为世界上最主要国际货币的发行者,很自然地获得了大量的铸币税收入。美国铸币税收入的第一个来源是流行在世界各地的美元现金量,这些现金是美国政府发出的、

不付利息的、在正常情况下永远不需要偿清的债务。根据美联储及相关学者的统计,由于个人旅游出访小额携带、官方海关运输出境、地下走私出境等因素,有约 4500 亿美元在美国境外流通,而截至 2009 年 5 月底,美联储发行的流通中的美元现钞总额为 8700 亿美元<sup>①</sup>。美国铸币税收入的第二个来源是美国发行的国债,由于美国国债的国际信用评级较高,可以在全球范围内以较低的利息率获得借贷。美元铸币税收入的第三个来源是整个美国经济在世界各地融资的低成本。由于美元是国际货币,所以美国企业以美元计价发行的各种有价证券比较容易获得投资者的认可,融资成本很低,这也带来了巨大的收益。此外,大量的国际结算都以美元计价,美国家庭、企业、政府在很大程度上不需要面对汇率波动的风险,这极大地降低了美国经济体的交易成本。

表 1 美国的长期证券净头寸(单位:10 亿美元)

时间	美国持有的外国长期证券	外国持有的美国长期证券	美国的长期证券净头寸
1994 年 12 月	870	1244	-374
2000 年 3 月	2678	3558	-880
2002 年 6 月	2129	3926	-1797
2003 年 6 月	2367	4503	-2136
2004 年 6 月	3027	5431	-2404
2005 年 6 月	3728	6262	-2534
2006 年 6 月	4799	7162	-2363
2007 年 6 月	6429	9136	-2707
2008 年 6 月	6342	9463	-3121

注:数据来源:美国财政部与美联储纽约银行,“Report on Foreign Portfolio Holdings of U. S. Securities”, April 2009

陈雨露等(2005)对美国的铸币税收入进行过估算,根据他们的研究,这一收入在某些年份达到美国 GDP 的 1.8% 之高,最低时也有 0.2%。无论如何,美国凭借其特殊的国际货币发行地位获得了大量铸币税收入,是一个不争的事实,而其独享国际货币的铸币税收入是现行国际货币体系不合理性的表现之一,也引起了国际社会的种种抱怨。

#### 四、后金融危机时代国际货币体系可能的演变方向

在清楚认识到现行国际货币体系的特点和问题之后,我们可以讨论未来国际货币体系演变可能出现的几个方向。首先,我们可以比较肯定地预测,全球在可预计的未来不会成为一个唯一的单一货币区。我们的理由不仅仅是政治因素,更重要的全球不具备而且未来也不可能具备产生单一货币的条件。单一货币区理论告诉我们,若干地区共享单一货币需要众多条件。Mundell (1961) 提出,当面临不对称冲击时,劳动力流动性较高的国家间可以通过劳动力的国际流动来替代名义汇率调整,从而减少形成货币区的宏观失业

<sup>①</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System, “Federal Reserve System Monthly Report on Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet”, June 2009.

成本,而我们必须承认,劳动力的高度国际流动性在很长一段时间内是极难实现的,全球单一货币也因此遭受极大的阻力。Tower and Willett(1976)指出,货币同盟成员国的宏观调整成本依赖于成员国面临冲击的相似程度,冲击相似度越高,加入货币同盟的成本就越低,而克鲁格曼认为经济一体化的发展将加剧各国的专业化程度,增加了一国遭受非对称性冲击的可能性,增加了货币联盟的成本。总而言之,要使全球成为一个单一货币区在长期内存在巨大困难、成本极高、几乎不可能实现。

全球货币体系在金融危机以后演变为单一货币体系的一种最可能出现的情形是全球回归金、银本位或商品本位的货币体系。在这一体系下,各国尽管都有自己的货币,但是各自的货币都与该国对某一商品的拥有量挂钩。这样的国际货币体系,可以脱离任何单个国家和国际组织的干预,具有较强的客观性。但是,在全球经济日益发展的情况下,黄金、白银或本位商品的供给将严重不足,造成全球流通性不足,对于经济发展造成很大的不利;更大的问题是,在这样的体系下,黄金、白银生产国以及其他本位商品的生产国事实上将对国际货币政策产生巨大的影响,仍然难以实现国际储备货币的有序供给。因此,回归金、银本位或商品本位几乎不具备成功的可能性。因此,我们基本可以排除这种格局出现的可能性。

既然单一货币的情形出现的可能性非常小,那么,后金融危机时代国际货币体系最可能的演变方向是什么呢?在此,我们提出两种可能性。

#### (一)以超主权国际储备货币为核心的国际货币体系

中国人民银行行长周小川博士提出了建立超主权国际储备货币、强化现有国际特别提款权(SDR)的建议,这是一个极为重要的改革方向,也是未来国家货币体系可能的演变的一个方向。建立超主权国际储备货币这一方案的优点非常突出,它可以直接解决现行国际货币体系所存在的问题,使得国际货币的发行不受控于单个主权国家的货币政策,而铸币收入也可以合理地在各国间进行分配,并且使国际货币摆脱了对单个国家之信用的依赖,具有很强的稳定性。在很大程度上讲,这一方案指出并代表了国际货币体系改革的理想目标和大势。基于现实情况的考虑,现有的SDR是最有可能成为具有实际超主权国际储备货币的载体,而要使SDR真正成为超主权国际储备货币,需要首先满足三个基本的前提条件。

第一,需要极大地扩大现行SDR的规模,并扩充SDR一揽子货币的币种以进一步强化SDR的信用基础。截至2008年8月底,SDR的总配额为2174亿SDR单位(约合3410亿美元),SDR要成为国际储备和支付手段,这一规模是远远不够的。

第二,积极扩大以SDR计价的交易范围与规模,SDR不能仅仅限于做各国货币当局之间的结算工具,要使SDR成为国际货币,必须使其具有很大的私人部门交易规模,为此,我们可以探讨IMF以及世界主要国家发行以SDR计价主权债务的可行性,IMF事实上已经在这个问题上跨出了一步,下一步需要各主要国家跟进、推动,SDR首先需要至少达到英镑、日元那样的流通水平,才能逐渐替代美元的地位。

第三,对IMF进行深刻的改革。作为SDR发行的控制者,IMF必须向各国和相关机构建立公平、公正、高效的形象,因此,IMF必须改变其听命于美国政府的形象。IMF也需要密切监控全球货币、金融市场的波动情况,平衡各国利益,做出公开、透明、合理的货币

政策调整。这一改革将是非常困难的,最大的困难来自美国,美国不仅是现行国际货币体系的最大的受益者,也是 IMF 的主要控制者,SDR 改革方案的成功必然需要美国政府的支持。在金融危机爆发之后,全球对国际货币体系改革的呼声高涨,然而,由于美国经济以及美国国家信用相对下落,美国经济的恢复尤其依赖于维系现行以美元为核心的国际货币体系,可以说,金融危机的爆发,使得 IMF 的改革变得尤为困难。

总体而言,要建立起具有广泛信用的超主权国际储备货币,仍需要长期、大量的努力以实现必要的前提条件。

## (二)美元、欧元及人民币三足鼎立的多基准货币体系

在这一体系下,美元、欧元、人民币成为三足鼎立的最重要的基准货币。这是一种相对多极化的制度安排,首先,它脱离了美国对国际货币体系的绝对影响,国际货币的发行将由若干主权国家共同掌握,这些主要货币间的相对汇率是通过系统、复杂的谈判、博弈产生的,与现行国际货币体系相比,具有较强的包容性,能够更好地代表全球各经济体的利益。其次,由于这一体系并不单一依赖美国的国家信用,这一体系会具有更强的稳定性。本轮金融危机爆发并在全球范围内迅速蔓延,使人们深刻地认识到——使用一国主权货币作为主要的国际储备货币和国际支付手段,固然可以获得很大的便利性,但是其系统性风险和可能造成的损失也是巨大的,因此人们也更加认同增加国际支付和储备货币可选择性之重要。

为什么会是美、欧、中三个地区的货币成为新国际货币体系的主要支柱,而英镑、日元或瑞士法郎只能居于较为次要的地位呢?这是基于仔细的经济金融研究分析而得到的结果。Chin and Frankel(2007)计量分析了 1973 年至 1998 年间各国央行国际储备币种结构的影响因素,其中显著的因素包括发行国的经济总量、通货膨胀率、汇率波动方差大小,发行国相关金融中心的大小。李稻葵和刘霖林(2008a)对各国央行国际储备(1967 年至 2004 年)、国际贸易结算(1999 年至 2005 年)、国际债券产品(1993 年至 2006 年)的币种结构进行了计量分析,其结果表明,一国的货币成为国际货币需要五个条件:一是经济规模、国际贸易规模在世界中占有相当大的比重;二是国内金融市场规模要足够大;三是具有足够的外汇储备;四是其货币在一定时期内具有升值态势;五是货币可完全自由兑换。中国作为一个 GDP 排名世界第三,且保持了较高发展速度、较低通货膨胀率、巨额贸易顺差的经济大国,其具有高度升值预期的人民币在人民币可自由兑换后必然在国际化水平方面会有显著的提高。

李稻葵和刘霖林(2008a)在三种假设情景下分别预测了人民币在国际储备中的比重:

情景一:中国 GDP 前 4 年增速为 9%,后续 11 年增速为 8%。人民币汇率前 4 年平均升值幅度 3%,后续 11 年平均升值幅度为 1%。贸易顺差占 GDP 比重在 2020 年为 1%。

情景二:中国 GDP 前 4 年增速为 9%,后续 11 年增速为 8%。人民币汇率前 4 年平均升值幅度 3%,后续 11 年汇率不变。贸易顺差占 GDP 比重在 2020 年为 4%。

情景三:中国 GDP 前 4 年增速为 8%,后续 11 年增速为 5%。人民币汇率前 4 年平均升值幅度 3%,后续 11 年汇率不变。贸易顺差占 GDP 比重在 2020 年为 4%。



在这三种假设下对人民币在国际储备中比重的预测结果如下:

表2 对2020年国际储备中币种结构的预测(李稻葵和刘霖林 2008a)

	情景一	情景二	情景三
人民币	21.45%	17.54%	15.15%
美元	27.37%	28.74%	29.57%
欧元	22.45%	23.57%	24.25%
日元	13.43%	14.10%	14.51%
瑞士法郎	1.53%	1.61%	1.66%
英镑	13.76%	14.45%	14.86%

从原则上讲,现行国际货币体系的主要问题在这种多极化的货币体系下依然存在,比如利益的不兼容性,但是毕竟可以得到很大程度上的改善。如 McKinnon(2002)所指出的,如果主导的中心货币的本身价值稳定,其作为单一的国际货币的自然垄断功能将得到加强,由于经济惰性和网络外部性,美元在国际货币体系中的突出作用将长期存在。多支柱国际货币体系事实上是当前的默认选项,是一种现实主义的改良方案,从现有国际货币体系向多支柱国际货币体系的演变将大体遵循市场化发展的路径,其所遭遇的经济和政治阻力也会相对小很多,也是最有可能出现的情况。

## 五、以人民币国际化有力推动国际货币体系改革

国际金融危机毫无疑问唤起了全球各国对国际货币体系改革的关注与热情,中国作为增长最快、影响力日益上升的世界经济大国,本身也是国际货币体系改革的重要利益相关者,更是未来国际货币体系演变的重要参与者,中国可以也应该抓住这一历史机遇积极地倡导和推进国际货币体系的改革。

现行的国际货币体系没有充分体现广大新兴市场国家快速发展对世界经济格局造成的深刻影响,人民币的国际化将在很大程度上弥补这一缺陷。由于在现行国际货币体系中所处地位等众多方面有着深刻的相似性,中国与其他新兴市场国家在国际货币体系改革方面有许多共同的诉求,而人民币的国际化将大大提高中国在国际货币体系改革中的话语权与影响力,从而使广大新兴市场国家的利益在新国际货币体系中得到较好体现。现行国际货币体系的形成有其深厚的历史背景和路径,而对其改革也需要坚实的基础和切实的工作。人民币国际化不仅与国际货币体系改革不矛盾,而且事实上是国际货币体系改革的重要组成部分。即便国际间可以达成协议、创造出某种超主权的国际货币,这一国际货币也很难完全替代各主权国家的本币,而超主权货币必须与主要国家的主权货币(法定货币)间建立较稳定的汇兑关系。在这种情况下,人民币国际化使得超主权货币必须考虑到人民币的货币条件,从而使中国经济的利益得到表现。因此,中国需要以人民币国际化有力推动国际货币体系改革。

为了成功地以人民币国际化有力推动国际货币体系改革,我们需要注意哪些问题呢?

1. 贸易顺差是人民币国际化的基础。从历史的角度看,经常项目顺差能够帮助一个国家在国际货币的竞争、博弈中占据有利地位。事实上,美国直到 1976 年之前都保持了贸易顺差国的地位,而在此之前美元的国际中心货币地位早已确立,美元的输出主要是通过美国的资本输出实现的。人民币国际化尚处于刚刚起步的阶段,如果中国不能保持长期贸易顺差,则难以保持人民币币值的稳定、坚挺和外国居民对人民币的信心,在这样的情况下,人民币的国际化将难以实现。

特别值得强调的是,人民币国际化的路径肯定与英美货币国际化是不同的。它们货币的国际化是其国际政治、军事实力强大之后的产物。事实上,二战结束前夜的布雷顿森林会议的本质是在确认了美国的霸主地位之后确立了美元的基准货币地位,这一点是违背凯恩斯及其法国盟友的主观意愿的。一旦美元的储备货币的地位建立起来,美国必须成为美元的流出国(即,资本或经常账户必须赤字)以支持世界经济的发展,美元的流出是建立在以美国的国际政治霸权为基础的国家信用之上的。因此才有了特里芬难题。

反观今天人民币的国际化,我们的信用基础何在?显然不是我们的军事或国际政治影响力,只能是我们的经济实力。人民币的信用在国际上的体现是经常账户顺差或资本账户的顺差以及由此带来的高额外汇储备(当然这不一定全集中于官方外汇储备)。也就要是说特里芬难题在人民币国际化问题上完全不成立,人民币国际化不仅意味着我们会陷入经常账户的逆差,人民币国际化的基础必须是长期的适度的经常账户的顺差。在相当长的一段时间内,中国将保持对美国、欧洲等的巨额贸易顺差地位,与这些经济体的国际贸易也很难改变以美元、欧元结算的格局,同时美元、欧元仍是主要的国际货币,但是中国与其他经济体、尤其是其他新兴市场的贸易将有进一步的快速增长。因此很有可能形成这样的一种局面:中国保持长期总体贸易顺差地位,但对部分新兴市场国家存在贸易逆差以及人民币资本输出,而在对其他新兴市场国家存在贸易顺差的情况下,人民币资本输出的意义则更为突出;人们保持对人民币的(相对美元、欧元)升值预期并乐于持有人民币,人民币首先在新兴市场国家发挥国际货币作用。由于人民币的升值预期以及中国与众多新兴市场国家之间的经济互补性,这种局面是非常有可能出现的。

2. 完善金融市场、平稳实现人民币完全可兑换。在全球化和金融深化的背景下,资本项目往往比经常项目更剧烈的影响国际收支,在这样的情况下,一国金融市场的完善程度对该国主权货币在国际货币体系中的地位有着突出的影响,人民币的国际化离不开对可供国际投资者参与的、活跃并具有足够规模的人民币计价金融产品交易市场,尤其是债券和票据市场。人民币国际化的最大瓶颈是人民币的完全可兑换,而为了实现人民币的完全可兑换,我国的金融市场和监管体系仍需要极大的改善。Eichengreen(2005)、Frankel and Chinn(2007)都认为,由于中国金融市场不发达,人民币在很长时间内(二三十年以上)都不可能起到像欧元、美元那样的国际货币作用。对此,李稻葵和刘霖林(2008a, 2008b)提出,中国可以采用人民币国际化的双轨制方案。

双轨制的第一轨在境内,即国内金融市场和金融机构的改革。力求使金融市场运行

更加合理,扩大市场规模,提高定价效率和金融机构的风险管理能力,从而为人民币在资本账户下的完全可兑换创造条件,人民币在资本账户下的完全可兑换也需要逐步推进,包括扩大 QDII 规模、探讨规模可控的港股直接投资方案、中国证券市场的国际化、引进部分优质国外公司在国内上市从而消化部分外汇储备等。

双轨制的第二轨在香港,充分发挥香港的作用,尤其是发挥香港证券市场的作用。在香港大规模发行人民币计价的债券和股票,特别值得研究的是由财政部在香港发行中国国家主权债券或者由(特)大型企业在香港发行公司债券,这些人民币计价金融资产在香港的交易可以直接推动人民币在国际金融市场的影响力,从而逐步提高人民币计价金融资产在国际投资者投资组合中的比重,与此同时,也可进一步推动(已经开始的)人民币贸易结算。

3. 认同并承担国际货币发行者的国际责任。随着人民币国际化程度提高,我国货币政策会在更大程度上被国际社会关注,在这种情况下,中国政府无形中需要承担一定的国际责任,中国的货币政策也将在一定程度上失去独立性。从某种意义上说,这也是人民币国际化所带来的必然后果,中国必须学会如何适应人民币国际化后的国际环境。对国际货币发行者所应承担国际责任的认同与担当,也将为人民币国际化奠定坚实的基础。

4. 为应对短期内可能出现的国际货币体系重大变动做好准备。由于美元的信用基础的动摇和美国货币当局针对本轮金融危机采用的超常规货币政策应对措施,以美元为核心的现行国际货币体系有可能在短期内出现大的变动。在这种情况下,美元将对其他货币剧烈贬值,而美国国债券也会出现价格的迅速下跌。我国所持有美元资产中债权性资产所占比例远远高于多数国家,股权性资产规模与爱尔兰相当(截止 2008 年 6 月 30 日,中国大陆所持有的美国证券总值为约 1 万 2 千亿美元,其中股权性资产总值约 1 千亿美元;爱尔兰所持有的美国证券总值为约 4 千亿美元,其中股权性资产总值约 750 亿美元<sup>①</sup>),我们有必要采取必要的风险规避应对措施,美国国债券的日交易规模平均有 4500 亿美元之巨,在不引起市场剧烈波动的情况下进行资产配置调整是完全有可能的。此外,亦有必要为美元贬值造成人民币相对升值压力做好准备,在出口退税等针对出口企业的政策措施方面要做好备案,在国际舆论等领域也要进行深入的工作,对美元的突然大幅贬值制造压力。

## 六、小 结

本文首先分析了世界经济发展基本格局以及现行国际货币体系的主要特点。世界经济发展的基本格局是:新兴市场国家快速增长;国际贸易与全球化的飞速推进;全球金融深化、跨境资本流动金额迅速上升。世界经济发展的特点使得经济和金融活动对具有普遍良好信用的国际货币的需求大大增加,而与世界经济发展密切相关的是现行国际货币

<sup>①</sup> 美国财政部与美联储纽约银行,“Report on Foreign Portfolio Holdings of U. S. Securities”, April 2009.

体系的主要突出特点:美元是各国中央银行最为倚重的储备货币,事实上成为超级货币;欧元兴起;美国货币政策以及美元货币条件对全球经济具有巨大影响力和冲击力。根据本文的分析,现行国际货币体系中存在的三大问题分别是:激励不兼容以及由此带来的特里芬难题;美元信用基础动摇,现行体系难以为继;国际货币铸币税收入分配的不公平性。

基于以上分析,金融危机后的国际货币体系有两种主要的可能的演变方向,一是各国通力合作创造出超主权国际货币;二是欧元及人民币的持续兴起,与美元形成三足鼎立的国际货币体系。我们认为,中国应长期倡导并参与国际货币体系的改革,积极参与 IMF 改革,以彰显中国作为一个崛起中的大国积极推动国际合作的风范。但是,由于各种国际政治力量的干扰,我们必须做好第二种情形的准备,人民币国际化则是我们最为现实和有效的选择。

现行的国际货币体系没有充分体现广大新兴市场国家快速发展对世界经济格局造成的深刻影响,人民币的国际化将在很大程度上弥补这一缺陷。由于在现行国际货币体系中所处地位等众多方面有着深刻的相似性,中国与其他新兴市场国家在国际货币体系改革方面有许多共同的诉求,而人民币的国际化将大大提高中国在国际货币体系改革中的话语权与影响力,从而使广大新兴市场国家的利益在新国际货币体系中得到较好体现。

我们认为,中国应长期倡导并参与国际货币体系的改革,积极参与 IMF 改革,以实现建立超主权国际货币的长期目标。人民币国际化则是中长期内中国推动、参与国际货币体系改革的有效方式。为了成功地以人民币国际化有力推动国际货币体系改革,我们需要在以下方面做出努力:保持中国的贸易顺差国地位;完善金融市场、平稳实现人民币完全可兑换,采取双轨制步骤推动人民币国际化进程;认同并承担国际货币发行者的国际责任;为应对短期内可能出现的国际货币体系重大变动做好准备。

## 参 考 文 献

- [1] 安德鲁·霍尔丹, 2009,《反思金融网络》,《比较》(第 42 辑),北京:中信出版社。
- [2] 陈雨露,王芳,杨明, 2005,《作为国家竞争战略的货币国际化:美元的经验证据——兼论人民币的国际化问题》,《经济研究》2005 年第 2 期。
- [3] 雷达,孙中栋, 2009,《财富的国际转移与美国高消费时代的调整——基于国际资产负债结构的分析》,《经济理论与经济管理》2009 年第 5 期。
- [4] 李稻葵, 2007,《大国发展战略——探寻中国经济崛起之路》,北京大学出版社。
- [5] 李稻葵,刘霖林, 2008a,《人民币国际化:计量研究及政策分析》,《金融研究》2008 年第 11 期。
- [6] 李稻葵,刘霖林, 2008b,《双轨制推进人民币国际化》,《中国金融》2008 年第 10 期。
- [7] 李稻葵,梅松, 2009,《美元 M<sub>2</sub> 紧缩诱发世界金融危机:金融危机的内外因论及其检验》,《世界经济》2009 年第 4 期。
- [8] 谢平,陈超,柳子君, 2009,《主权财富国家基金有利于提高国家资产负债表的稳定性》,《金融研究》2009 年第 2 期。
- [9] 张雪春, 2009,《货币政策的危机管理》,《金融研究》2009 年第 6 期。
- [10] 朱民, 2009,《研究“危机后的世界经济金融格局”的五个问题》,《国际经济评论》2009 年第 4 期。
- [11] Dooley, M. P., Folkerts-Landau, D., Garber, P., 2009. Bretton Woods II still defines the international monetary system, NBER Working Paper No. 14731, February.
- [12] Eichengreen, B., 2005. Sterling's pas, Dollar's future: Historic perspectives on reserve currency competition, text of

- Tawney Lecture delivered to the Economic History Society, Leicester.
- [13] Eichengreen, B., 2007. *Global Imbalances and the Lessons from Bretton Woods*, The Cairoli Lectures. The MIT Press, Cambridge, Mass. And London.
- [14] Frankel, Jeffrey, and Menzie Chinn, 2007. Will the Euro eventually surpass the Dollar as leading international reserve currency? NBER working paper No. 11510.
- [15] Kamps Annette, 2006. The Euro as invoicing currency in international trade, ECB Working paper series No. 665.
- [16] Krugman Paul R. and Maurice Obstfeld, 2006. *International Economics: Theory and Policy* (7th Edition), Addison - Wesley.
- [17] McKinnon Ronald, 2002. The euro versus the dollar: resolving a historical puzzle, *Journal of Policy Modeling*, Vol 24 Issue 4.
- [18] Mundell Robert Alexander, 1961. A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, Vol 51 Issue 4.
- [19] Mundell Robert Alexander, 2001. Currency areas and international monetary reform at the dawn of a new century, *Review of International Economics*, Vol 9 Issue 4.
- [20] Tower, E. and Willett, Thomas, 1976. *The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange Rate Flexibility*. International Finance Section, No. 11, Princeton University.

**Abstract:** This paper analyzes the evolution of the international monetary system after the financial crisis. We first provide a quick review of three fundamental features of the world economy before the international financial crisis, including rapid growth of emerging market economies, impressive pace of globalization, and rapid financial deepening and cross-border capital flow. These features of the world economy gave rise to an ever-increasing international demand for international reserve currencies such as the US dollar. Consequently, the current international monetary system which was shaped before the financial crisis has three main noteworthy characteristics: (1) the US dollar is the most important reserve currency relied heavily by central banks worldwide; (2) the Euro has been emerging rapidly competing with the US dollar; (3) monetary policies and monetary conditions of the United States have tremendous influence in the world economy. We argue that after the financial crisis, the credit foundation of the US dollar has been shaken significantly and therefore the current international monetary system is not sustainable in the long-run. Based on these analyses, we show that there are two alternative cases of the evolution of the international monetary system in the post-financial crisis era. The first case is that countries in the world cooperate to establish a globally accepted reserve currency, which beyond the control of any sovereign state. The other alternative is that the world's sovereign currencies compete in international transactions and gradually a multi-currency anchored international monetary system will emerge. The most likely anchor currencies are the US Dollar, the Euro, and the Chinese RMB. We believe that by far, the multi-currency anchored system is the more likely case. We therefore suggest that while China should participate in the international monetary system reform as well as the IMF reform to push for the first possibility in order to showcase her commitment to international cooperation, however, China also needs to prepare for the second possibility. We thus conclude that pushing for the internationalization of the Chinese RMB is the most practical and effective policy the Chinese government for years to come.

**Key Words:** international monetary system reform, RMB's internationalization

(责任编辑:李景农)(校对:HQ)