



⊙ 黄志强

强美元格局生变与人民币国际化的机会窗口

当今世界货币格局无疑是以美元为中心的，布雷顿森林体系解体后，美元的特权并未消失。而近年来对于美国在全球范围内多次使用巨量货币宽松政策，世界也开始担心美元特权是否有衰落的可能。本文回顾美元特权的兴起，分析美元特权衰落的原因，为人民币的发展寻找机会窗口。

在国际贸易和投资中，货币能否广泛使用既同一国的政治、军事和经济实力密切相关，又是各种货币相互竞争的结果。由于支付中介的竞争具有很强的网络外部性，市场会内生地选择少量的货币作为媒介货币，这些媒介货币是在国际市场中被广泛用于双边交换的货币。以当今国际货币格局来看，第一层是以美元为中心，第二层的货币包括欧元和日元，第三层为世界其他货币。由此，构成了顶端为美元的“倒丁字型”结构，而这样的结构也必然使得美元在国际货币格局中处于绝对的特权地位，从而享有“货币特权”。

美元是如何享有“货币特权”的

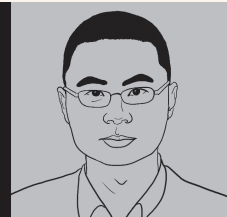
二战后召开的布雷顿森林会议确立了美元与黄金以固定比率挂钩、其他国家货币与美元挂钩的新国际货币制度。至此，美元确立了国际货币的主导地位，也获得了国际主导货币的特权。这一特权本身面临着不可调和的内在矛盾，即美国以外的成员国必须依靠美国国际收支持续保持逆差，不断输入美元来增加它们的国际清偿能力（国际储备），这势必会危及美元信用，从而动摇美元作为最主要国际储备资产的地位；反之，美国若要维持国际收支平衡稳定美元，则其他成员国国际储备增长又成问题，从而导致国际清偿能力不足，进而影响国际贸易与经济增长。这一矛盾本身也制约着美国“货币特权”的发挥。

1971年，时任美国总统尼克松宣布关闭“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。随着美元与黄金脱钩，美元不再像过去那样拥有稳定的价值。对此，美国通过与沙特阿拉伯签订协议，使美元与石油“挂钩”成为国际的共识。由于结算货币与计价货币保持一致可以避免汇率波动，任何需要石油的国家，都不得不储备美元。总之，在布雷顿森林体系崩溃以后，美国通过美元垄断石油等大宗商品的交易媒介地位来维系与巩固美元的“货币特权”。

1976年，国际货币基金组织在牙买加召开会议，建立新的国际货币体系即牙买加体系。牙买加体系实现了浮动汇率合法化、黄金非货币化，主张以特别提款权作为主要储备资产等。尽管牙买加体系允许各国选择浮动汇率，但更多的国家（尤其是亚洲国家）采取了钉住美元的汇率机制，试图让美元发挥国内反通胀或货币稳定的名义锚功能。由于牙买加体系下美元不再与黄金挂钩，这使得美元发行不再有约束机制，美国的货币强权得到了进一步增强，在处理国际关系时，美国的“汇率武器”便有了更大的发挥空间。

美国作为主要储备货币的发行国和全球流动性的提供者，其外部资产负债表表现出非常具体的特征：第一，跨境头寸总额庞大，反映出美元在国际投资组合和国际交易中的重要作用。第二，美国在风险证券上持有多头头寸，以外国直接投资和股票的形式在海外投资。美国在安全资产上持有空头头寸，即发行大量债券，尤其是美国国债；这些债券被世界其他地区作为“安全资产”持有，以满足它们的外汇储备需求，一方面用以应对危机，另一方面用以钉住美元汇率。由于“持有风险资产、负债安全债券”，美国实际上扮演着世界银行家的角色。第三，美国几乎所有的外债都以美元计价，而它的大部分（约三分之二）外部资产以外币计价。这就可以使得美国应用“汇率武器”获取估值效应，在其他条件不变的情况下，美元贬值会增加美国外部资产的价值，而其负债的美元价值则保持不变。自2005年人民币汇改以来，美元就一直享有这种估值效应。

对于亚洲而言，由于数十年来美国在世界产业链中长期占据顶端位置，不论是90年代以前以日本为中心的亚洲产业链，还是2000年后以中国为核心的亚洲产业链，亚洲国家的出口在长期以来一直高度依赖美国市场。其后果就是在“原罪”论（脆弱的国内金融市场无法对冲外汇风险）及“美德冲突”论（高储蓄率的国家往往具有经常项目顺差）的双重



影响下，亚洲国家（尤其是东亚国家）积累了大量的美元外汇储备，从而成为美元资产的最大持有者。在亚洲金融危机后，亚洲国家对于美元的态度开始逐渐进退两难。在美元本位之下，拥有巨量美元外汇储备的亚洲债权国不得不与美元保持一定联系；但在资本项目逐渐开放的条件下，对美元的过度依赖则意味着货币当局将会逐渐失去货币政策的独立性，从而陷入资本项目开放、货币政策独立性、汇率稳定的“三元悖论”难题，最终甚至丧失对国内经济的调控能力。尽管亚洲国家也曾为减少对美元的过度依赖，试图通过诸如发行亚洲债券基金、发展区域债券市场、达成《清迈倡议》共识、建立“储备池”等方式加强亚洲区域内的货币合作，但由于亚洲国家间的政治问题及在亚洲区域内缺乏可靠的“锚”货币以供区域内国家钉住，从而没有改变大部分亚洲国家或“软”或“硬”地钉住美元的局面，也并未改变美元在亚洲货币格局中的主导地位。

尽管钉住美元的汇率机制有利于发挥反通胀和稳定锚的作用，但钉住汇率不能随经济基本面及时调整，这就给大规模国际资本流动的冲击留下了空间。在国际资本冲击下，钉住汇率不仅没有守住，新兴市场国家的外汇储备很快耗尽，最终演变成货币危机。自1997年亚洲金融危机以来，世界各国吸取了危机中的教训，所持有的外汇储备远远高于拇指规则的要求，其目的就在于拥有充足弹药库以防范危机。这表现为美国净安全负债（其他国家对美国国债有特殊需求）的增长（如图1所示）。此外，金融自由化使美国能投资于海外直接投资和证券投资股票，2000年后美国信息技术革命的成功，并依托全球化以及贸易服务化，使美国又在产业链顶端收割了不菲利润。

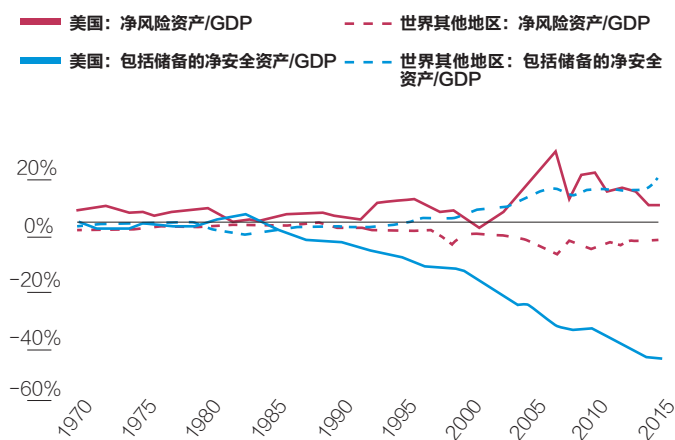


图1 美国及其他地区的净风险头寸和净安全资产头寸（占GDP的百分比）

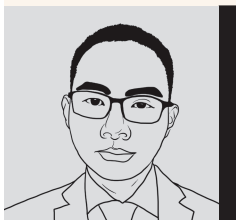
新特里芬难题及美元特权的衰落

特里芬难题的困境在于：世界其他地区的美元流动性需求终将超过美联储的黄金储备。但也有研究者认为不存在“特里芬难题”，他们认为美国的国际收支赤字并没有表现出风险，因为这反映了“世界银行家”向美国之外的其他地区发放长期贷款和发放短期贷款的活动，就像纽约的银行向美国其他地区发放贷款一样。他们排除了美元遭到抛售的可能性，认为这纯粹反映了一些央行官员和学院派经济学家的紧张情绪。1976年确定的牙买加体系使美元不再与黄金挂钩，那么是否就更不存在特里芬难题了呢？有研究指出，“特里芬难题”的根本在于国外所持有巨大的美元储备与外国投资者可能对美元丧失信心的矛盾，这种信心的丧失可能来源于政策、市场情绪或基本面（例如霸权国家在世界经济的相对大小）。这就是新“特里芬难题”与旧“特里芬难题”没有丧失相关性的原因，即使在缺乏正式锚的国际货币体系中也是如此。笔者认为至少有三个原因表明美元面临不可持续问题，美元已经表现出衰落的迹象：

第一，要使美国外部资产负债表可持续，则资产端的收益就要超过负债端的成本。美国资产端的投资主要以国际直接投资（Foreign Direct Investment，简称FDI）形式为主，然而全球FDI收益率表现为收敛趋势。危机前全球FDI收益率达到峰值，相对于1990年有显著增长，但2016年以来FDI的收益率稳定在6.5%左右（如表1所示）。导致全球FDI收益率递减的原因，一方面，全球价值链参与度已达到顶峰，全球价值链增长放缓；另一方面，全球化导致资本和劳动力收益再分配，使得民粹主义崛起。美国负债端的利率尽管一直在下降，但目前近乎零利率，已无下降空间。

第二，美国要兑付负债面的安全证券，除了依靠资产端的存量和收益外，还可依靠国内的财政收入。自牙买加体系建立后美国财政一直处于赤字状态，这实际上反映了世界其他国家国际中心货币的需求。克林顿政府时期美国的财政还有些许盈余，此后出现了大幅度的下降，如图2所示，这其中既有外围世界流动性需求的因素，也有美国财政自身不可持续的问题。从美国财政的支出结构来看，法定支出占总支出约三分之二，而法定支出中的社会保障支出和医疗保险支出一直呈趋势性增长，这与美国整个社会的老龄化有较大关系。这说明美国以自身财力支撑美元国债兑付存在不可持续风险。

第三，美国这张外部资产负债表能否安全运转，还取决于负债持有人的信心，也即是否会出现类似银行挤兑的现象，笔者认为目前存在对美元失去信心的苗头。受1997年金融危机影响，全球经济体为预防国际汇率变动对国内经济产生负面冲



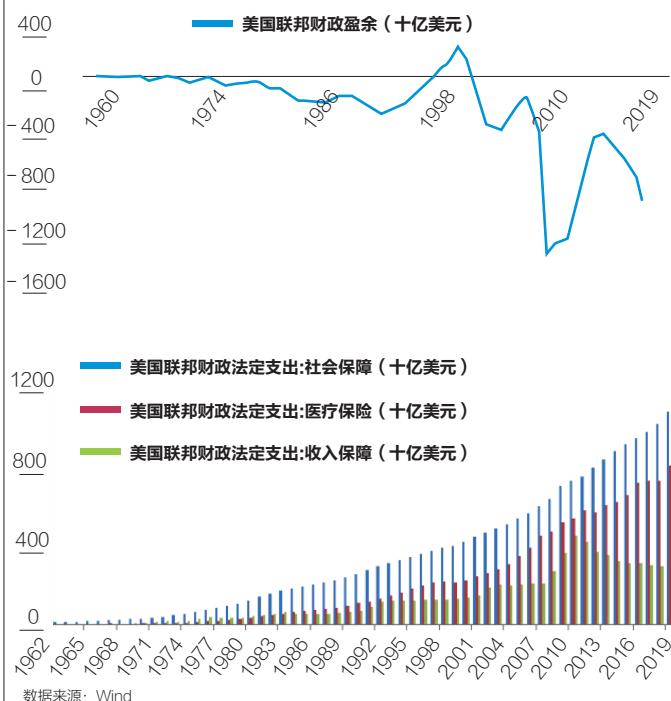
← 崔玉

表1 全球FDI存量和收益率单位：亿美元，%

年份	1990	2005—2007 (危机前平均值)	2016	2017	2018
内向FDI收益率	5.3	8.6	6.8	6.8	6.8
外向FDI收益率	8.0	9.6	6.1	6.3	6.4

数据来源：贸发会议，《世界投资报告2019》。
注释：FDI收益率的计算只针对同时有FDI收入和存量的国家，2018年有165个国家有内向FDI数据，144个国家有外向FDI数据。

击，纷纷加大对外汇储备的持有，其后果是自1997年后全球外汇储备总量大大增长，从1999年的17817亿美元上升至2019年的118295亿美元，全球外汇储备占国内生产总值（GDP）的百分比也从1999年的5.48%上升至2018年的13.31%。在全球上升的外汇储备总额币种分布上，美元尽管占据着核心地位，但东南亚金融风暴过后出现了一定程度的下降，从趋势上来看美元在外汇储备中占份额由1999年的71%下降到2019年的62%。一个值得注意的现象是，2008年全球金融危机后储备货币多元化的苗头出现，加元和澳元于2011年在全球储备份额中的比例都达到1%，人民币于2016年达到1%，这反映了各国对单一国际货币内在不稳定性的担忧。另一个值得注意的现象



数据来源：Wind

图2 美国财政赤字以财政法定支出的主要项目

是，除美元、欧元、英镑、日元、瑞士法郎、加元、澳元和人民币这八种货币，世界其他货币在官方储备中的份额并没有显著增加，这反映了国际货币格局正向着多节点的小世界网络方向迈进，尽管力量很微弱，却是星星之火。

美元衰落给国际货币体系的倒丁字型结构的冲击可能是非线性的。这是因为“倒丁字型”一旦塌陷在短时期内难以形成稳定结构，可能表现为沙盘状的零星联系。以亚洲为例，亚洲地区的繁荣，除了因为在贸易方面满足美国需求、汇率方面钉住美元外，更重要的是美国提供了地区安全的保障。然而经过40多年的改革开放，中国的经济和技术能力成倍增长，中国在亚洲地区的影响力也逐渐壮大，如果美元出现坍塌，亚洲国家将不得不面对选边站的格局。欧洲方面，英国脱欧已经助长了欧盟国家的疑欧情绪、贸易保护主义盛行，并使得民粹主义政党发展壮大；在新冠肺炎疫情影响下，欧洲脆弱的公共医疗卫生体系叠加旧有的老龄化问题，使得债务负担不均衡与统一货币的矛盾更加凸显。如果欧元坍塌，那么全球储备中20%左右的份额由什么货币来填满？这些都为人民币留下了广阔空间。

人民币国际化的机会窗口

任何一种货币的崛起离不开其经济实力的强大，2018年中国GDP占全球的份额达到15.8%，美国的占比为23.9%，尽管两者还存在一定差距，但中国对全球GDP的贡献率远远超过美国，如果按购买力平价计算，两者差距更大。一国货币之所以成为国际货币，无疑是在国际贸易中发挥了媒介、结算、记账单位等基本职能，从这个角度讲贸易大国是货币国际化的必要条件。从具体数据来看，如图3所示，2019年中国出口占全球的比例达到13.23%，美国占比为8.81%，2007年中国的出口份额已经超过美国；进口方面，2019年中国进口占全球比例为10.80%，美国为13.35%，中国与美国依然存在一定差距，这与美国作为货币中心国需要输入商品满足世界其他地区美元流动性的需求有关。从经济和贸易总量上来看，人民币登上国际舞台已展现出明显的机会窗口。

这一机会窗口是否具有坚实的结构基础？这也涉及人民币国际化的路径问题。从全球价值链角度切入，后疫情时代全球价值链重构成为必然趋势，人民币完全可以借助区域产业贸易链条夯实人民币作为贸易结算货币的功能，也为人民币迈向投资货币提供了机遇。

全球价值链是衡量一国嵌入全球贸易网络程度的重要指标，长期以来中国通过承接国际产业转移的形式逐步嵌入了欧美日等发达国家和地区主导的全球价值链（Global Value

Chain, 简称GVC) 体系。在全球价值链时代, 净进口不再是衡量国际贸易对国内经济影响最合意的指标。在传统视角贸易网络中, 国际贸易格局是亚洲、北美及西欧借助中国、美国与德国贸易网络而紧密相连, 如图4所示, 这种密切联系在后疫情时代会发生反向的收缩。因为传统贸易产品是出口国直接生产的最终产品, 各国收缩不存在产业链断裂风险, 在民粹主义思潮影响下政府干预可能导致收缩。我们预估这种收缩发生的步伐不会很快, 毕竟跨国企业还要基于比较优势考虑成本。

从全球价值链视角来看, 全球网络并非如此紧密, 而是以德国、中国、美国为世界三极形成的全球价值产业链网络。贸易在区域贸易伙伴之间十分集中, 但区域中心之间则并没有重要的直接联系。从图5来看, 全球价值链生产区域化趋势明显, 因为随着生产链条不断被拉长, 产业链受地缘政治、意外冲击等因素造成断裂的风险加剧, 因此大大增加了“中心国家+周边发展中国家”这一未来全球产业链发展新模式的可能。从疫情影响来看, 中国产业链的抗冲击能力很强, 而产业链的强大, 使得中国可以腾出手来为亚洲乃至全球其他国家施以援手, 一方面体现了中国作为大国的担当, 另一方面也让众多国家对中国的信心与好感度上升。这终将使得中国在亚洲产业链的中心地位不断增强。

一般而言, 区域生产网络的经济一体化程度越高, 区域内的全球价值链活动越高。如图6所示, 全球金融危机后亚洲区

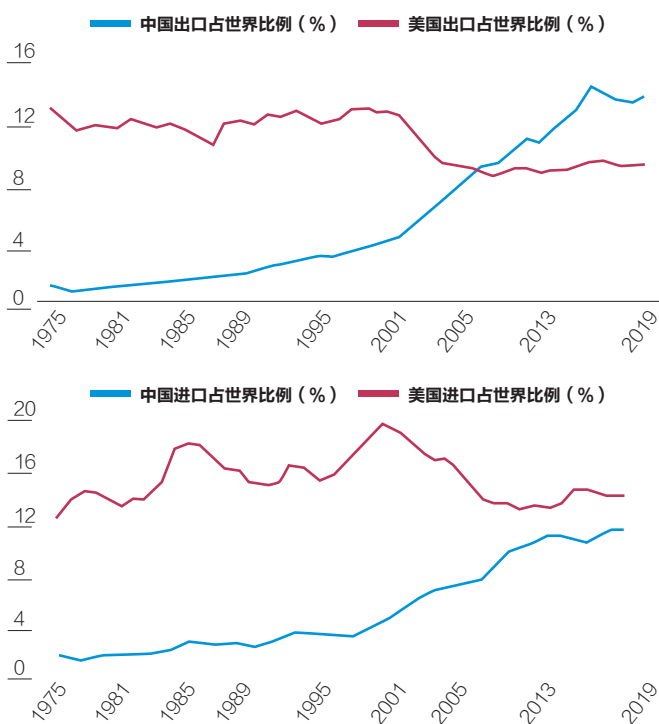
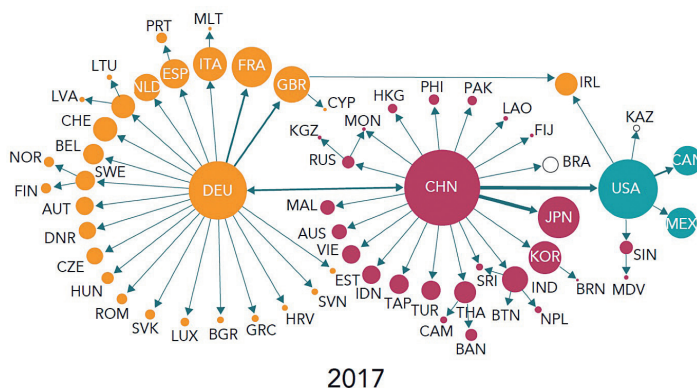
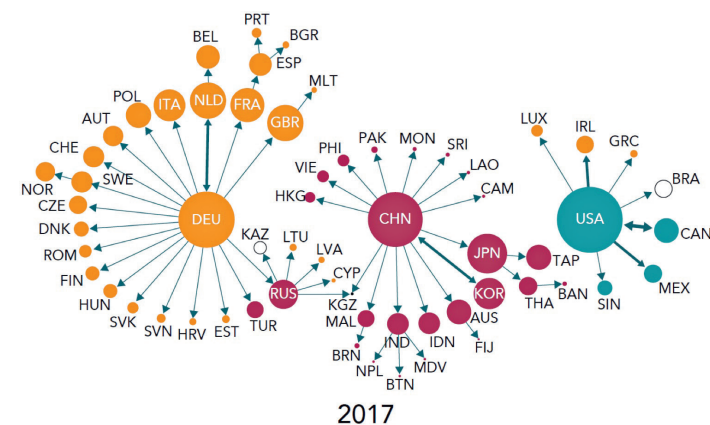


图3 中美两国在全球贸易中的份额



上图英文简称为国家代码。
左圈依逆时针方向分别为：GBR：英国。FRA：法国。ITA：意大利。MLT：马耳他。ESP：西班牙。PRT：葡萄牙。NLD：荷兰。空白：原文如此。LTU：立陶宛。LVA：拉脱维亚。CHE：瑞士。BEL：比利时。SWE：瑞典。NOR：挪威。FIN：芬兰。AUT：奥地利。DNK：丹麦。CZE：捷克。HUN：匈牙利。ROM：罗马尼亚。SVK：斯洛伐克。LUX：卢森堡。BGR：保加利亚。GRC：希腊。HRV：克罗地亚。SVN：斯洛文尼亚。EST：爱沙尼亚。中间位置DEU：德国。
中圈依逆时针方向分别为：PHI：菲律宾。HKG：中国香港。MON：蒙古。RUS：俄罗斯。KGZ：吉尔吉斯斯坦。MAL：马来西亚。AUS：澳大利亚。VIE：越南。IDN：印度尼西亚。TAP：中国台湾。TUR：土耳其。THA：泰国。BAN：孟加拉国。CAM：柬埔寨。SRI：斯里兰卡。IND：印度。BTN：不丹。NPL：尼泊尔。KOR：韩国。BRN：文莱。JPN：日本。BRA：巴西。FIJ：斐济。LAO：老挝。PAK：巴基斯坦。中间位置CHN：中国。
右圈依逆时针方向分别为：KAZ：哈萨克斯坦。IRL：爱尔兰。SIN：新加坡。MDV：马尔代夫。MEX：墨西哥。CAN：加拿大。中间位置USA：美国。

图4 传统的贸易网络



左圈依逆时针方向分别为：GBR：英国。FRA：法国。ESP：西班牙。BGR：保加利亚。PRT：葡萄牙。NLD：荷兰。BEL：比利时。ITA：意大利。POL：波兰。AUT：奥地利。CHE：瑞士。SWE：瑞典。NOR：挪威。CZE：捷克。DNK：丹麦。ROM：罗马尼亚。FIN：芬兰。HUN：匈牙利。SVK：斯洛伐克。SVN：斯洛文尼亚。HRV：克罗地亚。EST：爱沙尼亚。TUR：土耳其。RUS：俄罗斯。KGZ：吉尔吉斯斯坦。CYP：塞浦路斯。LVA：拉脱维亚。LTU：立陶宛。KAZ：哈萨克斯坦。中间位置DEU：德国。
中圈依逆时针方向分别为：PAK：巴基斯坦。PHI：菲律宾。VIE：越南。HKG：中国香港。BRN：文莱。IND：印度。NPL：尼泊尔。BTN：不丹。MDV：马尔代夫。IDN：印度尼西亚。AUS：澳大利亚。FIJ：斐济。KOR：韩国。JPN：日本。THA：泰国。BAN：孟加拉国。TAP：中国台湾。CAM：柬埔寨。LAO：老挝。SRI：斯里兰卡。MON：蒙古。中间位置CHN：中国。
右圈依逆时针方向分别为：IRL：爱尔兰。LUX：卢森堡。SIN：新加坡。MEX：墨西哥。CAN：加拿大。BRA：巴西。GRC：希腊。中间位置USA：美国。
资料来源：世界银行

图5 复杂GVC网络

域内经济的紧密度正不断上升, 简单价值链区域参与度所占份额从2000年的42%上升到2017年的45.5%, 复杂价值链区域参与度从38.5%上升到49.3%, 生产区域化集中现象显著, 而这个区域的中心就是中国。

从国际贸易理论角度出发, 在两国间交易中选择何种货

币，与进行贸易的商品密切相关。对于可贸易品而言，可以分为两类：相对初级品以及高度差异的制成品。在进行相对初级品的国际贸易中，单个的生产者仅仅是价格的接受者，顾客价格比较的效率收益将导致以一种单一的国际货币计价和结算。而在进行高度差异的制成品的国际贸易中，生产者拥有保持价格固定的市场权力，一般以出口商本国货币计价交易。而根据格拉斯曼法则，一是经济实力将决定币种选择；二是石油、农产品等大宗均质商品，因市场选择的经济性要求采用单一货币结算，美元是事实上的首选货币；三是差异性较大的商品有潜力以出口国的货币为结算货币。因此，对于作为世界工厂的中国而言，美日等发达国家一直是我国最主要的贸易伙伴，在与这些国家进行国际贸易的过程中，中国在产业结构方面并不占优。

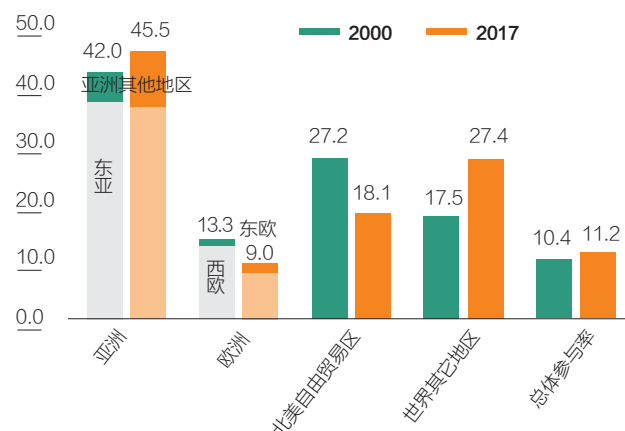
贸易与产品优势一般是相对的，这也意味着处于交易弱势的出口国可以通过转变交易对手，使得出口国由交易弱势方向交易强势方转变，而“一带一路”倡议就将实现中国由交易弱势国向交易优势国地位转换，并且“一带一路”倡议也是实现国内国际双循环促进发展新格局的重要一环。从中国对“一带一路”沿线国家进出口产品结构来看，出口方面，中国对“一带一路”沿线国家出口产品与我国产业结构相适应，中国在技术制造业方面长期积累的优势明显，作为“世界工厂”，出口主要包括以电子、电气为代表的高技术制造业，以机械工程为代表的中等技术制造业，以纺织行业为代表的低技术制造业和中等技术加工制造业；进口方面，中国从“一带一路”沿线国家的进口也与我国制造业需求相适应。一方面，中国对“一带一路”沿线低成本的初级产品与资源型产品需求旺盛；另一方面，也保持一定程度对高技术制造行业产品的互补需求。

从出口竞争优势视角看，中国在与美国、日本等发达国家的国际贸易中，出口产品相对低端。这一方面与中国产业结构相对美日低端有关，另一方面也与美日发达国家把持生产链条顶端有关。“一带一路”的发展将扭转中国出口商品相对低端的局面，作为亚洲产业价值链的核心，中国相对于大部分“一带一路”沿线国家处于更高的生产价值链位置，因此在向“一带一路”沿线国家出口商品时，就获得了出口优势，从而在国际贸易结算中增大了人民币作为结算货币的可能。因此为促进人民币国际化的发展，“一带一路”将成为人民币走向世界的重要环节。

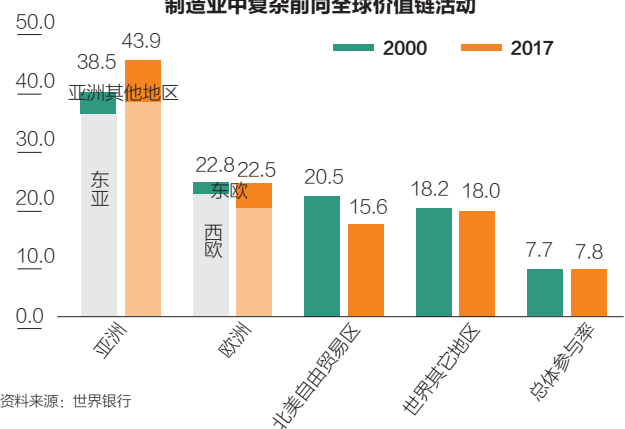
总结

对于人民币而言，人民币国际化是从结算货币到投资货币和储备货币过渡的渐进过程，其发展战略也将是从货币周边化到货币区域化，最终到货币全球化。不论美元特权的衰退是渐变论还是突变论，在全球价值产业链重构的趋势下，随着生产区域化的不断加强，贸易变局之下中国作为亚洲价值产业链

制造业中简单前向全球价值链活动



制造业中复杂前向全球价值链活动



资料来源：世界银行

图6 亚洲制造业中区域内和区域间全球价值链参与活动的份额

的中心将迎来新的机遇，人民币国际化也将迎来机会窗口。另外，随着中国经济迈入新常态，中国产业结构升级任务就变得异常重要。只有完成产业结构转型升级，才能进一步支撑中国制造走向世界。综合来看，只有充分发挥国内与“一带一路”超大规模市场优势，才能逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，并借以提升产业链供应链现代化水平，引导人民币走向国际化，打造世界经济新格局。

对于人民币的未来发展，可以在以下几个方面发力：一是拓展人民币作为计价货币的功能，通过大力发展人民币在全球或区域性大宗商品交易中的定价功能，提升人民币在国际贸易中的货币地位；二是完善并扩大本国金融市场，为国外机构投资者提供更优质、更全面、更充足的人民币金融资产，以提升人民币在国际投资领域内的吸引力；三是通过“一带一路”倡议，建立健全以中国为核心的亚洲贸易网络，寻找区域内国家对人民币的真实需求，以发掘人民币在亚洲区域内作为“锚”货币的潜力。①

（黄志强为国家金融与发展实验室研究员，蔡真为国家金融与发展实验室高级研究员、中国社会科学院金融研究所货币理论与货币政策研究室副主任，崔玉为国家金融与发展实验室研究员。本文编辑/谢松燕）