



彭文生：货币国际化新机遇 与新挑战，从逆全球化到去 金融化



意见领袖 | 彭文生（中金公司首席经济学家、中金研究院执行院长）

正文

中国已是全球第二大经济体，但人民币国际化程度与中国的经济规模相比有较大差距。过往对这一问题的讨论倾向于强调金融领域的限制因素，尤其是资本账户管制的约束。美国次贷危机后全球化放缓，金融监管加强，近期的疫情和俄乌冲突加剧了逆全球化和去金融化的趋势。新趋势下，美国的强金融优势和中国金融发展不足的劣势都将有所淡化，对人民币国际化乃至整个国际货币体系产生深远的影响，这一重大趋势值得思考和探讨。



一、地缘政治和疫情冲击引发有关国际货币体系的讨论

与语言类似，货币具有网络效应，使用人数越多其通用性越强。货币的这一属性意味着国际货币体系具有惯性和路径依赖，通常需要经济社会层面的重大事件冲击来打破原有格局。100 年前，在西班牙大流感和一战的双重冲击下，金本位国际货币体系崩塌。上世纪 20、30 年代，部分国家试图恢复金本位制，但均以失败告终。二战后，美国在军事、经济和金融等领域一家独大，围绕美国打造的布雷顿森林体系相对平稳运行了 30 多年。随着越南战争和中东石油危机等地缘政治事件的冲击，布雷顿森林体系于 1973 年垮台。在此之后的 40 多年，全球进入了美元主导的国际货币体系。

当前，全球面临新冠疫情和俄乌冲突两大百年一遇的冲击，属于具有系统重要性的超预期事件，必然对经济社会结构变化产生重要影响。其中，由美元主导的国际货币体系再次引发各方热议，集中体现在以下三个问题。

首先，美元出现内外部价值之间背离，体现为对内贬值但对外汇率升值。美国财政赤字货币化导致的货币供给大幅扩张，按照经典的货币数量论，美元应当对内对外贬值。现实是，美国在国内面临通胀压力的同时，美元汇率反而升值。这一看似矛盾的组合反映了实体和金融之间的分化，在贸易层面，国内通胀压力和贸易逆差扩大意味着美元应该相对其他货币贬值，以提升美国商品和服务的国际竞争力。美元汇率不贬反升的根本原因在于美国在国际金融体系中的独特地位，美元作为国际储备货币、许多国家对外债务以美元计价，在美国加息进程中，其他国家的还债负担增加，

推高全球的美元需求，从而对美元汇率形成支撑。

其次，全球范围内金融资产的通用性似乎减弱。通用性意味着经济个体持有的金融资产可轻易被变现，以购买实体商品，从而不需要直接持有实体资产。过去两年，新冠疫情对全球产业链造成很大冲击，叠加俄乌冲突导致的大宗商品供应紧张，使得金融资产的通用性下降。在一些国家限制粮食出口、欧洲制裁俄罗斯能源出口的当下，金融资产变现为实体资产的能力减弱，必然影响以美元体系为基础的国际金融市场，近期资产估值下降可能有这个因素的作用。

第三，西方国家对俄罗斯的金融制裁直接引发对美元国际储备货币的可靠性的疑问。今年以来，西方国家针对俄罗斯出台了广泛的制裁措施，金融领域包括冻结俄罗斯在发达国家央行的外汇储备、切断俄罗斯商业银行的国际业务等。这些金融制裁措施降低了美元资产的通用性，促使一些国家反思美元储备资产的安全性。

对美元国际储备货币地位的质疑和讨论时有发生。历史上，包括 2008 年美国次贷危机在内的重大事件，都带来对美元体系的质疑声音。美国经济占全球总量的比重已从 1960 年代初的 40% 左右，持续下滑至目前的 25% 左右，但美元在全球外汇储备的比重则维持在 60% 左右的水平（图表 1）。这一明显的分化引发了诸多讨论，有一种观点认为美国作为军事强国的地位保障了美元的国际地位[1]。然而，历史上也曾出现过一些军事强国，但其在全球经济和金融领域的占比较小，仅用军事力量解释美元的国际地位

是不充分的。

要解释美国经济重要性下降，美元却保持国际储备货币地位这一似乎矛盾的现象，有必要分析现行国际金融体系，尤其是在布雷顿森林体系瓦解后的演变。

图表1: 美国经济占比下降，美元国际地位不变



资料来源: Eichengreen et al. (2016)², 国际货币基金组织, 世界银行, 中金研究院

二、过去 40 年美元体系的基础是全球化和金融化

布雷顿森林体系垮台以后，美元的国际地位不降，其根源在于世界经济的全球化和金融化两大趋势。其中，金融化是指金融在资源配置过程中的作用不断增强。今天的美元主导的国际货币体系，是在主流经济学理论思维，和以此为基础建立的宏观经济政策框架的作用下，逐步演变形成的。

(一) 以货币中性假设为基础的宏观政策框架

过去 40 年，占据主流的新古典经济学的一个重要假设是货币是中性的，货币量的变化仅影响物价，不影响实体经济的资源配置，不影响经济增长。在货币中性假设的基础上有金融市场有效假说，相信金融市场能够有效把储蓄转化为投资。这一理论对金融是友好的，认为金融部门的扩张有助于提升效率并促进经济增长。

货币中性假设的背后是价格有充分的灵活性，经济受到需求或供给冲击后，商品和服务的价格及时变动，吸收冲击的效应，使得经济的实际变量比如就业和经济增长不受影响。比如出口放缓导致收入下降，消费需求下滑，如果其他商品和服务的价格及时下降，则消费者的实际购买力不变，总体产出和就业不变。这样的结果显然不符合现实，所以出现所谓的新凯恩斯学派，认为价格在短期有粘性，收入下降导致实际购买力下降，需求下降，就业和产出减少。中长期来讲，价格是灵活的，随着商品价格的下降，实际购买力回升，带来产出和就业回升。

短期的价格粘性使得货币在短期不是中性的，为央行货币政策逆周期调节提供了理论基础。在上述的例子中，货币放松在短期提升实际购买力，促进产出和就业，可以避免其波动，同时价格不变。新凯恩斯理论的冠名有点名不副实，其精神离凯恩斯的货币非中性的原意甚远（凯恩斯强调“动物精神”下货币需求的不确定性，带来经济的波动），更接近新古典经济学。

在新古典经济学（新凯恩斯理论）的理论基础上，以西方国家为代表，世界各国采取贸易自由化和金融自由化的政策，包括资本账户开放。同时，

逐步形成以通胀目标制和浮动汇率制为双支柱的宏观政策框架，以维护经济的内外平衡。在货币只是短期非中性的假设下，考虑到央行面对不完全信息以及政策产生效果有时间差，逆周期调节难以准确把握力度和节奏，理想的政策是维持一个物价总水平基本稳定的宏观环境，体现为央行通过通胀目标制维持低通胀，以实现内部的宏观平衡。

另一方面，国际收支平衡则通过浮动汇率制下的汇率波动，实现自发的纠错和平衡。具体而言，货币贬值能够纠正过度的贸易逆差，而汇率升值则通过降低出口品国际竞争力的方式减少贸易顺差，国际收支因此得以维持大致平衡。理论上讲，在汇率完全自由浮动的机制下，央行不需要持有外汇储备来应对国际收支的波动。

（二）全球化、金融化增强了美元的国际储备货币地位

过去 40 年，上述的主流经济学思维和相应的宏观政策框架成为驱动全球化和金融化的关键力量。

第一是全球化，包括贸易自由化和金融自由化。全球化最大的一个载体，就是伴随着贸易自由化进程，中国通过改革开放融入世界经济，对全球的供给和需求带来重大贡献，在这个过程中，中国在全球产业链中扮演着一个关键节点的角色，成为最大的产成品生产和出口中心。

第二是金融化，最具代表性的国家是美国。全球化大背景下，美国在国际金融体系中的优势地位得到进一步强化。尽管经济学理论寄希望于通

过浮动汇率制维持国际收支平衡，但现实中汇率浮动的作用有限，国际收支平衡在相当大的程度上靠资本流动实现，载体是美国提供安全资产和商业融资。中国和日本、以及能源出口国等贸易顺差国购买美国国债和其他金融资产作为安全资产，能源进口等贸易逆差国则通过美元融资弥补国际收支缺口。

经济金融化强化了美元的国际储备货币地位。蒙代尔（Robert Mundell）的三元悖论（Trilemma）[3]认为政策部门在货币政策独立性、资本账户自由流动和固定汇率三者之间取得一定的平衡，三者只能取其二。在资本自由流动的环境下，一国要拥有独立的货币政策就必须实行浮动汇率制。三元悖论是在布雷顿森林体系时代提出的，当时各国普遍采取金融压抑和资本账户管制政策。

在金融自由化背景下，法国经济学家雷伊（Helene Rey）提出了二元悖论（Dilemma）[4]，认为浮动汇率的作用有限，只有资本账户管制才能真正保持一国货币政策的独立性。这一理论意味着，在过去 40 年主流思想所坚持的资本账户开放下，结合金融自由化的大背景，各国的货币政策独

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_42647

