

国际储备货币体系改革的东亚视角

熊爱宗 黄梅波

（熊爱宗，厦门大学经济学院国际经济与贸易系讲师，
黄梅波，厦门大学经济学院国际与贸易系教授、长策智库 GMEP 特约研究员）

本报告是全球宏观经济政策（GMEP）的系列研究成果之一。GMEP 是长策智库的研究项目之一。GMEP 的宗旨是：立足中国的国家利益，依据中国的国际战略，及时深入的分析与中国有重大利益关系的问题和地区国别，为政府决策和企业经营服务。GMEP 的其他系列报告包括：《全球宏观经济快讯》、《GMEP 工作论文系列》等。本报告仅代表作者观点，不代表长策智库及作者所在单位的观点。未经 GMEP 授权，请勿发表、引用和传播。长策智库网站：www.changce.org。

国际储备货币体系改革的东亚视角

熊爱宗 黄梅波¹

(熊爱宗, 厦门大学经济学院国际经济与贸易系讲师,
黄梅波, 厦门大学经济学院国际与贸易系教授、长策智库 GMEP 特约研究员)

内容摘要: 美国金融危机的爆发凸显了国际储备货币体系改革的紧迫。处于国际货币体系外围和边缘地带的东亚长期饱受国际货币体系之苦, 自然应该是这场改革的积极推动者, 但是由于深陷“美元陷阱”中, 东亚的改革诉求又受到诸多因素的掣肘, 因此东亚的改革立场将是渐进与谨慎的。在短期应督促各方加强对美元的约束与监督, 同时推动储备资产的多元化, 在中期应积极推动亚洲货币的国际化, 争取在国际货币体系格局中占有一席之地, 并为未来国际货币体系走向超主权货币奠定基础。

关键词: 国际储备货币体系 改革 东亚

美国金融危机再一次暴露了当前国际货币体系特别国际储备货币体系的内在缺陷。中国人民银行行长周小川 2009 年 3 月 23 日撰文指出:“此次金融危机的爆发与蔓延使我们再次面对一个古老而悬而未决的问题, 那就是什么样的国际储备货币才能保持全球金融稳定、促进世界经济发展。”²因此, 金融危机爆发之后, 国际储备货币体系改革受到了各方的重视。对于东亚各经济体³来说, 国际储备货币体系改革既对之提出了巨大的挑战, 同时也为其带来了难得的机遇。从挑战来看, 在多年出口导向型经济发展政策的刺激下, 东亚经济体积累了巨额美元储备资产, 而此次国际储备货币体系改革的主要对象是限制甚至改变美元的国际货币地位, 东亚所持美元资产面临着长期价值缩水的危险。从机遇来看, 美国金融危机再一次为东亚参与国际货币体系改革提供了外在动力。无论是对于东亚整体还是对于东亚个体经济在危机之后都将加快国际储备货币体系的改革步伐, 这既包括区域主权货币(如人民币、日元等)国际化进程的加速, 也包括亚洲货币合作进一步的推进以及东亚在国际货币体系中地位的提升。

¹熊爱宗 厦门大学经济学院国际经济与贸易系讲师, Email: xiongaizong@yahoo.com.cn; 黄梅波 厦门大学经济学院国际经济与贸易系教授 博士生导师, Email: mbh841123@163.com。作者感谢长策智库支持, 文责自负。

²周小川: 关于改革国际货币体系的思考, 中国人民银行, 2009 年 3 月 23 日。
<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=4200&ID=279>.

³如无特别说明, 本文的东亚包括东盟 10 个经济体(文莱、柬埔寨、印度尼西亚、缅甸、马来西亚、老挝、菲律宾、新加坡、泰国和越南)加上中国、日本和韩国, 在某些情况下, 我们还会包括中国台湾、中国香港和中国澳门。

一、东亚推进国际储备货币体系改革的角色与定位

此次金融危机所暴露出的国际储备货币体系缺陷主要体现为作为信用货币的美元同时充当国际货币和国内货币所带来的冲突。为了克服这一缺陷，要么对美元施加强有力的约束，要么终结美元作为国际货币的特权，但是无论那一种方案，都意味着当前美元的国际货币霸权必须受到一定的限制与制约。美元国际货币地位的转移对处于国际货币体系外围的东亚各经济体提出的挑战是：这些持有大量美元资产的国家或地区，如何既能推进国际储备货币体系改革的顺利进行，同时又能保证所持美元资产的价值稳定，并最终实现美元资产的平稳退出？

经过亚洲金融危机一役，东亚经济体逐渐加大了对外汇储备尤其是美元储备的累积。从金融危机过后的 1999 年到 2009 年，东亚 13 个经济体整体外汇储备由 7000 亿美元攀升到 4.2 万亿美元，增加了 5 倍多（图 1）。尽管对于外汇储备的适度规模，学者们还难以达成一个普遍的共识，但是无论何种指标来看，东亚外汇储备的急剧上升显然已经超过了其实际需求水平。⁴ 中国和日本的外汇储备可供 15-17 个月进口之用，韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、老挝等则可供 5-7 个月进口之用，且大部分东亚经济体外汇储备规模与进口商品价值之比近年来都出现了不同程度的上升趋势。⁵ 积累了巨额美元储备资产的东亚经济体不可避免地落入了“美元陷阱”（Dollar Trap），使得这些经济体虽然饱受国际货币体系之苦，但是在国际储备货币体系改革上却难免要“瞻前顾后”：如果不改革目前的美元本位储备结构，那么东亚经济体会在“美元陷阱”里越陷越深；如果改革过于激烈，则会带来美元资产的价值贬值，到头来损失的还是东亚自己。

从美国财政部的统计来看，东亚已经成为持有美元资产最多的地区，2009 年 6 月底东亚 16 个经济体持有的各类美元资产总计已经超过 3.5 万亿美元，占外国投资者持有美元资产总数的 36.5%（表 1），因此如果美元贬值 1% 的话，那么东亚整体将损失 350 亿美元。从中长期来看，美元存在必然贬值的可能，主要基于以下两点考虑。首先，美国在金融危机之后实行的一系列经济刺激措施虽然对经济恢复起到了巨大的作用，但是从中期来看其必将拖累美元走势。例如经济刺激政策已经使得美国的财政赤字在 2009 年超过 1.4 万亿美元，占当年 GDP 比例的 9.9%，预计 2010 年财政赤字将会继续扩大，未来几年赤字水平也许会有所降低，但是总体上看并不会出现根本性好转（图 2）。另外，在金融危机之后，美国必然要试图缩减经常项目赤字水平，这也为美国实施弱势美元提供了政策基础。其次，从长期来看，国际货币体系格局将会出现调整，尽管目前来看美元霸权地位究竟会受到多大的冲击还很难说，但是美元地位必然会遭致一定的削弱，国际货币地位与权力的转移将不利于美元的

⁴ Donghyun Park and Gemma B. Estrada, "Are Developing Asia's Foreign Exchange Reserves Excessive? An Empirical Examination", ADB Economics Working Paper Series No. 170, August 2009, pp.7-10.

⁵ 数据来自世界银行：世界发展指数（World Development Indicators）（在线数据库）。

长期走势。

单位：10 亿美元

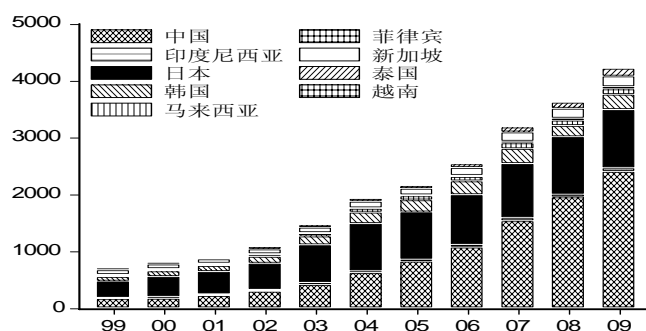


图 1 东亚部分经济体在亚洲金融危机之后的外汇储备（1999-2009 年）

资料来源：IMF, International Financial Statistics；中国国家外汇管理局

表 1 东亚各经济体持有的美元资产（2009 年 6 月 30 日） 单位：百万美元

	总计	长期资产				短期资产		
		股权	国债	机构债	公司债	国债	机构债	公司债
文莱	1616	890	256	237	232	0	0	0
缅甸	*	*	0	0	0	0	0	0
柬埔寨	655	10	136	11	77	399	23	0
中国（大陆）	1464027	77694	757112	454095	15212	158542	244	1129
香港地区	221578	28350	58786	63015	18727	37071	15106	523
台湾地区	194301	11238	111607	56312	12415	2377	106	246
澳门地区	1222	148	537	379	148	*	10	1
印度尼西亚	25014	386	9394	592	380	11423	2822	17
日本	1269291	181587	645957	219128	153839	62130	1880	4771
韩国	113050	7585	36359	52343	9742	1000	250	5772
老挝	2	2	0	0	0	0	0	0
马来西亚	32405	1339	10339	16306	2285	2059	11	66
菲律宾	12676	1208	10147	24	248	1021	0	29
新加坡	145183	72772	31527	4632	24753	10381	838	281
泰国	28850	666	12109	55	571	15426	0	23
越南	11281	9	11270	0	1	0	0	1
总计	3521151	383884	1695536	867129	238630	301829	21290	12859

资料来源：Department of the Treasury, U.S.

注：*表示大于零但是小于 50 万美元。

单位：%



图 2 美国的财政赤字占 GDP 之比 (2000-2015 年)

资料来源：Office of Management and Budget, U.S.

注：2010-2015 年为预测值。

然而，从金融危机之后的短期经济走势来看，并不存在美元国际储备地位调整的经济基础。金融危机爆发于美国，这对美国经济造成了巨大的损害，然而随着形势的发展，危机对于其他发达地区的冲击影响已经超过了美国，换句话说，尽管美国处于金融危机的中心，但是无论从经济衰退的幅度还是从经济反弹的速度来看，美国的表现都要优于其他发达经济体，特别是欧元区和日本。从国际货币基金组织的统计来看（表 2），在金融危机之后，世界主要的经济体都陷入了不同程度的衰退，但是从衰退的程度来看，美国几乎是最轻的，在 2009 年经济衰退只有-2.4%，这不但远低于欧元区的-4.1%和日本的-5.2%，甚至也大幅低于发达经济体的平均水平。从未来预测看，2010 年和 2011 年美国经济增长都将接近或超过 3%，这也远好于日本特别是欧元区。所以，从经济增长来看，和世界其他国际货币相比，短期内美元还看不出任何衰落的迹象。相反，欧元区动荡的经济形势以及暗淡的经济增长前景，为美元最大的竞争对手——欧元的发展蒙上了一层阴影。因此，尽管这次危机将美元本位的缺陷暴露无遗，但是却从另一个方面为美元打压欧元提供了一个难得的机会，这在某种程度反而强化了美元的国际货币地位，而不是削弱。

表 2 美国金融危机之后主要发达经济体的经济情况 (2008-2011 年)

	单位：%			
	2008	2009	2010	2011
发达经济体	0.5	-3.2	2.3	2.4
美国	0.4	-2.4	3.1	2.6
欧元区	0.6	-4.1	1.0	1.5
德国	1.2	-5.0	1.2	1.7
法国	0.3	-2.2	1.5	1.8

意大利	-1.3	-5.0	0.8	1.2
西班牙	0.9	-3.6	-0.4	0.9
日本	-1.2	-5.2	1.9	2.0
英国	0.5	-4.9	1.3	2.5

资料来源：IMF, World Economic Outlook, April 2010.

注：2010 年和 2011 年数据为 IMF 预测值。

因此，东亚在国际储备货币体系改革上进退维谷。一方面，目前东亚持有大量美元资产，深陷于“美元陷阱”之中，美元资产现实与潜在的贬值风险让东亚既存在国际储备货币改革的迫切需求，同时又担心这一举动对所持美元资产的影响。另一方面，短期内的经济走势并不足以支撑美元国际货币地位的调整，同时储备货币的历史惯性与黏性，也都说明国际储备货币体系改革并不是一朝一夕可以完成的。因此，当前东亚国际储备货币改革的策略就是承认美元在国际货币体系中仍占据主导地位，在此基础上，督促国际社会加强对美元的监督与管理，以保证所持美元资产的价值稳定，同时以国际储备货币多元化为目标推进渐进改革，在不引起国际储备货币体系剧烈变动的情况下，逐步摆脱“美元陷阱”。在未来，促进亚洲货币国际地位的上升，并推动超主权货币的发展。

二、国际货币基金组织改革与美元监督

加强对美元的监督与约束，这既是东亚在目前国际货币体系下对美元国际货币地位一时难以改变现实的无奈承认，同时也是为保证其所持美元资产价值稳定的一条有效途径。此外，作为持有美元资产最多的地区，在对美元的监督过程中，东亚作为最重要的利益相关者，也有利于增加东亚在国际货币事务中的发言权。

由于美元的国际货币地位在短期内不会发生根本性改变，因此在结束美元国际货币地位无望的情况下最优的策略就是对美元进行约束，这迫切需要加强国际宏观经济政策的协调与合作。中国国家主席胡锦涛在 2009 年 4 月的二十国集团领导人第二次金融峰会上指出：“我们应该抓紧落实华盛顿峰会达成的重要共识，坚持全面性、均衡性、渐进性、实效性的原则，推动国际金融秩序不断朝着公平、公正、包容、有序的方向发展……（国际货币基金组织）应该加强和改善对各方特别是主要储备货币发行经济体宏观经济政策的监督，尤其应该加强对货币发行政策的监督。”⁶

国际货币基金组织是当今世界上最重要、影响力最大的多边国际经济协调和合作组织，促进国际货币合作历来是基金组织的重要任务，经济监督（Surveillance）是其三大核心职

⁶ 胡锦涛 G20 峰会发表讲话：携手合作同舟共济，中国新闻网，2009 年 4 月 3 日。
<http://www.chinanews.com.cn/gn/news/2009/04-03/1630685.shtml>.

能之一，其在监督方面也拥有充足的人才和技术优势。因此，通过国际货币基金组织来加强对美国的经济政策监督无疑是最合适不过的。

（一）基金组织的多边监督

多边监督（Multilateral Surveillance）是指鉴于一国或地区经济和金融体系与世界经济和金融市场之间的联系，基金组织对世界经济和金融市场的发展及前景进行监测，以确保国际货币和金融体系的平稳运作，并对可能有损体系稳定的脆弱性进行识别。多边监督主要通过基金组织每半年出版一期的《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》来完成，因此，多边监督更像是对成员国经济 and 世界经济一种“善意的提醒与告知”，虽然缺乏应有的效力，但是可以对监督对象形成一定的舆论压力，因此可以通过这种多边监督方式对美元形成舆论约束。

另外一种多边监督的形式是基金组织近年发展起来的多边磋商（Multilateral Consultation），其目的是促进有关国家集团之间在应对全球经济或单个成员国挑战方面加强合作。2006年，基金组织首先在5个成员国，即中国、欧元区、日本、沙特阿拉伯和美国间展开了多边磋商，来讨论全球经济失衡以及如何最有效地减少全球经济失衡，同时又保持全球经济的稳健增长。基金组织对多边磋商取得的结果表示满意，认为多边磋商有助于深化有关各方达成的协议，容易得到各方的认同。因此，未来对美元的监督，可以考虑采用此种形式。多边磋商成员应包括主要的利益相关体，如储备货币发行国美国、欧元区，主要的储备持有国中国、日本、东亚以及石油输出国等，同时控制成员规模，降低谈判成本。

（二）基金组织的双边监督

当一国加入基金组织时，按照《基金组织协定》第四条款，该成员国承诺奉行促进经济有序增长和物价稳定的经济和金融政策，避免通过操纵汇率取得不公平的竞争优势，并承诺向基金组织提供准确、及时的本国经济数据等。双边监督（Bilateral Surveillance）就是指基金组织在第四条款授权下监督各成员国履行这些义务的情况。尽管双边监督对各国政策执行也不具有法定约束力，但是其效力相比多边监督则进了一大步，因此可以考虑通过双边监督以国际货币基金组织来约束美国的美元政策。

基金组织的双边监督主要基于《基金组织协定》的第四条款，其监督的主要对象是各国的汇率政策。2007年基金组织对1977年监督“旧决定”进行了更新，出台了监督“新决定”。“新决定”扩大了监督范围，将全球经济失衡纳入其中，同时监督政策工具也进行了扩大，除了汇率政策，还将货币、财政和金融部门政策也纳入到其监督框架之内，但是其监督重点并没有发生变化。因此，如果要将美元约束纳入到基金组织的双边监督或“新决定”中，必然要在监督范围、监督内容等各方面进行修改。

无论是“旧决定”还是“新决定”都以汇率政策监督为主要任务，因此在现行的双边监督体系下并不存在对美元约束的框架要求，因此，必须扩充“新决定”的监督内容，将美元约束（储备货币发行）纳入到其监督框架之中。有两种方案可以对其进行完善，一是激进的

方案，即在基金组织的双边监督下设立一个对储备货币发行国的特别监督（Special Surveillance），通过基金组织对主要储备货币发行国的国际货币发行、汇率走势等关键指标进行监控，如果发行国的行为对基金组织其他成员国经济或世界经济稳定造成潜在影响，基金组织可通过对话和劝说告知当事国，并将监督内容通过出版物形式对外公布，以对发行国形成舆论压力。另外一个方案是缓和方案，即在现有的监督框架内，加强对储备货币发行国的监督。实际上在“新决定”推出以来，在对全球经济失衡的监督中，有关各方就指出应加强这方面的改进。⁷积极推动“新决定”在这方面达成进展，这虽然未能对美元本位进行直接的监督，但是如果通过这种间接方式对美国的美元政策形成某种约束，也是难能可贵的。此外，本次“新决定”修改的目的之一就是要在一定程度上弥补先前“旧协定”监管范围过于狭窄的缺陷，使其从仅仅关注汇率政策扩展到对其他国内经济政策的监督，因此充分利用和完善这一现有监督平台，无疑是对美元进行监督行之有效的途径。

（三）美元监督与国际货币基金组织治理结构改革

对美元进行监督除了要对基金组织的监督职能进行改革之外，还必须配合基金组织的治理结构改革，因为在目前情况下，美国在基金组织中占有绝对的控制权，如果不推进治理结构改革，监督职能改革就是无源之水、无本之木。同时，作为国际货币体系改革的重要组成部分，基金组织的治理结构也是提升东亚在国际货币事务发言权的必经之路。

从总体上看，截止 2010 年 3 月底，东亚 13 个经济体在基金组织中的份额为 316.6 亿特别提款权，占总份额的 14.56%，其中日本的份额为 133.1 亿特别提款权，占世界总份额的 6.12%，中国、东盟和韩国占世界总份额的比例仅为 3.72%、3.37% 和 1.35%（图 3），因此东亚无论是总体还是单个经济体（特别是新兴和发展中经济体）在基金组织中的份额都偏低。

对美元进行监督必须充分反映东亚的声音，这要求不断提高东亚在基金组织中的发言权和投票权。首先，应督促基金组织不断落实自 2006 年开始的治理结构改革决议，尽快完成对于东亚经济体根据份额新公式所承诺的特别增资，以及其他方面的相关改革。其次，从长远来看，应通过份额公式改革、人事制度改革、组织结构改革等提升东亚在国际货币基金组织中的地位，以与世界经济三足鼎立（美国、欧洲、亚洲）的经济格局相对应。

⁷ 如中国财政部副部长李勇在 2007 年 10 月的世界银行和国际货币基金组织年会上指出，基金组织应加强对主要储备货币发行国的监督。李勇在世行和 IMF 年会上阐述中国立场和主张，新华网，2007 年 10 月 23 日。http://news.xinhuanet.com/newscenter/2007-10/23/content_6927887.htm.

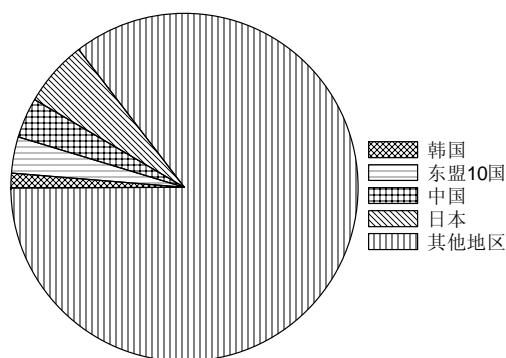


图 3 东亚在国际货币基金组织中的份额 (2010年3月31日)

资料来源: IMF, International Financial Statistics.

三、国际储备货币的多元化与东亚

尽管在理论上,有以上提到的约束方案可供东亚选择,但在实践中对美元进行直接约束的困难较大,执行的效果也许会不太理想。基金组织已有的监督就已经饱受各方的批评,更不用说在现有监督的基础上增加新的监督内容。首先,美元作为美国的主权特征,接受外部监督和约束的困难较大,这不但对于美国这样的大国,即使对于世界任何一国来说都是难以接受的。因此,对美元直接的约束大部分只能作为一种“道德劝说”和“舆论压力”,这将大大降低约束的效力和执行力。其次,对于美国来说,一旦接受外部监督与约束,便意味着巨大经济利益的放弃,同时也必然对其国内的经济政策造成相应的影响,这必然招致其国内利益集团的反对。因此,在实践中,人们可能不得不转而求其次,通过国际储备货币的多元化来间接达到对美元进行约束的目的。

(一) 外汇储备资产的多元化

国际储备货币多元化的推进将是一个长期的过程。欧元就是一个很好的例子,尽管其背后存在强大的经济与政治支持,但是经过多年的发展,其作为国际货币同美元相比仍存在较大的差距。同时,国际储备货币的多元化将引起国际储备资产格局的重新调整,如果这一过程过于剧烈,也会为世界经济带来巨大的风险。Hong 认为在短期内,彻底颠覆目前的国际货币体系不太现实,目前的改革措施应尽量降低全球经济失衡无序急剧调整所带来的风险,同时应逐渐调整储备持有者的储备资产结构,逐步增加欧元等其他货币的比例,降低美元在外汇储备资产的份额,以实现储备资产的多元化。⁸对于东亚来说,一方面东亚某些经济体货币的国际化成长需要长期的时间,另一方面也要尽量避免国际货币体系的剧烈波动对东亚储备资产的影响,因此,东亚国际储备货币的多元化可以首先从各国储备资产结构的多元化开始,这既符合当前国际储备货币体系的现实情况,也有利于降低东亚地区对美元资产的依

⁸ Pingfan Hong, "Global Imbalances and the International Reserve System", LINK Conference, Mexico City, Mexico, May 16-20, 2005, p.12.

赖，逐步有序摆脱“美元陷阱”，同时也有利于改革的推进。

从表 3 来看，1999 年欧元正式发行以来，美元资产占全球外汇储备资产中的比例逐年下降，到 2009 年，美元资产的比例已经从 71% 下降到 62.1%，而下降的部分几乎都被欧元所代替，在新兴和发展中国家，欧元在外汇储备资产中的比例则上升得更快。在 11 年里，美元资产在全球的储备比例大约下降了 10%，而在新兴和发展中国家则下降了近 15%，尽管持有美元储备资产的集中度仍然偏高，但新兴和发展中国家的储备资产多元化已经迈出了可喜的一步，显示出这些国家更加强烈的储备资产多元化意愿。按照这一趋势，再过 10 年到 20 年，全球外汇储备将会出现一个美元与欧元比例相当的资产结构，届时从储备结构来看，国际货币体系将会更加均衡。

表 3 全球外汇储备资产的币种构成（1999-2009 年）

单位：%

币种	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
所有国家											
美元	71.0	71.1	71.5	67.1	65.9	65.9	66.9	65.5	64.1	64.1	62.1
欧元	17.9	18.3	19.2	23.8	25.2	24.8	24.0	25.1	26.3	26.4	27.4
其他	11.1	10.6	9.3	9.1	8.9	9.2	9.0	9.4	9.6	9.5	10.5
新兴和发展中国家											
美元	72.7	73.3	72.5	66.6	61.9	62.0	62.1	61.0	61.6	60.3	58.2
欧元	19.0	19.7	21.3	26.9	31.1	30.0	29.7	30.1	29.2	30.6	30.8
其他	8.3	7.0	6.3	6.4	7.1	7.9	8.2	8.8	9.2	9.2	11.0

资料来源：IMF, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER).

注：2009 年为初步估计值。

遗憾的是，我们并不能找到东亚外汇储备的币种构成，但可以推测的是，由于东亚一直作为事实上的“美元区”，其外汇储备中美元资产所占的比例应该会高于新兴和发展中国家的平均水平，甚至要超过世界的平均水平，但是近年来其所持有的美元储备资产比例也应该像其他国家和地区一样是下降的。我们可以以中国为例，通过美国财政部公布的资产组合数据来推测中国的外汇储备资产的多元化走势。由于中国尚未完全开放资本项目，中国居民对美国证券的投资只能通过 QDII（合格的境内机构投资者），但是规模相当有限。⁹因此，我们在此假定美国财政部所公布的中国所持美元资产数量即为中国外汇储备资产中的美元部

⁹ 张明：《中国外汇储备投资现状及前景》，中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心，Policy Brief No.08057，2008，第 4 页。

分，从表 4 来看，尽管中国所持美元资产的绝对规模在不断增加，8 年里增加了 1.28 万亿美元，但是美元资产在其外汇储备中的比例却在不断降低，从 2002 年到 2008 年美元资产比例大约降低了 8.2%，2009 年这一比例稍微有所反弹，但是总体趋势与全球的整体情况是相符的。据此我们也可以推测出东亚其他经济体也应该存在类似的情形。

表 4 中国的外汇储备资产（2002-2009 年）

单位：亿美元，%

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
持有的美元资产	1814.8	2555.0	3409.7	5272.8	6989.3	9220.5	12050.8	14640.27
外汇储备	2427.6	3464.8	4706.4	7109.7	9411.2	13326.3	18088.3	21316.06
美元资产占比	74.8	73.7	72.4	74.2	74.3	69.2	66.6	68.7

资料来源：Department of the Treasury, U.S., 中国国家外汇管理局。

注：美国财政部的统计时间为当年的 6 月份，对应的中国的外汇储备也取当年 6 月份的值。美元资产包括股权和债权，其中债权分为长期资产和短期资产（分别包括政府债券、机构债和企业债）。

（二）亚洲货币的国际化

外汇储备资产的多元化仅是国际储备货币体系改革的一个过渡阶段，东亚要提升在国际货币体系中的地位，必须拥有与之对应的亚洲国际货币。亚洲货币既包括东亚地区的主权货币（如日元、人民币等），也包括未来的地区超主权货币（如亚洲货币单位甚至亚元等），在国际货币体系的改革中，如何通过促进亚洲货币的国际化，使亚洲货币在国际储备货币体系中占有一席之地是东亚各国需要认真思考的。

1. 日元的国际化

日元是亚洲地区国际化程度最高的“本土”货币，但是其近年来的表现却并不理想。日元的国际化虽然可以追溯到上世纪 60 年代末，但是直到上世纪 80 年代初才被日本政府提上议事日程。1980 年 12 月，日本政府修订了《外汇法》（《外汇及外国贸易管理法》），开始正式推动日元的国际化。然而从那时开始一直到上世纪 90 年代末，日本政府虽然也采取了一些比较积极的措施，但是总的来看该时期日本对待日元国际化的态度是中立的，该时期日元国际化并没有取得显著进展，甚至有所倒退。¹⁰

亚洲金融危机之后，加上欧元诞生的影响，借助东亚货币合作的契机，日本对于日元国际化的推进逐渐转移到东亚区域层面。日元是目前东亚地区最具国际化的货币，其金融市场在东亚地区也具有不可替代的比较优势，同时借助日本在东亚区域内贸易和对外直接投资网

¹⁰ 李晓：“日元国际化”的困境及其战略调整》，载《世界经济》2005 年第 6 期，第 9~11 页。

络的支撑，日元的区域化更易推进，并可为未来进一步的国际化奠定基础。除了积极推动东亚地区内部贸易投资标价、结算的日元化外，日本积极利用亚洲货币合作作为推动日元“亚洲化”的重要平台，例如在亚洲汇率机制合作上，积极推动东亚国家实行钉住美元、欧元和日元的单一或共同货币篮子的汇率制度，再比如在亚洲货币单位（ACU）的构建上，积极提升日元在货币篮子中的比重等。此外，结合日元的亚洲化，日本政府积极推动对内、对外的金融改革，以为日元的国际化铺平道路。

尽管付之诸多努力，日元的国际化程度在新世纪也并没有太大的进展。从国际货币基金组织公布的储备资产构成来看，日元资产占全球外汇储备资产的比例近年来也出现了明显的下降趋势，从 1999 年到 2009 年下降了 3.36%，这在一定程度上反映了日元作为国际货币地位的衰落（表 5）。展望未来，日本长期停滞的经济将为日元未来的国际化蒙上一层阴影，未来的国际化之路将会步履维艰。

表 5 日元资产占全球外汇储备资产的比例（1999-2009 年）（%）

年份	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
日元占比	6.37	6.06	5.05	4.35	3.94	3.83	3.58	3.08	2.92	3.13	3.01

资料来源：IMF, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER).

注：2009 年为初步估计值。

2. 人民币的国际化

人民币国际化问题近年来开始受到国内外学者的重视。首先，金融危机使包括欧美在内的众多发达国家经济遭到重创，2009 年发达经济体都出现了不同程度的衰退（表 2），未来经济完全复苏也并不是在短期内就能完成的，相反，以中国为首的新兴和发展中经济体经济则逆市上扬，2009 年中国经济增速仍有 8.7%，2010 年和 2011 年按基金组织预测都将高达 10%。高速的经济成长为人民币国际化奠定了良好的条件。其次，金融危机所暴露出的美元缺陷，也在客观上加速了人民币的国际化步伐。

金融危机之后，人民币国际化所采取的措施包括：第一，人民币互换协议。国际金融危机爆发以来，中国积极参与应对危机的国际和区域合作，与周边国家和地区签署了多个双边本币互换协议。从 2008 年底开始，中国人民银行先后与韩国、中国香港、马来西亚、白俄罗斯、印度尼西亚、阿根廷等国家或地区的货币当局建立了总计 6500 亿元人民币的 3 年期双边本币互换安排（表 6），此外，中国人民银行还在与其他有类似需求的央行就签署双边货币互换协议进行磋商。这些签署的货币互换协议与清迈协议下的美元双边互换协议不同，

其以双方的本币作为互换币种，央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，用于支付从对方进口的商品，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，从中国来看，则有利于增加人民币的对外使用。

表 6 美国金融危机后中国所签署的人民币互换协议

时间	货币互换对象	互换金额	有效期
2008.12.12	韩国	1800 亿元人民币/38 万亿韩元	3 年
2009.1.20	香港	2000 亿元人民币/2270 亿港元	3 年
2009.2.8	马来西亚	800 亿元人民币/400 亿林吉特	3 年
2009.3.11	白俄罗斯	200 亿元人民币/8 万亿白俄罗斯卢布	3 年
2009.3.23	印度尼西亚	1000 亿元人民币/175 万亿印尼卢比	3 年
2009.3.29	阿根廷	700 亿元人民币/380 亿阿根廷比索	3 年

资料来源：根据中国人民银行网站整理。

第二，人民币的跨境结算与清算。金融危机爆发后，中国加快了人民币跨境结算的试点工作。2008 年 12 月 24 日，中国国务院常务会议研究决定，对广东和长江三角洲地区与港澳地区、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，国务院常务会议决定在上海市和广东省广州市、深圳市、珠海市、东莞市开展跨境贸易人民币结算试点。2010 年 3 月 24 日，中国人民银行与白俄罗斯国家银行签署了《中白双边本币结算协议》。根据协议，符合两国法律规定的民事主体间的支付与结算可以使用两国法律所允许的任何货币（包括中白两国的本币）办理。这是第一个我国与非接壤国家签订的一般贸易本币结算协议，也是人民币跨境贸易结算试点实施之后又一个重大进展。除以上国家和地区外，中国与巴西、马来西亚、俄罗斯等国也在探讨双边贸易以本币结算的可能性。此外，为了配合人民币跨境结算的顺利实施，中国人民银行会同有关部门出台了一系列的保障措施。2009 年 7 月 1 日，中国人民银行、财政部、商务部、海关总署、国家税务总局和中国银行业监督管理委员会联合发布公告，公布实施《跨境贸易人民币结算试点管理办法》，规范试点企业和商业银行的行为，防范相关业务风险，以促进贸易便利化，保障跨境贸易人民币结算试点工作的顺利进行。为贯彻落实《跨境贸易人民币结算试点管理办法》，2009 年 7 月 3 日和 13 日，中国人民银行和国家外汇管理局分别发布了《跨境贸易人民币结算试点管理办法实施细则》与《关于跨境贸易人民币结算国际收支统计申报有关事宜的通知》，以便于人民币跨境结算的顺利实施与推进。

第三，人民币债券的境外发行。从 2007 年开始，包括不同性质的机构在香港发行了总计 340 亿元的人民币债券（表 7）。人民币境外债券的发行为跨境贸易结算而滞留境外的人

人民币建立了一个回收机制，通过完整的人民币出境和回流通道的构建，有利于促进人民币国际化和区域化的推进。除了中资机构外，2009年5月14日和6月24日，经国务院同意，中国人民银行分别批准东亚银行（中国）和汇丰银行（中国）两家港资法人银行在香港发行人民币债券40亿元和30亿元，这两家银行分别于当年发行了10亿和40亿元人民币境外债券。2009年10月，中国财政部在香港发行了总计60亿元人民币国债，这是财政部首次在海外发行人民币国债，虽然数额不大，但显示出中国提升人民币国际地位的意图，是人民币国际化的重要里程碑。

表7 人民币债券的境外（香港）发行

发行机构	发行时间	规模 (亿人民币)	期限 (年)	票面 年利率 (%)	超额认购 (倍)
国家开发银行	2007.6	50	2	3.00	2.91
中国进出口银行	2007.8	20	2	3.05	2.68
			3	3.20	
中国银行	2007.9	30	2	3.15	2.78
			3	3.35	
中国交通银行	2008.7	30	2	3.25	7.80
中国进出口银行	2008.9	30	3	3.40	3.75
中国建设银行	2008.9	30	2	3.24	2.81
中国银行	2008.9	30	2	3.25	5.16
			3	3.40	
汇丰银行（中国）	2009.6	10	3	三个月期 Shibor+38 基点	-
东亚银行（中国）	2009.7	40	2	2.80	1.58
国家开发银行	2009.8	10	2	三个月期 Shibor+30 基点	1.70
中国财政部	2009.10	60	2	2.25	3.00
			3	2.70	
			5	3.30	

资料来源：Ming Zhang, "China's New International Financial Strategy amid the Global Financial Crisis", *China & World Economy*, Vol. 17, No. 5, 2009, p. 26; 相关银行网站；中国财政部网站。

金融危机的爆发在一定程度上加速了人民币国际化的步伐，但是在人民币国际化的快速

推进过程中，应注意以下问题。第一，人民币国际化的相关配套改革措施跟进，例如适时推进资本账户的开放，逐步实现人民币资本项目的可兑换；国内相关金融制度改革等。第二，正确处理国际化过程中市场与政府的关系。总的来说一国货币成为国际货币是市场选择的结果，货币国际化虽然可以因为政府推动而加速，但市场的作用是更为重要且无可替代的。

3.区域货币的国际化

在推动区域内主权货币国际化的同时，东亚各国特别是主要大国应积极推动东亚区域货币合作，尽早推出东亚自己的区域超主权货币，这主要是基于以下几个原因。首先，与区域经济的一体化相对应，货币的区域化与集团化是未来国际货币体系发展的趋势，如果东亚各国不能集合东亚整体的实力，在未来国际货币体系格局中有可能继续受制于人。其次，在目前来看，东亚区域内的中国和日本都在积极推动本国货币的国际化，然而从东亚既有的经济空间来看，甚至是从世界经济来看，能否允许东亚出现两个具有较大国际货币地位的国际货币出现，还存在疑问。最后，在东亚区域经济整合中，走区域货币合作而不是区内某个主权货币的单独国际化，这也可以照顾到东亚其他经济体的利益。因此尽管目前在东亚区域内存在着日元和人民币不同的国际化推进，但最终殊途同归于某种亚洲货币形式，目前的不确定性仅在于当某种亚洲货币形式出现时，日元和人民币已达到多大的国际化程度。

按照欧洲合作的经验，欧元诞生前来自不同货币组成的货币篮子，这包括欧洲计算单位（EUA）、欧洲货币计算单位（EMUA）、欧洲货币单位（ECU）等，这一系列的货币篮子既为欧元的推出奠定了基础，同时也为区域货币合作的其他组成部分（例如汇率机制合作）提供支持。在东亚，亚洲货币单位（ACU）也首先应是为东亚汇率机制合作服务的，但是其最终也会像欧洲一样成为亚洲统一货币的原型。亚洲开发银行（ADB）在2005年提出创立ACU的建议，并于2006年初准备推出亚洲货币单位。在2006年5月份东盟10+3（ASEAN+3）财长会议上，各国财长也表示出了进一步推动亚洲区域货币单位的强烈愿望，但是由于技术上的困难，亚洲货币单位的计划最终遭到无限期推迟。¹¹

国际储备货币的多元化将是国际货币体系改革的中短期趋势，同时也是东亚平稳有序退出“美元陷阱”的必由之路。这一时期的改革可以首先从东亚储备资产的多元化开始，与此同时逐步推动亚洲货币的国际化。然而从目前来看，东亚存在着多种不同的地区货币国际化之路，这既包括传统国际货币日元的“再国际化”，也包括新兴经济体货币人民币的“新国际化”，还有地区超主权货币“亚元”的“潜在国际化”，这虽然赋予了东亚更多的选择权，但是也在某种程度上模糊了东亚未来的发展方向，在未来如何协调这三种货币的国际化之路将成为东亚不得不面临的问题。

四、超主权货币与东亚

¹¹ 高海红：《当前全球美元本位：问题及东亚区域解决方案》，载《世界经济与政治》2008年第1期，第76页。

国际储备货币体系的超主权货币改革方向可以包括两层含义,第一,在这一改革方向下,国际货币体系最终将过渡到以超主权货币为中心的国际储备货币格局;第二,从改革过程来看,这一改革方向强调应逐步强化超主权货币在国际货币体系中的作用与地位。对于东亚来说,推动国际储备货币体系的超主权货币改革既有战略意义也具策略意义。

首先,建立超主权货币取代国家主权信用货币,这虽然是弥补当前国际货币体系缺陷最为激进的方案,但同时也是最为有效的方案。中国人民银行行长周小川指出“创造一种与主权国家脱钩、并能保持币值长期稳定的国际储备货币,从而避免主权信用货币作为储备货币的内在缺陷,是国际货币体系改革的理想目标”。¹²超主权货币可以克服主权信用货币充当国际货币带来的特里芬难题,从而更有利于全球流动性的调节,同时其也使得国际货币体系更具对称性,相应地提高了国际货币体系的稳定性,这不但能极大地降低未来再次发生危机的风险,也可增强未来应对和处理危机的能力。

其次,超主权货币改革提议是对美元进行约束的有力武器之一。作为国际货币,美元的国家主权特征的存在决定了对美元的约束在实施起来困难是很大的。除了利用国际货币基金组织多边监督及双边监督的直接约束外,还可以采取国际货币多元化、超主权货币等间接约束。2009年4月二十国峰会前夕,中国人民银行周小川提出超主权货币的提议就对美国造成不小的压力,这可以看成是对美元约束的成功舆论案例。

最后,推进超主权货币的发展这也是东亚实现储备资产多元化的一个有效手段。例如从国际货币基金组织创设的特别提款权(SDR)来看,由于SDR是一个由美元、欧元、日元、英镑等主要国际货币组成的货币篮子,因此可以通过SDR替代账户来实现储备资产持有国外汇储备资产的多样化。¹³鉴于SDR替代账户在目前实施还存在一些困难,可以通过其他变通形式来进行,比如通过购买基金组织发行的SDR标价债券,这既有利于提升特别提款权的国际货币地位,同时也在一定程度上达到了替代账户的目的。2009年9月,中国人民银行与国际货币基金组织签订债券购买协议,认购价值最高为500亿美元(320亿SDRs)的债券,成为有史以来第一个认购基金组织发行债券的国家。

因此,尽管超主权货币方案属于国际储备货币体系的长期改革提议,但是在中短期内仍有推进的必要与可能。从现在来看,基金组织在上世纪60年代末创设的特别提款权无疑是超主权货币推进的良好形式,未来的推进可以包括两个方面:第一,对现有特别提款权进行完善与改造,这包括SDR的定值货币构成问题;SDR的供给问题;SDR的分配问题;SDR的吸引力问题等。第二,推动特别提款权替代账户的发展,通过替代账户来实现东亚储备资产的多样化。

¹² 周小川:关于改革国际货币体系的思考,中国人民银行,2009年3月23日。
<http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=4200&ID=279>.

¹³ Fred C. Bergsten, "We Should Listen to Beijing's Currency Idea", Financial Times, April 8, 2009.

五、小结

东亚作为事实上的美元区，因此在这场涉及到美元地位的国际储备货币体系改革中注定要受到较大的冲击。亚洲金融危机后，出于对再次爆发危机的担忧与恐惧，东亚积累了大量的美元资产，这虽然为后来东亚的经济稳定提供了一定的保障，但是却成为目前东亚国际货币体系改革的掣肘，东亚已经深陷于“美元陷阱”之中，如果不改革，只会在陷阱中越陷越深，而如果改革过于激烈，则东亚通过各种努力所积累的储备资产就会付之一炬。因此，对于本轮国际储备货币体系改革，东亚的行动注定是缓慢、谨慎甚至是多少带点矛盾的。

未来东亚在储备货币体系改革上有三个方向，包括对美元施加约束、储备货币的多元化以及超主权货币方案，这三个方向并没有严格的界限区分，甚至可以同时推进。从美元约束方案来看，尽管储备货币多元化也可以对美元构成竞争约束，但是多元化并不是一个在短期就可达成的方案，通过这一途径对美元约束“远水无法解近渴”。因此，作为一个重要的利益攸关者，东亚可敦促基金组织对美元施加影响，在约束美元的基础上，保证国际货币体系在中短期内维持稳定，并通过各种措施提升东亚在基金组织中的地位。

储备货币的多元化是未来区域货币合作的趋势，也是提升东亚在国际货币体系中地位的必经之路。从目前来看，东亚存在多条的货币国际化之路，这包括日元、人民币以及潜在的亚洲区域货币的国际化，然而无论是从东亚还是从整个世界经济来看，未来不可能同时出现三个亚洲货币同时国际化的情形¹⁴，因此如何协调好这三个货币的关系，成为东亚在未来国际储备货币体系中以什么样姿态出现的关键。

超主权货币方案尽管是一个长期提议，但是在短期内仍有推进的可能与必要，这既可以满足东亚的策略需要，又可以实现其一定的战略需要，特别是对于特别提款权及其替代账户，通过合理的促进措施，这将有利于国际储备货币体系改革的加速推进。

无论是何种改革方案，东亚都必然要在国际货币体系格局中占有一席之地。按照国际货币基金组织的统计，2009年东亚13个经济体经济总量占世界经济总量的比例已经超过21%，预计2015年将会接近世界经济总量的1/4，如果按购买力平价计算这一比例则要接近30%，东亚已经成为世界经济重要的一极。世界经济的发展要求国际货币体系格局与之相适应，东亚必须有自己相应的国际货币。东亚应抓住本次国际货币体系改革的契机，通过区域内各经济体的努力和区域立场的协调，争取在国际货币体系格局中发挥应有的作用。

¹⁴ 这里的国际化指三种货币都具有一定国际货币地位的国际化，其国际化程度至少类似于目前欧元的情况。