



余永定：美国与世界面临的两难困境





今年是布雷顿森林体系解体 50 周年，与布雷顿森林体系相比，后布雷顿森林体系的特点，是美元本位制取代了黄金汇兑本位制。美元作为一种国家法定货币，是可以无限供应的，储备货币国家为国内利益而诉诸印钞机的诱惑极难抗拒，唯一能阻止美国这样做的力量是美国自己以负责任的态度行事的意愿。美国有意愿以负责任的态度行事，而全球投资者也要相信美国会这样做。也正因如此，（也仅仅因为如此），此后布雷顿森林体系存续了五十年。

最初，美国政府通过资本账户赤字来提供“国际流动性”，但 20 世纪 80 年代初以后，美国通过经常账户赤字提供“国际流动性”。目前，美国净外债 15.4 万亿美元，占美国 GDP 的 70%左右。对此我们不禁要问：

世界各国不断积累美国借条的局面还要持续多久？

“豆荳不可能长到天上去”，从某种意义上说，世界仍面临着“特里芬两难”。在当前阶段，如果美国政府希望改善经常账户平衡状况，就必须让美元贬值。如果考虑其他因素，比如美国飞涨的公共债务、以 QE（量化宽松）形式不断印钞等，情况则可能更加糟糕。根据美国国会预算局的数据，美国联邦债务持续上升，到 2050 年将占 GDP 的 200%。

债务是必须偿还的，否则就必须把债务货币化。很难想象美国政府如何在不进行债务货币化的情况下偿还如此巨大的债务。公共债务货币化可能会对通货膨胀和汇率产生巨大影响，我们也不能排除美国政府债务违约的可能性。虽然实施 QE 和零利率政策有其必要性，但无论如何，这种政策对通货膨胀和汇率的影响令人担忧。总而言之，如果美国政府继续执行当前政策而不能顺利退出 QE，考虑到通胀和美国政府债务违约的可能性，从长期看，外国投资者还将可能面临美元的大幅贬值。另一方面，如果美国退出 QE，发展中国家就将再次面临“退宽恐慌”（taper tantrum）。

在布雷顿森林体系下，发展中国家由于金融系统的脆弱性，不得不积累大量外汇（主要是美国国债）以保护其货币不受投机性攻击。目前，全球外汇储备总额约 12 万亿美元，占 2020 年全球 GDP 的 14%。如此规模的外汇储备对发展中国家来说，是一种巨大的资源浪费；但如果没有这层防火墙，来自国际投机者的攻击，就可以使发展中国家几十年来的经济成就付诸东流，亚洲金融危机就是典型案例。

如果能更好地监督和管理跨境资本流动，金融危机的发生几率就会减小。我们应该制定一些规则以减缓跨境资本流动的速度，比如禁止某些高频交易，对某些类型的跨境资本流动征税等。近年来，不正当资金流动已经成为国际上高层政策讨论的热门话题。我们需要采取更加协调一致的行动，将限制不正当的跨境资本流动纳入全球金融体系改革的议程中。

全球金融危机以来，中国积极参加国际货币体系改革。中国人民银行原行长周小川曾提议将特别提款权（SDR）作为国际储备货币，中国也参与了组建多重储备货币体系、加强区域货币合作的讨论。

但可惜的是，这些有关国际货币体系改革的努力成果十分有限，所以中国决定走自己的路。中国在 2009 年启动了人民币国际化的进程，2012 年启动了资本账户自由化的进程，2015 年开始实行人民币汇率制度改革。

2017 年以来，中国对海外资产安全的顾虑日渐加深，地缘政治成为国际金融问题中的重要因素。从地缘政治的角度，虽然中国会继续坚持对外开放，坚持推进改革进程，但不得不关注一些更具体、更技术性的问题。例如，如何加强国际货币结算系统的安全性？当美国政府对中国的金融机构

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_29056

