

国际货币体系稳定性的技术条件及经验证据

陈建奇¹

【摘要】发达国家财政风险高企引发社会对现代国际货币体系稳定性的担忧。然而，当前国际货币体系是否稳定？该问题对于理解人民币国际化战略及评估我国巨额外汇储备风险具有重大意义。本文对此作深入分析。研究表明，现代国际货币发行国保持本国货币充当国际货币稳定性的条件是实际经济增长率大于或者等于通货膨胀率与本国货币收益率之和，进一步的实证研究表明，美元、欧元、英镑、日元等国际货币都长时间偏离保持稳定性的可持续水平，欧债危机为代表的发达国家财政问题揭示了国际货币体系不具有稳定性的先兆。国际货币体系潜在不稳定性构成中国等所持外汇储备的安全性问题。对此，我国必须考虑美元主导的巨额外汇储备资产管理模式，中国的应对策略必须兼顾存量外汇资产管理及促进人民币国际化。

【关键词】国际货币体系稳定性；主权信用货币；外汇储备

一、引言

伴随经济全球化深化发展，国际货币体系在开放宏观经济中扮演越来越重要的角色，然而，国际货币体系并没有伴随全球经济发展而同步优化完善。自第二次世界大战以来，国际货币体系尽管经历变革动荡，但并没有改变美国美元主导的基本格局，本次金融危机暴露美国金融体系的内在问题，美元波动引起外界对国际货币体系稳定性的担忧。美国在危机期间连续推出多轮的数量宽松政策背离其维护国际储备货币稳定性的内在职责，而且 2011 年以来持续高涨的美国财政债务丧失 AAA 评级预示美元风险的上升，如何提升国际货币体系稳定性成为社会普遍关心的重大课题。

欧元作为新世纪以来的货币制度重大创新，曾经被视为改变美元主导的国际货币体系不稳定性的重要机制，2000 年后欧元的强劲表现客观上为形成多元竞争的国际货币体系奠定重要的基础。然而，2009 年底希腊财政债务风险升级拉开的欧债危机不仅考验欧元区财政主权信用，更警示欧元体制内在制度问题，欧元区“缺乏财政一体化的货币一体化进程”成为

¹ 陈建奇，中央党校国际战略研究所世经室副主任、副教授

造成欧元区多国抱团陷入财政困境的主因，但构建财政联盟必然需要成员国财政主权的适当让渡，发达国家代议制民主制度注定这一进程漫长而且难有好的结果，由此注定欧债危机的长期性，从而欧元完整性备受关注 and 质疑。这不仅影响约束美元的欧元的发展，更引发国际货币体系稳定性的波动。

国际货币体系为何经历长期发展却未能实现稳定？影响国际货币体系稳定性的因素是什么？包括 G20 在内的国际平台开始持续关注这些重大问题，中国等新兴国家在金融危机以来逆市上升的国际地位催生对国际货币体系改革的诉求。尽管社会上曾经流行通过创造“世界元”等类似全球货币的方式改革现有国际货币体系，但欧元当前的挑战预示区域货币的艰难，更显示短期内在更广范围内构建全球货币的不可能性。国际货币体系短期内仍然难以突破主权信用货币充当国际储备的基本格局，在此基础上分析国际货币体系稳定性将更加具有现实性和可操作性。因此，本文将延续这种思路，着重研究现代国际货币体系稳定性的技术条件。本文接下来是文献综述，进而将构建理论分析框架，探讨现代国际货币体系稳定性的技术条件，第四部分是实证研究，结合美元、欧元等数据对当前国际货币体系稳定性进行分析，最后重估我国巨额外汇储备资产安全性及其政策选择。

二、文献综述

国际货币体系稳定性的研究可以分为三个阶段，一是金本位时期黄金国际货币体系稳定性的研究；二是布雷顿森林体系时期美元国际储备稳定性的讨论；三是布雷顿森林体系崩溃后外汇储备资产持续上升引发的国际货币稳定性的思考。关于金本位体系稳定性的研究，可以追溯到 Hume（1752）提出的“物价-现金流动机制”，即国际收支波动伴随黄金从逆差国向顺差国的流动，黄金储备变化引起各国商品相对价格调整，促进国际收支平衡，黄金储备重新回流以实现新的均衡。然而，Meade（1955）认为顺差国可以通过“封存”流入的过量黄金来阻止货币供应量上升引起的价格变动，逆差国由于黄金储备不能无限流失而必然单方面承受国际收支失衡的调整压力，结果是逆差国陷入通货紧缩，黄金储备滋生的非对称调整及世界黄金总量外生不足成为金本位制度的内在缺陷。

凯恩斯也认为，金本位制度下国际收支失衡调节重担强加在债务国身上，黄金储备的流动并不能保证国际收支失衡自动调整，基于对金本位制度的修正，凯恩斯提出班考（bancor）为核心的国际清算同盟（International Clearing Union）计划（罗伯特·斯基德尔斯基，2003）。尽管黄金作为储备资产的缺陷问题仍然存在争论，但主权信用货币对黄金的逐步替代却不是

争的事实。在第一次大战之前，英镑一直是重要的储备货币，在第一次世界大战中美国成为世界的净债权人，以此为基础，20 世纪 20 年代初期美元成为能够保持与黄金固定兑换比例的唯一货币，此后美元在国际贸易与国际金融中扮演越来越重要的角色，并逐步被视为国际储备货币（Frankel，1991）。布雷顿森林体系替代金本位制度后，确立了美元主导国际储备资产的格局，相关研究也就由黄金储备转为美元储备稳定性。

关于布雷顿森林体系下美元国际储备稳定性的研究，最重要的当属比利时经济学家 Triffin（1960）提出的“特里芬”难题。Triffin 早在 1959 年华盛顿第 87 届国会经济会议上提出该论调，他指出，作为储备货币发行国，美国只有通过经常账户顺差才能避免国际流动性短缺。然而，美国经不起自身净储备地位无头退化的退化，如果持续发展下去，美元外汇储备必然超过美国黄金储备，外国对美元的信心必将下降，其它国家必然要求大量美元兑换为黄金，美国面临两难的选择。Altman（1961）将上述问题称为“特里芬”难题。Triffin 关于美元国际储备稳定性的阐述具有内在逻辑性，而且美元在 20 世纪 60 年代中确实爆发了危机，理论与经验的证据使“特里芬”难题得到学术界广泛认可（Kenen，1960），人们不再关注美元储备稳定性的讨论，而更多的是研究如何通过其它手段应对美元储备“特里芬”难题的方案。

20 世纪 60 年代寻求稳定美元国际储备以挽救布雷顿森林体系的方案成为国际货币体系最重要的问题，这些方案总体上可以归结为三类：一是提高黄金价格；二是创建一种新的储备资产，即某种形式的纸黄金（paper gold）；三是汇率调整以降低各国对美元储备资产的需求（Frankel，1991）。然而，黄金价格调整会引起其它国家预期未来黄金兑换美元价格的稳定性，促使更多国家将美元兑换成黄金，这样不仅不能解决美国黄金短缺的问题，还可能加速美元的不稳定性。欧洲顺差国担心美元汇率的调整会弱化美国的责任，他们认为美国在危机中的责任不可忽视，调整的成本必须由美国承担，因而，除德国担心汇率低估会导致通货膨胀而采取适当的升值政策外，欧洲其它国家在政策上显得犹豫不决（Solomon，1977）。

与黄金价格重新确定、汇率调整相比，创建新的储备资产解决美元国际储备稳定性的呼声却显得相对一致²。联邦德国中央银行行长埃明格尔在 1966 年 1 月份提出了一个代表德国、意大利及荷兰的方案。他建议在成员国中创建新的储备单位并且由成员国使用。尽管在储备创立的具体问题上存在争执，但各国对创建新的储备的提议却没有太大疑义³。1967 年 6 月

² 主要发达国家中只有法国的观点存在较大的差异，法国认为考虑到美国与英国的巨大国际收支失衡，政府没有必要创建储备的任何方案，需要的是这些国家必须思考与反思。在法国看来，其希望以黄金替代美元结束美国作为储备货币发行国家拥有的特权，同时反对创建新的储备单位，并建议通过提高黄金价格的方法解决其它国家对储备资产的强烈需求。

³ 当时特立独行的法国也由于两方面的原因而逐步接受这种观点，一是当时其它欧洲国家与美国都倾向于

欧洲经济共同体在巴黎联合会议上提议将新的储备资产称为储备提款权（reserve drawing rights），但当时法国代表建议将储备（reserve）改成特别（special），即特别提款权（SDR, special drawing rights），这种建议在 1967 年 8 月伦敦 G10 部长级会议上得到了美国的同意，1969 年 G10 代表达成一致协议。根据协议的要求，SDR 于 1969 年开始创建（Solomon, 1977）。然而，创建 SDR 储备资产能促进国际储备资产稳定性的前提在于，流动性的两种供给（黄金与 SDR）控制在官方政府与 IMF 之间，而美元储备则可以由美国政府通过国际收支调节进行控制。然而，SDR 创建后几个月证实关于美元供给的假设显然是错了，1970 年外国持有美国国债的数量几乎翻了一番，从 103 亿美元上升到 198 亿美元。到 1971 年又翻了一番。这种问题在 1971 年出现恶化，当年美国单方面宣布关闭美元兑换黄金窗口，布雷顿森林体系崩溃，SDR 的创建并没能实现稳定国际储备的既定目标。

布雷顿森林体系崩溃后，世界转向信用本位制或牙买加体系，美国及其它储备货币发行国通过持续发行储备货币满足其它国家的储备需求，同时面临国际收支问题的国家也可以通过国际资本市场融资的手段获得储备货币，因而，理论上国际流动性不足问题已经消失。然而，从 1970 年后很多国家储备总量不但没有下降反而大幅度上升（Clark and Polak, 2004）。Reinhart and Rogoff（2002）研究也发现，布雷顿森林体系崩溃对国际储备资产需求的影响比预期的低。而且，资本帐户完全开放及浮动汇率制度的国家也希望持有储备资产，因为他们的银行体系暴露在外汇风险之中，世界各国特别是发展中国家必须持有足够储备以应对挤兑风险及资本流动引起的系统脆弱性。世界外汇储备不断上升的事实引起业界对储备资产持续的关注，而且美元作为世界主要初级产品、大宗商品计价及结算货币，美国垄断国际储备货币这一国际公共产品的供给，美元主导储备资产的格局一直未能改变，美元国际储备稳定性的问题依然存在。

基于对美元等主权信用储备货币稳定性的担忧，相关研究大多重新转向创建新的储备货币，以规避主权货币充当国际储备的稳定性问题。Thakur（1994）提出坚挺特别提款权（Hard SDR）方案，提议保持 SDR 与商品劳务表示的购买力的稳定。它的吸引力在于，它是 SDR 一组商品表示的价值稳定，可避免其实际价格受到侵蚀。不过，主要的反对意见认为，不包括在篮子中的商品，其价格的变动将无法保证 SDR 的购买力（李荣谦，2006）。Stiglitz（2002）提出创设全球货币（Global Greenbacks）取代美元作为各成员国的储备货币。周小川（2009）

创建储备资产，法国的建议避免受到其它国家的孤立；二是将新的储备资产取名为 SDR，可以有效防止出现一种替代黄金的实际储备资产。1968 年 5 月法国出现五月风暴导致法国国内政治动荡，经济受到严重影响，恶化法国储备地位，法国急需外部援助，这促使其更快接受 IMF 创建储备资产的方案。

倡导 SDR 发展为超主权储备货币，得到世界主要发展中国家的支持。联合国专家小组的提案也呼吁世界领导人同意构建替代美元的新的国际储备货币（施建淮，2009）。

上述研究刻划了国际货币体系演变历程，布雷顿森林体系的崩溃验证了“特里芬”难题关于主权信用货币作为储备货币潜在不稳定的推测，布雷顿森林体系崩溃后美元仍然主导国际储备资产的事实也引发学界对主权信用货币充当国际储备的国际货币体系稳定性思考。然而，相关研究仍然缺乏系统的理论与经验的研究，本文通过理论及实证角度综合分析现代国际货币体系稳定性。

三、现代国际货币体系稳定性的技术条件分析

关于国际货币体系稳定性技术条件的研究并不多见，比较规范的研究只有 Kenen (1960) 构建了布雷顿森林体系下美元双挂钩体系稳定性的分析框架，据此提出提升美元利率或者不断增加美国黄金储备是维持美元双挂钩体系的两种途径，但并没有给出特定的判断条件，而且也没有探讨美元双挂钩体系崩溃后的情况。美元危机导致布雷顿森林体系出现动荡，20世纪70年代美元双挂钩体系崩溃。为适应新的环境，美元放弃与黄金挂钩，黄金不再是货币，而且美元与其他国家货币之间实行灵活的汇率制度，国际货币体系转向主权信用货币充当储备货币的现代国际货币体系。然而，在现代国际货币体系下，缺乏黄金参照的国际货币体系稳定性如何衡量？由于主权信用货币背靠的是一国的主权，归根到底是以一国经济作为支撑，因而主权信用货币充当国际储备的稳定性核心在于主权信用货币与实体经济偏离程度，为此，这里将考察国际储备货币与国际储备货币发行国 GDP 的比重变化情况分析现代国际货币体系的稳定性。在此体系下，非储备货币发行国对国际储备资产的需求通过对国际储备货币发行国的顺差来实现，即国际储备货币发行国通过国际收支逆差来满足世界各国对国际储备资产的需求，假设 K 为国际储备货币发行国国际收支逆差， R 为国际储备资产⁴，那么有

$$\frac{dR}{dt} = K \quad (1)$$

即国际储备变化等于国际储备货币发行国国际收支差额。根据(1)式可以得出国际储备

⁴ 为表达的简单起见，这里仅讨论一种主权储备货币的情形，当然对于多种主权储备货币来说，其分析方法与结论并不会改变，这具有一定的代表性。

与国际储备货币发行国 GDP 之比的变化率⁵：

$$\frac{db/dt}{b} = \frac{(d/R/GDP)}{R/GDP} = \frac{dt/dR}{R} - \frac{dGDP/dt}{GDP} \quad (2)$$

这里 $b = R/GDP$ 表示国际储备与 GDP 的比例。由(2)可以看出国际储备与 GDP 之比的变化率等于国际储备增长率与 GDP 增长率之差。假设国际储备货币发行国国际收支逆差与 GDP 之比为 k ，即 $k = R/GDP$ ，GDP 增长率为 n ，根据(1)和(2)式可以得出以下关系式：

$$\frac{db/dt}{b} = \frac{d(R/GDP)/dt}{R/GDP} = \frac{dR/dt}{R} - \frac{d(GDP)/dt}{GDP} = \frac{k}{R} - \frac{d(GDP)/dt}{GDP} = \frac{k}{R/GDP} - \frac{d(GDP)/dt}{GDP} = \frac{k}{b} - n \quad (3)$$

即： $\frac{db/dt}{b} = \frac{k}{b} - n$ ，从而可以得出 $db/dt = k - nb$ ，这是一个一阶线性微分方程，

根据一阶线性微分方程的性质(Fuente, 2000)知道它存在唯一的定常状态 $\bar{b} = \frac{k}{n}$ ，并且该方

程的通解形式⁶是 $b = \bar{b} + C_4 e^{-nt}$ ，即 $b = \frac{k}{n} + C_4 e^{-nt}$ (4)

⁵ 公式(1)与公式(2)的思想主要来自 Kenen (1960)，但 Kenen (1960) 讨论的主要是离散情形，而这里采用了连续意义上的微积分情形，更有一般意义。

⁶ 这里需要考虑两个问题。首先，关于国际储备货币发行国 GDP 增长率 n 为 0 的问题，即国际储备货币发

行国 GDP 保持不变的问题。本节探讨的背景是现代国际货币体系，由于 $\frac{dR}{dt} = K$ ，所以如果国际储备货币发行国以外的国家为了获取国际储备必须保持对国际储备货币发行国的顺差，而国际储备货币发行国 GDP 不变，必然有 $db/dt = d(R/GDP)/dt = (1/GDP) dR/dt = K/(GDP) > 0$ ，从而 $dr/dt > 0$ ，国际储备资产对国际储备货币发行国 GDP 的比重呈线性关系不断上升趋于无穷，这种情况必然难以持续。当然这种情况仅仅是数学上的探讨，在现实中并没有实际意义。因为，在现代国际货币体系下，国际储备货币发行国 GDP 不断变化是常态。

其次，当 k 为常数时，论文后续的求解讨论显然成立，但并不意味着这里 k 就只是恒定不变的常数， k 的选择只是一个参照系，不同的 k 改变的是不同的均衡收敛水平，但并不会改变稳定性的条件。具体来说，如果 k 在 $[k_1, k_2]$ 区间中变动 ($[k_1, k_2]$ 的有界性假定对布雷顿森林体系及现代国际货币体系下是合理的，现实的经验数据并没有出现无界的情形)，那么通过 k 的变动，起决定作用的是 $[k_1, k_2]$ 上确界或者下确界对应的边界模型曲线，其他 k 对应的点都落在边界点 k_1 (或者下确界) 与 k_2 (或者上确界) 对应的曲线 $b = \frac{k_1}{n} + C_4 e^{-nt}$ 与 $b = \frac{k_2}{n} + C_4 e^{-nt}$ 内，曲线的收敛与否决定于 n ，不同的 k 并不会改变储备资产稳定状态。同时，当 k 取某一特定值 k_0 (在此情况下为常数) 时，满足方程 $db/dt = k_0 - nb$ 的 b 必然是 $db/dt = k_0 - nb$ 与 $b = \frac{k_0}{n} + C_4 e^{-nt}$ 的交点，因而，不同的 k 对应的 b 的变化曲线必然落在 $[k_1, k_2]$ 上确界或者下确界对应的边界曲线 $b = \frac{k_1}{n} + C_4 e^{-nt}$ 与 $b = \frac{k_2}{n} + C_4 e^{-nt}$ 内，而与 b 的解的形式无关。但由于 $b = \frac{k}{n} + C_4 e^{-nt}$ 的边界模型曲线的收敛条件与 k 的选择无关，决定于 n ，因而这里及后续模型的求解和讨论不失一般性，不会导致模型结论的有偏性。总体来说，这里运用常微分

其中 C_4 为常数。

上面的分析框架表明只要国际储备货币发行国经济不持续衰退就能促使国际储备与 GDP 之比收敛，以此维持国际储备稳定性，然而，外国持有国际储备的同时会进行外汇储备投资运作，获取投资收益，这些投资收益内生推动外汇储备不断上升，因此，需要进一步扩展上述分析框架，纳入国际储备货币收益率变量。基于上述考虑，国际储备变化就来源于两方面的内容，一是国际储备货币发行国一般国际收支逆差引起的国际储备增加 K ，二是国际储备投资收益 Ri ，此处 i 为国际储备货币收益率，则 $dR/dt = K + Ri$ (5)

事实上，上述分析框架还存在一些不足，即 GDP 是名义 GDP 而不是实际 GDP，名义 GDP 可能存在这样一种情况，即国际储备货币发行国通货膨胀快速上涨，由此引起国际储备货币发行国名义 GDP 同比例上升，从而将导致国际储备与名义 GDP 之比下降，国际储备货币发行国通货膨胀对国际储备稳定性的影响无法解释，因而采用国际储备与名义 GDP 的比例来分析国际储备稳定性就可能存在缺陷，未能揭示通货膨胀导致国际储备货币币值稳定的问题。因而，更客观的角度是考虑国际储备与实际 GDP 的相对比重，由于实际 GDP 代表实际的经济增长，以此为参照物既能反映国际储备与实体经济的偏离引起的稳定性问题，也能揭示国际储备货币发行国通货膨胀引起的国际储备货币稳定性问题。为此，下面将进一步分析国际储备与实际 GDP 之比的关系。假定物价指数为 P ，那么国际储备与实际 GDP 比重就是 $r' = R/(GDP/P)$ ，国际储备货币发行国国际收支逆差与实际 GDP 之比为 $k' = K/(GDP/P)$ ，则结合(10)式可以得到：

$$\begin{aligned} \frac{dr'/dt}{r'} &= \frac{d(R/(GDP/P))/dt}{R/(GDP/P)} = \frac{dR/dt}{R} - \frac{d(GDP/P)/dt}{GDP/P} = \frac{K}{R} + i - \frac{d(GDP/P)/dt}{(GDP/P)} \\ &= \frac{K/(GDP/P)}{R/(GDP/P)} + i - \frac{d(GDP/P)/dt}{(GDP/P)} = \frac{k'}{r'} + i - (d(GDP)/GDP - d(P)/P) \\ &= \frac{k'}{r'} + i - (n - \pi) \end{aligned} \quad (6)$$

$$\text{从而, } \frac{dr'/dt}{r'} = \frac{k'}{r'} + i - (n - \pi) \quad (7)$$

这里 π 为通货膨胀率，而 i 仍然表示国际储备货币收益率，根据一阶线性微分方程的性质可以求得该方程的通解为：

$$r' = \frac{k'}{n - \pi - i} + C_6 e^{-(n-\pi-i)t} \quad (8)$$

这里 C_6 为常数。由式(8)可以看出，实际经济增长率与通货膨胀率、国际储备货币收益

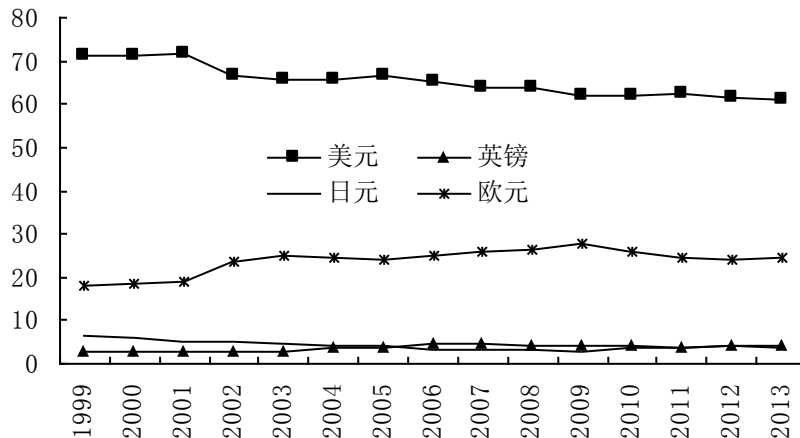
方程来研究问题符合模型简洁扼要的标准，这里考虑的 k 并非简单的常数，而是将其作为一个参照系， k 的变化并不会对稳定性产生影响，因而采用本文的分析框架并不会对结论产生有偏性。

率是决定国际储备稳定性的三个关键因素，当实际经济增长率与通货膨胀率、国际储备货币收益率（利率）之差小于零时，国际储备与实际 GDP 之比将趋向无穷大，从而不具有可持续性，相反的，当实际经济增长率大于或者等于通货膨胀率与国际储备货币收益率之和时，国际储备与实际 GDP 之比的动态路径将收敛，从而具有内在稳定性。于是可以得到现代国际货币体系下兼顾币值稳定的国际储备稳定性命题：

命题：在现代国际货币体系下，当国际货币发行国实际经济增长率大于或者等于通货膨胀率与国际货币收益率之和时，国际储备与实际 GDP 之比的动态路径将收敛，国际货币体系具有内在稳定性；相反的，当实际经济增长率小于通货膨胀率与国际货币收益率之和时，国际货币体系稳定性难以保证。

四、现代国际货币体系稳定性实证分析：多元货币的探讨

布雷顿森林时期美元双挂钩体系崩溃以后，美元无法再利用双挂钩制度保障其国际货币地位，世界金融体系面临波动，先前通过二战后缔结的布雷顿森林协定已名存实亡，世界主要国家尤其是发达国家内部开始质疑美国主导的金融秩序，欧洲希望通过加速推进经济一体化而摆脱或者降低美元双挂钩体系崩溃的影响，日本也着力推进自身的货币金融开放以适应全球新的金融环境。理论上世界各国可以通过竞争的方式改变本国货币在国际货币体系中的地位，美元的地位开始接受挑战。特别是 20 世纪末期欧洲经济一体化进程加速诞生了区域统一货币欧元，此后欧元呈现强劲表现，对美元汇率持续升值，外界希望欧元能发展成为与美元相抗衡的国际货币。尽管欧债危机改变了短期内欧元强势的态势，但欧元在国际货币体系中的地位已经扮演重要地位。图 1 报告 IMF 调查的世界主要国际货币外汇储备结构，数据显示，美元储备在 2013 年仍然占全球外汇储备 61%，而欧元占 24%，日元及英镑都占 4%，表明当前国际货币体系稳定性取决于对上述四种货币稳定性的探讨。



数据来源及说明：数据来自 IMF 网站。

图 1 世界主要国际货币外汇储备结构 (1999-2013, %)

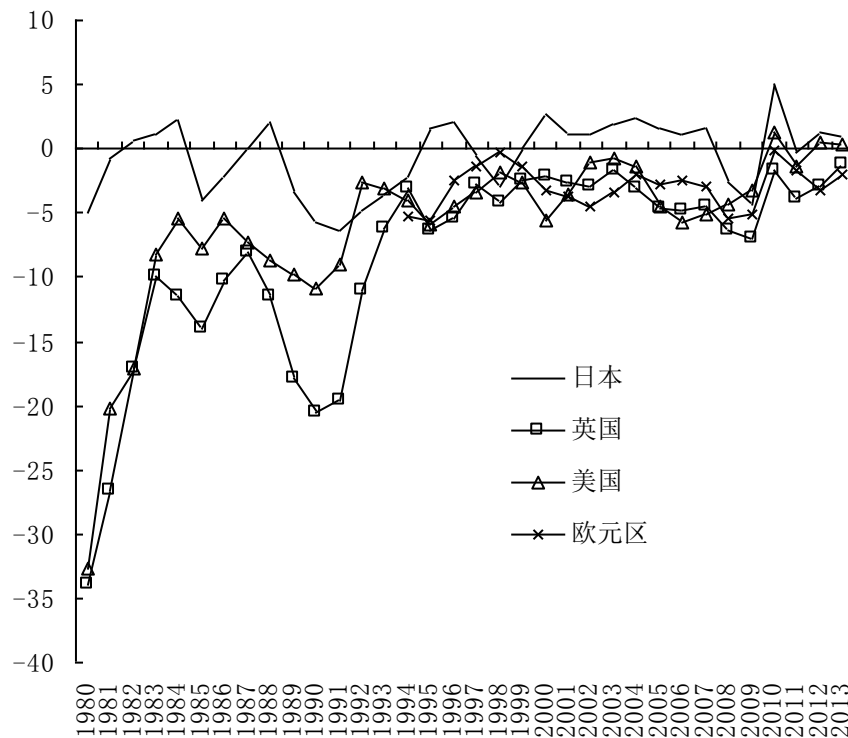
为客观评估上述国际货币的稳定性,这里采取上述分析框架得出的命题所揭示的判断准则。由于命题中采用的收益率是对应的国际货币收益率,但收益率在现实中有多种表现形式,即利率、国债收益率及回购逆回购操作的利率在某些特定情况下都称为收益率,为较客观反映相关结果,这里采取基准利率来替代,因为国债收益率及相关债券的回购逆回购等操作的收益率都是以利率为基础,理论上同期的基准利率小于其他类型的收益率,因而采取这种方式不会导致高估,而只会低估,在本文中能有效避免偏误。

根据上节得出的命题的内容,相关的实证指标包含收益率、经济增长率及通货膨胀率,这里采取 CPI 作为通货膨胀率的指标。由于欧元在 1999 年以后才成立,所以欧元区的相关数据从 1999 年开始,具体测算结果在表 1 中体现。可以看出,在大部分时间里,美国、英国主要国际货币发行国 1980 年以来 GDP 实际增速均值长时期小于 CPI 均值与利率均值之和,而欧元自成立以来也持续出现类似情形,尽管日本经济增长率出现间歇性超过 CPI 与利率之和,但从平均来看,不管是 1980-2013 年还是 1990-2013 年,日本经济增长率均值都小于 CPI 均值与利率均值之和(见图 2),根据命题的结论,美元、欧元及英镑、日本的国际货币稳定性难以保证,由于美元及欧元在当前国际货币中占据主导地位,从而美元的稳定性对于当前国际货币体系的稳定性有着重要影响。当前欧洲经济通缩风险仍未缓解,美国经济持续复苏增长态势能否持续有待观察,未来如果没有出现新的技术革命,那么美欧实际经济增长率小于通货膨胀率与利率之和的趋势可能难以改变,这无疑预示美元欧元国际货币稳定性不容乐观。

表 1 主要国际货币发行国或者地区与命题相关的宏观经济指标及其均值 单位：%

时间	主要国际货币发行国或地区 GDP 实际增速				主要国际货币发行国 CPI 与利率之和			
	日本	英国	美国	欧元区	日本	英国	美国	欧元区
1980	2.8	-2.1	-0.3		7.8	31.8	32.4	
1981	4.2	-1.2	2.5		4.9	25.4	22.7	
1982	3.4	2.2	-2.0		2.7	19.3	15.1	
1983	3.1	3.7	4.5		1.9	13.6	12.7	
1984	4.5	2.7	7.2		2.3	14.2	12.7	
1985	6.3	3.6	4.1		10.3	17.6	11.8	
1986	2.8	4.0	3.4		4.9	14.3	8.8	
1987	4.1	4.6	3.2		4.1	12.7	10.4	
1988	7.1	5.0	4.1		5.0	16.6	12.8	
1989	5.4	2.3	3.6		8.7	20.2	13.3	
1990	5.6	0.8	1.9		11.3	21.3	12.7	
1991	3.3	-1.4	-0.3		9.6	18.2	8.7	
1992	0.8	0.1	3.4		5.6	11.1	5.9	
1993	0.2	2.2	2.9		3.7	8.4	5.9	
1994	0.9	4.3	4.1		3.0	7.4	8.1	5.2
1995	1.9	3.1	2.5		0.3	9.3	8.4	5.6
1996	2.6	2.9	3.8	1.5	0.6	8.3	8.2	4.0
1997	1.6	6.2	4.5	2.6	2.2	9.0	7.8	4.0
1998	-2.0	3.8	4.4	2.8	0.9	7.9	6.2	3.1
1999	-0.2	3.7	4.9	2.9	-0.3	6.1	7.5	4.2
2000	2.3	4.5	4.2	3.8	-0.4	6.5	9.8	7.0
2001	0.4	3.2	1.1	2.0	-0.8	5.8	4.6	5.7
2002	0.3	2.7	1.8	0.9	-0.9	5.7	2.8	5.4
2003	1.7	3.5	2.6	0.7	-0.2	5.2	3.3	4.2
2004	2.4	3.0	3.5	2.2	0.0	6.1	4.8	4.3
2005	1.3	3.2	3.4	1.7	-0.3	6.7	7.6	4.5
2006	1.7	2.8	2.7	3.3	0.5	7.4	8.5	5.7
2007	2.2	3.4	1.8	3.0	0.6	7.9	7.1	6.0
2008	-1.0	-0.8	-0.3	0.4	1.6	5.3	4.0	5.8
2009	-5.5	-5.2	-2.8	-4.4	-1.2	2.6	-0.2	0.7
2010	4.7	1.7	2.5	2.0	-0.6	3.8	1.8	2.1
2011	-0.5	1.1	1.8	1.6	-0.2	5.0	3.3	3.3
2012	1.4	0.3	2.8	-0.7	0.1	3.2	2.3	2.6
2013	1.5	1.8	1.9	-0.5	0.5	3.0	1.6	1.5
1980-2013 平均	2.1	2.2	2.6	1.4	2.6	10.8	8.6	4.2
1990-2013 平均	1.1	2.1	2.4	1.4	1.5	7.6	5.9	4.2

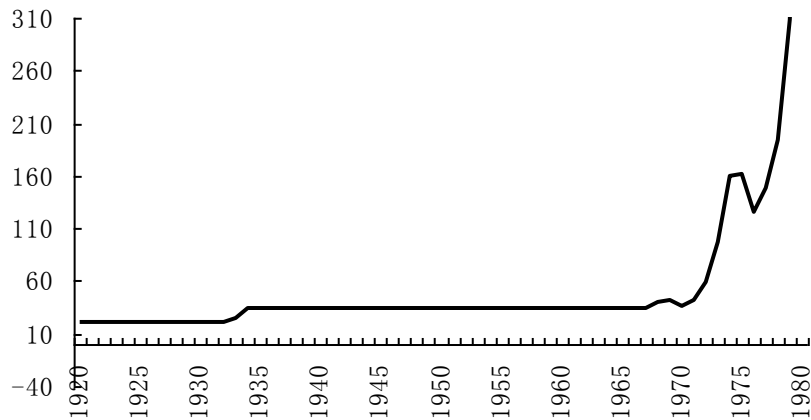
数据说明：日本 CPI 来自 CEIC 月度数据库并采取年度平均测算，其他基础数据来自 OECD 数据库，利率数据采取一年期及以下的相关利率替代，在此基础上作相关测算整理。



数据说明：根据表 1 数据作测算整理。

图 2 主要国际货币发行国或地区 GDP 实际增速与其 CPI 利率之和的差 (1980-2013, %)

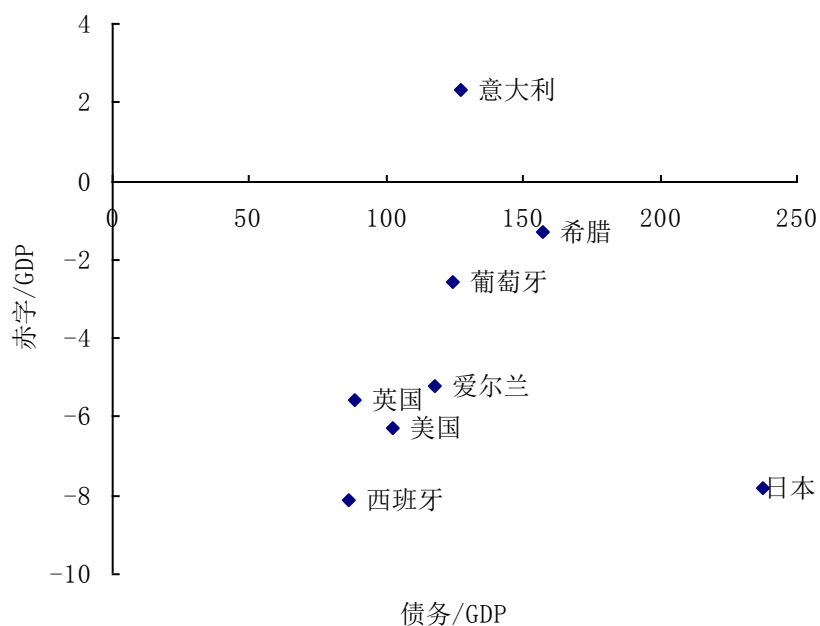
上述运用经验数据实证分析表明，当前国际货币体系稳定性不容乐观。然而，这并不意味着国际货币体系就可能产生危机，因为这毕竟是从理论分析框架得出的判断，还需要看看现实生活中是否曾经出现货币危机的情形。事实上货币危机的例子并不鲜见，在近半个世纪以来最为典型的例子当属 20 世纪 60 年代以来的美元危机。1960 年爆发了美国战后第一次美元危机，1968 年 3 月爆发了第二次美元危机。在经历两次美元危机之后，美国竟然没有采取积极的方式重塑美元地位，而是任其发展，其中还寻求通过 SDR 等“纸黄金”来替代真实黄金，以此推卸责任。在接下来的越南战争中，更是超量发行美元为战争融资，结果导致美元发生第三次危机。图 3 是纽约市场黄金价格，黄金价格从 1970 年每盎司 36 美元上升为 1980 年 613 美元，短短十年间价格上升 16 倍，这从一个侧面反映了美元货币危机可能引起的市场剧烈波动的有力证据。



数据说明：世界财富价值网(measuringworth)。

图3 纽约市场黄金价格(1920-1980, 美元/盎司)

结合当前的国际经济形势看，国际货币体系的不稳定性已经开始逐步暴露出来。美元、欧元、日元等主权信用货币本质上属于相应国家的债务，都是以国家信用为支撑。从而观察主权国际货币发行国债务风险，可以从一个侧面揭示国际货币的稳定性。一方面，希腊、葡萄牙、意大利、西班牙、爱尔兰、塞浦路斯等国抱团陷入危机反映了欧元区货币统一而财政没有一体化所引发的冲突，但财政联盟注定要以成员国主权让渡为代价，这决定了欧元稳定性必将受到挑战，欧债危机的持续演变危及欧元的完整性，不排除短期内部分国家退出欧元区引发欧元震荡的情况。另一方面，从财政状况来看，美国、日本及英国并不比欧猪集团乐观，日本债务负担率已经处于发达国家首位，美国债务负担率也超过了 100% 以上的水平（见图 4），潜在的含义是主要货币发行国的主权债务风险大幅攀升，由此预示主要储备货币国主权信用的不稳定性上升，其支撑的货币稳定性也就难以乐观。



数据来源及说明：基础数据来自 IMF 网站，赤字为流量，代表财政收支的差额，债务为存量，代表政府举借债务余额。

图 4 2013 年主要货币发行国财政状况与欧猪集团比较 (%)

五、我国巨额外汇储备风险重估及政策选择

上述的研究表明，二战后国际货币体系并不稳定。尽管 20 世纪 70 年代以来主权信用货币充当国际货币，结束了美元双挂钩体系，但是主要国际货币发行国并没有履行稳定国际货币的职责，而是任由其偏离保持国际货币稳定性的条件，从表面上看是这些国家为服务于本国经济发展需要而放弃或者背离国际货币稳定性的要求，但实质上在于国际货币体系属于全球公共产品范畴，这种公共产品具有外部性的公共属性，投资与收益难以自动实现有效率的均衡，导致国际货币发行国没有激励去维持国际货币的稳定，因而，在权衡服务于本国经济增长与满足国际货币稳定性需求之间，主权信用货币往往优先服务于国内货币政策目标，促使其偏离国际货币稳定性的条件，而世界并没有明确的制度约束国际货币发行国对国际货币承担相应的稳定责任，主权信用货币充当国际储备资产稳定性将难以保证，当前美欧英日等多种国际货币集体背离稳定性必然对全球国际货币体系稳定性形成冲击，以国际货币为主要形式的中国巨额外汇储备无疑面临较大安全性问题。

中国的应对策略必须兼顾存量外汇资产管理及促进人民币国际化。一方面，将外汇储备投资于实体产业是调整外汇储备资产存量的较为务实的策略。2011 年中国对外投资存量

3659.8 亿美元，仅占 GDP 的 5%，若未来达到世界 30%左右的平均水平，那么对外投资在未来十到二十年将增加 3-5 万亿美元以上，中国将成为世界上对外投资最大的国家。大量的海外投资需要规模巨大的外汇支持，如果不考虑未来企业创汇能力，那么当前的外汇储备还不足以满足未来企业海外投资需求，因而，必须重视外汇储备在新时期服务企业“走出去”的战略需求。但中国外汇储备大多属于官方储备，尽管可以将这些储备通过投资公司转投美国或者其它国家资源类产业，但外汇储备的官方化导致投资往往带有明显的政治色彩，其它国家在审批此类投资时往往极为谨慎，这也导致了外汇储备投资实体经济的困难。因此，需要创新企业“走出去”方式，外汇储备支持企业“走出去”不能采取行政主导的方式，政府重点应放在营造国际投资环境上，强化市场机制的作用，同时实行信贷利息优惠、构建海外投资产业基金等激励措施促进企业积极开展对外直接投资的意愿，培育海外投资的市场主体，降低行政主导所引发的海外投资的障碍。

另一方面，与创新政策消化外汇储备存量相比，中国更为重要的是如何探索体制机制改革，尤其是注重推进人民币国际化，促进外汇储备良性健康发展，获得外汇储备管理的主动权。外汇储备增量持续高企的重要原因在于中国持续多年的出口导向政策，2000 年以来出口持续增长推升顺差持续上升，在汇率调整灵活性仍然比较僵硬的情况下，国际收支顺差就体现为中央银行外汇储备的持续上升。外汇储备增量的调整最终得靠汇率机制改革及出口导向政策的重新反思。根据经典经济学理论，汇率反映国内外产品的相对价格，市场化的汇率调整会影响一国进出口，促使国际收支向均衡状态回归。人民币汇率自 20 世纪 90 年代中期以来开始市场化改革，但中间由于亚洲金融危机、美国金融危机而被迫放缓改革进程，人民币汇率离完全市场化仍然还有一定的距离。为此，需要持续推进这一改革，逐步建立与市场经济相适应的汇率机制，发挥汇率在国际收支中的调整作用，尤其是注重以改革汇率中间价为突破口，增大汇率波动区间，逐步改变央行为维持汇率目标而被动干预汇率进而引发外汇储备波动的行为，增强货币政策独立性，也有助于保障外汇储备规模增量不再上升。在此基础上，稳步推动人民币资本账户可兑换、利率市场化等改革，消除制约人民币国际化的各项约束条件，促使人民币与美元、欧元等国际货币同台竞技，最终实现人民币国际化。

参考文献

- [1] 李荣谦, 2006, 《国际货币与金融(第三版)》, 北京: 中国人民大学出版社。
- [2] 罗伯特.斯基德尔斯基, 2003, 《凯恩斯传》, 上海: 三联书店。
- [3] 施建淮, 2009, 《现行国际货币体系的问题与改革》, 《北京大学CCER中国经济观察》。
- [4] 周小川, 2009, 《关于改革国际货币体系的思考》, <http://www.pbc.gov.cn>。
- [5] 周新民, 1992, 国际货币体系论, 武汉大学出版社。
- [6] D.Hume, Political Discourses, Edinburgh: A. Kincaid & A. Donaldson. 1752.
- [7] C.M.Reinhart and R.Kenneth, The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation, NBER Working Paper 8963.2002.
- [8] J. E.Mead, The Theory of International Economic Policy, London: Oxford University Press, 1955, pp185 - 214.
- [9] J.E.Stiglitz, Global Greenbacks, Economic Times,2002,Vol.22.
- [10] J.Frankel, On The Dollar, Working Paper, 1991.
- [11] J.Frankel, On The Dollar, Working Paper, 1991.
- [12] Kenen, P.B.International Liquidity and the Balance of Payments of a Reserve-Currency Country, The Quarterly Journal of Economics, 1960, 572—586
- [13] Altman, Professor Triffin on international liquidity and the role of the Fund, Staff Papers-International Monetary Fund, 1961, 151-191.
- [14] P.B.Clark and J.J.Polak, International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System, IMF Staff Papers, 2004,pp49-71.
- [15] R. Triffin, Gold and the dollar crisis: the future of convertibility, New Haven: Yale University Press, 1960.
- [16] R. Triffin, Gold and the dollar crisis: the future of convertibility, New Haven: Yale University Press, 1960.
- [17] R.Solomon, The International Monetary System 1945-76, New York: Harper and Row, 1977.
- [18] R.Solomon, The International Monetary System 1945-76, New York: Harper and Row, 1977.
- [19] S.Thakur, The "Hard" SDR: An Exploratory Analysis, Staff Papers - International Monetary Fund, 1994,Vol.41,No.3, pp.460-487.

Reassessment on the Stability of International Monetary System and the Risk of the Foreign Exchange Reserves in China

Abstract: This paper focused on the relationship between the stability of the international monetary system after the WWII. And we found some meaningful result. Firstly, we found that there were some conditions making sure the short-term stability of the bretton woods system, but in the long run this system would doom to fail. Secondly, we found, in the current international monetary system, that the real economic growth rate and the inflation rate and the yield of the dollar were important factors affecting the stability international Monetary System. Combining with the positive research, we found that many countries had not adapted to the sustainable condition of the stability of international money. China should take care of the security of the foreign reserve by resorting to different tactics, for example , reforming the foreign exchange management system.

Keywords: International Monetary System Stability; Credit-Based National currency; Foreign Exchange Reserve