

中国对外金融战略: 从美元中心到货币制衡?

宋国友

[内容提要]在后金融危机时代,中国应重新思考以美元为中心的对外金融战略。本文在分析这一原有战略可能损害中国国际金融利益的基础上,提出对美元实施货币制衡的新选项。货币制衡可以从外部制衡和内部制衡两条路径分别展开,在新形势下有一定的合理性和可行性。尽管该战略在具体实施过程中会面临一系列制约因素,但并非不可克服。

[关键词]美元中心 货币制衡 对外金融战略

[作者简介]宋国友,复旦大学美国研究中心副教授,主要从事中美经贸关系等问题研究。

中国在对外金融战略中实施“以美元为中心”的政策是一个不争的事实。此政策在过去很长一段时间有其合理之处,也较好地实现了中国国家利益。但随着国际经济形势变化、中美关系发展以及中国发展模式调整,中国继续盯住美元将面临相当多的问题,并因此可能损害中国的长远利益。有鉴于此,本文提出一种货币制衡的战略选项。

一、以美元为中心:表现及原因

中国以美元为中心的对外金融战略在人民币汇率形成、外汇储备结构以及国际贸易结算这三大对外重要金融指标上均有较为明显的表现。

在人民币汇率形成上,美元一直是最为重要甚至是唯一的参考货币。从1994年1月1日到2005年7月20日,中国政府实行的是以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度。但根据MF的分类,这种“有管理浮动汇率制”并不是真正的浮动汇率制,应属于“传统的固定盯住制”。在这种汇率制度下,人民币汇率主要盯住美元,在1美元兑换8.28元人民币附近波动。从2005年7月21日起,中国对人民币汇率形成机制进行了调整,开始实行“以市场供求为基础,参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”。根据有关学者的研究,美元仍然是一篮子货币中最为重要的参考货币,

其他参考货币几乎不能发挥重大影响。^①到了2008年8月,随着全球性金融危机的恶化,人民币汇率实际上回归重新盯住美元,稳定在6.84左右。这种新的盯住美元的人民币汇率政策持续了将近两年,到2010年6月19日再次以人民币升值的方式改变。^②

外汇储备结构可以分为货币结构和资产结构,在这两个方面,中国也是以美元为中心。在外汇储备货币结构上,中国政府采取的是“以美元为主体,适度分散化”的货币配置,美元在中国外储货币结构中的比重处于首要位置,大大超过欧元、日元和其他新兴市场国家货币。在外汇资产结构上,中国大部分外储也是以美国国债以及联邦机构债等美元资产的方式存在。根据美国财政部公布的数据,2009年底中国持有8948亿美元美国国债。除了美国国债,中国还购买了4890亿美元的房地美与房利美等美国联邦机构债券,以及2660亿美元的公司债券、

* 本文受教育部“中国、美国与变化中的亚太地区秩序”(项目编号:05FCZD0014)和“金融危机与中美金融关系研究”(09YJCGW003)研究项目资助。

① Jeffrey A. Frankel and Shang-Jin Wei, “Assessing China's exchange rate regime”, *Economic Policy*, Vol. 22, Issue 51, 2007, pp. 575-627.

② U. S. Department of the Treasury Office of International Affairs, *Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies*, July 8, 2010, p. 4.

股票和存款，^①所有这些美元资产相加大致占当年中国外汇储备余额的 68.7%。^②

在国际结算上，无论是外汇交易结算或者对外贸易结算，中国的最重要结算货币也是美元。在外汇交易方面，2007年美元在国际外汇交易市场中的比重是 86.35%，远远超过欧元的 36.98%以及日元的 16.54%，而人民币的外汇交易比重只有 0.47%。^③具体到美元在中国银行间外汇交易中的比重，据统计则在 95%以上。^④在中国的国际贸易结算货币方面，美元同样处于领先地位。虽然没有直接数据，但可参考类似的东亚国家情况。韩国在国际贸易中使用美元作为结算货币的比重在进出口中分别为 82.2%和 84.9%；即便是大力推进日元作为贸易结算货币的日本，美元在其进出口中的比重也分别达到 70.7%和 52.4%。^⑤可以合理估计，中国对外贸易结算中美元的比重也应在 80%以上。

中国之所以在对外金融政策中以美元为中心，首先是因为美元本身在国际货币体系中的三大显著优势：(1)作为美元的发行国，美国有着世界上最发达的金融市场，无论是深度还是广度，美国金融市场都要领先于其他国家和地区的金融市场，这确保了持有和交易美元资产的便利性。特别是美国国债市场的存在，极大地吸引了国际投资者。^⑥(2)美元有着最为广泛的国际使用规模和交易网络，这就给世界各地的美元持有者提供了最大程度的便捷。^⑦(3)美元优势不仅仅体现在“钱”的方面——美国的经济实力，它还体现为美国政治和军事实力在全球首屈一指。因此与其他货币相比，美元是最为安全的，不容易出现非经济因素风险。^⑧

除上述美元的普遍优势外，中国自身情况是促成中国形成以美元为中心的对外金融政策的另外一个重要原因。一方面，在中国打破封闭隔绝、走向改革开放的 20世纪 80年代初，世界经济体系是由美国所主导的体系，国际货币体系也是美元独大。当时，欧元尚未诞生，而其他单个国家货币如马克、英镑和日元，很难与美元竞争。另一方面，中国所确定的出口导向型经济发展模式也要求中国在对外经济活动中以美元为中心。与其他按照该模式发展的国家一样，中国需要对外汇市场进行大规模干预和管

制，以压低本国货币汇率和盯住美元的方式促进出口，从而带动国家经济发展。而中国出口积累的外汇储备又通过购买美元资产的方式回到美国，刺激了美国扩大消费和继续从国外包括从中国进口。^⑨

二、为什么不能继续以美元为中心

对于是否继续以美元为中心的问题，鉴于其对 中国既有着重要的政治和安全后果，也会产生重大经济影响，所以要从国际政治和国际金融两种观察视角来综合判断。

从国际政治角度看，中国以美元为中心的金融政策很大程度上可以说是一种国际货币体系中的“搭便车”行为。面对美元霸权，中国选择以美元为中心，一方面可以通过锁定美元的方式避免成为美国美元政策的可能受害者，另一方面还可享受美国政府美元战略的政策红利。比如，小布什政府为促进美国出口，从 2001年到 2008年奉行弱势美元政策，放任美元贬值。但由于人民币盯住美元，美国无法找到有力工具使美元贬值政策同样在中国身上奏

① Brad Setser and Arpana Pandey, *China's \$ 1.5 Trillion Bet: Understanding China's External Portfolio*, New York: Center for Global Economic Studies, Council on Foreign Relations, May 2009, p. 1. 需要说明的是，这个数据并非 2009年的准确数据，只是一种参考。

② 中国 2009年底外汇储备余额为 23991亿美元。参见：http://www.safe.gov.cn/mode1_safe/tjsj/tjsj_detail.jsp?ID=110400000000000000&id=5 (上网时间：2010年 8月 10日)

③ Bank for International Settlements, *Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivative Market Activity*, Basel: BIS, December 2007, p. 50.

④ 中国人民银行数据，转引自周先平：“从‘新布雷顿森林体系’看中美经贸关系”，《当代亚太》2007年，第 3期，第 47页。

⑤ Linda Goldberg and Cédric Tilk, “Vehicle currency use in international trade”, *Journal of International Economics*, Vol. 76, No. 2, 2008, p. 183.

⑥ Benjamin Cohen, “The Euro in a Global Context: Challenges and Capacities”, in Kenneth Dyson eds., *The Euro at 10*, London: Oxford University Press, 2008, p. 44.

⑦ Paul Krugman, “The International Role of the Dollar: Theory and Prospect”, in J. Bilsal and R. Marston eds., *Exchange Rate Theory and Practice*, Chicago: University of Chicago, 1984, p. 272.

⑧ Eric Helleiner, “Political Determinants of International Currency: What Future for the US Dollar?” *Review of International Political Economy*, Vol. 15, No. 3, 2008, pp. 354-378.

⑨ Dooley等学者将中国的这种战略称为新布雷顿森林体系中的“外围国家”的发展战略。与“外围国家”相对应，美国是“中心国家”。参见 Michael P. Dooley, David Folkerts-Landau, Peter Garber, “An Essay on the Revived Bretton Woods System”, *NBER Working Paper*, No. 9971, 2003.

效。^① 中国因此成功避免成为美元贬值战略的受害者,对美出口没有受到严重冲击。此外,由于美元对欧元贬值、人民币与美元挂钩,中国客观上享受了弱势美元的政策红利,扩大了对欧盟地区的出口。

现在的问题是,这种“搭便车”行为难以为继。随着中国经济实力和影响力的扩大,作为“驾驶者”的美国越来越反感中国继续实施盯住美元战略,转而要求人民币升值,直至实施以市场为基础的浮动汇率制与美元汇率脱钩。换言之,美国要求中国“下车”。在经历了 2005年和 2010年两次大的中美之间的人民币汇率争端后,人民币汇率已经有了较大升值,而且长期看,这种升值趋势还将继续。这意味着中国期望通过“搭便车”行为以抵消美元霸权外部性危害的这一最大利益将逐步消失。在这个意义上,对中国而言,美元霸权由于美国的自利和排他政策取向正日益成为一种胁迫性霸权。^②

中国搭乘美元便车并非是“免费”的。中国以美元为中心的政策在分享了部分美元霸权红利的同时,也承担着各种必须的昂贵成本。比如,为维持人民币对美元汇率的稳定而部分失去了对国内货币政策的主导^③。更为重要的是,中国事实上还成了美国全球“币权”^④的有力支撑者:在汇率上,美元霸权表现为有着诸多国家选择与美元挂钩的汇率机制,具体在东亚,由于中国盯住美元,其他东亚国家因为“竞争性汇率政策”的存在,在很大程度上也不得不盯住美元;^⑤在外汇储备上,中国是美国国债的第一大持有国,以不断购买美国国债和其他美国联邦机构债券的方式来支持着美元资产的吸引力;在国际贸易结算上,中国是世界第一大出口国和第二大贸易国,中国选择以美元结算客观上帮助了美元在国际贸易结算领域的主导地位。

如果说中国此前通过与美元挂钩确实享受到了一定的美元霸权利益外溢,那么随着美国坚决要求人民币升值甚至与美元脱钩,这一利益获得将会大幅减少。同时如果中国继续以美元为中心,将可能产生两大恶果。其一,有利于美元霸权在国际货币体系内的延续,其他国家很难对其进行制约。其二,美借助美元霸权,将更容易利用其金融力量来实现自身战略目标,或采取损害中国利益的美元政策。^⑥

总而言之,美将可以更多地获得独享美元霸权的收益,中国将更多地受到美元霸权的威胁,而这种威胁在某种意义上将因为中国的“支持”而被强化。

从国际金融角度讲,以美元为中心的机制也不应继续。首先看盯住美元的汇率政策。如前所述,该政策可以解释为中国为实现出口导向型经济发展战略所配套采取的对外金融政策。这种汇率制度安排对于中美两国一度有着隐性互惠,也曾经符合两国在国际金融和生产体系中的位置差异和角色分工,大致反映了中国作为出口国、生产国和投资国以及美国作为进口国、消费国和融资国的对应存在。然而,全球性金融危机改变了这种原有的分工模式。^⑦ 无论是从危机应对的政策考虑,还是从对危机反思以防止危机再出现考虑,世界主要经济体均开始调整本国经济结构以推动全球经济的平衡发展。这种经济结构调整反映到中国,表现为政府加大政策力度来扩大国内消费,改变出口导向型经济发展模式,努力实现经济可持续发展。美国的经济结构调整则表现为控制债务,改变主要依靠过度消费推动经济增长的发展模式。^⑧ 当出口不应再成为中国未来经济发展的最大贡献因素,而美国也不再能容纳中国如此多的出口时,中国有必要重新思考

^① Kurt Hubner “Euro-Dollar Puzzles”, in Joaquin Roy and Pedro Pablo Kuczynski eds., *The Euro and the Dollar in a Globalized Economy*, Burlington: Ashgate, 2007, p. 37.

^② 全球体系中的霸权有两种,一种是胁迫性霸权,一种是仁慈霸权,参见: Duncan Snidal “The Limits of Hegemonic Stability Theory”, *International Organization*, Vol. 39, No. 4, 1985, pp. 579-614.

^③ 中国为了维持人民币与美元的固定汇率,不得不通过发行同等数量人民币的方式来对冲。这些被迫增加的人民币发行量增加了国内通货膨胀的风险。参见: Morris Goldstein and Nicholas R. Lardy *The Future of China's Exchange Rate Policy*, Washington, D. C.: Peterson Institute for International Economics, 2009, pp. 28-31.

^④ 关于币权的分析,可参见王湘穗:“币权:世界政治的当代枢纽”,《现代国际关系》,2009年,第7期,第1-8页。

^⑤ Takatoshi Ito “Influence of the Reminbi on Exchange Rate Policies of Other Asian Currencies”, in Goldstein, Morris and Nicholas R. Lardy eds., *Debating China's Exchange Rate Policy*, Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 2008, pp. 239-258.

^⑥ Peter Gowan *The Global Gamble: Washington's Faustian Bid for Global Dominance*, New York, NY: Verso, 1999, pp. 19-37.

^⑦ 有研究直接把当前的金融危机视为美元的问题,按照这种思路,同样应该改变以美元为中心的机制,否则将有可能继续发生危机。参见: Ramaa Vasudevan, “Dollar Hegemony, Financialization, and the Credit Crisis”, *Review of Radical Political Economics*, Vol. 41, No. 3, Summer 2009, pp. 291-304.

^⑧ 详见宋国友:“全球经济平衡增长与中美关系的未来”,《现代国际关系》2010年,第1期,第1-7页。

为促进出口而实施的盯住美元的汇率政策。

其次看中国购买美元资产问题。无论中国购买美元资产的动因是什么,^①安全性都是衡量是否应该持有美元资产的最重要指标。如果持有美元资产不安全的话,就应该转变投资理念。从最低限度的安全角度——能否收回本金——出发,中国持有的美国国债以及持有的美联邦机构债券因为分别有美国政府的信用担保和准信用担保,所以似乎不存在问题。^②但如果从另一角度的安全性——投资的相对收益率——来看则大有疑问。中国持有美元资产的收益率的最大风险是美元贬值。一方面,美国政府有强烈的美元贬值政策意愿,因为美元贬值可以促进美国产品出口。^③虽然由于金融危机以及欧债危机的爆发,从小布什政府时期开始的美元贬值进程被打乱,但长期来看,随着世界经济形势逐渐稳定,以及奥巴马政府极力推动“五年出口翻倍”的贸易政策,美元贬值的风险将会加剧。另一方面,人民币无论从国内需求看还是从所受的外部压力看,对美元将会继续升值,这将导致中国所持美元资产的缩水。^④针对上述美元贬值的可能前景,中国同样应该重新考虑继续大规模持有美元资产以及相应的以美元为中心的政策合理性。

三、货币制衡的选项

既然继续以美元为中心可能不利于中国国家利益,那么在美元仍然处于国际货币体系主导地位的现实中,中国采取什么样的对外金融战略,既可以抑制美元霸权的危害性,同时在政策实施上又具有相当的操作性?本文提出一种货币制衡的思路。^⑤

与国际政治领域的权力制衡相类似,货币制衡思路的根本出发点在于中国依靠已经拥有的贸易力量、体现在外汇储备上的金融力量以及总体上的经济力量,采取一系列外部和内部政策措施,降低美元在人民币形成、外汇储备投资以及国际结算等领域的中心位置,积极主动促成一种多元化的国际货币体系,争取打破美元在国际货币体系中的垄断地位,从而使得美元受到其他货币的强有力约束,防止包括中国在内的其他国家遭受美元霸权的威胁。同样,参考国际政治领域的制衡路径,中国在

国际货币体系中对美元的货币制衡有两大根本路径:外部制衡和内部制衡。

外部制衡指中国在国际货币体系中联合那些可能和可以抗衡美元的行为体,通过某种形式的合作和协调,弱化、抑制美元的主导地位。在当前情况下,中国可以考虑的制衡政策联合对象有四个:欧元区、东亚、欧佩克国家和金砖四国。^⑥

欧元区是中国货币制衡政策最为现实的侧重点。欧元自诞生以来,便被认为或可成为美元的有力竞争者。从欧元区国家领导人的政治意愿看,他们也希望欧元能够与美元比肩。但经过十余年的发展,欧元迄今仍不能在全球范围内挑战美元的主导地位。^⑦此次金融危机之后,欧元失败论和无用论的观点更是甚为流行。尽管欧元的表现不像预期那样出色,但中国货币制衡的目标不在于欧元取代美

^① 比如,有一种关于中国为何购买美元资产的寄存理论 (parking theory),认为中国国内金融体系并不完善,政府公共投资回报率也不高,不如购买安全性较高和收益率较为稳定的美国国债等美元资产。参见:W. Max Corden, "Those Current Account Imbalances A Skeptical View", *The World Economy*, Vol 30, Issue 3 2007, p 367

^② 有人担心美国政府会直接赖账,欠中国购买的国债不还。这一点倒不用过于担心,因为如果真发生这种情况,美国届时应该处于经济崩溃或国家动乱当中。

^③ C. Fred Bergsten, "The Dollar and the Deficits", *Foreign Affairs*, Vol 88, No 6 2009, pp 20-38

^④ 关于中国是否应继续持有美元资产,可参见余永定:“见证失衡——双顺差、人民币汇率和美元陷阱”,《国际经济评论》2010年,第3期,第37-42页;宋国友:“美元陷阱、债务武器与中美金融困境”,《国际观察》,2010年,第4期。

^⑤ 本文用“货币制衡”而非“货币均势”来表述中国新的对外金融政策思路,主要原因在于制衡更能体现出行为体的政策和战略主动性,而均势是对国际货币体系各种货币关系状态和结果的描述。中国要通过制衡的行为 (balancing behavior)来实现均势的结果 (balanced outcome)。关于制衡和均势的差异,可参见:Jack S. Levy "Balances and Balancing Concepts: Propositions and Research Design", in John A. Vasquez and Colin Elman eds., *Realism and the Balance of Power: A New Debate* Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall 2002, pp 132-133.

^⑥ 中国人民银行行长周小川也曾分析美元作为国际储备货币的弊端和风险,并且提出用特别提款权作为替代来克服美元弊端的理想目标。参见周小川:“关于改革国际货币体系的思考”,《中国金融》2009年,第7期。这也属于对美元进行外部制衡的一种。但是不少学者认为这一建议在当前并不现实,参见:Swan Nathan S. Arkllesaria Aiyar "An International Monetary Fund Currency to Rival the Dollar? Why Special Drawing Rights Can't Play That Role", *Cato Development Briefing Paper*, No 4 October 21, 2009; Pieter Bottelet "International Monetary Reform and the Future of the Reminb", *China Brief*, Vol 9, No 11, May 2009, p 4

^⑦ Jean Pisani-Feny and Adam S. Posen "The Euro at 10—Successful but Regional", in Jean Pisani-Feny and Adam S. Posen eds., *The Euro at Ten: The Next Global Currency?*, Washington D. C. Peterson Institute for International Economics 2009, pp 1-15

元,而在于通过支持另一种可供选择的货币来抑制美元在国际货币体系中过分突出的主导地位。这意味着欧元地位可以与美元地位存在一定差距,但这种差距不能被拉大以致很大程度上丧失与美元竞争的可能性。所以在欧元遭遇严重的信任危机时,中国可以考虑出手帮助欧元走出困境,保持其在国际货币体系中的可信地位。从中国在欧洲主权债务危机中的某些表现来看,中国事实上已经具备了一定的支撑欧元国际地位的实力。^① 中国用欧元制衡美元的具体方式有购买欧元资产、扩大欧元在篮子货币中的比重以及在双边贸易中进行非美元结算。

东亚是中国对美元进行制衡的另一必须借重的重要区域,从长远看,其重要性甚至超过欧元区。按照新布雷顿森林体系的理论,东亚已经成为当前维持全球美元主导地位的最关键外围地区。如果作为世界经济版图三极之一的东亚能够在汇率制度、贸易结算以及外储投资等关键领域都放弃美元本位,那么美元的全球影响力将会大为衰减,甚至最终将可能不得不退化为区域性货币。经历了 20 世纪 90 年代的地区金融危机以及本次发端于美国的金融危机,东亚地区有着较为强烈的地区金融合作动力。但是,与已经推出单一货币的欧洲相比,目前东亚金融合作虽有所进展,但难言已经取得根本突破,美元依然是东亚的主导货币。中国要以本次金融危机所暴露出来的过度依赖美元对东亚的负面影响为契机,继续联合区域内国家积极推动东亚金融一体化进程,力争在建设新的区域金融机构、深化清迈协议、建设亚洲债券市场、协调区域汇率政策以及创建亚洲货币单位等方面取得更显著成果。

欧佩克国家是中国推动国际石油贸易非美元结算的重要地区。因为欧佩克国家所产石油的交易主要以美元结算,而且由于石油美元回流效应的存在,使它们以积累的巨额石油美元购买了大量美国国债,^②所以欧佩克在结算和融资两方面支撑了美元的国际主导地位。从制衡美元出发,最重要的是中国在与欧佩克国家进行石油交易时大力推动非美元结算方式。中国已经取代美国成为沙特最大的石油出口对象国,^③而沙特在欧佩克内具有关键性地位。此外,中国未来对于能源需求特别是石油需求的持

续增加在一定程度上也可以提升中国的影响力。由于美元贬值等因素,欧佩克在历史上曾数次考虑放弃石油美元定价而采取其他货币定价。^④ 若干与美国有着严重冲突的欧佩克成员国也曾放弃以美元结算。^⑤ 这意味着欧佩克并非一定会坚守美元定价。

金砖四国是新兴经济体的代表,它们认为以美元为主导的国际货币体系存在重大弊端,希望能够加以改革。从制衡美元的角度,中国可以采取如下措施。其一,在双边贸易中推进用本币结算。其二,扩大中国外汇储备对其他三国的投资份额。此三国近年经济发展迅速,对其投资将会有较高的收益保证。^⑥ 其三,继续在国际货币体系改革中协调立场,争取在国际货币基金组织中形成某种形式的份额联盟,抑制美国在其中的独大地位。

除外部制衡外,中国要制衡美元最为关键的是改变自身依赖美元的惯性。这就需要内部制衡。从内部制衡的路径来看,大致上也包括三种选项。一是大力推进经济发展模式转变,促进国内经济结构调整。中国以美元为中心的金融政策很大程度上是中国原有出口导向型经济增长方式的结果,要改变这种状况,中国必须进行产业结构升级,扩大服务业在国民经济中的比重,提高国内消费对 GDP 的贡献,否则很难摆脱美元的束缚。

二是积极推动人民币国际化。这是制衡美元最

^① 2010年 5月,针对有媒体报道中国因为欧洲主权债务危机而减持欧元资产,中国外汇管理局进行了辟谣,欧元汇率因此对美元汇率一日之内上升了 1.3%。参见: Peter Gamhan, "Beijing helps soothe fears over euro", *Financial Times*, May 28, 2010, p. 22。同年 7月,中国宣布购买西班牙政府发行的 10 亿欧元债券,由此带动了国际投资者强烈的购买热情,参见: David Oakley and Anousha Sakoui, "Eurozone boost as China puts in order for EUR 1bn Spanish bonds", *Financial Times*, July 13, 2010, A1。

^② 根据美国财政部统计,截至 2010年 5月底,石油出口国共购买了 2351 亿美元的美国国债,居全球第四位,其中大部分国债为欧佩克成员国所购买,参见: "Major Foreign Holders of Treasury Securities", <http://www.ustreas.gov/tic/fin/fh.txt> (上网时间: 2010年 8月 10日)。

^③ Jad Mouawad, "China's Growth Shifts the Geopolitics of Oil", *The New York Times*, March 20, 2010, B1。

^④ Musa Essayad and Donald Marx, "OPEC and optimal currency portfolios", *Oil, Gas and Energy Quarterly*, Vol 49, No 2, 2001, pp. 364 - 384。

^⑤ 萨达姆治下的伊拉克曾在 2000年 11月宣布石油以欧元计价,伊朗在 2006年宣布建立以欧元计价的石油交易所。

^⑥ 2009年,俄罗斯、巴西和印度的股票市场涨幅位居全球前列,表现远远好于美欧日等市场。参见"09年全球股市丰收年排行榜: 新兴市场继续领跑", http://finance.ce.cn/rolling/201001/01/t20100101_15361463_shtml (上网时间: 2010年 8月 10日)。

为直接的内部制衡政策选项,也是目前国内学界讨论最多的。在当前情况下,人民币国际化尚不能对美元的国际地位形成挑战,但它是人民币本身未来能够有效制衡美元要迈出的第一步。通过双边货币互换以及跨境贸易人民币结算,人民币在作为结算货币方面已经取得了可喜进展。在此基础上,未来还要朝向人民币作为锚货币、投资货币以及储备货币的方面努力。^① 人民币国际化可能需要较长时间,现在需要做的是,要消除那些制约人民币成为国际化货币的不利因素,为未来打下基础。

三是主动调整外汇储备投资方向,进行多元化的外储投资。巨额外汇储备是中国最为有形的金融力量,调整外汇投资方向也是最为容易操作的制衡美元方式。中国把巨额外汇储备大都用于购买美元资产的原有投资方式,既支撑了美元主导地位,又可能陷自身于“美元陷阱”的尴尬境地。^② 多元化外储投资意味着中国可以把减持的美元资产转而进行其他投资,比如购买欧元资产,或者购买战略商品。这样既能发挥中国外汇储备对美国的影响力,又可分散外汇储备过于集中于美国市场的风险。

从外部制衡和内部制衡两条路径展开,中国制衡美元政策的轮廓大致清晰。两条路径并非相互独立平行的,而是相互交叉和彼此补充的。比如,中国推进人民币国际化战略的应有之义就是与那些外部制衡的联合对象在贸易结算时使用人民币,中国外汇储备投资分散化的重要内容之一是要加大对上述市场的投资。由于这种内外制衡在政策上存在关联性,中国更要做好相关政策的统筹、规划和协调。

四、制衡效果的制约因素

美元在国际货币体系中的主导地位之所以存在,抽象而言有三大支柱:市场支柱、政策支柱和地缘政治支柱。^③ 如果上述制衡政策在内外两个方向上均得以顺利展开,那么它将能够相应地在不同程度上有效瓦解美元霸权赖以存在的各个支柱,进而抑制美元霸权以及部分附着在美元霸权基础上的美国美元政策的外部危害性。当然,这仅是理论上的最佳演绎,在具体实践中,制衡的政策努力和行为并不一定会自动形成对美元的有效制衡,其结果还受

到一系列因素的影响。

第一,外部制衡联合对象的制约。前述四个外部制衡联合对象是中国在制衡美元方面最应该予以合作的对象,而且它们也有一定的合作意愿和基础。但中国与它们的合作分别还存在着较为突出的障碍性因素。与欧元区合作的最大问题是欧元区国家缺乏一个容量大和安全性较高的债券市场,这限制了中国外汇储备从美国国债市场撤离转而对其中进行投资的规模。另外,欧元区也不是很愿意中国大量购买欧元债券,因为这样会推高欧元汇率,不利欧元区国家出口。困扰东亚金融合作的关键因素依然是中日主导权之争这一传统问题。作为区域内经济实力最强的两大经济体,中国和日本都期望获得更多的影响力,这导致两国在东亚金融合作路径选择、议程设定及主导货币等方面存在差异。这种差异阻碍了东亚金融合作的前进步伐。中国与欧佩克国家在制衡美元上的合作最主要渠道是用非美元货币进行结算。然而,欧佩克虽是世界上最重要的石油生产方(oil maker),却不是最重要的石油定价者(price maker)。从20世纪80年代开始,世界石油交易价格基本由伦敦洲际交易所的布伦特原油价格和纽约商品交易所的西德克萨斯中质油价格来决定,这两个市场都是以美元定价的。^④ 除非它们取消美元定价,否则欧佩克国家基于汇率风险考虑,在向中国出口石油时仍将倾向于继续使用美元结算。至于金砖四国,目前它们之间还缺乏机制化和组织化的协调,更多是一个主要新兴经济体在国际经济体系中进行政策宣示和立场表达的松散议事平台,而不是一个严格意义上的经济联盟,它们要像七国集团那样进

^① 关于目前人民币国际化的现状,可参见高海红、余永定:“人民币国际化的含义和条件”,《国际经济评论》,2010年,第1期,第49-52页。

^② Paul K. Rogoff and Ken Rogoff, “China’s Dollar Trap,” *New York Times*, April 3, 2009.

^③ 市场支柱是指美元的便利性和安全性对市场投资者所产生的吸引力;政策支柱是外国政府推行与美元挂钩的汇率政策以及持有美元资产的投资政策;地缘政治支持是指一些国家由于需要美国的军事和安全保护而对美元的支持。Eric Helleiner and Jonathan Kirshner, “The future of the dollar: Whither the key currency?” in Eric Helleiner and Jonathan Kirshner, eds., *The Future of the Dollar*, Ithaca, NY: Cornell Press, 2009, pp. 6-17.

^④ Bessma M. Mahdavi, “Gulf Cooperation Council Oil Exporters and the Future of the Dollar,” *New Political Economy*, Vol. 13, No. 3, 2008, pp. 300-301.

行较为有效的政策协调还需要很长一段时间。

需要指出的是,外部制衡的这些障碍并非固定僵化、一直存在,随着新情况的出现和时间的推移,有些负面因素能够被部分克服。比如,被不少美国学者所强调的欧元区不愿意中国购买大量欧元债券的问题,因欧洲主权债务危机的出现而有所缓和,希腊和西班牙等不少欧元区国家对中国购买本国债券大为欢迎。再如,中日在东亚金融合作中的竞争性也因某些创新制度安排的出现而有所缓和。^①

第二,中国进行内部制衡遇到的各个政策选项上的阻力。在经济结构调整方面,中国原有经济发展模式以及盯住美元的汇率政策促成了一批受益的经济利益集团。基于维持自身经济利益的需要,这些利益集团可能会抵触损害既有利益的改革政策。在人民币国际化方面,最大制约在于中国对资本账户的管制及其所导致的人民币不可自由兑换,这降低了人民币在储备货币和投资货币属性上对于国际投资者的吸引力,令其更多地只能局限在结算货币领域。^②放开资本项目涉及到中国经济制度甚至政治制度的重大改革,这需要很长时间进行完善。在外汇储备投资多元化方面,核心障碍是替代市场的规模和安全性问题。中国外储集中投资于美元资产,主要原因之一是美国金融市场特别是国债市场的巨大容量和安全性。在当前的国际金融市场中,较难找到相应的替代市场。

同样,内部制衡中存在的这些制约因素也并非无解。比如,在经济发展模式调整方面,中央政府展现出了坚决且持续的政策意图,并且采取了较为综合的政策措施,这将有助于克服内部阻力。在外储投资方面,中国也有着投资过程中的“对冲”优势。^③这种对冲效应的存在可以降低外储多元化带来的风险。

第三,面对中国可能采取的各种制衡政策,美国作为被制衡方当然会有所感知并会进行反制衡。针对中国的外部制衡,美国可以分化那些联盟对象。欧洲、东亚和欧佩克的某些国家与美国有着紧密的军事联盟关系,在安全上或多或少都单向依赖美国,这也是美元霸权能够存在的安全基础。^④历史上,当美元地位面临某种实质性冲击时,美国就曾通过

树立安全威胁甚至发动战争来强化其在相关区域的军事存在,进而防止部分区域国家与美元的脱钩。^⑤对于中国外部制衡的努力,美国同样可以凭借这种安全纽带来影响相关区域国家可能出现的偏离美元倾向。针对中国内部制衡的政策努力,美国不会任由中国按照自身的步骤来调整经济结构或者推行人民币国际化,而是会提出自己的议题和议程“规范”中国,这将会干扰中国政府依据自身情况来制定相关政策的自主性,进而可能降低中国通过内部政策调整来制衡美元的效果。此外,美国政府还可以通过保持美元政策上的自我克制,来恢复其在国际货币体系中主导地位的合法性,从而削弱中国以及其他经济体制衡美元的意愿。^⑥

当然,上述关于美国反制衡的应对是最悲观的估计。在现实政策中,美国并不一定采取上述措施,毕竟推行这些政策需要很高的成本。在没有严重动摇美元地位之前,美国甚至不会对中国的制衡美元政策做出激烈反应,因为在一定程度上削弱美元的强势主导地位其实也有利于美国自身利益,它不仅会帮助美国经济去金融化,还会帮助美国出口商品和服务而不是国库券。^⑦

^① 在2009年初确定的亚洲外汇储备库出资份额中,中国(含香港特区)和日本均出资384亿美元,在1200亿美元总出资额中,中、日承担了相同的比例。这一安排顺利促成了外汇储备库的扩容。

^② Barry Eichengreen, “The Dollar Dilemma: The World’s Top Currency Faces Competition”, *Foreign Affairs*, Vol 88, No 5, 2009, pp. 53-68.

^③ 所谓对冲效应,它突出地表现于中国减持美元资产和增加欧元资产所产生的效应:当中国大幅减持美元资产转而购入欧元资产时,美元汇率可能因此下跌并导致中国所持美元资产的损失,但同时它会推高欧元汇率,使得中国所持欧元资产的收益相对上升。由于这种对冲效应的存在,中国不必过于担忧多元化外汇储备的风险。当然,如果中国所持美元资产远远大于欧元资产,那么可能会导致所持欧元资产的收益无法抵消所持美元资产的损失。

^④ Adam S. Posen, “Why the Euro will Not Rival the Dollar”, *International Finance*, Vol 11, No 1, 2008, pp. 75-100.

^⑤ 这在中东地区表现得尤为明显,美国通过两次伊拉克战争确立了美国在该地区的军事存在,进而维护了美元的地位,参见:William Clark, *Petrodollar Warfare: Oil, Iraq and the Future of the Dollar*, New Society Publishers, 2005; David E. Spiro, *The Hidden Hand of American Hegemony: Petrodollar Recycling and International Markets*, Ithaca, N. Y.: Cornell University Press, 1999.

^⑥ Stephen M. Wall, “Keeping the World ‘off-balance’: Self-Restraint and U. S. Foreign Policy”, in G. John Ikenberry, eds., *America univalent: the future of the balance of power*, Ithaca: Cornell University Press, 2002, pp. 121-154.

^⑦ Joseph Stiglitz, “Descent of the Dollar and Rise of the Rest”, *New Perspective Quarterly*, Vol 26, No 3, 2009, p. 52.

结语

由于本次爆发于美国的金融危机,强国之间的经济权力正在经历重新分配,全球经济秩序也面临着相应调整。中国要思考如何利用这场危机来更好发挥和提升中国的经济影响力,为后金融危机时代的国际体系谋篇布局。如果中国基于政策惯性或为了出口利益而继续维持美元中心,将会帮助美元主导地位在国际货币体系内延续,不仅不利于国际货币体系多元化的形成,而且反过来可能会损害中国在国际政治层面和国际金融层面的双重国家利益。

考虑到自身实力没有强大到可以单独终止美元主导地位的程度,而且当前中国既无法效仿德国模式——联合欧洲其他国家组建欧元区——来抵挡美元霸权,也无法借鉴日本模式——因为在安全和政治上依赖美国,所以接受丧失部分金融政策自主性——来减少美元霸权的侵袭,所以通过内外两条途径对美元实施一定程度的制衡是一种可供选择的

(接第 28 页)再抵制国际油价的上涨。然而,历史经验表明,如果缺乏政府干预,美国对进口石油的依赖只会有增无减。如果不考虑保护进口石油所支付的额外成本,美国国内的石油开采成本远高于波斯湾石油。从历史上看,美国曾选择实施进口配额制,但是这项最初由艾森豪威尔政府推行的政策却让美国消费者每年多支付了 50 亿美元购买石油。^① 美国也曾试图开发替代燃料,不过沙特政府的低油价政策轻而易举地让卡特政府组建的合成燃料公司在短短七年内负债高达 20 多亿美元。^② 美国还可以选择征收原油进口税,不过鉴于税收对宏观经济造成的损失大大超过潜在的收益,里根政府从未考虑过实施该项政策。^③ 因此,美国实现能源独立的政策选择余地并不大。对于政治家而言,他们的首要任务是再次当选,只要美国人继续沉湎于油罐中难以自拔,美国领导人就难以真正着手解决对外能源依赖问题,因为这样做无异于政治自杀。^④

结论

在一个日益走向相互依赖的时代,美国寻求能

新对外金融战略。这一战略的优势在于一方面能够较好使用中国已经拥有的贸易力量和金融力量,另一方面赋予了中国在战略展开过程中某种程度的灵活性,而具体路径的侧重以及合作对象的选择都是可以相机决定的。更为重要的是,该战略在契合了国际经济以及中美关系新变化的同时,也兼容于中国国家经济发展大方向,是战略选择和顺势而为两者结合的共同结果。

制衡美元的根本出发点是基于自身实际情况以更好地维护国家整体利益,而不是为了纯粹地反对美元。它不构成中国对外经济战略的最高目标。与继续“以美元为中心”以及激进的“去美元化”相比,这是一种折衷的、渐进的同时也是较为稳妥的战略。即使该战略无法在短期内根本动摇美元的主导地位,但如果能够迫使美国意识到其他国家反对美元霸权的意愿和可能性,进而有所收敛,采取自我克制和负责任的对外金融政策,也不失为一种成功。○

(责任编辑:张浩)

源独立的举动显得有些不合时宜。世界石油市场是一个有机的统一体,即便美国实现了能源自给自足,世界其他地方发生的供应中断同样会影响美国的石油价格。与其说能源独立是一个经过深思熟虑的能源政策目标,还不如说它是一个大箩筐,美国人民则根据自己的喜好往里面装东西。不仅如此,自尼克松政府以来,能源政策在大部分时间里都是从属于美国其他外交战略目标或者国内利益集团的利益诉求,结果美国的能源政策历来缺乏协调一致,而目前的美国也比以往更加依赖进口石油。如果美国人不能戒掉油瘾,那么“能源独立”就更多的只是政治家们安抚人心的口号,而不是切合实际的能源政策宣言。○

(责任编辑:沈碧莲)

^① United States Cabinet Task Force on Oil Import Control *The Oil Import Question: A Report on the Relationship of Oil Imports to Security*; Washington D. C.: Government Printing Office, 1970.

^② Robert Bryce Gusher of Lies *The Dangerous Deceptions of "Energy Independence"*, pp 101-102.

^③ 《美国能源安全问题:美国能源部向里根总统递交的一份研究报告》第 154-158 页。

^④ Jay Hakes *A Declaration of Energy Independence: How Freedom from Foreign Oil Can Improve National Security, Our Economy, and the Environment*, pp 136-137.