

## 国际储备货币体系改革的困境与出路

熊爱宗（厦门大学经济学院助理教授、长策智库 GMEP 特约研究员）

黄梅波（厦门大学经济学院教授、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。

## 国际储备货币体系改革的困境与出路<sup>①</sup>

**内容提要：**国际储备货币体系的改革成为美国金融危机后国际货币体系改革的关注点。在当前以美元为中心的国际货币体系下，改革可以从限制美元权力和强化美元责任两个方面入手。从限制美元权力方面看，目前并不存在改变美元国际货币地位的现实基础，超主权货币作为美元的良好替代也不具备现实的推进条件，因此中短期改革的方向只能是现有国际货币体系的修补，而不是根本性变革。在强化美元的责任承担方面，可以采用直接约束和间接约束两种手段。由于涉及到美国的经济主权，直接约束的大部分内容不具可操作性，但是可以从稳定美元汇率等方面加强国际经济协调与合作，以在一定程度上确保现有体系不再进一步恶化，为后续改革赢得时间。对美元的间接约束可以通过货币多元化来实现，然而无论是通过区域货币合作还是通过主权货币直接的国际化，这中间都存在变数与风险。因此，中短期国际货币体系改革只能缓慢、渐进地推进。

**关键词：**国际货币体系 国际储备货币体系 改革

国际储备货币（International Reserve Currency）<sup>②</sup>与汇率制度是国际货币体系的两个重要组成部分，国际货币体系演进中几次大的变动几乎都是以它们的变革为依据，它们在某种程度上决定着国际货币体系其他方面的内容，这其中尤以国际储备货币最为核心。可以说国际储备货币的改革将是未来国际货币体系改革的核心与重点。美国金融危机的爆发凸显了当前建立在美元本位基础之上的国际储备货币体系改革的必要性与紧迫性，同时也说明了这场改革将是对国际货币体系的根本性的改革（如果成功的话），预示着这场改革的复杂性与艰巨性。

美国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内货币和国际货币所带来的冲突，国内货币和国际货币的双重职能使得美元的权力和义务极度不对等，美元在充分享受国际利益的同时，却没有承担起稳定世界经济的责任。这种负外部性的存在使得美元最终走向了无序供给与管理失控的境地。针对美元供给的这种负外部性，国际储备货币体系的改革可以从两个方面着手：第一，限制美元的权力，直至最终剥夺美元的国际货币职能；第二，强化美元的责任承担，将美元置于整个国际社会的约束和监督之下。

从第一个方面来看，历史上存在类似的案例，当以英镑为中心的国际金本位制逐渐成为

---

① 本项研究得到2010年度中国国家社会科学基金重大项目“中国积极参与国际货币体系改革进程研究”（项目批准号：10ZD&054）的资助。作者感谢长策智库支持。文责自负。熊爱宗：[xiongaizong@yahoo.com.cn](mailto:xiongaizong@yahoo.com.cn)；黄梅波：[mbh841123@163.com](mailto:mbh841123@163.com)。

② 不同学者对于国际储备货币的称谓不尽相同，有的称为国际货币，有的称为国际流动性，或国际储备资产等等。

世界经济的不稳定因素之后，英镑便逐渐丧失了国际货币的主导地位，而最终被美元所替代。今天，美元的过度供给使美元自身成为世界经济的不稳定因素。然而，在美元地位衰落之后（假如的话），我们需要一个什么样的国际货币来取代美元？过去的历史包括今天正在发生的事件告诉我们，绝不能再用一种主权货币来替代另一种主权货币，这只会使我们从一个陷阱跳入另一个陷阱，最优的策略应该是引入一种真正意义的“国际货币”。

从第二个方面来看，历史上也有类似的情形。在布雷顿森林体系期间，尽管美元也处于国际货币体系的核心，但是美元与黄金挂钩的存在，使得美元面临着较大的约束。布雷顿森林体系的终结在某种程度上是由于美元突破这一约束条件造成的，或者说是美元约束机制构建不当造成的。金融危机后对美元的约束主要应是建立对美元发行机制的监督。加强对美元的约束与监督，可以有不同的实现形式。可以直接建立（或其他机构经过改良的）一个约束美元的超国家机构，这一机构应超脱于任何国家利益之外，将在全球层面上发挥世界中央银行的作用。也可以通过市场竞争来对美元形成约束，这主要通过国际货币的多元化来实现。

在本文随后的部分，我们将从限制美元权力和强化美元责任两大方面对国际货币体系的改革进行分析。尽管我们分为权力和责任两个改革层面，但是其本质却是一致的。如在权力改革方面，我们的终极目标是要过渡到超主权货币体系，而在责任承担方面，其终极目标是将美元完全置于国际社会的监督与约束之下，如果这一目标可以达成的话，此时的美元就已经发展成为超主权货币了，所以两条路最终是殊途同归的。

## 一、美元权力转移：条件是否成熟？

剥夺美元的国际货币主导权或者说美元的权力转移必须注意两个问题：第一，美元是不是到了必须交出权力的地步；第二，是否有新的货币做好了接手准备。

从国际储备货币的特性来看，美元的权力终结应该满足两个条件，第一，美元作为国际货币存在确实不利于世界经济的稳定发展，这一点金融危机的爆发已经做出了很好地说明，我们不再论述。第二，美国的经济状况（甚至包括政治、军事等其它因素）是否已经到了无力支撑美元的地步。我们将通过考察英镑-美元地位转换的历史来类比分析美元今天的情况。

按较为笼统的分类，国际货币体系可以划分为三个阶段：国际金本位制、布雷顿森林体系和牙买加体系。其中国际金本位制又被称为“英镑本位制”，布雷顿森林体系又被称为“美元本位制”，这两个阶段分别是英镑与美元主导国际货币体系的阶段。按 Mundell 的划分，在国际金本位制和布雷顿森林体系之间，还存在钉住的美元本位制（Anchored Dollar Standard）和国际金汇兑本位制两个中间阶段（表 1），这两个阶段是国际货币格局极度混乱的时期，同时也是国际社会对国际储备货币重新选择的时期。此阶段，英镑的地位开始逐渐衰落，而美元的地位不断上升，并最终完成了二者的权力交接。因此根据 Mundell 的划分，

从 1915 年起一直到 1936 年，是美元不断成长并最终战胜英镑成为国际中心货币的过程。<sup>①</sup>

表 1 国际货币体系的不同阶段（1873-1971 年）

	时间	储备货币
国际金本位制	1873-1914	黄金、英镑
钉住的美元本位制 <sup>②</sup>	1915-1924	黄金、美元、英镑
国际金汇兑本位制	1925-1936	黄金、美元、英镑
钉住的美元本位制	1936-1971	黄金、美元、英镑

资料来源：Mundell（1995）<sup>[1]</sup>。

国际货币权力转换的背后是更长时期经济实力的此消彼长。18 世纪 60 年代，英国首先开始了工业革命，并逐渐成为资本主义世界的头号强国。但是随着工业革命的结束特别是其他新兴资本主义国家尤其是美国工业化的完成，英国工业革命的领先优势逐渐丧失。至少在 1870 年之后，英国衰退的迹象已经明显可见。<sup>[2]</sup>从 1870 年到国际金本位崩溃前的 1913 年，英国的经济（GDP）年均复合增长率只有 1.9%，这不但低于世界平均水平（2.11%），同时也几乎是西欧诸国中最低的（仅好于法国、葡萄牙和西班牙），更是远低于美国的情况（3.94%）。<sup>[3]</sup>从工业生产来看，英国衰落的起始时间要更长。1820 年，英国的工业生产占到世界工业生产比重的 50%，但到 1870 年已经下降到 32%，这段时期美国则上升到 23%，不过此时英国仍然是实力最强的资本主义工业国。1880 年，英美两国的工业生产开始持平，1900 年美国反超英国 13 个百分点，这显示出英国地位的绝对衰落（表 2）。到 1913 年，英国 GDP 占世界 GDP 的比例已经从 1870 年的 9.1%降低到 8.3%，而美国则从 8.9%上升到 19.1%。

表 2 英美两国的经济实力对比（1820-1920 年）

		单位：%								
		1820	1840	1850	1860	1870	1880	1900	1913	1920
占世界工业	英国	50	45	39	36	32	28	18	14	14
生产的比重	美国	10	11	15	17	23	28	31	36	47

资料来源：宫崎犀一、奥村茂次、森田桐郎（1990）<sup>[4]</sup>。

尽管经济实力与货币地位存在着极大的相关性，<sup>[5][6]</sup>但是从这段历史的考察中，我们发

① 大部分学者认为 1944 年布雷顿森林体系的建立是美元中心地位最终确立的标志，据此标准，美元与英镑的势力转换时期更要长一些。

② 钉住的美元本位制（Anchored Dollar Standard）对比于 1971-1973 年间的非钉住美元本位制（Unanchored Dollar Standard），在后者这段时间里，美元仍是世界本位货币，但是其与黄金的汇价关系已经从原来的固定转为浮动。

现货币地位与经济实力并不是一一对应的，甚至是相互矛盾的。例如英镑地位的最终确立始于 1870 年代，但是至少从 1880 年前后英国的经济地位就已经出现了衰落的迹象，甚至可以说英镑地位的确立和英国经济地位的衰落几乎是同步的。再来看美元的崛起。在 1870 年，至少从经济总量来看，美国与英国的地位已经十分接近，但是只有过了 20 世纪第一个十年，美元和英镑的竞争才真正开始，此时美国的经济实力已经超过英国 1 倍还多，即使如此，从国际金本位制结束到布雷顿森林体系最终美元地位的确立，又经历了 30 多年的时间。这都说明了国际货币权力转移与经济实力转移的复杂关系：国际货币权力转移会极大落后于经济实力的转移，甚至有些时候这种关系是矛盾的。

历史为我们分析今后美元地位走向提供了可资借鉴的经验。按照历史，美元地位衰落将会迟于（甚至大大迟于）美国经济地位的衰落，因此，通过分析美国的经济走势将为我们提供一个判断美元地位走向的大致依据。

金融危机首先爆发于美国，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，但是无论是从经济衰退的幅度还是从经济反弹的速度来看，美国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，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 -2.6%，这不但远低于欧元区的 -4.1%、日本的 -6.3% 和英国的 -4.9%，也低于发达经济体的平均水平。2010 年美国经济增长接近 3%，这也要远好于欧元区和英国。<sup>①</sup>所以，从经济增长来看，和世界其他国际货币相比，短期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，却为欧元未来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。

美国仍然是当今世界经济实力最强大的国家。进入 21 世纪，美国经济总量占世界经济总量的比例最高超过 30%，近年来特别是美国金融危机爆发后，其经济地位有所下降，但是其经济占比依然超过 20%，这要远远高于其他经济体的规模（图 1）。从最近 30 年的总体情况来看，美国经济地位虽有下滑的趋势，但是并不明显，其在高位的波动性特征大于其下滑性趋势，美国经济地位还没有出现大幅度、单方向的持续下挫。从各经济体的相对趋势来看，美国相比其他主要发达经济体在经济总量上始终占有绝对优势，到目前为止，看不出美国经济地位绝对衰落的任何迹象。<sup>②</sup>

---

① 以上数据来自于 IMF: World Economic Outlook Update, January 2011.

② 冯维江（2010）从物质力量基础、虚拟经济基础、区域基础三个方面对比了美元、欧元和日元的情况，表明目前美元的地位虽有轻微下降，但仍处于霸权地位。[7]

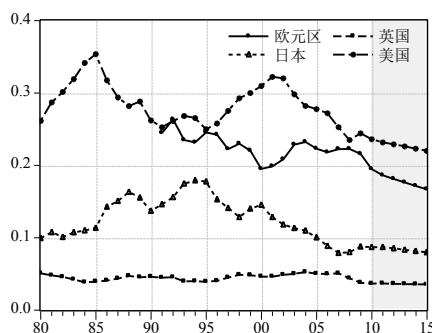


图 1 主要发达经济体 GDP 占世界 GDP 的比重（1980-2015 年）

资料来源：IMF, World Economic Outlook Database, October 2010

注：阴影部分为预测值

因此，尽管美国金融危机使各国再一次意识到现行以美元为中心国际储备货币体系的缺陷，但是从目前的情况来看，美国依然是世界上最发达的国家，尽管其处于金融危机的中心，但是相比其他发达经济体，其受到的影响反而是最低的。从其主要竞争对手来看，欧元区经济的情况似乎比美国还要糟糕，欧元区统一货币的基础受到一定冲击，经过金融危机一役，欧元不但未能利用这场危机增强与美元相抗衡的实力，反而受到一定的打压。因此，在中短期内，美元的国际货币地位并不会发生根本性改变。

这也是各国所不得不接受的一个无奈现实。2009 年 7 月中国外交部副部长何亚非表示：“美元目前（仍然）是世界上最重要的储备货币，我们相信在未来几年里也是如此，这是现实”，俄罗斯总统梅德韦杰夫也曾声称美元的储备货币地位目前无可替代。<sup>[8]</sup>在 2009 年 12 月发布的《外汇管理概览》中，中国国家外汇管理局也承认，美元作为主要国际储备货币的地位短期内不会根本改变。如果联系此前包括以上两个国家在内的一系列新兴与发展中国家对于改革国际货币体系的强烈愿望，以上表态多少透露出这些国家对于国际货币体系改革的无奈。国际货币体系改革不能完全依赖于人们的“良好愿望”，改革必须照顾到当前的国际政治经济现实。

与此同时，作为美元权力的接手方——超主权货币的推进在目前也存在着一些困难。前面我们已经提到，用一个主权货币来代替美元这是应该极力避免的，因为我们无法保证另一个主权货币会比美元做得更好，因此如果美元权力必须转移的话，则应交给一个全球性的超主权货币。然而从现实条件来看，超主权货币并没有做好参与国际货币体系改革的准备。以目前已有的超主权货币——特别提款权来看，其虽然在上世纪 60 年代末推出，但是一直并没有受到重视，从现在来看，其仍然建立在主权货币的基础上（以主权货币篮子定价），因此如何推动特别提款权成为真正意义上的超主权货币困难依然很大。未来超主权货币如果基于特别提款权，那么有关特别提款的定价、供给、分配、使用等问题，仍然需要妥善解决。

除了一些有关超主权货币技术层面的问题外,当今世界政治经济现实是超主权货币难以推进的另外一个重要原因,从目前的情形来看,要协调世界上近 200 个国家组建一个货币联盟绝非易事。当今世界,发达国家与发展中国家之间、各主要大国之间、各经济集团之间、各地区之间政治经济实力分配不均,且在不断动态变化,因此,即使可以推动超主权货币建设,也可能会由于以下原因而受挫。第一,世界政治经济权力分配不均将会造成超主权货币制度架构的不公平性和不平等性,这必将引发新的危机与冲突。第二,世界政治经济权力的动态变化要求超主权货币制度架构必须不断剥夺没落势力的权力,赋予上升势力新的权力,这将导致相应的制度机构无所适从而最终走向崩溃。因此,未来超主权货币体系的建成应以世界政治经济实力的相对均衡、相对静态为基础,而从当前情况来看,显然无法满足这一条件。

## 二、美元责任承担的直接约束：超国家机构建设

前面分析表明,在美元的权力转移方面,目前并不存在美元权力转移的现实基础,超主权货币虽然可以更好地接替美元的角色,但是其推进的条件还不成熟。因此,在这种情况下,对于国际货币体系改革的推进我们不得不转向强化美元责任承担方面。在这部分,我们主要探讨对美元进行直接约束,在下一部分我们将重点探讨对美元的间接约束。

对美元进行直接的监督与约束需要一个公平合理的监督平台,这要求建立一个超国家机构,或对现有国际机构(如国际货币基金组织)进行改良。这种超国家机构建设在本质上与发展超主权货币类似,如果这一机构可以对美元形成全方位的监督与约束,那么此时美元也就不是美国自己的货币,而发展成为超主权货币了。因此,超国家机构建设或改良的困难可想而知。之所以仍要提出这一方案是因为,其一,它毕竟是我们的一种选择,其二,我们后面也会提到,无论是发展超主权货币,还是建设或改良超国家机构,其不但是我们的一个最终目标,也可以看作是一个过程,可以借此来推动国际货币体系的渐进改革。

对美元进行直接约束,可以积极利用已有的制度安排。<sup>[9]</sup>国际货币基金组织是当今世界最重要、影响力最大的多边国际货币合作组织之一,经济监督(Surveillance)是其三大核心职能之一,其在监督方面也拥有充足的人才和技术优势。因此,对基金组织现有的监督职能进行改进,就可以对美国的相关政策施加压力。

除了监督平台建设,还需要明确对美元监督和约束的具体操作。对美元进行直接监督,要求美国(美联储)必须转移部分货币政策和汇率政策甚至财政政策的制定权与执行权,其主要目的是为美元供给建立一个国际秩序,以尽量降低特里芬难题对于世界经济的困扰。对美元进行监督指标的选择,类似于货币政策中间目标的选择,可以是价格上的(例如利率调节),也可以是数量上的(例如控制货币供给量),或者二者兼有。

首先从价格约束目标上看有两个子指标可以监控,一个是通胀水平,一个是汇率水平,

通过这两个子指标其目的都是为美元寻求一个稳定的价格锚。

(1) 从通胀监控来看,欧元区已经做出了一些探索,与其类似,使用美元作为国际货币的区域实际上就是美元区,只不过与欧元区不同,处于美元区的其他国家对于美元决策并没有任何影响,因此基于欧元区同样的理由,美联储应该控制美元区内的物价稳定,而不单单是美国国内的物价稳定。但是与欧元区不同的是,美国对美元区内的通胀水平是极难控制的。<sup>①</sup>

(2) 从汇率监控来看,有两个选择。第一,为美元寻求一个“绝对”的钉住锚,例如重新回归金本位,其虽然可以对美元形成强有力的约束,然而这种制度也存在着极大的风险,国际金本位制和布雷顿森林体系的崩溃说明这一方案行不通。第二,为美元寻求一个“相对”的钉住锚,这可以通过稳定美元与其他主要货币的汇率来实现。例如可以经由国际货币基金组织以及其他国际组织(如 G20)等多边或双边经济协调来维持美元汇率的稳定,上世纪 80 年代七国集团达成的“广场协议”和“卢浮宫协议”都是以干预涉美汇率为目的的国际经济协调。在这种监督目标下,对美元汇率进行干预应该与以往有两个不同,第一个不同是汇率干预对象应以美元为主,而不是像“广场协议”和“卢浮宫协议”下的以日元和德国马克为主;第二个不同是汇率干预的方向重点是针对美元贬值,这是因为现行体系中存在美元供给过量而导致美元贬值的趋势。

其次,从数量约束目标来看,就是要限制美元的货币供给。限制美联储的美元供给数量,可以从根本上解决当前国际货币供给过多的难题,比监控价格更方便且具彻底性,为避免出现通货紧缩的情况,可以考虑在控制货币供给的同时,考虑美元区内通货膨胀水平。<sup>②</sup>

在对美元的监督指标选择上,尽管我们借鉴了很多欧元区的做法,但在实际操作中将面临非常大的困难。首先一个非常大困难就是目前虽然存在一个事实上的美元区,但是并不存在一个名义上的美元区,因此,对美元监督目标的范围究竟取多大才合适不但是一个经济问题,也是一个政治问题。其次,从货币供给角度对美元进行约束,虽然这种方式既简单又直接有效,但是美国从上世纪 80 年代初期其货币政策目标就开始逐步放弃货币供给目标制,而转向了利率目标制。<sup>③</sup>因此,使美国重新关注其货币增长,排除掉政治因素不谈,这本身就可能造成美国经济系统的紊乱。另外,从 2006 年 3 月起,美联储放弃了对其广义货币

---

① 对区内物价水平的控制,这要看区内各国对于国际货币的使用程度。最极端的例子是欧元区:各国放弃自己的主权货币,采用同一货币,这最有利于区内中央银行对于通货膨胀的控制。此外像美元化与欧元化的例子与此类似,但由于这种情况是单方面的货币主权放弃,所以该国在通胀水平的控制上并没有发言权,只是被动地接受国际货币发行国的通胀设定。而对于松散的钉住汇率安排,这赋予了外围国家更大的本国货币使用权,从而降低了国际货币发行国对于整体通货膨胀的控制力。

② 这类似于欧元区货币政策下的双柱策略,有关通胀的监控可以考虑建立这样一个通胀指数,那就是对美元区内各国通胀进行加权平均,以钉住国际货币松紧程度赋予不同的权重,例如美国的权重最大,其次是美元化国家,然后是货币局制度等等,当然对于各国选取何种价格指数来测算通胀水平仍然是一个难题(比如说要不要包括资产价格)。

③ 这是由于在上世纪 80 年代初期,由于实行货币供给目标制,这虽然带来了通货膨胀率的显著下降,但是也使得产出和失业率变得很不稳定,失业率出现了显著上升。另外一个原因是从上世纪 70 年代开始,货币需求频繁变动,十分不稳定,因此如果继续维持货币供给目标制的话,这会造成利率的剧烈波动,对经济很不利。



M3 的公布，这也在某种程度上说明美联储并不想让外界了解其更多的货币供给信息。同时，美元作为美国的主权特征，接受外部监督和约束几乎是不可能的，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。一旦接受外部监督与约束，便意味着巨大经济利益的放弃，这必然对其国内的经济政策造成相应地影响，招致其国内利益集团的反对。因此，这都增加了对美元进行约束的困难。

因此，我们在此讨论的对美元进行外部约束方案仅仅是一种理论上的可能性，在实践中不但要考虑其经济适用性，同样也要考虑其政治可行性。从目前来看，对美元监督较为可行的是对美元的贸易逆差监督、对美元汇率稳定进行干预等，而对于美元的供给数量监督、通胀水平监督等则较难实行。在这方面只能通过国际社会对美国不断施加舆论压力，迫使美国自身作出调整。但是这种依靠美国的“自我约束”监督，从过去的历史经验来看，这无疑于“与狐谋皮”、“与羊谋羞”，在实践中能有多大的效力值得观察。

### 三、美元责任承担间接约束：货币竞争

除了对美元采取直接约束之外，还可以通过国际货币之间的竞争对美元实行间接约束，这主要通过国际货币多元化来实现。然而通过多元化对美元形成约束没有具体的约束目标、没有具体的约束机制、没有具体的约束平台等，其约束效力主要通过货币竞争来实现。

多元化的国际货币体系是否更稳定，这在上世纪 70 年代早期就有所讨论。布雷顿森林体系崩溃之后，随着欧洲经济与货币一体化进程的推进，当时就对欧洲货币（European Currency）与美元即将出现的竞争是否会导致国际货币体系的稳定进行了探讨。<sup>[10]</sup>

#### （一）国际货币多元化的稳定效应

##### 1. 国际货币多元化将会分担美国的国际储备资产供应压力

国际货币多元化格局的形成，必然会促使新兴货币代替部分美元以满足国际储备资产的需求，从而减轻世界储备需求对美元资产的输出压力。同时，二元或多元国际货币格局的形成，可以使世界储备资产在二者之间进行调整，从而避免单一储备货币压力过大而带来的整个系统崩溃。

以美元和欧元为例，当二者共同承担国际储备货币职能时，国际储备需求增长对美国 and 欧元区经常项目状况的影响将会小于美元或欧元单独充当国际储备货币的情形。<sup>[11]</sup>举例来说，假设美国和欧元区都通过经常账户逆差来提供国际货币，那么当完全由美国来承担这部分逆差时，其带来的危险将远远大于这部分逆差由两个区域来承担的情形。然而这种情况并未从根本上解决国际货币体系的深层次问题，欧元对国际货币体系的稳定性贡献也仅仅在于通过压力分担延长了现有国际货币体系的存续时间。

##### 2. 国际货币多元化将会为美国带来国际储备竞争压力

国际货币多元化将会使得国际货币体系形成一个相互竞争、相互抗衡的二元或多元国际

储备货币结构，国际货币之间的竞争必然在一定程度上对货币发行国形成约束与制约，这将促使国际货币发行各方实行更加稳健、更加负责的国际货币政策，从而促进国际货币体系的稳定。

在货币国际化的巨大收益引诱下，在位国际货币国家必然通过各种途径阻碍新兴国际货币的出现或成长。以欧元为例，欧元的出现尽管还没有从根本上改变美元的国际货币地位，但是欧元的潜力与成长性却是美国不能小觑的，这迫使美国采取各种政策（包括经济、政治等）来遏制欧元，但同时也对美元的供给质量提出了更高要求。因此欧元的出现必然在一定程度上对美元形成竞争，这将对美国的美元供给策略构成约束。反过来，美元强大的国际货币地位也在时时提醒欧洲，如果不能保证欧元的质量，欧洲长期经济与货币整合的努力随时都会付之一炬。伴随着欧元的成长，国际货币体系最终将形成一个彼此制约、相互制衡的利益均衡体，从而督促双方实行更加负责的国际货币政策，维护国际货币体系的稳定。

但是我们对于国际货币多元化的稳定效应分析有些仅仅是一种理论上的“实验”而已，在实践上能发挥多大的作用仍需检验。以欧元来看，尽管从欧元发行至今已经超过 10 年，但是在很多方面欧元仍无法同美元展开真正的竞争，欧元对美元的竞争替代效应还没有或完全发挥出来，所以在此提到的欧元对国际货币体系的稳定效应也许仅仅是一种潜在的、还未实现的。此外，通过国际货币多元化来更好地约束国际货币的责任条件也是比较苛刻的，同时我们已经证明，只有在两个或多个国际货币同质的情况下，国际货币竞争的稳定效应才能完全发挥出来。<sup>[12]</sup>而且，国际货币多元化对于国际货币体系来说并不纯粹是一种稳定力量，其也会带来一些新的风险，例如国际货币多元化的出现必然在一定程度上引起主要国际货币之间的汇率波动，至少在初期是这样的，<sup>[13][14]</sup>同时多元化的结构也可能造成经济活动交易成本的增加，也有可能造成主要储备资产之间的频繁转换等，因此国际货币多元化甚至可能加剧国际货币体系的不稳定。<sup>[15]</sup>

## （二）国际货币多元化的推进

在美元国际货币地位难以根本撼动、超主权货币发展又面临较大困难的情况下，促进国际货币多元化成为目前国际货币体系改革的一个折衷方案。除了多元化以上提到的对国际货币体系潜在好处外，还有另外两点支持着货币多元化的推进。首先，对于国际货币发行国来说，一国货币国际化可以为该国带来大量收益。例如通过国际发行，使得国际货币发行国可以获得国际铸币税，减轻国际收支调节压力，同时亦可以通过通货膨胀来减少本币对外债权支付。一国货币国际化还可以使本国获得“过度特权”（Exorbitant Privilege），此外，一国货币国际化还可以促进本国金融市场的发展，降低本国各种经济交易的汇率风险与交易成本。同时，货币国际化还意味着一国在整个世界经济甚至世界政治中的影响力，因此尽管货币国际化也存在诸多风险，但是还是被很多国家所追捧。各国（地区）推动本国（地区）货币国际化的努力正是国际货币多元化的重要动力之一。其次，在承认国际货币多元化稳定效应的前提下，多元化是目前国际货币体系改革较易推进的方案。相比其他方案，多元化方案

有两个不同。其一，多元化下改革对象是本国政府下的本国货币，而像约束美元方案改革对象是超主权政府下的外国货币，前者自然而然的比后者推进阻力更小。其二，多元化方案虽然是基于政府推动，但货币国际化最终能否成功仍要取决于市场，<sup>[16]</sup>因此多元化方案将更多地体现为一种市场行为，这将比其他方案面临更少的政治阻力。<sup>①</sup>

历史上并不缺少国际货币多元化的情形，因为没有任何一个历史时期是由一国货币（即使是美元）完完全全独霸整个世界的。因此，我们在此提到的多元化应该是一种国际货币实力均衡或相对均衡的多元化。在这种格局演进下，美元的地位应逐渐下降，其他国际货币的地位慢慢上升，最终形成一个多元化的、实力相对均衡的国际货币体系结构。

从目前来看，多元化下其他国际货币的形成有两条可能出现的路径。第一条路径是通过区域货币合作推动区域货币地位的上升，如欧元。走区域货币合作的道路推出统一货币，这可以使区域货币充分享受到区域内经济与政治力量的整合优势，亦可以克服单个国家在货币国际化推动过程中所面临的瓶颈因素（如网络效应），有利于缩短货币国际化的成长时间。如在欧元推出之前，尽管德国马克和法国法郎也是主要的国际货币之一，但是其长期受到美元的挤压，在国际货币体系中的地位不断下降，如从全球储备资产的比例来看，到欧元发行前的 1998 年，马克在其中的比例已经从最高点的接近 18% 下降到只有 12.1%，法国也从最高接近 3% 下降到只有 1.3%。然而在欧元推出之后的 1999 年，欧元资产占全球储备资产的比例就上升至约 18%，远远超过先前马克和法郎等欧元区货币资产比例的总和，此后欧元的地位不断上升。

区域货币合作具有几个优势。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，走区域货币合作而不是区内某个主权货币的单独国际化（与区域化），这可以化解区域内经济体之间的利益冲突。其次，区域货币合作可以整合区域内的经济与政治力量，可以极大地扩展货币国际化的空间与优势。当然走区域货币合作，这并不意味着要完全放弃本国货币而追求地区超主权货币，这是不现实也是不必要的，本国货币仍可以在区域货币合作中发挥较大的作用，也可以经由区域货币合作来提升本国货币的国际化与区域化程度，正如马克在欧洲货币合作中其国际化和区域货币合作进程就是相辅相成的。

然而区域货币合作亦面临着一些困难。欧洲主权债务危机的爆发使人们必须对未来区域货币合作进行一些思考，尽管债务危机在欧洲爆发存在欧洲自己特有的原因，但是危机所暴露出的区域货币合作过程中的问题却是所有要进行或正在进行区域货币合作的国家和地区所不得不面对的。欧洲的教训是，对于参与区域货币合作的国家，在失去货币政策的主导权之后，必须加强在财政政策上的协调，并最终应该走向一个经济甚至政治的统一体，以确保统一货币的成功运行。从目前来看，欧洲似乎正处于货币合作的某个中间阶段，这也是一个最危险的阶段，但是货币合作（包括欧洲以及其他地区）不会停止，未来区域货币合作进程

---

<sup>①</sup> 但是这也为多元化增加了其他困难，如货币国际化更多的依赖于市场，这将增加了政府对于货币国际化的管理难度，再如当多个货币追求国际化时，市场是否具有足够大的接纳空间等等。

的步伐也许会更谨慎一些。

多元化下国际货币崛起的另一条路径就是主权货币的国际化之路。在欧元出现之前，几乎所有的货币国际化都是走的这条路。由于货币国际化受到较多因素的影响，<sup>[6]</sup>所以对于某个国家来说，要实现本国货币的国际化，必须具备一系列的先决条件以及合适的后天条件甚至要依靠一些偶然因素。货币国际化也并不总是成功的案例，如日元，尽管日本政府极力推动日元的国际化，但是从总体来看并不成功。因此，如果依靠主权货币的国际化来促进国际货币多元化格局的形成，受到的制约因素会更多、经历的时间会更长、面临的不确定性也更大。

从区域货币合作和主权货币国际化两条道路对比来看，每一种路径都有自己的优势，也有自己的劣势。区域货币合作由于集合了区域多方的共同力量，因此如果其成功的话可以在相对较短的时间内促进区域国际货币的成长，极大推动国际货币多元化竞争，但是其在推进前期往往面临着较多的政治与经济融合难题，在后期往往面临着较多的货币一体化所带来的风险。而对于主权货币国际化来说，其主要的困难来自于前期的不易推进。因此，在国际货币多元化进程中，每个国家（或地区）应该根据本国或地区的情况，选择不同的推进道路。

#### 四、国际储备货币体系改革的出路

目前国际储备货币体系改革的现实背景是，美元作为主要国际储备货币的缺陷十分明显，但是并不存在根本改变当前美元本位格局的现实基础。将未来储备货币体系改革方案按由易到难进行排列，我们发现通过货币多元化对美元形成间接约束以及对美元施行部分直接约束较易推行，而对美元进行全方位的监督与约束或建立超主权货币体系则较为困难。因此，当前的国际储备货币体系改革并不能谋求对美元的根本性舍弃，而是在承认美元国际货币地位的基础上，寻求对现有体系的渐进改良。

##### （一）促进国际储备资产的多元化

前面我们分析，国际货币多元化将是一个较易推进的方案，但是并不意味着其是一个在短期内就可达成的方案。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。因此，作为货币多元化的一个铺垫，多元化可以首先从储备资产的多元化开始，储备资产持有者可以通过逐步调整自己储备资产结构，逐步降低美元资产在外汇储备资产的份额，这三方面的好处：一，可以为其他国际货币腾出空间；二，迫使美元进行相应调整；三，降低本国货币多元化所带来的风险冲击。

除了积极进行外汇储备资产的调整以外，各国还可以通过参与特别提款权替代账户来达到储备资产多元化的目的。特别提款权替代账户（Substitution Account）是指用各国所持有

的主权货币储备资产（主要是美元）与基金组织的特别提款权进行置换，由于特别提款权以一篮子货币标价，因此通过替代账户，各国将获得一个比单一主权货币更为稳定的资产。这不但可以帮助各成员国进行储备资产的多样化，同时还可以获得更稳定的储备资产收益。此外，如果替代账户可以推行，这不但可以促进储备资产的多元化，还可以极大地提升特别提款权的地位，从而为未来走向超主权货币奠定基础。

### （二）针对美元汇率加强国际经济协调合作

针对美元的大部分监督约束不具可操作空间，但是对于汇率来说也许可以进行一定的突破。首先在历史上存在针对美元汇率走势的国际经济协调和合作实践，不过前文提到，这种针对美元汇率的国际经济协调与合作主要针对的是美元汇率贬值，也即在美元贬值的情况下，美国有义务在市场上回收过多美元，而不是其他相应国家来投放对手货币。其次，从国际货币基金组织来看，其主要的监督职能就是监督各国的汇率政策，因此，可以利用国际货币基金组织平台对美元汇率进行监督。

### （三）国际货币基金组织改革

国际货币基金组织目前世界上参与国家最多、影响力最大的国际多边经济组织，其主要目的就是要促进国际货币合作。国际货币基金组织改革本身就是国际货币体系改革的一部分，其在某种程度上也决定着国际货币体系其他方面的改革成败。除了各项职能的改革外，基金组织最重要的改革就是治理结构改革，因为在目前情况下，美国在基金组织中占有绝对的控制权，这种绝对权力将会拒绝任何对美国所不利的改革提议。因此不推进治理结构改革，国际货币体系改革就无从谈起。

因此，未来国际储备货币体系改革的路径安排是，在保证美元体制安排不在恶化的基础上（通过对美元的监督与约束），逐步改变美元的国际货币地位。在短期，通过国际货币基金组织的职能重构与强化，对美元形成一定的监督约束，为后续改革争取时间并奠定基础。在中期，从外汇储备资产多元化开始，同时配合各国（地区）对于国际货币多元化的努力，以国际货币竞争为推动力，形成一个相对均衡、相对静态的国际货币多元化格局。在此基础上，各国（地区）货币进行融合，或者利用特别提款权，或者创设新的世界货币单位，最终形成超主权货币体系。在这其中，国际货币基金组织应发挥较大的作用。

参考文献：

- [1] Mundell, R. The International Monetary System: The Missing Factor [J]. *Journal of Policy Modeling*, 1995, 17(5): 479-492.
- [2] 查尔斯·P.金德尔伯格著. 高祖贵译. 世界经济霸权 1500-1990[M]. 商务印书馆, 2003.
- [3] 安格斯·麦迪森著. 伍晓鹰、许宪春、叶燕斐、施发启译. 世界经济千年史[M]. 北京: 北京大学出版社, 2003.
- [4] 宫崎犀一, 奥村茂次, 森田桐郎著. 陈小洪, 任兴洲, 姚玉明, 张建同译. 近代国际经济

- 要览：16 世纪以来[M].北京：中国财政经济出版社, 1990.
- [5] Eichengreen, B. & Frankel, J. The SDR, Reserve Currencies, and the Future of the International Monetary System [M]. In “The Future of the SDR in Light of Changes in the International Financial System” Machael Mussa, James M. Boughton, and Peter Isard eds. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1996.
- [6] 黄梅波. 货币国际化及其决定因素[J]. 厦门大学学报（哲学社会科学版）, 2001, 2: 44-50.
- [7] 冯维江. 国际货币权利的历史经验与“第三世界货币区”的可能性[R]. 全球宏观经济政策系列研究报告, GMEP NO.NO.2010-017, 2010.
- [8] 和讯网. 中国淡化超主权货币, 美元 G8 峰会前走强[EB/OL]. 2009-07-07, <http://forex.hexun.com/2009-07-07/119379426.html?from=yahoo>.
- [9] 熊爱宗, 黄梅波. 国际储备货币体系改革的中国视角[J]. 经济学家, 2010, 11: 90-98.
- [10] Krasner, L. & Salant, W. European Monetary Unification and its Meaning for the United States [M]. Washington D.C.: The Brookings Institution, 1973.
- [11] 陈亚温, 胡勇, 王学鸿. 欧元经验与效应[M]. 北京: 经济科学出版社, 2006.
- [12] 熊爱宗, 黄梅波. 国际货币多元化与国际货币体系稳定[J]. 国际金融研究, 2010, 9: 21-28.
- [13] Mundell, R. The Euro and the Stability of the International Monetary System [C]. Paper Presented at a Conference Sponsored jointly by the Luxembourg Institute for European and International Studies and the Pierre Werner Foundation on “The Euro as a Stabilizer in the International Economic System”, December 3-4, 1998.
- [14] Kenen, P. Stabilizing the International Monetary System [J]. Journal of Policy Modeling, 2005, 27(4): 487-493.
- [15] Dailami, M. & Masson, P. The New Multi-polar International Monetary System [R]. The World Bank Policy Research Working Paper, No. 5147, 2009.
- [16] 黄梅波, 熊爱宗. 论人民币国际化的空间和机遇[J]. 上海财经大学学报（哲学社会科学版）, 2009, 2: 67-75.