

国际货币体系的演进及多元化进程的中国选择^{*}

——基于“货币强权”的国际货币体系演进分析

彭兴韵

[摘要]本文基于“国际货币强权”分析了国际货币体系演变过程,认为美国对货币强权的追求是布雷顿森林体系崩溃的重要因素,牙买加体系下的浮动汇率制、真正美元本位的形成并主导的国际货币体系进一步扩张了美国的货币强权。但美国货币强权的扩张又对该系统产生了反身性冲击,其中,影响最大的就是亚洲金融危机。这场危机之后,各国改变了对传统最优储备规模的认识,全球外汇储备迅猛增长。这使得任何单一储备货币的国际货币体系的安排都具有内在不稳定性,储备的迅猛增长形成了对改革国际货币体系的倒逼机制;美国的双赤字、美元低利率及美元流动性扩张,都是内生于美元作为单一主导国际货币体系安排之中的,是美国为维护“美元强权”而采取的“刀刃上的平衡”措施,这进一步发展了特里芬难题。因此,国际货币体系的多元化是提高其稳定性的必然选择,国际货币权力重新分配的依据就是国际贸易与资本流动格局的变化,这是顺应全球经济多元化的必然选择,是提高国际货币体系稳定性和摆脱单一货币强权控制的内在要求,也为人民币国际化提供了前所未有的历史机遇。基于此,本文最后从国际货币体系演变的历史视角探讨了人民币国际化,并由此促进国际货币多元化的现实条件。

关键词: 货币强权 美元本位 国际货币多元化 人民币国际化

JEL 分类号: E40 F33 F42

一、引言

国际货币体系是影响当今全球经济和金融稳定的一个重要因素。国际货币的演变、发展及其影响,也是经济学家们历久不衰但仍未穷尽的研究课题。当私人部门和官方机构将一种货币的使用扩展到其发行国以外时,它就成为国际货币(Cohen, 1971),或成了国际货币体系的中心货币并拥有了国际货币“领导权”。为什么需要一种中心国际货币?麦金农(McKinnon, 2006)认为,这可以简化全球的外汇市场,居于中心的国际货币实际上是“货币的货币”,它具有交易媒介、价值尺度、延期支付标准和价值贮藏等功能,全球外汇市场的发展和扩大,会自发地选择某一经济总量较大的外汇市场的货币来发挥中心货币的作用。一种货币能够成为国际货币,会给国际货币的发行国带来诸多利益。过去,人们通常将目光集中于发行国际货币所能获得的铸币税。除此之外,普拉卡西(Prakash, 2007)认为,若一种货币能够在国际经济关系中得到广泛使用,还可以通过贸易条件渠道带来新的利益,即一定单位的该货币所能购买到的国外商品数量会增加。居于国际货币体系中领导地位的货币,还拥有货币强权(monetary power),即居国际货币领导地位的国家,会通过国际货币关系而对其他外围国家施加很大的影响(Andrews, 2006)。货币强权体现在多方面,如转嫁货币转换成本的权力、延迟支付持续调整成本的权力、重构参与国社会地位的权力,等等。拥有货

^{*} 彭兴韵,中国社会科院金融研究所研究员,经济学博士,斯坦福大学访问学者。本文是王国刚教授主持的国家社科基金重大课题“中国货币供应机制与未来通货膨胀风险研究”(课题编号:09&ZD036)的阶段性成果之一。

币强权的国家还可利用“汇率武器”制衡其主要经济对手,美国就曾利用货币胁迫的手段(汇率武器)来使日本和欧盟采取的诸多措施大打折扣(Henning, 2006)。

成为国际货币的决定要件是什么呢?艾肯格林(2008)强调,国际货币体系的形成是网络外部性的结果,当参与国际交易的其他国家(企业)都在使用某一种货币,另一国不使用它时,其交易成本就非常高,而参与到这个网络中,则会大大地降低交易成本。根据网络外部性理论,国际货币体系最终只能有一种中心货币。但网络外部性理论没有解释形成国际货币的原动力是什么。如果卖方决定用某种货币作为国际交易计价与结算的货币,这种货币就成了国际货币,而影响卖方选择的因素主要取决于其他卖方的行为、贸易伙伴的相对规模及该种货币的通胀率(Kannan, 2007)。卡霍夫(Kumhof, 2009)认为,以一国货币定值的资产在国际资产组合中所占份额,与该货币的名义利率存在单调增加的关系。将一国货币在国际货币体系中的地位,归结为名义利率显然是过于简单化了。一个矛盾现象是,现在发达国家的利率要远远低于发展中国家或新兴市场国家的利率,但后者依然没有能够享有国际货币的地位。王信(2009)认为,20 世纪 90 年代之前国际收支顺差对国际货币体系演变的决定性作用,90 年代之后,金融实力超过贸易顺差成为国际货币体系的决定性因素。张明和覃东海(2005)认为,国际货币体系的演进属于诱致性制度变迁,在某种国际货币运行了一段较长时间后,由于国际经济中出现了一些新特点,原有的国际货币体系已经变得不再具有可持续性,旧体系就会被新体系所取代;国际货币体系中心国家和外围国家彼此之间可能相互转化;中心国家的数量可能发生改变,既可以只有一个中心,也可以有多个中心。艾肯格林和弗兰德鲁(Eichengreen and Flandreau, 2008)的统计分析支持了可以存在多个中心的观点,在两次世界大战期间,英镑就与美元在国际储备货币中平分秋色,许多国家的中央银行在英镑与美元之间以相当的比例分配其储备资产。科恩(Cohen, 2006)考察了货币强权的宏观基础,沃尔特(Walter, 2006)认为相对保守的货币政策、便于促进高度发达金融市场的制度安排,都是让一国货币取得国际货币强权的重要国内前提条件。除了经济、商业与金融的规模以外,储备货币地位的取得,也依赖于一国的政治影响力(Eichengreen and Flandreau, 2008),这些因素的变化,会导致国际货币的兴衰,因此,货币的权力格局从来就不是静止不变的,而是随着国家的兴衰而演变(蒙代尔, 2003)。

众所周知,当今的国际货币体系呈单一化格局。根据 IMF 的统计,在全球外汇储备的币种构成上,美元资产占据了 60%以上,欧元则在 20%左右。在商品的进出口方面,以美元计价和结算的,也占有极高的比重,尤其是在亚洲国家,占到 60%~90%不等(Goldberg and Tille, 2006)。这使得国际货币体系结构具有不对称性,货币中心国家可以将汇率脆弱性的风险转嫁给债权国家,债权国家却不能以自己的货币向债务国贷款。这被麦金农(McKinnon, 2005)称为“冲突美德”(conflict virtue),他还将国内金融体系不太发达、不能以本币向债务国提供资金的国家称为“不成熟债权人”(immature creditor)。次贷危机演变成为全球金融危机之后,那些具有“冲突美德”、高外汇储备的“不成熟债权人”,深切地体会到了拥有“货币强权”的国家,在危机与调整成本转嫁方面给它们带来的不公平待遇,它们对改革国际货币体系的声音日渐高涨。但是,国际货币的改革与重构,既是全球货币版图的重构与货币权力的重新分配过程,也是对全球地缘经济政治利益的重新分配过程,对于如何改革国际货币体系,利益相关各国有不同的主张。这无疑加大了改革国际货币体系的难度,也决定了未来国际货币体系的改革将是十分漫长的过程。然而,国际货币的既得利益政府是否乐意推动其改革是一个主观意愿的问题,国际货币体系是否需要改革以及如何改革,却是全球经济、政治、科技等诸多因素共同作用的客观结果。

上述有关国际中心货币的相关利益及其决定因素的诸多文献中,国际货币强权是一个非常重要的概念和分析视角。遗憾的是,安德鲁等(Andrews, et al, 2006)虽然提出了货币强权这一概念及其构成,但他们并没有分析货币强权是如何影响了国际货币体系的发展和演变的。本文的目的就在于,除了强调基本的经济因素外,基于国际货币强权的概念,从国际货币体系的历史视角,分析美国对国际货币强权的追求是如何影响了布雷顿森林体系以来的国际货币演变的。本文的结构安排如下:第二部分重点分析了美国布雷顿森林体系的“双挂钩”安排对美元货币强权的约束及它对布雷顿森林体系崩溃的重要影响;第三部分分析了牙买加体系下美元货币强权的扩张及新的制约因素;第四部分则研究了美元货币强权扩张的结果,它反而导致了美元主导的单一国际货币体系的内在不稳定,认为在全球外汇储备急剧扩张的背景下,任何单一主权储备货币都使得国际货币体系具有内在的不稳定性,因而国际货币体系的多元化是提高国际货币体系稳定性的必然选择;第五部分则分析了实现国际货币体系多元化和重新分配国际货币权力的经济基础,即贸易与资本流动的格局的变化;最后一部分分析了在国际货币强权的重新分配与多元化进程中的中国政策选择。

二、国际货币强权与布雷顿森林体系的崩溃

在金本位制出现之前,商品经济较为发达的国家,以各种金属作为货币。由于金属具有同质性,采用同一币材的货币便有比较的相同基础,比如成色和重量。到19世纪70年代,随着工业革命的兴起,蒸汽动力消除了技术障碍,且复本位制的固有缺陷,使得英国采取了金本位制(艾肯格林,2009)。更重要的是,工业革命的兴起使已经实行了金本位的英国,成为世界经济的主导力量和其他国家融资的主要来源。据艾肯格林(2005)分析,在那个时期,英国主导了全球的贸易体系,在1860年至20世纪初,英国的出口占全球出口量的份额在20%~30%。这就使那些与英国进行贸易,并从英国输入资本的国家,在网络外部性作用的推动下,纷纷转向了金本位。英镑也就因此成了国际货币体系的中心货币。例如,在同一时期,全球贸易约有60%是以英镑计值和结算的(艾肯格林,2005);在第一次世界大战之前,外汇储备占到中央银行及政府全部黄金与外汇储备总量的20%;同时,英镑在储备货币中居统治地位,64%的官方外汇储备资产是存放在伦敦的,巴黎和柏林分别存有15%的官方外汇储备资产(Lindert, 1969)。特里芬(1968)估计,在20世纪20年代末,全球外汇储备中英镑占80%,在1938年仍约占70%。

随着工业革命的影响从欧洲转向美洲,全球经济、贸易与资本的主导力量也逐渐从英国转移到了美国,英镑和美元在国际货币竞争中的强弱对比也发生了变化。虽然钦和弗兰克尔(Chinn and Frankel, 2008)认为,美元是在第二次世界大战之后才取代英镑成为主导国际货币的,但是艾肯格林和弗兰德鲁(Eichengreen and Flandreau, 2008)则认为,美元事实上在20世纪20年代中期就取代了英镑在国际货币体系中的地位(期间经历过反复,在1933年美元贬值后,英镑又超过了美元)。两次大战期间的一个显著特征就是,纽约作为金融中心的兴起,并与伦敦展开了竞争;美元作为国际货币的兴起,并与英镑展开竞争。为了重构金本位崩溃后的国际货币体系和重新分配国际货币强权,英美两国分别于1940年和1941年开始酝酿战后国际货币秩序,最终促成了1944年召开的布雷顿森林会议。针对这次会议,凯恩斯和怀特分别代表英美两国的利益,提出了众所周知的“凯恩斯计划”和“怀特计划”。英美两国利益的差异,决定了它们在许多方面都存在很大的差异。然而,由于英美两国经济、政治及军事实力在过去几十年里强弱对比的变化,使得这次国际货币会议的各方面结果,都更接近于怀特计划,与凯恩斯计划相去甚远。布雷顿森林会议确立了美元与黄金以

固定比率挂钩、其他国家货币与美元挂钩的新国际货币制度,正式确立了美元在国际货币体系中的主导地位,英镑在国际货币体系中的地位被边缘化了。布雷顿森林体系是英美之间权力转移的产物,英国无力领导世界,英镑也就无法再充当国际中心货币的角色了(斯基德尔斯基,2006)。

布雷顿森林体系是促成一些国家战后黄金增长期的重要因素,它在一定程度上实现了汇率稳定,迅速解决了国际收支问题,使得国际贸易和投资获得空前的发展(艾肯格林,2009)。但是,布雷顿森林体系建立之后,美元居于国际货币体系的中心地位,这使美联储充当起世界中央银行的角色,戴高乐对美元的这种“过分特权”(exorbitant privilege)颇为不满(艾肯格林,2009),布雷顿森林体系在实际运行中开始遇到了政治冲突。同时,布雷顿森林体系又存在一些固有的缺陷:首先是众所周知的特里芬难题,美元作为储备货币与其价值之间存在内在冲突;其次,美元与黄金之间的可兑换性,会使人们随着美元负债相对于美国所拥有的黄金存量上升而对该承诺的信心发生动摇;其三,它依赖于对汇率的相机调整来校正国际收支失衡,一旦经济基本面使国际收支长期失衡,就会导致对该货币的投机冲击(Cooper, 1984)。有鉴于此,布雷顿森林体系保留了对资本项目的管制。但是,随着通讯技术的发展、贸易结构的变化、私人部门对外投资的增长,要识别投机资本越来越困难。上述矛盾,最终导致了布雷顿森林体系在1973年的崩溃。

上述对布雷顿森林体系崩溃的常规解释,固然是重要的方面。但它忽略了布雷顿森林体系的内在结构安排对美国在该体系下“货币强权”的制衡机制。布雷顿森林“双挂钩”的货币体系安排,纵然确立了美元的中心地位(或者如戴高乐意义上的“过分特权”,或如麦金农所说的“固定汇率美元本位”),但这种结构同时制约了美国从该货币体系中所能真正获得的“货币强权”,固定汇率的安排也使美国丧失了“汇率武器”,美元在该体系下所拥有的“过分特权”,或许并不如戴高乐想象的那么大。即便没有特里芬难题、可调整钉住汇率与资本流动的内在冲突,美国为了获得更大的货币强权,也有激励摆脱美元的黄金束缚,从而导致该体系的崩溃。该体系对美国货币强权的制衡主要体现在两个方面。

首先,布雷顿森林体系固定了美元与黄金之间的比价关系,但黄金的市场价格却是随市场供求关系而波动的。同一物品在同一时点上出现较大的价格差异时,总会产生套利的激励。当黄金市场价格高于布雷顿森林的固定美元价格时,一些国家的中央银行也有激励从事黄金套利活动。这种套利行为给美国的货币政策施加了很强的约束。美联储试图较多地发行美元或美国财政赤字的货币化,都可能激化黄金套利活动。因此,虽然布雷顿森林体系下其他货币与美元之间固定汇率的安排,使得外围国家的货币政策失去了自主性,但双挂钩的货币体系安排,同样使美国货币政策的“自主性”受到了很大约束。这同金本位制对货币政策的约束大致相似。在1929~1933年的大萧条中,美联储面对当时的危机冲击时还在提高利率,其原因之一就在于金本位约束使得美联储降低利率反而会导致货币存量的减少(弗里德曼、施瓦茨,2009)。同样地,布雷顿森林体系下的无风险黄金套利行为,最终可能会耗尽美联储的黄金储备。这一机制使得美国无法通过其国内货币政策的调整来对其他国家施加更强大的影响。为了获得真正的国际货币强权,美元首先要摆脱其与黄金之间的可兑换性。

其次,美元与外围国家货币之间固定汇率制的安排,使得美国在其国际经济地位面临外围国家兴起的威胁之时,无法使用汇率武器来加以制约。在20世纪60年代,美国采取了扩张性的货币政策,导致美国通胀率不断攀升,面对日本和德国在战后的兴起,美国的出口又失去了价格竞争力,例如,德国和日本占全球出口的份额,分别从1948年的1.4%和0.4%,上升到了1973年的11.6%和6.4%,相反,美国的出口份额在同一时期从21.7%下降到了12.3%(见后文表1)。但布雷

顿森林体系下的固定汇率安排,却使得美国无法利用汇率机制来调整国际经济关系。摆脱美元与其他复兴国家货币之间的固定汇率安排,也就成了美国为获得更大货币强权的另一必要选择。布雷顿森林体系与美国追求货币强权的内在冲突,在 20 世纪 60 年代中后期因美国的通胀而更加激化。为了摆脱布雷顿森林体系下“双挂钩”对货币强权的制衡,尼克松政府最终于 1971 年宣布美元贬值,关闭“黄金窗口”,拒绝国外美元储备与美国黄金储备之间的可兑换性。1971 年底的史密森协定试图稳固其他货币与美元之间的固定汇率,但又于 1973 年 3 月宣告失败,主要工业化国家的货币之间可以自由浮动。自此,美元与黄金挂钩、其他国家货币与美元挂钩的布雷顿森林体系就不复存在了,美元也因此解脱了黄金束缚,在国际货币体系路径依赖的作用下,美元获得了名至实归的国际货币地位,美国所拥有的货币强权得到了极大地扩张。

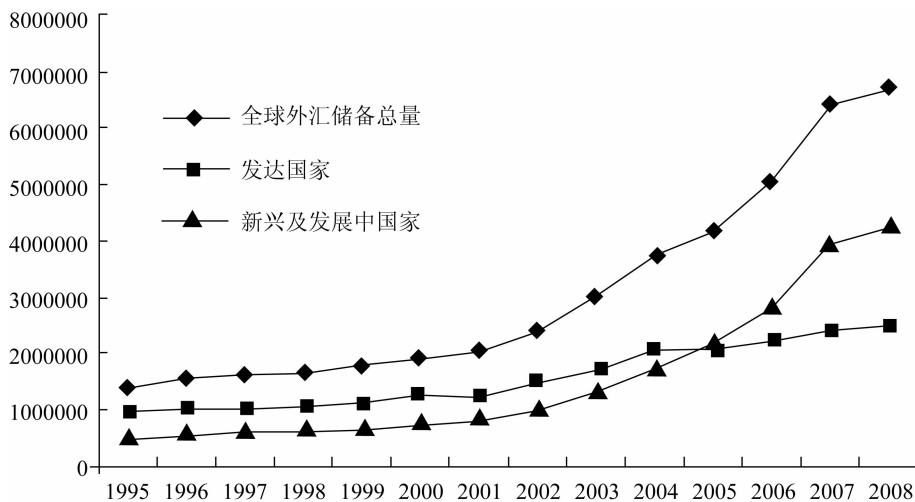
三、牙买加体系下美元货币强权的扩张及其新的制约

布雷顿森林体系崩溃后,国际汇率制度开始多样化。1975 年,11 种货币实现了独立浮动,采取单一盯住的货币有 81 种,盯住 SDR 及其他篮子货币的有 19 种,联合盯住的有 7 种(McKinnon, 1979)。有鉴于此,国际货币基金组织成员国召开了 1976 年的牙买加会议,确立了所谓的牙买加体系。牙买加体系实现了浮动汇率的合法化、黄金非货币化,还主张以特别提款权作为主要储备资产等。虽然牙买加体系允许各国选择汇率制度,但 IMF 要对成员国的汇率政策进行监督,使汇率符合各国长期的经济基本面,成员国不得通过操纵汇率来赢得不公平的竞争利益。因此,麦金农(1993)将其称为“浮动汇率美元本位”。由于美元不再与黄金挂钩,其他国家便没有了对美元发行的约束机制(在布雷顿森林体系下,就是外围国家的黄金套利活动),美元发行全凭美国政府的信用,失去了黄金约束的美元本位制,使得美国的货币强权得到了进一步增加,美国的“汇率武器”在处理国际关系时,便有了随美国之心而发挥的更大空间和余地。因此,我们看到,牙买加体系下美元汇率的每一次周期性波动,总是伴随着另一个国家(地区)的经济或金融体系的动荡(黄晓龙, 2007)。人们常常提起的广场协议,便是美国运用“汇率武器”这一货币强权的经典案例。

布雷顿森林体系崩溃并没有使美国所拥有的“过分特权”有所减少,相反,各国货币再没有直接或间接锚定的贵金属了,国际货币秩序时常显得较为混乱,其他没能获得货币强权的经济体不得不面临更脆弱的外部冲击。由于当时欧洲贸易已占全球总量的 50%左右,汇率的波动对当时已经成为全球经济一极的欧洲带来了新的不确定因素。为了稳定欧洲国家间货币的汇率并减弱美元汇率对欧洲贸易的不利影响,欧洲一些国家实行了蛇形浮动,但由于实行蛇形浮动的国家经济基本面的变动不一致、政府财政纪律与货币政策约束也存在较大的差异,蛇形盯住的汇率机制在运转中困难重重,在投机冲击的压力之下,参与蛇形浮动的国家不得不频繁调整汇率平价,欧洲货币间的汇率变动越来越剧烈,甚至多次发生了欧洲国别货币的汇率危机(艾肯格林, 2009)。欧洲的货币动荡加速了欧洲货币一体化的进程,通过货币的统一,一劳永逸地消除了欧元区各成员国之间货币的汇率,也就消除了成员国之间贸易与资本流动的汇率风险和货币兑换成本,加速了欧洲要素市场的一体化(Eichengreen, 2008)。欧洲货币的统一消除了汇率风险,也就减少了对外汇储备的需求。ECB 的数据显示,在 2002 年至 2005 年间,欧元区十二国的外汇储备余额下降了 40%以上,此外,货币统一还促进了欧元区金融市场的一体化和深化,这使得欧元拥有了越来越强的储备货币竞争力。帕帕约安努、伯茨和修罗尼斯(Elias Papaioannou, Richard Portes and Siourounis, 2006)通过均值方差模型进行的计量分析认为,由于越来越多的国家在国际市场上发行以欧元定值的证券,欧元在国际储备货币的最优份额显著增加,它事实上迅速地获得了国际货币的地位。艾肯格林

(2005)认为,未来 20~40 年里,欧元可能取得同美元一样重要的地位。更为乐观的是,在未来 15 年里,欧元就将超过美元成为主导的储备货币(Chinn and Frankel,2008)。如果他们的分析和判断是正确的,那么,可以说,欧洲货币的统一无疑形成了对“美元货币强权”的新的制约因素。在这个层面上,欧洲货币的统一与发展,不过是欧洲国家限制国际货币体系中美元过分特权及其货币强权的一次集体合作行动。

其他没有建立统一货币区的国家,为了维持汇率的稳定,普遍采取了盯住美元的汇率机制,试图让美元发挥国内反通胀或货币稳定的名义锚功能。但随着国际资本流动的规模越来越大、越来越频繁,各国要对资本流动进行有效的监测与控制困难重重,而盯住汇率又使得汇率水平难以跟随实体经济基本面的变化而及时地调整,那些实行盯住汇率的国家常常出现本币高估。在投资冲击之下,最终演变成一次次货币危机。其中,典型的莫过于 1997 年肇始于泰国的亚洲金融危机,它彻底改变了人们对外汇储备需求的认识。在亚洲金融危机爆发前,危机各国的基本面是非常良好的,按照传统衡量外汇储备最优规模的拇指规则——外汇储备持有量满足三个月的进口需要量,危机各国的外汇储备是充裕的。然而,在泰国遭受危机冲击后,泰国中央银行很快就耗尽了其持有的外汇储备,被迫宣布让泰铢自由浮动,结果,泰铢出现了更大幅度的贬值,并很快传染到了菲律宾、印度尼西亚和马来西亚。甚至在地域上相对较为遥远的韩国和日本也很快被卷入这次危机。亚洲危机促使经历危机冲击的各国加速了金融体制的改革,放弃了原来的盯住汇率制,实行了更加灵活的浮动汇率制,对国内金融机构进行了重组和资产负债表的清理,注入了大量的公共资金,提高金融机构的资本充足率,同时改革了国内金融监管体系,金融体系的对外开放也不断提高(彭兴韵、江松霖,2007)。危机免疫国家(如中国)面对亚洲金融危机时,为避免货币的竞争性贬值,反过来强化了盯住美元的汇率制度,因而被迫强化了美元的货币强权。综合起来看,在亚洲金融危机期间及之后的金融发展中,对国际货币体系产生重大影响的事件主要有三个方面。



资料来源:根据 IMF 网站数据绘制。

图 1 全球外汇储备总量及持有者结构 (单位 百万美元)

首先,各国吸取了教训,在外汇储备的规模上不再教条般地以传统的拇指规则为标准,为了防范汇率的新动荡,各国持有的外汇储备大量增长,远远超过了满足三个月进口需要量。1997 年,全球外汇储备总量为 16162.48 亿美元,而到 2008 年末,全球外汇储备总量上升到了 67128.57 亿美

元,在十年左右的时间里,增长了 2.5 倍左右,外汇储备持有者结构也发生了深刻变化(如图 1)。2005 年以前,全球外汇储备持有者结构中,发达国家持有的外汇储备一直多于新兴市场及发展中国家,许多发展中国家面临的重大问题之一便是外汇短缺。在 2005 年后,新兴市场及发展中国家持有的外汇储备量就超过了发达国家。2005 年,新兴及发展中国家持有的外汇储备量为 21270 亿美元,发达国家持有的外汇储备量为 20476 亿美元,而到 2008 年,前者持有的外汇储备量达到了 42484 亿美元,后者持有的外汇储备量只有 24644 亿美元(如图 1)。在发达经济体中,拥有储备货币发行权的美国、英国和欧元区持有的外汇储备总量(2009 年第三季度末)却分别只有 783 亿美元、655 亿美元和 5207 亿美元,尽管它们的经济总量较大、开放度很高,与其他国家间的资本流动也很频繁,但持有的外汇储备量不足,甚至远远低于三个月的进口需要量。与这些国家相反,在近十年左右的时间当中,亚洲国家的外汇储备增长最为迅速,吸收了全球新增外汇储备的绝大部分。根据 IMF 的统计,截至 2009 年,中国、日本、韩国、中国香港、中国台湾、马亚西亚、印度尼西亚、韩国和印度持有的外汇储备总量就达到了 45000 亿美元左右,占到全球外汇储备总量的近 70%。用麦金农的术语来说,亚洲国家是普遍具有“冲突美德”的“不成熟债权人”,深刻地反映了亚洲国家在国际经济与货币事务中的从属地位,反映了国际货币事务安排与全球经济格局变动的不对称性:全球制造业体系越来越依赖于亚洲,但亚洲国家在国际货币事务中却越来越严重地依赖于发达国家。

因此,如果说布雷顿森林体系下,国际货币体系的最终基础是黄金,美元不过是黄金影子,是各国货币与黄金之间的介质的话,那么,在布雷顿森林体系崩溃后,美元便拥有了名副其实的国际中心货币的地位。亚洲国家在金融危机之后外汇储备的大量增长,使得美元在国际货币体系中的这种地位得到了进一步强化,因而,面临欧元的兴起,美国也就得以维持其既得的“国际货币强权”。布雷顿森林体系崩溃后国际货币体系的一个重要特征便是重新实行美元本位制(李扬,2008),亚洲金融危机之后,国际货币体系的这一特征显得更加鲜明。在一定程度上,钉住美元让美国获得了更多的货币强权,但这样的安排又使美元具有了名义锚的作用,那些盯住美元的国家能够更好地稳定国内价格,通过商品套利与信号机制调和与美国的货币政策关系(McKinnon,2005)。尤其是,由于美元作为国际货币的地位难以动摇、东亚自身缺乏核心货币以及需要发挥汇率名义锚的作用等,东亚经济体普遍使美元作为对外贸易、投资活动的结算货币,将本币盯住美元是一个理性的选择(麦金农,2005)。杜利等人(Dooley, etc,2003)把新兴工业化国家将其货币以低估的汇率与美元挂钩,并将其所得美元重新投资于美国,让美国保持稳定并发挥最终消费者的作用的国际货币体系称为布雷顿森林体系 II。表面来看,这是一个双赢的选择。

其次,主权财富基金的发展和扩张。外汇储备的迅猛增长,部分地反映了全球经济失衡,也反映了全球经济失衡背后的国际货币权力的失衡。此外,它还导致了一些汇率机制不太灵活的国家流动性的迅速扩张和资产价格的大幅上涨,从而让美国实现了延迟和转移持续调整成本的货币强权。有鉴于此,被国际货币强权束缚的国家在储备管理方面开始发生了明显的变化,它们不再满足于高流动性、低信用风险和低收益的传统较为保守的储备资产配置格局。于是,或为了减轻巨额储备对本币供应扩张的压力,或为了将一部分基于汇率稳定需求而“多余”的外汇储备分离出来,进行“积极管理”,主权财富基金在国际货币事务中异军突起。主权财富基金是由政府拥有和管理的、以外汇储备和商品出口收入为主要资金来源、主要面向海外投资的专门化的投资机构(谢平、陈超,2010)。主要国际投资银行纷纷对全球主权财富基金的规模进行了估计,花旗和德意志银行等认为,全球主权财富基金的规模在 3 万亿元左右,IMF 预计,全球主权财富基金的规模在 2013 年

将达到 6 万亿美元至 10 万亿美元(谢平、陈超,2010)。在那些难以在短时期内成立货币联盟地区的国家,设立主权财富基金是更为现实的选择,因为这既不违背现有的国际货币格局,又不失为一种管理过量外汇储备的可行办法,而经济全球化又为主权财富基金的运作提供了良好的环境(谢平和陈超,2010)。但实际上,主权财富基金的兴起,在相当程度上是对现行国际货币体系下储备货币发行国所享有的货币发行权利及其承担义务不对称的一种反应,引起了储备持有国与储备货币发行国之间新的冲突。由于主权财富基金的持有者通常是各国政府,储备货币发行国基于所谓自由市场理念而担心,储备持有国通过主权财富基金投资而实施对投资对象的干预,因而要求 IMF 制定全球统一的主权财富基金治理规则,或者对主权财富基金的投资实施政治上的约束或否决;主权财富基金的国家则声称,主权财富基金的兴起不过是国际货币体系不合理的结果,要限制主权财富基金,当首先改革现行的国际货币体系。

第三,区域金融合作不断深化。在亚洲金融危机期间,国际货币基金组织提供的援助附加了侵略性的条件,比如,它要求受援国实施货币与财政紧缩、结构或自由化改革。IMF 不过成了居于国际货币体系领导地位并拥有较大投票权的国家,实施货币强权的一个合法机构,但 IMF 的援助并没能缓和这场危机,IMF 作为国际最后贷款人,在“帮助”亚洲地区应对金融危机时遇到了政治上的很大障碍,引起了这些国家民众的强烈反感。于是,地区内的金融合作就被提上了议事日程,试图通过地区性的互换与信用网络,以互助的形式建立本地区内的金融稳定机制。地区金融合作的形式多种多样,既有初期的合作,也有深入的合作。“清迈倡议”是亚洲金融危机后该地区金融合作的一个代表。借鉴欧洲货币体系的短期和极短期融资便利,参与清迈倡议的亚洲各国中央银行同意为其邻国提供融资支持,若某国货币日后面临投机攻击,就利用官方融资来加以应对。多边外汇储备应运而生。2009 年 2 月,多边外汇储备库的规模由原来的 800 亿美元扩大至了 1200 亿美元,并确定了参与国各方的出资份额(中国人民银行,2009)。清迈倡议被设想为一个互助性的机制,又没有国际货币基金组织式的侵略性条款,可能会在实践中不断推动地区金融合作的深化,从而削弱现行国际中心货币国家“货币强权”的制约,减轻它们承受的中心货币国家失衡调整持续成本转嫁的负担。

在以上三个方面的新变化中,外汇储备的迅猛增长似乎强化了美元所拥有的货币强权,而主权财富基金和区域金融合作的发展,则是外围国家试图在一定范围内摆脱货币强权控制的努力。次贷危机的爆发进一步引发了人们对美元及以美元为中心的国际货币体系的前景的担忧和质疑(李伏安、林杉,2009)。不过,艾肯格林(Eichengreen,2008)也认为,美国国债市场依旧是世界上流动性最强的金融市场,使得它对中央银行外汇储备的持有形式仍然具有吸引力。在次贷危机引发的衰退结束后,驱动布雷顿森林体系 II 的基础将更加巩固,发展中国家仍会愿意、能够而且急于通过管制本国货币,扩大出口并刺激国内经济增长,布雷顿森林体系 II 仍将主导国际货币体系(Dooley, etc, 2009)。更为乐观的看法是,美元很可能在未来许多年保持其国际主导货币的地位,未来十年甚至可能更长时间,似乎没有哪种货币能超过它(Cooper, 2009)。

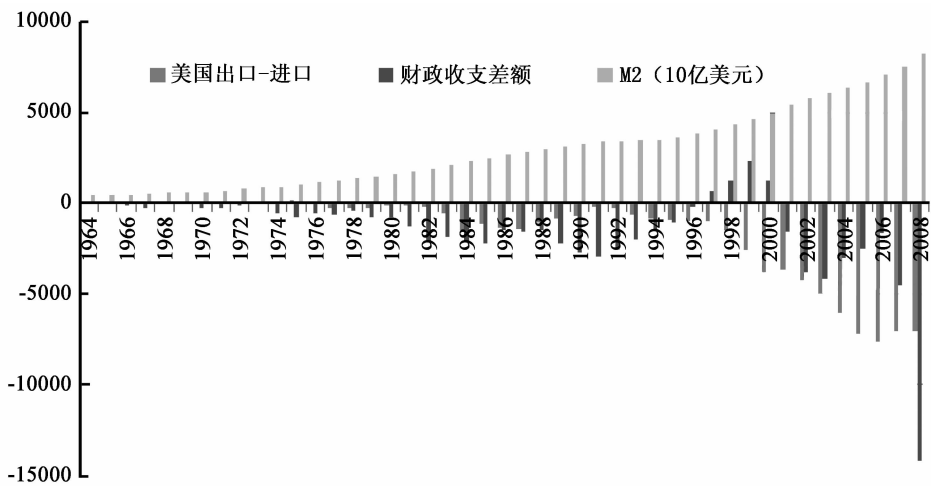
问题是,外汇储备的迅猛增长又会给该体系稳定及货币权力带来什么样的影响?

四、美元货币强权扩张的结果:外汇储备急剧扩张下单—国际货币内在不稳定性

外围国家外汇储备的大量增长,本意在于提高维持本国金融体系,尤其是本币汇率稳定的能力。这似乎也是处于国际货币中心地位和拥有国际货币领导权的国家所乐意见到的结果,因为,从表象来看,它强化了中心国家的货币强权,可以更好地转移和延迟支付持续调整的成本,通过汇率

武器实施对其他经济体的制约。但是,对中心货币国家而言不幸的是,外汇储备的迅猛增长使得单一储备国际货币体系的内在不稳定性更加突出,其反身性冲击更快地提出了该系统多元化发展的要求,因而会逐渐削弱货币强权的垄断局面。

为了分析外汇储备大量增长背景下单一储备货币的内在不稳定性,先看一下美国贸易逆差、财政赤字和不断下降的联邦基金利率。从图2中可以看到,自20世纪80年代初以来,美国的贸易逆差与财政赤字之间就呈基本一致、不断扩大的趋势。财政赤字的扩张导致了美国联邦债务余额及债务负担率的大幅上升。1966年,美国联邦政府债务负担率为43.21%,而到2007年,该比率就上升到了超过70%。与这一趋势相伴的另一个现象就是,美国的利率也不断下降。例如,三个月期美国财政部债券的利率在1980年初为12%~15%,而到2009年底却只有0.05%;同样地,美国的联邦基金利率也从20世纪80年代初的10%以上下降到了2009年的0~0.25%的区间。美国的双赤字、不断下降的利率是美元作为单一主导储备货币的结果吗?其持久发展又对以美元为中心的单一国际货币体系产生什么样的影响?



资料来源:根据美联储网站资金流量表整理而得。

图2 美国的财政赤字、贸易差额(亿美元)与M2

特里芬(Triffin, 1960)最早讨论了美元作为储备货币与美国的经常账户逆差及其对该体系稳定性的影响。他指出,“由于美元与黄金挂钩,其他国家的货币与美元挂钩,美元虽然因此而取得了国际核心货币的地位,但是各国为了发展国际贸易,必须用美元作为结算与储备货币,这样就会导致流出美国的货币在海外不断沉淀,对美国来说就会发生长期贸易逆差;而美元作为国际货币核心的前提是必须保持美元币值稳定与坚挺,这又要求美国必须是一个长期贸易顺差国。但这两个要求是互相矛盾的。”这被人们提炼为“特里芬难题”。根据特里芬难题,随着各国外汇储备需求的增长,美国的贸易逆差也会增长。因此,我们可以根据特里芬难题得出这样的结论:与其说美国的贸易逆差是全球分工重组的结果,倒不如说是美元作为全球主要储备货币而满足各国储备需求增长的结果。换言之,为了适应美元保持国际中心货币地位的要求,就必须建立新的国际分工与生产体系,从而形成并强化了在这样的国际货币体系安排之下的全球经济失衡。

特里芬难题是一个睿智的洞见。在特里芬指出这一问题的时候,美国的贸易状况并没像今天这样严重,那时美国甚至还有一定的贸易盈余(如图3所示)。因此,不能不说特里芬难题是有先见

之明的。但是,他只指出了问题的一个方面,即只阐述了作为国际关键货币的美元与美元输出之间的内在矛盾并进而对国际中心货币币值稳定的影响。他没有考虑到作为储备货币的发行国,以何种形式为各国的外汇储备提供资产的保值或增值。而这恰恰是美国为保持美元的货币领导权和货币强权所必须做出的金融安排。在各种可供选择的资产形式当中,政府债券是唯一可以满足流动性和安全性的储备资产,其他的公司债券、股票、银行存款,甚至政府机构债券都无法满足外汇储备资产管理这些方面的要求。这在美国次贷危机期间得到了很好地印证。一些实行了积极外汇储备管理而建立主权财富基金的国家,将一些国家外汇资产投资于股票、公司债券甚至像房利美和房地美这样的政府机构债券,在次贷危机中就遭受了巨大的损失,次贷危机给那些试图将更多外汇资产配置于美国股票、债券的外汇资产管理体系带来了深刻的教训。相反,基于对避险、流动性的要求,在危机期间,对美国(尤其是短期)国债的需求大量增加,收益率不断下降。经历危机冲击之后,人们发现,将巨大的外汇储备资产,甚至只是将其中的小部分投资于非政府债券资产,都面临着难以管理的风险,政府债券依然是外汇储备最安全的资产持有形式。在特里芬那个时代,各国外汇储备持有量实际上并没有达到今天之巨,较少的美国财政赤字额仍能满足其作为国际中心货币的需求。然而,随着全球外汇储备的大幅增长,在美元主导的国际货币体系下,对美国政府债券的长期需求大量增加。为了满足各国外汇储备资产管理的要求而大量发行美国政府债券,又会要求美国有相应的财政赤字。倘若美国的财政赤字和政府债券余额不能随各国外汇储备的增长而上升,外汇储备持有国在管理外汇储备资产时就会面临尴尬的境地。这有前车之鉴。在克林顿政府时期,美国出现了短暂的财政盈余,不仅美国政府债券的发行量减少了,还出现了美国政府债券净发行量为负的情况,导致了美国国债余额的下降。这一变化立即给各国的外汇储备资产管理带来了始料未及的麻烦,许多国家在外汇储备管理中发现,它们持有的外汇储备居然没有合适的投资对象(李扬,2003)。更何况,今天的外汇储备规模,又不是克林顿政府财政盈余时期可以相提并论的,因而对美国的政府债券存量及财政赤字提出了更大的需求。可见,同贸易赤字一样,美国的财政赤字大幅增长,是内生于美元作为全球主要储备货币以及全球外汇储备迅速增长的现象之中的。至此,我们可以从另一个角度来解释美国的双赤字——财政赤字和贸易逆差——并存并不断扩大的现象了。

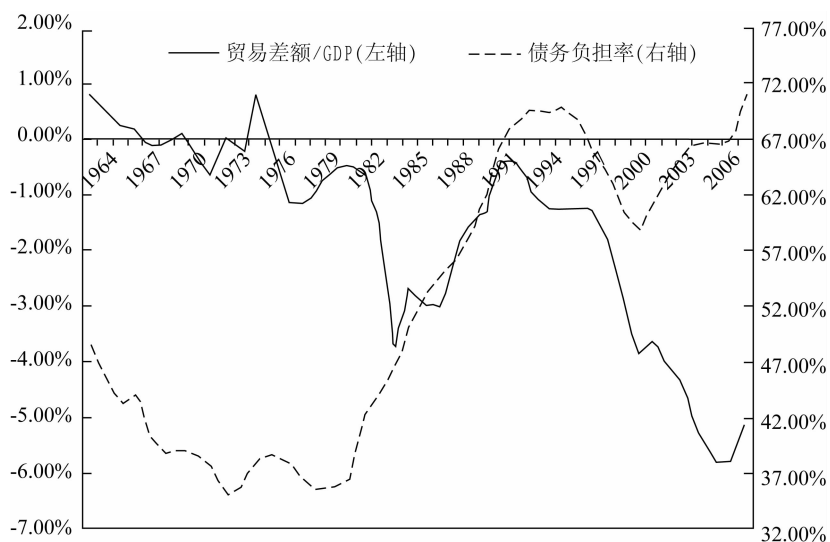


图3 美国的贸易差额/GDP与联邦政府债务负担率

宏观经济学教科书中对美国双赤字的解释是，美国财政赤字的增加导致了美国的贸易逆差。因为，财政赤字的增加会使 IS 曲线向右上方移动，使美国的利率上升，美元汇率上升，降低了美国商品的出口竞争力，因而美国出现贸易逆差(斯蒂格里茨, 1999)。传统的宏观经济学解释框架在逻辑上看上去很完美，但与现实有较大的出入。例如，与双赤字并存的另一个问题是，三十年来，美国的利率是不断下降的，这与上述宏观经济分析框架的逻辑结论正好相反。至于为什么利率会下降，格林斯潘(2007)有一套基于古典储蓄投资理论的解释。他认为，计划经济国家的转轨，并且由于在这些国家缺乏社会保障体系，会导致转轨国家的储蓄大量增长，从而使得全球的利率水平下降。问题在于，美国利率水平的下降并非始于 20 世纪 90 年代之后，况且，将全球所有国家合并在一起，储蓄与投资、因而进口与出口之间应当是平衡的。逻辑一致地运用格林斯潘(2007)基于古典储蓄投资理论的分析架构，鉴于美国长期的投资大于储蓄，且其间的缺口年复一年扩大，美国的利率水平也应是上升的，至少不会大幅下降，甚至出现零利率的现象。这与斯蒂格里茨(1999)宏观经济分析一样，得出了与现实颇有矛盾的结论。

显然，美国的利率水平持续不断地下降，既不能从标准的宏观经济学框架得到充分的解释，也不能像格林斯潘那样运用古典储蓄投资理论来得到解释。这自然让我们提出了这样一个问题：为了维持美元作为国际中心货币的地位，美国是否有主观动机来降低其利率？我们的答案是肯定的。如前所述，为了满足对美元作为储备货币的要求，美国不得不大规模地发行政府债券，但它又不得不同时考虑政府债务的可持续性，避免为了因满足储备货币的需要而带来美国的财政危机。人们通常以债务负担率来衡量政府债务负担程度。政府债务负担率等于未偿还的债务本息余额与 GDP 之比。当债务发行增长率与经济增长率一定时，为了降低债务负担率和提高债务的可持续性，政府就会想法降低为债务支付的利率。如果过去二十多年里，美国的利率没有下降得这么多，对美国政府债务负担率会产生什么样的影响呢？不考虑其他因素的影响，这至少会从三个方面对美国的政府债务负担率带来不利的后果。首先，相对较高的利率会抑制美国的经济增长率，从而降低了美国的 GDP。其次，GDP 的减少又直接减少了美国的税基，因而会使美国政府面临更大的赤字压力；最后，较高的利率又会直接增加美国政府债务的利息负担，并因此会要求增加债务的发行额。综合在一起，这会极大地提高美国政府的债务负担率。那么，该如何降低为满足储备资产需求而发行的巨额政府债务的利率呢？如果没有美国联邦储备银行的积极配合，这是难以实现的。事实上，在美国历史上，美联储曾多次为了配合降低政府债务利息负担而改变货币政策操作。例如，第二次世界大战爆发后，为了帮助美国政府筹措战争经费，联储就同意帮助财政部把利率钉住在 2.4%，只要利率上升到高于这个水平，联储就从公开市场买入债券，促使利率下跌，结果，钉住利率的货币政策实际上使美国的政府债券被大量地货币化了(彭兴韵和施华强, 2007)。同样地，在全球外汇储备大量增长的背景之下，既为了能够满足储备货币需要的巨额美国政府债券，又为了控制政府债务负担率和降低债务利息成本，在一定程度上提高财政的持续能力和美国政府债券市场的稳定性，维护美元作为全球主导货币的利益，美国财政部同样会要求联储实行相对宽松的货币政策，通过货币供应量的增加来降低市场利率。因此，美联储实施宽松的货币政策刺激利率水平的下降，纵然有应对危机冲击的成分在内，但也是内生于美元作为主导国际储备货币体系之中的。从这个角度来看，如果没有国际货币体系的改革，美联储为应对次贷危机而急剧降低的利率，日后的退出将不会是彻底的。

问题又在于，不仅如特里芬难题强调的美国的经常账户赤字与美元稳定性之间存在难以调和的矛盾，而且，美国的财政赤字、债务膨胀、美国宽松的货币政策及为提高债务持续能力而不断降

低的利率,使得美元本位的单一国际货币体系与美元币值稳定之间的冲突更加激化和难以调和。过去三十年里,美元汇率指数就随着双赤字扩张及美元利率的不断下降而走低,似乎印证了这一点。另一方面,虽然麦金农认为美元本位在过去很好地发挥了名义锚的作用,帮助一些国家实现了价格稳定,但是,当存在升值预期时,储备货币的国际货币强权便又开始体现出来,并给美元本位国家带来了新的麻烦。例如,为应对危机而采取的激进货币政策,导致国际金融市场中更大规模的携带交易、美元本位国家外汇储备的扩张以及体现在资产价格泡沫化当中的通胀压力。因此,巨额外汇储备的增长,既给中心货币带来了难以调和的矛盾,也给外围国家的宏观稳定带来了越来越大的冲击。

艾肯格林(Eichengreen, 2005)强调,美元是否能够保持其储备货币的地位,关键在于美国自身是否会出现严重不当的经济政策,导致美国的通胀和美元贬值,降低其作为储备货币的吸引力。但文章分析至此,我们已不难得出这样的结论:美国的贸易逆差和财政赤字(双赤字现象)的不断扩大、美元利率的不断走低和美元流动性不断扩张,都是内生于美元作为主导全球货币体系安排之中的,但这又增加了该体系的内在不稳定性与脆弱性。换言之,美国为了维持其货币强权本身就会导致其采取严重不当的经济政策。作为中心货币国的美国,不得不在满足美元作为主导国际货币的需要、维护美国在国际货币体系中的根本利益(货币强权),以及防止系统内在不稳定性加剧之间进行艰难的平衡。不幸的是,随着全球外汇储备的迅猛增长,美国的这种平衡是刀刃上的平衡。显然,艾肯格林和库珀等都没有注意到,美元储备的增长自身就会导致其不稳定性的增加和反身性冲击,储备增长得越多、越快,对美元地位的冲击也就越大,布雷顿森林体系 II 也就崩溃得越快。在这个意义上,外围国家外汇储备的增长,形成了国货币体系改革的强有力倒逼机制。

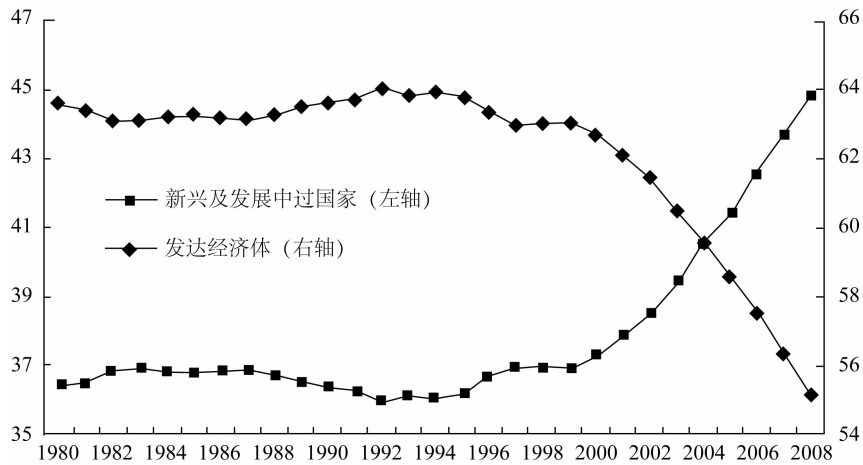
基于以上分析,我们又可以得出如下推论:实际上,不仅美元作为主导储备货币是脆弱而不稳定的,任何以一种单一主权货币作为主导国际储备货币的安排,在全球外汇储备大量增长的背景下,都会使该体系自发地产生内在不稳定性。

五、国际货币强权的重新分配与多元化的经济基础:贸易与资本流动的变化

除了全球外汇储备的增长使得单一国际货币体系更加脆弱,系统自身就具有多元化的需求之外,全球经济格局的多元化,既对单一国际货币体系的安排提出了新的挑战,又对国际货币的多元化和重新分配国际货币权力提出新的需求。20世纪80年代末以来,随着新兴市场国家的兴起、计划经济国家的纷纷转轨,经济全球化进展不断加深,资本与劳动力的配置也更加全球化,这使得全球经济正在朝着多极化的方向发展。许多发达国家的经济因为人口老龄化、高福利与高税收等诸多因素而显得比较僵化,受到政府多方面管制而缺乏竞争的经济在面临外部冲击时缺乏灵活性,劳动生产率和经济增长率都比较低(格林斯潘,2007;夏皮罗,2009)。与之相反的是,许多转轨国家和新兴市场经济国家,却在不断地放松政府管制,促进竞争,通过大量吸引外资,再加上本国低廉的劳动力成本而获得了良好的经济增长率。这导致发达国家创造的GDP占全球份额逐步下降,新兴市场国家GDP占全球的份额逐步上升(如图4所示)。

发达经济体GDP占全球的份额已经从20世纪90年代初的65%左右,下降到了2008年的55%左右,在近20年的时间里,下降了约10个百分点;与之相反,新兴及发展中国家所占份额则上升到了2008年的约45%左右。越来越多的国家进入到了“新兴”的行列。

全球经济总量的变化既反映了新兴及发展中国家制度改革、技术创新、资本供给增加等多种因素综合作用的结果,但放眼全球体系,这一总量结构变化的背后反映了全球资本与劳动力等资



资料来源：根据 IMF 网站数据绘制。

图 4 发达经济体及新兴与发展中国家 GDP 占全球份额的变化 (%)

源的重新配置过程,正逐步从根本上改变对国际货币的需求结构。当今的新兴市场经济国家的外向型特征比较突出,它们在近十多年来为全球提供了越来越多的制造业产品,国际贸易占全球的份额大幅上升,新兴市场国家之间的贸易规模也越来越大。与之对应,它们持有的外汇储备量也已经大大超过了发达国家的总水平。表 1 反映了布雷顿森林体系以来全球主要国家贸易份额的变化。以出口为例,1948 年时,美国的出口占全球出口量的 21.7%,到 2008 年这一比重下降到了 8.2%。欧洲作为一个总体,其占全球出口的份额虽然还保持在 40%左右,但很明显,相对于它在 1973 年时的 50.9%已下降了近 10 个百分点。虽然德国在第二次世界大战后的出口占全球的份额大幅上升,但在 20 世纪 70 年代初之后,就没有再继续上升;欧洲的其他发达国家,如法国、英国和意大利的出口占全球份额都呈萎缩之势。与之相反,亚洲地区的出口占全球的份额却在不断攀升,2008 年亚洲出口占全球出口份额达到了 27.7%。同时,过去半个多世纪来,推动亚洲地区出口份额上升的动力也在悄然发生变化。20 世纪 80 年代中期以前,亚洲地区出口份额上升主要来自日本经济的复兴,进入新世纪后,随着中国加入 WTO,中国成为了推动亚洲出口份额上升的主导力量,比如,2008 年,中国的出口占全球出口总额之比达到了 9.1%,已经远远超过了日本 5%的份额。但是,地处亚洲的“金砖四国”之一的印度占全球出口的份额却仍然很低,只有中国的约 10%。过去几十年里,虽然全球化迅速发展,但中南美洲的出口所占全球份额大幅下降,并一直处在较低的水平,至少在相对份额上,它们具有“逆全球化”的特征。在全球进口贸易方面,美国相对较为稳定,欧洲和美洲都明显下降,亚洲则大幅上升(其中,中国更为突出)。根据艾肯格林(2005)的分析,英镑之所以能够在 19 世纪成为全球主导的储备货币,根本原因就在于英国当时主导全球的贸易体系。依照这一结论,从全球贸易格局的变化来看,对现行国际货币体系最大的影响来自亚洲的崛起。特别是,随着亚洲各国之间的贸易所占比重越来越大,使得它们继续采用本地区之外的另一种货币,会面临更大的货币错配问题,从而贸易及整个宏观经济更容易受到关键货币汇率波动的影响;在面临多种原因(包括中心货币国家的选举周期、调整成本的转嫁、党派利益之争)引起的贸易争端时,有着广泛贸易联系的地区使用第三方货币,就容易受到中心货币国家“汇率武器”与货币胁迫的控制。因而,寻求另一种具有共同利益,能降低交易成本和增强自主性的货币,并减少对原有中心货币的依赖,是寻求货币自治的根本出路。

表 1 各国(地区)出口占全球出口量的份额(%)

	1948	1953	1963	1973	1983	1993	2003	2008
美国	21.7	18.8	14.9	12.3	11.2	12.6	9.8	8.2
加拿大	5.5	5.2	4.3	4.6	4.2	4.0	3.7	2.9
欧洲	35.1	39.4	47.8	50.9	43.5	45.4	45.9	41.0
其中:德国	1.4	5.3	9.3	11.6	9.2	10.3	10.2	9.3
法国	3.4	4.8	5.2	6.3	5.2	6.0	5.3	3.9
英国	1.8	1.8	3.2	3.8	5.0	4.9	4.1	2.9
亚洲	14.0	13.4	12.5	14.9	19.1	26.1	26.2	27.7
其中:日本	0.4	1.5	3.5	6.4	8.0	9.9	6.4	5.0
中国	0.9	1.2	1.3	1.0	1.2	2.5	5.9	9.1
印度	2.2	1.3	1.0	0.5	0.5	0.6	0.8	1.1
中南美洲	11.3	9.7	6.4	4.3	4.4	3.0	3.0	3.8
其中:巴西	2.0	1.8	0.9	1.1	1.2	1.0	1.0	1.3

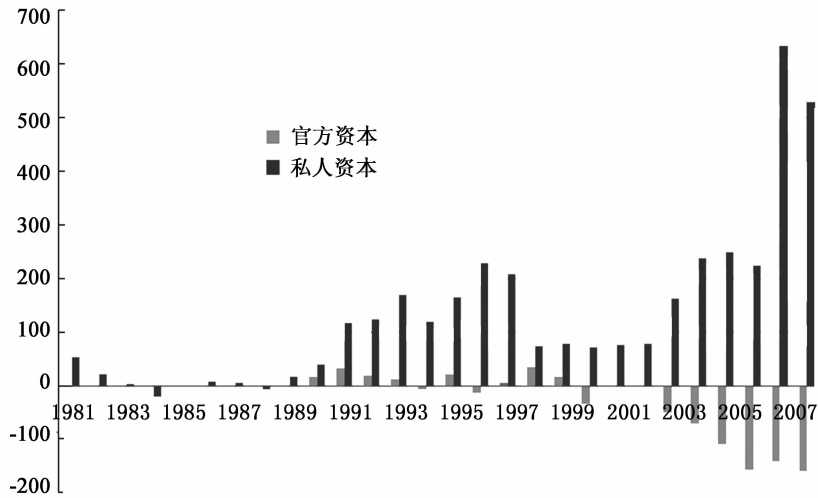
资料来源:WTO 网站。

表 2 各国(地区)进口占全球进口量的份额(%)

	1948	1953	1963	1973	1983	1993	2003	2008
美国	13.0	13.9	11.4	12.3	14.3	15.9	16.9	13.5
加拿大	4.4	5.5	3.9	4.2	3.4	3.7	3.2	2.6
欧洲	45.3	43.7	52.0	53.3	44.2	44.6	45.0	42.3
其中:德国	2.2	4.5	8.0	9.2	8.1	9.0	7.9	7.5
法国	13.4	11.0	8.5	6.5	5.6	5.7	5.2	4.4
英国	5.5	4.9	5.3	6.3	5.3	5.5	5.2	3.9
亚洲	13.9	15.1	14.1	14.9	18.5	23.6	23.5	26.4
其中:日本	1.1	2.8	4.1	6.5	6.7	6.4	5.0	4.7
中国	0.6	1.6	0.9	0.9	1.1	2.7	5.4	7.0
印度	2.3	1.4	1.5	0.5	0.7	0.6	0.9	1.8
中南美洲	10.4	8.3	6.0	4.4	3.8	3.3	2.5	3.7
其中:巴西	1.8	1.6	0.9	1.2	0.9	0.7	0.7	1.1

资料来源:WTO 网站。

除了贸易结构的显著变化之外,全球资本流动格局的明显变化也对单一国际货币体系带来了新的问题。自 20 世纪 80 年代以来,大量的私人资本涌向了新兴市场及发展中国家,其间,虽然经历亚洲金融危机使得私人资本为规避风险而大量地从新兴市场及发展中国家流出,但之后很快又恢复了,而且规模越来越大(如图 5 所示)。1989 年,流向新兴及发展中国家的私人资本只有 154 亿美元左右,1996 年这一数额达到了近 2266 亿美元。亚洲金融危机爆发后的几年里(1998~2002 年),流向新兴及发展中国家的私人资本下降到并维持在 750 亿美元上下,较危机前大幅下降。随着亚洲金融危机影响的逐步消退,流向新兴及发展中国家的私人资本便迅速地恢复而且得到了极大的扩张,2007 年和 2008 年,流向新兴及发展中国家的私人资本分别达到了 6328 亿美元和 5286 亿美元。私人资本大量流向新兴及发展中国家,既是这些国家原有资本存量较低,因而资本边际回报率较高使然,也是发达国家的低利率使然。发展中国家与发达国家的利率水平差异,导致携带交



资料来源：根据 IMF 网站数据绘制。

图 5 发展中及新兴市场国家的资本流动 (单位 10 亿美元)

易的大量兴起,并获得较投资于发达经济体金融市场高得多的回报。根据 Lee(2009)的计算,投资于亚洲新兴国家的携带交易的回报率(利差与货币升值回报率之和)高达 10.7%。但私人资本大量流向新兴及发展中国家,的确对这些国家产生了深远的影响,如资产泡沫、银行(从海外)与企业的过度借贷、本币升值的压力及后来的危机冲击。

与私人资本流动相反的是,新兴及发展中国家的官方资本却是净流出。在亚洲金融危机之前,除了少量年份外,新兴及发展中国家的官方资本同私人资本一样,呈现净流入的状况,这可能体现了那个时期发达国家对发展中国家的政府援助。但随着亚洲金融危机之后全球外汇储备的迅猛增长、更大规模的私人资本流向了新兴及发展中国家,为了应对资本流动对本币汇率及对国内金融体系的冲击,新兴及发展中国家的官方资本开始大量地流向发达国家。例如,2006 年至 2008 年,新兴及发展中国家官方资本流出的总额就分别为 1580 亿美元、1407 亿美元和 1586 亿美元。这也是与前文所看到的新兴及发展中国家外汇储备超过发达国家的现象密切相关和一致的。

新兴及发展中国家大量的私人资本流入及官方资本流出,在一个民主国家遇到了越来越大的政治障碍。在过去较长的一段时间里,发展中国家一直存在着储蓄小于投资、资本短缺的瓶颈,为了实现经济起飞,发展中国家根据双缺口模型开始引进外资,这既可以弥补国内储蓄的不足,又可以引进先进的技术,促进发展中国家市场机制的发育和制度变革。然而,当全球经济失衡积重难返之时,发展中及新兴市场国家出现了始料未及的储蓄过剩。大量的发达经济体的私人资本涌向发展中国家追逐较高的收益率,而新兴及发展中国家的官方资本却大量地流向发达国家,减缓了货币中心国家国内经济失衡的不利后果,但得到的收益率极低,两相对照迫使发展中国家那些民族情绪较强的公众,对这种资本流动日益不满;当中心货币汇率出现贬值时,有大量外汇储备的不成熟债权人,又都会承受越来越大的官方外汇资产货币折算损失的舆论压力。同时,让新兴及发展中国家政府啼笑皆非的是,接受官方资本流入的发达国家也常常抱怨,这是造成全球失衡,并给发达国家制造麻烦的根源。例如,美国次贷危机发生后,包括美联储主席伯南克在内的政府要员就一直强调,次贷危机爆发的根本原因在于,新兴及发展中国家过高的储蓄及它们大量地把钱借给美国居民(Bernanke, 2005)。根据这一判断,全球经济的再平衡,必须由新兴及发展中国家推进结构调整来实现,因而必须承担全球经济再平衡的持续调整的巨大成本。国际货币体系中心货币国家所

拥有的“货币强权”可以转嫁持续调整成本,再一次得到了印证。

总之,在经济与金融全球化日益深化、全球经济朝着多元化方向发展和全球外汇储备大幅增长的背景下,单一主权货币主导的国际货币体系似乎越来越不适应经济发展的内在要求了,也使得它自身具有越来越不稳定的内在因素。因此,未来国际货币体系必须顺应全球经济、贸易与投资多极化发展的格局而多元化。在全球经济格局多极化的同时,处于现行国际货币体系外围地位,同时又在全球经济中越来越具有举足轻重地位“不成熟债权人”国家,对于实现国际货币体系多元化的呼声也越来越高。典型的莫过于2009年6月16日“金砖四国”峰会发表的联合声明:“我们强烈认为应建立一个稳定的、可预期的、更加多元化的国际货币体系。”^①

六、国际货币体系多元化进程中的中国选择

经济与金融全球化的加深,正在深刻地改变既有国际货币体系的基础,外汇储备的迅猛增长似乎增强了货币中心国家的货币强权,实则加剧了该系统的内在不稳定性。但是,未来国际货币体系到底朝着什么方向演变,在理论上的看法并不一致。25年前,库珀(Cooper, 1984)就曾设想过去到2010年的国际货币大同世界。但是,25年过去了,国际货币体系与库珀的设想相去甚远。周小川(2008)提出了与库珀(1984)相似但又有区别的国际货币改革的构想,即建立超主权储备货币。他认为,超主权储备货币可以克服主权货币的缺陷,IMF的特别提款权具有超主权货币的特质,可以改革特别提款权,使之成为超主权储备货币,由IMF集中管理成员国的部分储备,有利于增强国际社会应对危机、维护国际货币金融体系稳定的职能。周小川提出超主权储备货币之后,立即引起了现行国际货币中心国家美国的强烈反应,乃至美国总统奥巴马和财政部长盖特纳先后表示,现在不需要改革国际货币体系。但周小川提出的构想得到了其他一些“不成熟债权人”国家的积极响应。在2009年6月举行的“金砖四国”峰会期间,梅德维杰夫希望创建一种新的超主权货币,用于国际清算^②。建立超主权货币面临的最大难题,便是IMF以何种资产为各国的外汇储备提供存在形式。更何况,特别提款权设立的初衷就在于弥补美元作为储备货币(受黄金约束)供给的不足,维持布雷顿森林体系,牙买加会议也强调过增加SDR的储备功能。然而,特别提款权既没能挽救布雷顿森林体系,在牙买加体系三十多年的国际货币安排中,它也没有在官方储备管理中发挥任何有影响力的作用。因此,更多的看法是货币朝着多元化的方向发展,其理论上以蒙代尔(Mundell, 2000)的“金融稳定性三岛”为代表,认为未来可能以货币联盟的方式向新的固定汇率制复归,欧洲、美洲和亚洲各自形成货币联盟。实践中以上述“金砖四国”的联合声明为代表。

鉴于建立超主权储备货币不具备现实可行性,也不能顺应全球经济格局多元化对货币多元化的需求,因而,中国政府并未正式表示要建立超主权储备货币,而是采取多方面的措施推进或强调国际货币体系的多元化。国家主席胡锦涛在2009年6月的“金砖四国”峰会期间就强调,要推动完善国际货币体系,健全储备货币发行调控机制,稳步推进国际货币体系多元化^③。从中国的利益和立场出发,推进人民币的国际化是实现未来国际货币多元化的必要选择,当然也顺应了国际经济发展的新变化。更何况,国家间经济竞争力强弱的最高表现就是货币竞争力,经济上崛起的国家,总会试图提高本国货币的竞争力。虽然艾肯格林(Eichengreen, 2005)、弗兰克尔和钦(Frankel and Chinn, 2005)认为,中国不发达的金融市场,决定了人民币在亚洲发挥国际货币的作用可能需要几

① 参阅《人民日报》2009年6月17日。

② 参阅:<http://finance.cctv.com/20090617/103159.shtml>。

③ 参阅:《经济参考报》2009年6月17日。

十年,在全世界称雄则更为遥远,但这并不意味着中国不应当、也不能做出努力来逐步摆脱现在单一中心货币强权的控制。毋庸置疑,人民币的国际化并进而实现国际货币的多元化,将是一个长期的过程。中国既要在国际经济、金融与货币事务中不断表达改革国际货币体系的诉求,又要切实推进国内金融体系的改革,为人民币的国际化及改革国际货币体系创造条件。

人民币国际化的进程,大致可以从地域渐进性或功能扩展两个方面来考察。就人民币的地域影响而言,应是从周边到区域再到全球化的过程。这样一个过程,大致与中国贸易的地区结构相呼应。例如,中国虽然现在总体上是年年有大量的贸易顺差,但中国对亚洲地区,尤其是对东北亚和东盟国家一直是逆差。中国商务部数据显示,2004年至2008年,中国对亚洲各国(不包括中国香港、中国台湾和澳门)的贸易逆差分别为720亿、718亿、741亿、709亿和394亿美元。2009年,中国又对一些东盟国家实行了零关税,进一步推动了中国与东盟之间贸易与投资便利化。这就使得周边国家客观上对人民币的交易需求会有所增长。从职能上讲,作为国际货币,它只不过是货币的基本职能在使用地理范围上的扩大和深化,就此而论,人民币国际化首先必须取得货币作为国际经济交易的价值尺度、交易媒介及支付手段的职能,再更大程度地发挥其作为价值贮藏的职能。自然地,人民币的国际化,也当从结算货币到投资货币和储备货币过渡的渐进过程。应当强调的是,由于货币的职能并不是在物理上可分的,因而人民币职能国际化的过程,也并不是截然分离的几个阶段。

从中国所采取的措施来看,大致遵循着以上顺序安排。首先,中国已与越南、蒙古、老挝、尼泊尔、俄罗斯、吉尔吉斯斯坦、朝鲜和哈萨克斯坦八个国家中央银行签署了边境贸易本币结算协定。随着中国与周边国家和地区的贸易量不断增长,将本币结算从双边贸易扩展到一般国际贸易的需求不断增加。2008年12月,国务院决定对广东和长三角地区与港澳地区、广西和云南与东盟的货物贸易进行人民币结算试点。2009年4月8日决定,在上海市和广东省广州、深圳、珠海、东莞4城市开展跨境贸易人民币结算试点,这标志着人民币结算由此前仅限于边贸领域开始向一般国际贸易领域拓展。其次,在2008年底次贷危机向全球金融危机扩散之际,中国推出了货币互换,先后与韩国、中国香港、马来西亚、白俄罗斯、印度尼西亚和阿根廷等国家(地区)在内的中央银行签署了总额为6500亿元人民币的双边本币互换协议(货币互换),使其成为增强地区流动性互助能力的重要手段。在中国人民银行与有关国家中央银行/货币当局签署的系列本币互换协议中,支持互换资金用于贸易融资,各国中央银行通过互换将得到的对方货币注入本国金融体系,使得本国商业机构可以借到对方货币,用于支付从对方的进口商品,这样,在双边贸易中出口企业可收到本币计值的货款,可以有效规避汇率风险、降低汇兑费用;在金融危机的形势下,可推动双边贸易及直接投资,并促进经济增长(中国人民银行,2009)。再次,2007年6月,中国人民银行、国家发展与改革委员会发布了《境内金融机构赴香港特别行政区发行人民币债券管理暂行办法》。2009年9月28日,中国财政部在香港特别行政区发行了60亿元人民币国债,试图让人民币开始发挥国际价值贮藏的职能。在香港发行人民币计值债权,有利于推动人民币区域化的进程,促进香港离岸人民币业务的发展,推动人民币在周边国家和地区的结算和流通;有利于促进香港人民币债券市场的发展,将为今后内地机构在香港发行人民币债券提供定价基准,带动更多内地机构在香港发行人民币债券,稳步扩大香港人民币债券市场。

上述种种,只是中国在推进人民币国际化方面初步的有益尝试。这个过程会面临不少曲折,即凭此断言人民币将很快实现国际化,是不切实际的幻想。纵观国际货币体系发展及巩固的过程,我们认为,在推进人民币国际化、实现国际货币多元化及促进国际货币权力重新分配的进程中,中国

仍然需要多方面进行积极的努力和探索。

首先,推进市场化改革是实现人民币国际化的重要制度前提和保障。受到政府严格管制而僵化的经济体制,不仅会制约经济应对各种外生冲击时的自我修复能力,降低经济的灵活性和活力,也会制约创新和抑制生产率的增长。在这方面,格林斯潘(2007)和夏皮罗(2009)对欧洲、日本和美国进行了对比分析,他们认为,欧洲和日本相对于美国更多的管制,使得欧洲和日本的经济缺乏灵活性,而美国的经济则因更加充分的竞争、充满创造性的破坏而具有更强的创新精神和活力。可以说,一国主权货币在国际货币体系及国际经济与金融事务中的活力,也是与一国的经济活力高度相关的。日元国际化的无功而返,大抵与日本泡沫经济的形成、破灭,及之后日本经济的长期低迷密切相关。当然,经济的市场化改革与放松管制,不应当仅仅局限于实体经济之中。金融体系的市场化改革,尤其是放松资本管制同样重要。二战之后,美元之所以能够在中央银行的储备货币中取得完全的统治地位,就是因为,纽约是唯一真正具有深度和流动性的金融市场,美国是唯一规避资本管制的国家(Eichengreen and Flandreau, 2008)。反面案例莫过于日本。虽然日本早在20世纪80年代就试图推行日元国际化,但收效甚微,与日本的金融管制密切相关,日本直到1998年才真正放开对资本账户的管制,无奈的是,日本已经进入了所谓“失去的十年”,日元也就失去了取得更高国际货币地位的时机。因此,实现人民币的国际化,使人民币成为国际多元货币体系中的重要力量,中国必须推进经济的市场化改革,放松管制,包括放松对外汇的管制,实现人民币在资本账户下的可兑换,提高经济的灵活性。

其次,推进中国债券(尤其是国债)市场的发展。一个具有深度、广度和高流动性的政府债券市场,是一国货币取得储备货币地位的重要条件,储备持有国才有使用该种货币进行投资的安全栖所。正如卡霍夫和艾肯格林强调的,尽管经历了次贷危机冲击,美国依然能够维持中心货币的地位,原因就在于美国仍然是拥有流动性最高、深度最好的政府债券市场的唯一国家,高流动性的债券市场增强了网络外部性,而网络外部性又使流动性得以提高,从而巩固了美元作为国际主要储备货币的地位。虽然前文指出,有学者认为欧洲已经取得了储备货币的地位,但它没有很快、到现在也没有动摇美元作为中心国际货币的地位。其主要原因之一就在于,虽然欧洲的货币统一加速了欧洲商品要素市场与金融市场的一体化,但是,欧洲政府债券市场仍然是分割的。欧元区的不同国家,由于其财政状况与实体经济结构的差异,决定了欧元区的主权政府债券具有相异悬殊的信用风险和流动性风险,也极大地制约了欧元区内各个主权政府债券市场的深度和广度。因而,要将巨额的外汇储备配置于欧元区的主权政府债券,至少会面临极大的流动性困境。最近的希腊政府债务危机很好地印证了这一点。中国要推进人民币的国际化,同样必须为国外的政府和商业机构提供高流动性的资产持有形式,即推进中国政府债券市场的发展和完善,是让人民币取得国际储备货币地位的基础条件。应当注意的是,政府债券市场的发展并不意味着政府债务的规模越大越好,这也只是货币国际化的一个必要条件,而非充分条件。例如,日本的政府债务余额与GDP之比,远远高于美国的这一比率。就欧元而言,2009年陆续出现的希腊、西班牙等政府债务问题,就极大地影响了随后美元与欧元之间的汇率关系,这也会对欧元在与美元的国际货币竞争中产生不利影响。

第三,人民币衍生产品市场的发展。一国货币要取得储备货币的地位,它必须是可自由兑换的,货币的可自由兑换又要求汇率机制更加灵活,否则,货币的可兑换与僵化的汇率制度的组合,将会导致对这种货币较大的投机冲击。灵活的汇率机制,本身也是货币国际化所带来的货币强权并得以实现的工具之一。然而,灵活的汇率机制又会对使用该种货币的相关各方带来新的汇率风

险,若缺乏规避汇率风险的机制,也会同缺乏高流动性和深度的政府债券市场一样,降低这种货币对外部交易者或资产持有者的吸引力。由此可见,人民币衍生产品市场的发展,同样是使人民币成为重要国际货币的市场组织结构安排。

第四,提高国内金融机构提供国际金融服务的能力,同时发展人民币离岸金融市场。人民币要成为国际货币,国内金融机构必须能够为国际经济交易及资产投资提供及时、高效的资金结算、托管等服务。否则,会提高国外企业、金融机构、政府持有人民币进行支付、结算和价值贮藏的交易成本和流动性风险。一个完善的人民币离岸金融市场的形成和发展,也会便利国外机构的人民币交易和结算。然而,纵然现在国内金融机构受金融危机之赐迅速跻身于国际大银行之列,但其产品创新能力、风险控制及其治理水平,都难以为人民币的国际化提供强有力的金融服务支持系统。可见,人民币的国际化及国际货币多元化对进一步完善国内金融机构和市场体系也提出了新的要求。

参考文献:

- 艾肯格林,巴里(2009):《资本全球化——国际货币体系史》(中译本),上海人民出版社。
- 格林斯潘,艾伦(2007):《我们的新时代》中译本,台湾大块文化出版公司。
- 弗里德曼,施瓦茨(2009):《大衰退》(中译本),中信出版社。
- 黄晓龙(2007):《全球失衡、流动性过剩与货币危机——基于非均衡国际货币体系的分析视角》,《金融研究》,第8期。
- 李扬(2003):《国债规模:在财政与金融之间寻求平衡》,《财贸经济》,第1期。
- 李扬(2008):《国际货币体系的改革及中国的机遇》,《中国金融》,第13期。
- 李伏安、林杉(2009):《国际货币的历史、现状——兼论人民币国际化的选择》,《金融研究》,第5期。
- 麦金农(2005):《美元本位下的汇率——东亚高储蓄两难》(中译本),中国金融出版社。
- 蒙代尔,罗伯特(2003):《国际货币:过去、现在和未来》,中国金融出版社。
- 彭兴韵、施华强(2007):《美国货币政策的演化》,《国际经济评论》,第5-6期。
- 彭兴韵、江松霖(2007):《亚洲金融危机后的金融发展》,《世界经济与政治》,第11期。
- 斯蒂格里茨(1999):《经济学》(中译本),中国人民大学出版社。
- 斯基德尔斯基,罗伯特(2006):《凯恩斯传》,三联书店。
- 夏皮罗,罗伯特(2009):《下一轮全球趋势》(中译本),中信出版社。
- 谢平、陈超(2010):《谁在管理国家财富》,中信出版社。
- 张明、覃东海(2005):《国际货币体系演进的资源流动分析》,《世界经济与政治》,第12期。
- 中国人民银行(2009):《第一季度货币政策执行报告》,中国人民银行网站。
- 周小川(2009):《关于改革国际货币体系的思考》,中国人民银行网站。
- Andrews, D.(2006):“Monetary Power and Monetary Statecraft”, in *International Monetary Power*, edited by David M. Andrews, Cornell University Press.
- Bernanke, B. (2005): “The Global Savings Glut and the U.S Current Account Deficit”, Federal Reserve Bank, 3.
- Chinn, M. and J. Frankel (2005): “Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency”? *NBER Working Paper*, No. 11510.
- Chinn, M. and J. Frankel (2008): “The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency”, *NBER Working Paper*, No. 13909.
- Cooper, R. and W. Cooper (1984): “Is There a Need for Reform”? In the *International Monetary System: Forty Years After Bretton Woods*, Conference Series, No.28, Federal Reserve Bank of Boston.
- Cooper, R.(2009): “The Future of the Dollar”, Peterson Institution for International Economics, 9.
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau, P. Garber (2003): “An Essay on the Revived Bretton Woods System”, *NBER Working Paper*, W9971.
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau and P. Garber (2009): “Bretton Woods II Still Defines International Monetary System”, *NBER Working Paper*, W14731.

- Eichengreen, B (2005): "Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition", *NBER Working Paper*, No. 11336.
- Eichengreen, B. and M. Flandreau (2008): "The Rise and Fall of the Dollar, or When Did the Dollar Replace Sterling as the Leading International Currency"? *NBER Working Paper*, No. 14154.
- Goldberg and Tille (2006): "The International Role of The Dollar and Trade Balance Adjustment", *NBER Working Paper*, No. W12495.
- Helleiner, E.(2006): "Below the State: Micro-Level Monetary Power", in *International Monetary Power*, edited by David M. Andrews, Cornell University Press.
- Henning, R.(2006): "The Exchange Rate Weapon and Macroeconomic Conflict", in *International Monetary Power*, edited by David M. Andrews, Cornell University Press.
- Kannan, P. (2007): "On The Welfare Benefits of an International Currency", *IMF Working Paper*, WP/07/49.
- Kumhof, M.(2009): "International Currency Portfolios", *IMF Working Paper*, WP/09/48.
- Lee, B. (2009): *Carry Trades and Global Financial Instability*, Stanford University, April 30.
- Lindert, P.(1969): "Key Currency and Gold, 1900-1913", *Princeton Studies on International Finance*, No.24, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.
- McKinnon, R. (1979): *Money in International Exchange*, Oxford Press.
- McKinnon, R. (1993): "The Rule of the Game: International Money in Historical Perspective". *Journal of Economic Literature*, Vol. 31, 3.
- McKinnon, R. (2005): *Exchange Rates under the East Asian Dollar Standard: Living with Conflicted Virtue*. MIT Press.
- McKinnon, R.(2006): "The Modern Dollar Standard and the Rules of the Game in Historical Perspective". *Princeton Encyclopedia of the World Economy*, 10, 9.
- Nurkse, R. (1944): *International Currency Experience*, League of Nations.
- Papaioannou, E., R., Portes and G. Siourounis (2006): "Optimal Currency Shares in International Reserves: The Impact of the Euro and the Prospects for the Dollar", *NBER Working Paper*, No. 12333.
- Triffin(1960): *Gold and Dollar Crisis*, Yale University Press.
- Triffin(1968): *Our International Monetary System: Yesterday, Today, and Tomorrow*, New York, Random House.
- Walter, A.(2006): "Domestic Sources of International Monetary Leadership", in *International Monetary Power*, edited by David M. Andrews, Cornell University Press.

(责任编辑:周莉萍)