

失衡与出路

全球国际收支失衡与国际货币体系改革

张明 著



IMBALANCE

The Global Current Account Imbalance

AND

and the Reform of International Monetary System

REBALANCE

中国社会科学出版社

失衡与出路

全球国际收支失衡与国际货币体系改革

张明 著

IMBALANCE

The Global Current Account Imbalance

AND

and the Reform of International Monetary System

REBALANCE

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

失衡与出路：全球国际收支失衡与国际货币体系改革 / 张明著.
—北京：中国社会科学出版社，2018. 10
ISBN 978 - 7 - 5203 - 3333 - 7

I. ①失… II. ①张… III. ①国际收支—经济失衡—研究
②国际货币体系—货币改革—研究 IV. ①F810.2②F821.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 234424 号

出版人 赵剑英
责任编辑 王 茵
特约编辑 黄 晗
责任校对 李 剑
责任印制 王 超

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 <http://www.csspw.cn>
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印刷装订 北京君升印刷有限公司
版 次 2018 年 10 月第 1 版
印 次 2018 年 10 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 24
字 数 239 千字
定 价 98.00 元



凡购买中国社会科学出版社图书，如有质量问题请与本社营销中心联系调换
电话：010 - 84083683
版权所有 侵权必究

序

第一次知道张明是在中国人民银行总行的结项会上，他代表课题组作结项报告。我记得他侃侃而谈，展示方式是一副投行经济学家的派头，不像是中国社会科学院的学生。会后得知他是余永定先生的博士生。再后来不久他入职中国社会科学院世界经济与政治研究所，加入国际金融研究团队。算起来我们共事亦有十余年。在这十多年间，我们参与课题研究，合作撰写书籍，一同出访调研。在这期间，国际金融研究团队不断壮大，研究问题非常聚焦。作为团队的核心成员，张明具有独特的亲和力以及对市场较高的敏感度。我常常赞赏他的勤奋和多产，以及忙里偷闲的本事。阅读他的这部《失衡与出路：全球国际收支失衡与国际货币体系改革》手稿，我愈发感叹他超强的自我总结意识，也激发我多年对国际金融问题研究的重新思考。

过去十多年间，世界经济经历了第二次世界大战后最大的金融危机。这对从事国际金融问题研究的学者来说是一种幸

运，因为有太多的现象需要系统分析，有重大的变革需要前瞻设计，有崭新的变化需要及时跟进。比如对于国际金融危机成因分析有诸多视角和主张，而从国际收支失衡角度去理解则更容易挖掘源自国际货币体系的深层危机根源。1973年布雷顿森林体系崩溃以来，美元在国际货币体系中扮演了主导货币的角色。而国际金融危机的爆发集中反映了美元主导的货币体系之弊端。在危机爆发之前，美元独大的国际货币地位使美国得以通过向全球融资来弥补巨额的经常项目，这是全球失衡的重要根源。与此同时，作为主要储备货币的发行国，美国并不承担维持美元币值稳定的责任，而透过美元的全球使用，其国内政策对全球其他国家具有巨大的溢性，这进一步诱导了国际资本流动的规模 and 方向。在缺乏可替代美元的关键货币、缺乏国际合作的情况下，美国国内政策成为其他国家货币政策趋向和国际金融市场的风向标。

关注国际货币体系与金融危机问题的学者都知道，新兴经济体一直以来深受国际资本流动冲击以及汇率稳定与否的困扰。这在1997—1998年亚洲金融危机期间表现最为突出。针对汇率安排，尽管国际货币基金组织不对成员国提出硬性要求，但当时亚洲国家货币在事实钉住美元并将美元作为锚货币。这为那些资本项目较为开放的国家带来两难选择：要么放弃货币政策的自主性，要么放弃汇率稳定的目标，蒙代尔—弗莱明的“三元悖论”——汇率稳定、资本自由流动和货币政策

独立性这三项目标不可兼得，在那场亚洲金融危机中表现十分突出。而2008年这次国际金融危机以及随后长期的低息和量化宽松政策释放了大量的流动性，刺激了杠杆性融资，出现了资产价格上升快速与实体经济复苏缓慢并存的局面。一些研究开始探讨金融周期问题，探讨国际资本流动新的特征，探讨货币政策的溢出效应，探讨不同的汇率政策对阻断外部冲击的效应等问题。法国学者 Helene Rey 提出了新的“二元悖论”，认为在资本流动具有较强投机性和套利驱动下，不论采取怎样的汇率政策，只要资本流动不受限制，中央银行的货币政策就难以保持有效和独立。这一观点在学术界产生了很大影响，也引起了争议。在现实中，对各国政策制定者来说，尤其是对新兴经济体国家的决策者来说不得不随时应对剧烈的金融动荡。这在2015年后期美联储率先步入加息周期以来尤为明显。进入2018年，阿根廷和土耳其等国家出现资本外流和货币贬值，并在国内债务高企和金融体系脆弱性等内因作用下面临爆发多重危机的风险。

中国在全球失衡中扮演重要角色，也在危机后再平衡中起到决定性作用。中国增长方式的转变以及经济结构调整对纠正国内失衡有重要意义。中国参与全球金融治理是国际金融构架改革的重要组成部分。在国际储备体系方面，储备货币多元化已经成为趋势，人民币国际化在这一过程中发挥推动作用。关于汇率政策，对于中国这样的大型经济体，允许汇率具有一定

的灵活性可以在一定程度上缓冲资本流动所产生的宏观经济冲击，也可以提高货币政策的独立性。至于应对金融不稳定风险，资本管制是一道临时性的防线，而较为持久的和更加尊重市场原则的管理应该依赖一整套资本流动的宏观审慎措施。中国在鼓励人民币国际使用、提高汇率灵活性以及保持有序的金融开放等方面已经向前迈进了一大步。

这部书稿是张明对国际收支失衡与国际货币体系改革相关研究的一个忠实记录，收录了他在2007—2015年间发表的10余篇论文。这些论文系统回答了如下问题：造成全球失衡的表现和原因如何？全球再平衡的调整路径是什么？中美在再平衡中扮演怎样的角色？国际货币体系演进中表现出哪些问题？国际金融危机爆发对国际货币体系产生怎样的冲击？中国在国际货币体系改革中发挥什么样的作用？对上述问题的分析，各篇论文采用大量的翔实数据，在研究方法方面既有定性研究也有计量研究，其结论也具有很强的政策含义。读者从张明的这部文集中可以领略他的专业思考，而我读他的文集还可以感受到他对学术追求的热情和他写作的愉悦。

高海红

中国社会科学院世界经济与政治研究所国际

金融研究中心主任、研究员

2018年7月20日

目 录

前言 国际货币体系的改革方向与中国应该扮演的角色	(1)
上篇 全球国际收支:失衡与再平衡	
第一章 全球国际收支失衡在次贷危机爆发前的表征:流动性过剩	(13)
第二章 全球国际收支失衡:调整路径与潜在影响	(45)
第三章 全球经常账户再平衡:美国和中国的角色	(63)
第四章 全球经常账户再平衡:特征事实、驱动因素与有效路径	(90)

第五章 中国国际收支双顺差:演进前景及政策含义 …… (116)

第六章 中国何以成为一个反常的国际债权人? …… (140)

下篇 国际货币体系:演进过程与改革方向

第七章 国际货币体系演进:货币锚与调整机制视角 …… (167)

第八章 国际货币体系演进:资源流动视角 …… (190)

第九章 国际货币体系演进:次贷危机的冲击 …… (208)

第十章 国际货币体系改革:危机以来的进展以及
中国应如何参与 …… (226)

第十一章 国际货币体系改革:全球货币互换 …… (278)

第十二章 国际货币体系改革:全球金融安全
机制构建 …… (317)

参考文献 …… (352)

跋 …… (376)

国际货币体系的改革方向与 中国应该扮演的角色

全球经常账户失衡在 21 世纪的第一个十年明显加剧，并最终与其他因素一起，引发了美国次贷危机以及随即而来的全球金融危机。虽然自全球金融危机至今，全球经常账户失衡已经明显缓解（德国等非典型国家除外），但迄今为止，全球经常账户再平衡在多大程度上是由周期性因素而非结构性因素所导致，目前还存在较大争议。如果全球经常账户再平衡主要由周期性因素导致（也即全球经济持续低速增长导致全球经常账户失衡缓解），那么随着全球经济协同性复苏的加强，全球经常账户失衡就完全可能卷土重来。事实上，当前中美之间的贸易冲突加剧，背后也与全球经常账户失衡问题高度相关。

全球经常账户失衡更深层次的根源，乃是以美元本位制为核心的国际货币体系。在美国金融市场具有很强竞争力的前提下，美国通过经常账户逆差向全球提供美元流动性，而通过资

本账户顺差实现美元流动性的回流。通过这一机制，美国也向全球投资者提供了大量的安全资产（以美国国债为代表），并帮助国内金融市场薄弱的新兴市场国家实现了从储蓄到投资的转化（这也就是有学者认为美国是全球的风险投资者的由来）。由于全球其他国家对美国投资以安全资产为主，而美国对全球其他国家的投资以风险资产为主，这就造就了尽管美国从全球净融资，但美国的海外投资收益却持续为正的格局。此外，由于美国海外资产以外币计价为主，而海外负债以美元计价为主，通过主动实施美元贬值，美国还可以降低偿债压力。美国金融市场与美元的全球竞争力赋予了美国如下优势，也即美国海外净负债的增长，远远低于美国经常账户逆差的累积。这一格局更是被某些经济学家戏称为暗物质。

如果说，在美国次贷危机爆发前，全球经常账户失衡导致全球流动性过剩，大量流动性流入美国市场，造就了房地产泡沫与衍生品泡沫，并与美国居民过度借贷以及金融监管付之阙如一起，导致了美国次贷危机与全球危机爆发的话，那么，在次贷危机爆发后，美联储迅疾实施了零利率与量化宽松政策，再度加剧了全球流动性过剩，这事实上是把美国的危机调整压力转移至全球。过去十年来，包括中国在内的新兴市场国家整体杠杆率显著上升，不能不说与发达国家的集体量化宽松政策密切相关。而在特朗普上台之后，美国国内政策的单边主义与重商主义倾向明显加强，进一步放大了美国国内政策（特别是

货币政策)对全球其他国家的负向外溢效应。“美元是我们的货币,但却是你们的问题”,这一傲慢的老大姿态更是凸显无疑。

换言之,美国次贷危机的爆发本身是当前国际货币体系下全球国际收支失衡的一个似乎必然的结果,而危机后美国政府的应对策略进一步加剧了其他国家改革当前国际货币体系的紧迫性与必要性。当前国际货币体系的一个核心缺陷,正是对储备货币发行国无法进行有效监管。

监管缺失的表现之一,是美国政府可以利用美元的全球本位币地位,为其经常账户赤字融资,这在很大程度上导致了经常账户严重失衡。美元是世界本位币,绝大部分的世界贸易、金融交易都以美元计价,而且货币的交易具有网络性,这个网络一旦形成,在中短期内将难以改变。因此,在没有硬性纪律约束的情况下,美国的货币政策必然具有内在的膨胀倾向,即用宽松的货币政策来为其经常项目赤字融资。与此同时,美国却把国际收支失衡的责任全部推给了顺差国。这种情况下,问题的解决只有两种可能,要么是顺差国承担国际收支失衡调整的主要压力,要么是国际收支失衡继续积累,直至其走向不可持续,从而爆发更严重的全球性金融危机。换言之,在现行国际货币体系下,作为中心国家的美国具有成为逆差国的逻辑必然性,但是国际收支失衡调整的主要责任却推向了其他顺差国家。而随着持续的经常账户逆差造成美国对外债务的累积,最

终市场会对美元汇率产生怀疑，从而造成投资者最终不愿意继续对美国提供融资，由此发生的美国国内危机将最终削弱美元作为储备货币的基础。这又被称为广义特里芬难题。

监管缺失的表现之二，虽然美元是全球化的货币，但美国的货币政策却是美联储根据美国经济状况制定的，着眼于美国的就业和金融稳定情况，并不关注其对全球经济的外溢效应。本轮全球金融危机发生后，2009年至2012年，美国连续推出四轮货币量化宽松政策，在2013年末宣布出台缩减量化宽松政策。在此过程中，美国的货币政策触发了全球大宗商品价格和金融资产的大幅波动，也引发了热钱在新兴市场国家的大进大出，对这些国家造成显著的负面影响。美国货币政策的负外部性，与其作为世界本位币国家的地位越来越不相称，这也是当前国际货币体系面临的根本性挑战之一。

监管缺失的表现之三，IMF是当前国际金融体系的核心实体机构，但这一机构实际所能发挥的作用非常有限，特别是对作为全球储备货币发行国的美国缺乏约束能力。就投票权份额来看，美国一家就约占17%，而IMF通过一项决议需要85%的投票权，因此美国对于IMF的决议具有很强的控制力。反过来，IMF难以真正对美国自身的政策起到监管与协调的作用。

最近30年来，国际金融危机频繁爆发，尤其是2007年至2009年的美国次贷危机以及国际金融危机的爆发，深刻地暴露出当前美元本位制的根本缺陷，使得改革当前国际货币体系的

呼声越来越强烈。国际货币体系改革所需要的，已经不仅仅是反思、讨论这类脑力游戏，还需要在改革步骤上迈出实质性的步伐。关于当前国际货币体系改革的倡议，主要可以分为三类，这恰好也反映了未来国际货币体系的三大潜在改革方向。

方向之一，在目前的美元本位制基础上进行修补，特别是建立以美联储为核心的双边本币互换机制，来作为应对各国金融风险的新机制。本轮全球金融危机爆发后，美联储将其在次贷危机期间与部分发达国家央行签署的双边美元互换机制永久化，就体现了这方面的努力。这种改革方向的优点包括：第一，属于存量改革而非增量改革，因此面临的阻力较小；第二，新增的双边美元互换机制能够在紧急时刻提供必要的国际流动性，从而能够缓解危机爆发时的紧张情绪。然而，这一方法也有缺陷。首先，这种改革既不能克服广义特里芬两难，也不能降低美联储货币政策的负面溢出效应；其次，美联储在与其他国家央行签署双边美元互换机制方面具有很强的选择性，这使得其他国家怀疑一旦本国爆发危机，能否无条件地、及时地从美国获取流动性支持。

方向之二，随着美元地位逐渐衰落，欧元与人民币地位逐渐上升，最终形成美元、欧元与人民币三足鼎立、共同充当全球储备货币的格局。国际货币体系多极化最显著的优点是在美元、欧元、人民币各自发行当局之间形成了一种竞争机制。如果哪种货币发行得过多，那么市场就会采用“用脚投票”的办

法，减持该货币而增持其他货币。这种竞争机制一方面能够部分克服广义特里芬难题，另一方面也使得各储备货币发行国在制定本国货币政策时，不得不兼顾全球经济对流动性的需求状况。不过，正如美国著名经济学家金德尔伯格所指出的，就系统的稳定性而言，多极化国际货币储备体系可能不如单极化体系，其原因在于，如果市场主体忽然之间都对美元失去信心，从而集体抛售美元资产、增持欧元与人民币资产的话，那么一方面会造成美元剧烈贬值、美国长期利率上升，甚至导致美国出现资产价格泡沫破灭以及经济衰退；另一方面也会造成欧元、人民币剧烈升值，通过出口渠道导致欧元区与中国经济增速显著下降。如何在引入竞争的同时维持系统的稳定性，是困扰多极化储备体系的一大难题。

方向之三，在现有的国际储备货币之外另起炉灶，创建一种全新的超主权储备货币。2009年3月，时任中国人民银行行长周小川公开提出，在国际储备中扩大“特别提款权”（SDR）用途，从而降低对美元依赖的建议，此举得到了包括俄罗斯、巴西等新兴市场国家的积极响应。当时的法国总统萨科齐也呼吁就美元地位、改革国际货币体系问题等进行正式讨论。用超主权储备货币来充当全球储备货币，一来可以从根本上克服广义特里芬难题，即将储备货币的发行与任何国家的经常账户逆差脱离开来；二来可以避免储备货币发行国国内货币政策对全球经济造成的负外部性；三来可以在铸币税的分享与使用方面

兼顾全球公平，因此是一种理想的改革方案。然而，要从未到有地创建一种全新超主权货币，不但需要美国这样的既得利益者做出重大让步，还需要全球各经济体集体行动，创建类似全球央行的机构。可以想象，如此重大、复杂的改革必然需要经过反复、艰苦的博弈，很难在短期甚至中期内实现，因此只能成为一种愿景。

综上所述，当前国际货币体系改革的三个潜在方向，既有着各自的独特优势，也具有各自的缺点。因此，学术界以及政策制定者在这个问题上从没有停止争论，短期内达成共识的可能性也不大。不过，从深层次来看，这三个改革方向并不是相互排斥与替代的关系，很可能是相互补充的；从时间维度来看，对现有体系进行修补、形成多极化的储备货币体系、创建超主权储备货币，更像是在短期、中期与长期内国际货币体系改革的不同层次的目标；从大方向上来看，国际货币体系的改革正在由一个国家主导向由多个国家甚至国家群体主导的体系演进。

中国作为世界第二大经济体，其分量在全球经济中举足轻重。中国领导人曾表示，全球需要一个更多元、更均衡的货币体系，逐步扩大人民币的跨境使用，有助于完善国际货币体系，有利于全球金融稳定和经济发展。中国积极参与国际货币体系改革，有以下几个途径。

第一，积极发挥在全球经济治理机构中的作用，提升话语

权。推进落实 IMF 份额与治理结构改革，提升中国及其他新兴市场国家的话语权。为了体现新兴市场国家和发展中国家在全球经济中不断上升的权重，IMF 董事会 2010 年 11 月通过份额改革方案，超过 6% 的份额将向有活力的新兴市场国家和代表性不足的发展中国家转移，并改革董事会使其更具代表性，其成员全部由选举产生。改革完成后，中国、巴西、俄罗斯、印度、南非等新兴经济体在 IMF 的表决权份额将增加 4.5%—14.3%，其中中国的份额将从原来的 3.72% 升至 6.39%，成为继美、日之后的 IMF 第三大会员国。这是近 70 年来 IMF 最具根本性的治理改革，也是针对新兴市场国家和发展中国家最大的份额转移方案。除了 IMF 之外，以中国为代表的新兴市场国家也应该充分利用其他国际组织的平台，如 G20、金融稳定委员会等相关全球治理机构，将国际货币体系改革作为促进全球经济长期可持续增长和全球金融稳定的议题进行讨论。

第二，积极参与各层次的金融安全网构建。国际货币体系好坏的一个衡量标准是其面对危机时的韧性，而金融安全网则是危机发生时给予各国保护的重要屏障。中国应在全球、区域、双边等多层次全面参与金融安全网的构建；在全球层面，中国可以积极督促各方尽快完成 IMF 增资改革，扩大 IMF 的借贷能力，探索多样化的危机救助方式；在区域层面，继续推进完善亚洲区域外汇储备库及亚洲债券市场发展，促进区域金融稳定；在双边层面，在现有的人民币双边本币互换协议的基础