



张礼卿：国际货币体系的未来和人民币国际化



“国际货币体系的未来和人民币国际化”这个题目在 2009 年周小川行长那篇著名的文章发表之后，一度引起了广泛热议。2011 年 3 月，中央财经大学国际金融研究中心和美国哥伦比亚大学政策对话倡议组织 (Initiative for Policy Dialogue, 由诺奖得主约瑟夫·斯蒂格利茨教授领导的智库)，在中央财经大学联合召开了一次国际会议。外方专家包括斯蒂格利茨教授，原联合国副秘书长、哥伦比亚大学教授 Jose Antonio Ocampo，还有非常著名的国际经济学家，也是 SDR 设计的参与者之一 John Williamson 先生，以及多位国际一流的学者。中方专家也很荣幸请到不少高层次的领导和一流学者。会议的主要议题是如何提升 SDR 在国际储备体系中的作用，其核心成果最后以公开声明的形式发表在英国《金融时报》上，当时在国内外还产生了比较大的影响。

十年来，这方面的讨论时起时落，一直没有真正停止过。最近有几个事件似乎给这方面的讨论又加了一把火。一是美国冻结俄罗斯 3000 多亿美元外汇储备，引起国际社会对美元作为储备资产安全性的担忧。IMF 的第一副总裁 Gita Gopinath 和原总裁 Christine Lagarde 都发表了看法，表示担忧。二是瑞信集团金融市场部的策略师 Zoltan Pozsar 在俄乌冲突后写了几篇文章，他的基本看法是俄乌战争结束后将开启布雷顿森林体系 III 的时代，认为全球货币体系将在很大程度上进入大宗商品本位，即以石油、黄金等作为支持的商品本位制时代，基本否定了美元将继续作为主导性储备资产的可能性。三是人民币在 SDR 篮子里的比重得到了提升，我猜这也是这次研讨会的由来和背景。

今天我主要谈三个问题：一是现行国际储备体系的缺陷。二是看曾经有过的改革和建议并且展望未来的发展。三是简要谈一谈如何推进人民币国际化。

第一，现行国际储备体系的缺陷。

当前的国际储备体系可以追溯到 1944 年布雷顿森林会议。这个体系以美元为中心。当初，美国借助“双挂钩”成功使 IMF 成员国持有足够多的美元储备，以便进行有效的市场干预来维持可调整的锚定美元的汇率安排。1973 年布雷顿森林瓦解之后，“双挂钩”不再存在，但由于美国拥有高度发达和开放的金融市场，特别是有巨大的国债市场，加上强大的网络效应，美元作为主导性国际储备资产的地位并没有发生什么显著的变化，其在全球储备货币体系中的比重基本上一一直保持 60% 以上，在本世纪初一度高达 70% 以上。当然最近一段时间有所下降，最新数据显示下降到 59%，但仍然是主导性的，毫无疑问。

这个体系有两大基本缺陷，一是不稳定，二是不公平。

其一，不稳定。美国著名的金融史学家 Charles Kindleberger 认为，在美元霸权体制下，美国可以向世界提供自由贸易体制和最终贷款人这样的公共产品，从而有助于商品市场出清和金融稳定。这可能是布雷顿森林建立的初衷，也是其合理性所在。但是，20 世纪 60 年代以后情况发生了很大的变化。整个世界面临的现实是：一方面，作为国际主要储备货币的美元不断遭遇所谓“特里芬难题”，导致世界金融不稳定，阶段性地发生

美元危机。另一方面，美国货币政策产生了巨大的政策溢出效应，在全球金融周期的作用下，严重影响其他国家地区金融和经济稳定。比如 2008 年次贷危机以后，量化宽松政策实施以及后来的退出都对新兴市场经济体造成巨大的冲击。两年前新冠疫情爆发后，美联储又实行了无限量宽的货币政策，导致全球流动性一度泛滥，以及通货膨胀压力的不断上升。最近一段时间通胀持续上升，原因很多，如俄乌冲突引起的大宗商品上涨的推动，但核心的原因还是两年前美国实施的量化宽松政策。美联储资产负债表从 4 万亿美元上升到 8 万多亿美元，短短两年时间，这样一种扩张毫无疑问对全球流动性造成了巨大的冲击。预料近期美联储加息又会在未来一段时期对全球金融市场构成新的冲击，当然是一种反向冲击。

其二，不公平。在这样一个体系下，很多新兴市场国家尤其是金融体系比较脆弱的国家会想方设法的、尽可能多地持有储备资产，其中就包括美元资产。这意味着这些穷国不得不把它们的钱借给美国使用，即以购买美国国债的方式把钱借给美国用。美国这个世界上最富有的国家在向一些穷国源源不断地借钱，显然不合理。

第二，主要改革建议的可行性与发展前景。

在过去几十年里，很多学者一直在探索如何改变这样一种既不稳定又不公平的局面。针对美元为中心的国际货币体系的缺陷，学者们提出的改革方案大致包括以下五种：一是回归国际金本位，二是创设单一世界货币，三是实行基于 SDR 的超主权货币，四是实行改良的美元本位，五是实行多

元储备体系。

从历史经验来看，回归金本位的方案完全没有可行性。这一方面是因为黄金供应跟不上现实需要；另一方面，则是因为在金本位制度下，央行在遇到大萧条或者大危机时没有办法发挥调节作用。前些年，还有人提建立比特币本位制。最近，瑞信集团的 Zoltan Pozsar 提出建立大宗产品本位制。这些都属于一类，应该讲没有可行性。

关于单一世界货币和基于 SDR 超主权货币方案，我把这两类合并在一起说，因为他们有很大的相似性。总体来讲，两者都是比较理想主义的方案，可以彻底解决特里芬难题带来的内在不稳定性，曾经受到很多顶级国际经济学者的推崇。当年凯恩斯提出的 Bancor (班珂)方案和这个基本一脉相承。上世纪八九十年代以后，Richard N.Cooper、Joseph Stiglitz 和周小川行长都是这类方案的支持者。不过，这类方案的实施确实有很大的难度。最大的问题是它需要主要经济体在政治上有足够的合作意愿，因为创建世界货币需要各国放弃本国的货币主权。如果没有相互间在政治上的高度认同与联盟，这种方案不可能有前景。美国在 IMF 有一票否决权，只要它不赞成，那么基于 SDR 的超主权货币方案也是不大可能实现的。美国在这件事情上是不太可能合作的。同时，技术上也存在很多局限，到目前为止 SDR 只能在 IMF 系统内使用，私人部门没有流通和使用。另外，SDR 如果要作为一种超主权货币就需要具有发行准备，但是这种发行准备很不充分。现在它实际上是以成员国的缴存份额作为发行准备，这是很不充分

的。上个世纪七八十年代曾经有人提出过“替代账户”的方案，即各国将外汇储备存入 IMF 的特别账户，充当 SDR 发行准备。由于存在很多技术性障碍，替代账户最后也没有得到各国的积极响应。

当然，随着国际竞争格局的变化，我们可能也有一定的机会去推进这种超主权货币方案，也不排除在经过长期努力后会实现。2009 年 IMF 分配 2500 亿美元 SDR，新冠疫情后又分配了 6500 亿美元 SDR。当前，受俄乌冲突导致大宗产品价格上升的影响，一些新兴市场经济体的经常项目正面临越来越大的困难。未来 1-2 年，美联储持续加息已经没有什么悬念。这些因素叠加在一起，不排除部分新兴市场经济体发生流动性危机的可能性。如果出现这种情形，IMF 应该继续增加 SDR 分配。当 SDR 的数量越来越多之后，它就可能成为多元储备资产体系中的一个更为重要的组成部分，尽管并不意味着它能很快取代美元的主导地位。

改良的美元本位方案的支持者包括已故的著名国际经济学家麦金农等著名学者，也有一定的影响和合理性。但这种方案需要美国进行自我纠正、自我约束，而这并不十分现实。而且，它也无法从根本上改变现行体系的

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43194

