

## 货币国际化：历史经验的解析

王晋斌

### 内容提要

当前的国际货币体系不会发生大变革，国际货币体系只会在目前的美元主导货币体系下呈现出微调的演进特征。国际货币体系中的英、美模式不可复制。英镑成为国际货币依靠的殖民主义政策和金本位带来的货币声誉；美国模式依靠的是战争的偶然因素带来的黄金流入以及人为的黄金白银收购计划迫使其他国家放弃金本位，并通过美元借贷完成了美元本位制。而布雷顿森林体系作为对1914-1924年和1936-1944美元本位制的事后确认，使得美元依托美元金本位进一步强化了美元主导的国际货币体系。日元国际化进程史表明，不注重提高国内金融系统效率追求形式化的、受制于别国干预的货币国际化不会取得实质性成功。货币竞争的基础是商品和金融产品的竞争，区域或全球明确的国际分工位置和具有竞争力的金融体系是货币区域化或国际化成功的关键。

**命题 1：当前的国际货币体系不会发生大变革，国际货币体系只会在目前的美元主导货币体系下呈现出微调的演进特征。**

首先、目前的美元国际体系本身不具备大变革的内在动力。从物本位向信用本位发生巨变的历史进程表明，当时最重要的国家一旦卷入战争，国际货币体系才会发生巨变；当中心国家完全实施以自我为中心的财政和货币政策，国际货币体系才会发生巨变（物本位向信用本位的转变）。80年代初期和90年代中后期多发的新兴市场金融危机，不论是债务问题导致的（80年代初拉美国国家债务危机），还是国际组合投资逆转带来的（90年代中后期的东南亚货币危机），都没有带来现有的美元国际货币体系的瓦解。根本原因有三点：其一，大国总是拒绝国际货币体系改革以免丧失国际货币的垄断权（蒙代尔，1994），并总能在实践中通过修修补补来维持现有体系，如发行SDR来增加国际流动性；通过债务减免或债务延期安排等措施来缓解债务危机；有限提高全球经济新兴增长极在IMF中的话语权等等。其二，国际货币体系历史表明，政府总是不愿意看到国际货币关系的剧烈变化带来的不确定性冲击（Eichengreen, B. and Sussman, N., 2000），换言之，人们对国际货币体系的使用具有惯性。其三，当前国际货币体系作为美元体系，当美元走强时，外围国家没有改革国际货币体系的兴趣。首先，美元走强降低了外围国家美元计价

的贸易品价格，提高了外围国家产品出口的竞争力；其次，当外围国际累积的外汇储备越来越多时，美元贬值带来的央行资产负债表上的美元资产损失是巨大的<sup>1</sup>，这已经成为减缓国际货币体系巨变的重要因素。再次，美元走强也符合美国继续维持国际货币体系的长期战略。而当美元走弱时，美国没有足够的筹码来降低国际货币体系改革的成本。首先，美元走弱降低了美国外债的美元价值，估值效应使得不需要原来数量的资本流入就能够维持外贸账户赤字的可持续性<sup>2</sup>；其次，美元走弱本身也有利于调整美国经常账户的不平衡。而从外围国家来说，由于大多贸易以美元计价，弱势美元有助于提高外围国家之间的贸易增长（Goldberg and Tille,2008）。总体上，从美元对其他货币币值的走势来看，永远也不存在国际货币体系改革的最佳时间表。因此，即使是美国不愿意对自身的财政赤字政策施加约束，由于国际分工的刚性和现有格局下带来的不平衡的结果的惯性，以美元为主导的国际货币体系本身不可能发生巨变。

尽管存在众多的认为目前的外部不平衡是不可持续的观点，归纳起来主要有三种：一是外部融资假说论。认为美国无法持续为大规模的经常账户赤字融资，该体系所暴露出来的美元体系与个体国家金融利益之间存在不一致性，亚洲国家无法长期承受美元贬值带来的资产损失，该体系即将崩溃(Eichengreen 2004)；二是美国国内信贷融资假说论。当美国家庭财务结构不允许其通过银行信贷进一步消费时，国际借贷成为软约束，国内借贷成为硬约束。居民国内借贷下降带来的消费下降迫使居民降低边际和自愿性消费，使得亚洲的向美国银行的国际信贷变得多余，该体系难以进一步维持（Palley,2006）；三是外围国家维持该体系的高成本论。除了储备损失外，尤其是中国为了稳定资本流入以及资本流入带来的对国内货币政策冲击的高成本将会是中国放弃低估的汇率体系(Goldstein and Lardy 2005)，等等。这些研究分别从美国国内和国际两个渠道来论证美国外部不平衡融资的不可持续性，反映了维持目前国际货币体系存在的一些问题。但这些问题尚不足以导致国际货币体系的巨变。首先，从技术上说，外围国家不可能长期坐等美元的贬值带来的资产损失，而在战略上，美元持续贬值也不符合美国的维持并加大主导现有国际货币体系的战略。其次，美国国内居民的储蓄也会有缓慢上升，而且随着大量的外汇储备通过国家主权财富基金的途径实施区域化和本地化的投资倾向，会在一定程度上减缓流入美国的压力；再次，布雷顿体系II或“中间范式”目前运作良好（Dooley, Michael P.et.al,2004a,b,c; 2009）。因此，上述认为美国外部不平衡的问题

---

<sup>1</sup> 一项研究表明，亚洲部分国家和地区美元贬值对央行资产负债表的恶化是巨大的。如美元贬值 10%，带来的资产损失高达 GDP 的 3-10%（Higgins Matthew and Klitgaard Thomas,2004,）。

<sup>2</sup> 比如，2002-2006 年美国经常账户累计的赤字高达 32050 亿美元，但对应的净国际投资头寸的变化只有 6200 亿美元，汇率变化占了 6180 亿美元，资产价格变化和其他资本所得占了 19670 亿美元。资料来源：Bureau of Economic Analysis.

均是在技术上可以缓解或克服的问题，不足以构成国际货币体系巨变的动因。另一方面，在过去20年，通货膨胀不是美国、欧洲和日本的主要问题，西方主要发达国家，尤其是美国经历了80年代后期以来二十年的“大缓和”，汇率大幅度的变动更多反映的是实际汇率的变化，因此，货币因素可能不是国际不平衡调整的关键变量。与此同时，由于外围国家经常账户管理的“惯性”和“害怕浮动”的动机以及过去十多年以来采用“中间范式”汇率制度带来的良好经济业绩，使得该体系将会在调整中延续，但由于新兴经济体经济增长速度和贸易的不断扩展，国际货币体系会发生渐进性的缓慢变化。

**其次，从美元货币体系持续的竞争性约束来看，不会出现大幅度的货币替代现象。**

欧元已在一定程度上成为美元的替代品，这一点可以从全球分工格局的变迁得到佐证。80年代形成的美国金融和创新中心，德日制造业中心以及外围国家的分工体系已经发生了变化。以是否不断干预外汇市场为划分标准，当今的世界经济中，中心国家是美元，另一个“准中心”是依托欧元区的德国，经过接近20年的经济不景气的日本已经是外围国家。从国际储备构成来看，在欧元成为欧盟各国统一货币后的2年时间里，2003年底欧元占各国国际储备货币的20%，美元占70%，英镑、日元等仅占不到10%（BIS，2004）。欧元作为美元替代品的在2008年金融危机之后得到了提高，2009年二季度，美元在全球货币储备中的比重降至十年以来最低水平的62.8%，而欧元所占比重则创下历史新高的27%（IMF，2009），但美元依然是全球最重要的储备货币。

从欧元对美元的走势来看，2002年以来基本处于升值态势，相比2002年1月1日，2009年11月1日，欧元对美元总计升值了68.8%。欧元的强势与欧洲统一的货币政策和财政纪律紧密关联。首先，欧洲中央银行自成立起就确定了2%的明确通货膨胀目标制；其次，欧洲各国只有独立的财政政策，但要受1997的《稳定与增长公约》的约束。后经过2005年的重新讨论，公共赤字占GDP的比重不得突破3%的上限和公共债务占GDP的比例不能超过60%等基本原则在新改革方案中依然延续，以防止各国财政政策的“外在化”的负效应。即使如此，事实上，目前欧元区的债务问题已经成为欧元能否良好运转的重大问题。因此，在宏观政策制定上，欧洲远没有美国经济政策的相机抉择性。明确的通货膨胀目标制和严格的财政纪律是确保欧元长期稳定的基础，也是欧元成为国际储备货币必备条件。欧元目前而且未来数年也会因此问题而困扰。因此，不论是从贸易格局还是从金融格局来看，欧元未来数年中也不可能成为与美元同等重要的国际货币。即使是全球业务的50%以美元计价，40%以欧元区计价，10%以其他小货币计价也需要较长的时间（McCauley,R.N.,1997）。尽管欧元的诞生侵蚀了美元交易的国际市场份额，但美元依靠比欧洲更发达的金融市场，依然是国际储备中的主

导货币（Galati G., and Wooldridge .P.,2006； 2009）。

从外围国家的区域货币来看，货币区域化无疑会降低美元在国际交易和投资中的比例，但从近些年来的发展来看，尽管全球出现了众多的货币区域化或最佳货币区的实践，导致了美元在国际交易和投资中比例出现了一定程度的下降。从全球外汇市场交易额来看，金融危机也难以动摇美元在国际外汇市场交易中的主导地位（表1），尽管其比例从1998年的86.8%下降到2010年的84.9%。从全球主要储备货币来看,即使在2010年美元依然占据了62%的比例，欧元占26%，日元和英镑均占4%，瑞士法郎等其他货币总共只占据剩下的4%（图1）。但美元在2001年时所占比例高达72%，而1995年只占有59%，因此虽然说最近几年有所下降，但从更长时期来看，只能称之为波动，还难以看出明确的下滑趋势。至于其他的区域性货币，如海湾地区的“湾元”、亚洲区域的“亚元”等等，尚处于构想和设计的初始阶段，难以对现有国际货币体系产生显著的冲击。

**表1、全球外汇市场交易额的比例分布（%）**

货币	1998	2001	2004	2007	2010
美元	86.8	89.9	88.0	85.6	84.9
欧元	...	37.9	37.4	37.0	39.1
德国马克	30.5	...	...	...	...
日元	21.7	23.5	20.8	17.2	19.0
英镑	11.0	13.0	16.5	14.9	12.9
澳大利亚元	3.0	4.3	6.0	6.6	7.6
瑞士法郎	7.1	6.0	6.0	6.8	6.4
加拿大元	3.5	4.5	4.2	4.3	5.3
港元	1.0	2.2	1.8	2.7	2.4
新西兰元	0.2	0.6	1.1	1.9	1.6
韩元	0.2	0.8	1.1	1.2	1.5
新加坡元	1.1	1.1	0.9	1.2	1.4
墨西哥比索	0.5	0.8	1.1	1.3	1.3
印度卢比	0.1	0.2	0.3	0.7	0.9
俄罗斯卢布	0.3	0.3	0.6	0.7	0.9
中国人民币	0.0	0.0	0.1	0.5	0.9
<b>所有货币</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>	<b>200.0</b>

注：由于所有交易涉及双向货币，因此总比例是200%。统计时间是4月份平均每日不同货币所占比例。

资料来源：BIS, Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2010

- Final results,December,2010.

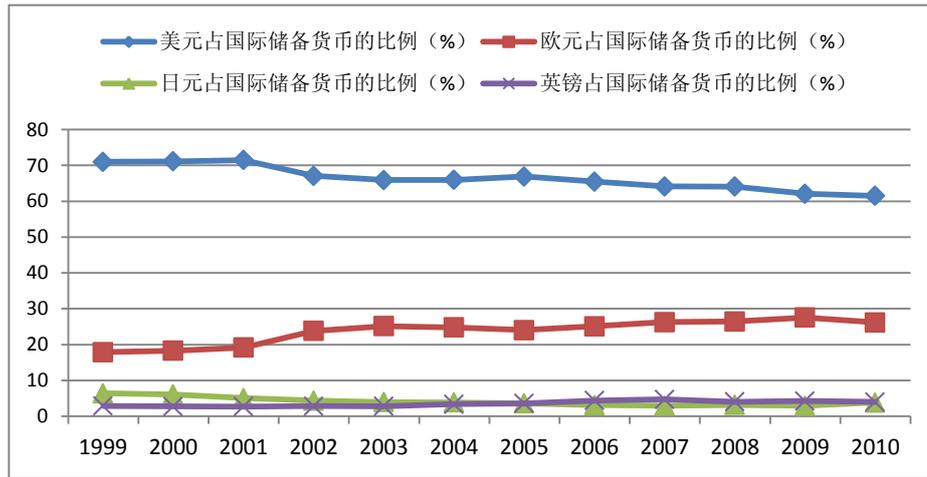


图1 全球主要货币占国际储备货币的比例

资料来源：Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), June 30, 2011.

**命题 2：国际货币体系中的英、美模式不可复制。英镑成为国际货币依靠的殖民主义政策和金本位带来的货币声誉；美国模式依靠的是战争的偶然因素带来的黄金流入以及人为的黄金白银收购计划迫使其他国家放弃金本位，并通过美元借贷完成了美元本位制。而布雷顿森林体系作为对1914-1924年和1936-1944美元本位制的事后确认，使得美元依托美元金本位进一步强化了美元主导的国际货币体系。**

从16世纪到19世纪，英国的商业政策受到重商主义思想的支配，在英格兰，人们习惯地认为国际竞争就是以邻为壑，这是因为19世纪之前的经济增长是建立在缓慢的技术进步基础之上的。从1651年开始，英国先后颁布了一系列的航海法案，禁止外国船只与英国殖民地之间的贸易，并强迫其殖民地通过英国的港口出口商品，到1820年，英国的航运量占世界的40%，英国灵活运用以邻为壑的贸易战略逐步使英国成为世界商业霸主（麦迪森，2001）。到1850年前后的鼎盛时期，英国工业总产值占世界工业总产值的约40%，贸易占世界贸易量超过20%。而在1862-1878年期间，英国是世界上唯一一直实行金本位制的国家。而美国在1861年南北内战结束后到1878年的17年间一直中断黄金的兑换，国内货币处于“绿钞”时期。英国在重商主义思想的影响下，依托强大的经济实力，通过殖民主义贸易政策和金本位使得英镑成为国际货币，并持续了百年之久。

1871-1873年德国采用了金本位、1873-1874年拉丁货币联盟采用金本位、1873-1876年斯堪的纳维亚联盟以及荷兰采用金本位（弗里得曼和施瓦茨，1963）。当时世界上除美国以外的主要大国均实施过金本位。从当时美国的对外贸易情况来看，1861-1878年美国1/3以上的

进口来自英国，1/2以上的货物出口到英国，英国是美国最重要的贸易伙伴<sup>3</sup>。正是由于金本位是市场长期竞争与选择的结果，美国主要的贸易伙伴都实行了金本位，美国在1985年颁布了《恢复铸币支付法案》<sup>4</sup>，并在1879年正式恢复了金本位。金本位范围的逐步扩大，使得货币竞争成为现实。。值得注意的是，美国在1879年美国恢复金本位时，国际货币体系没有垄断者。美国恢复了当时主要贸易伙伴采用的金本位，一方面稳定了自己极具有竞争力的农产品等初级贸易品的国际贸易价格，另一方面加大国内债券的发行来为西部大开发和基础设施建设融资，并使用债券来回收黄金，扩展了货币发行的基础，在物价上涨的同时，促进了美国经济的增长，逐步使美国成为世界上最重要的经济体，成为金本位制下最大的受益者。1894年美国的GDP超过英国GDP，成为全球最大的经济体。按照当时的官方汇率计算，到1913年美国经济产出水平是英国的2.9倍<sup>5</sup>。

1914年第I次世界大战爆发后，欧洲国家为战争融资的要求脱离了金本位。在1914-1917年美国中立期间，参战国通过输出价值10亿美元的黄金，强制性卖出其公民的14亿美国债券，将本国公民持有对美国的短期贷款缩减了5亿美元，以及在美国金融市场上融资24亿美元，筹集到至少53亿美元来弥补参战的贸易逆差（Brown W.,1940）。与此相对应的是，1915年美国经济进入快速扩展期，交战国对军火、船舶和食品的紧急、大量需求，推动了美国制造业的快速发展。战争使得美国从1914年的约37亿美元的净债务国变为1919年底约37亿美元的净债权国，美国同时成为净资本输出国和净黄金流入国<sup>6</sup>，这一时期，其他货币以弹性汇率的形式与美元挂钩，形成了事实上的美元本位制。

至此，美国依托金本位使美元的国际地位得到了逐步建立和巩固。如果那时正式提出这一体系，必然会刺伤大国（过曾经的大国）的爱国情绪或自尊，它们会强烈反对失去货币主权，反对美国主导的国际货币体系。英国相信自己应该发挥领导作用，法国却强烈嫉妒英国的傲慢自大<sup>7</sup>。在1924年德国为遏制战后恶性通货膨胀，在当时的中率先以黄金为基础建立其货币体系；英国为了恢复伦敦战前作为国际金融中心的地位，并保持持有英镑债券的食利阶层的利益，也于1925年以高估的英镑重新恢复金平价（麦迪森，2001）<sup>8</sup>。为了保持外部金平价而实施的紧缩性货币政策导致了英国国内工业的

<sup>3</sup> *Historical Statistics*,1960.转载自弗里得曼和施瓦茨《美国货币史：1867-1960》，P64。

<sup>4</sup> 该法案对于美国恢复金本位的作用的详细分析参见弗里得曼和施瓦茨《美国货币史：1867-1960》，P84。

<sup>5</sup> 数据转载自弗里得曼和施瓦茨《美国货币史：1867-1960》第三章下注3。

<sup>6</sup> *Historical Statistics of United States,1979-1945, Bureau of Census,1949,series M-1,P242.*

<sup>7</sup> 此语引自《蒙代尔经济学文集》第四卷第五章“金本位及其后果”，P79。

<sup>8</sup> 凯恩斯就认为英国重返金本位时英镑高估了10%。当时的高估是相对于战前水平，参见*Report of Committee on Finance and Industry, Great Britain, June,1931,P110-111.*

大萧条。因此，从重返金本位到20世纪20年代末期，英国一直遭受汇率安排和国内货币政策自主权之间冲突的困扰（麦金农，1993）。

1922年之后，美国经济处于大萧条之前的景气时期，股票市场指数大幅度上升。美联储感到由于黄金头寸和国际货币形式的变化，需要制定货币政策标准来取代金本位的自动调节机制。金本位实质是传统的产业循环存货周期理论，是一种顺周期的调节模式。1923年美联储的《第十个年度报告》提出需要设计另外一种标准来替代黄金储备比率作为货币政策的判断标准。美联储首次行使权力达到促进自由经济稳定发展、保持国际收支平衡以及防范或缓和金融危机发生的目的。从1923年开始，美联储正式开始用信贷或公开市场业务来对冲黄金的流动，减少货币存量的变动，以隔离国内经济形势与国际经济形势的变化，并防止股市投机性的冲击<sup>9</sup>。当时美国大约持有世界黄金储备的50%，美国对冲黄金的做法使自由贸易下的物价—铸币机制彻底失灵。英国在1931年再也无法忍受进一步紧缩货币，以高利率来维持金平价。1931年9月，英镑区的法国和荷兰开始挤兑英镑，进一步促使英国政府很快放弃了金本位。因此，英镑重返金本位时的高估和美国更侧重于国内经济稳定的黄金对冲策略是英国再次脱离金本位的核心原因，而法国和荷兰挤兑英镑的行为只不过是压倒骆驼的最后一根稻草。英国脱离金本位说明了当世界上最大的国家政策侧重于内部目标时，其他国家很难同时兼顾内外目标的均衡。

1929年大萧条的爆发最终导致了美国50%以上的银行倒闭<sup>10</sup>，美国出现了黄金流出。1931年10月底美国黄金存量下降到1929年时的水平。为了缓和黄金流出带来的通货紧缩，美联储通过买入票据的形式来供给货币，但数量不足以弥补黄金流出的数量<sup>11</sup>。为了避免国内失业的进一步加剧，1930年美国出台了《斯穆特—霍利关税法案》，对3000多种进口商品征收高达60%的关税，欧洲各国也采取了报复性行为，“以邻为壑”的逆周期贸易政策盛行<sup>12</sup>，导致1932年全球贸易量不足1929年的50%。这一时期的货币政策既没有

---

<sup>9</sup> 具体的对冲方法和细节，可参见弗里得曼和施瓦茨《美国货币史：1867-1960》第6章有关黄金变动与黄金对冲的阐述。

<sup>10</sup> 至于大萧条的原因解释众多。主要有三种代表性的观点。第一种观点是：金本位下的货币紧缩是大萧条的重要原因（伯南克，1995）；第二种观点是：银行业过度涉及证券业造成股票价格过分上涨是导致1929年大萧条的一个主要原因，但仍有争议，参见北京奥尔多投资研究中心主编（2002）；第三种观点是：货币存量的下降、限制股市投机带来的1929年股市暴跌、经济周期性因素以及金本位下价格的刚性传递机制都是大萧条的原因（弗里得曼和施瓦茨，1963）。

<sup>11</sup> 弗里得曼和施瓦茨（1963），《美国货币史：1867-1960》第七章，P222-224。

<sup>12</sup> “以邻为壑”的贸易政策是重商主义的产物。从16世纪到19世纪，在英格兰和欧洲大陆，当时人们习惯地认为，国际竞争就是“以邻为壑”。形成这种思想的主要原因是，19世纪前的经济增长是建立在缓慢的技术进步基础之上的，国内投资率按照今天的标准看是很低的。1700-1820年是一个英国通过“以邻为壑”战略逐

实现稳定国内经济的目标，也没有实现金本位下的外部平衡目标。

1931年英国脱离金本位后，美国国内经济的持续萧条使美国无法通过提高利率来阻止黄金进一步流出，而法国等国家抛售美元挤兑黄金带来的黄金进一步流出的压力。由于联邦储备体系所发行的货币需要持有40%的黄金储备（另外60%可以是黄金或合规票据），经济的不景气使得美联储缺乏足够的票据，“自由黄金”问题阻碍了通过大规模公开市场业务购买来投放货币量的可能，导致更多银行倒闭，直到1932年2月27日出台的Glass-Steagall法案扩大了合规票据的范围才得以缓解。这种状况一直持续到1933年3月6日美国总统罗斯福发布了银行业歇业期，禁止银行在歇业期从事黄金和外汇交易，美国开始退出金本位，开始了黄金“国有化”运动。美国的黄金“国有化”要求除了个人可以保留最高限额100美元的金币或其他金制品外，所有的黄金必须以每盎司20.67美元的卖给美国财政部，截止时间为1934年1月17日，当时的黄金市场价格接近每盎司33美元<sup>13</sup>。1934年2月1日在《托马斯修正案》（1933）和《黄金储备法》（1934）赋予的权力下，美元大幅度贬值，黄金价格由每盎司20.67美元上升到每盎司35美元，但在不到1年的时间里，美国又重新回到了金本位。

美元贬值后重新回到金本位，一次性、补偿性地提高了大萧条时期商品价格的下降，尤其是提高了农产品和原材料的价格，并稳定了美国货币和金融体系，同时美元贬值促进了美国出口，带来了黄金的流入和美元的输出。而对于其他国家来说，要么放弃原来的金本位，要么接受通货紧缩。结果是1933年1月到1934年9月，法国、瑞士、比利时、荷兰和意大利的货币升值了70%，而英镑升值了近50%（弗里得曼和施瓦茨，1963）。此外，由于欧洲战争的预期，尤其是犹太人大规模把资本转移到美国，英、法等欧洲国家的资本外流进一步强化了美国的“黄金购买计划”，黄金再次大规模流入美国。

1933年5月的《托马斯修正案》也使美国从1933年12月开始了白银收购计划，白银“国有化”要求白银持有者以每盎司50.01美分的价格卖给美国铸币局。白银收购计划通过两个渠道为美国政府带来了大量的收益：一是价格差收益和实际购买力收益。1960年时白银的价格是1932年的3.7倍，而批发物价指数是1932年的2.7倍<sup>14</sup>；二是增加了货币发行，美国政府获取了大量的铸币税。美国政府发行了超过20亿美元的银元券。同时，白银收购计划使得美元流出，增加了美元供给。最后，白银收购计划是导致银本位制国家货币体系解体的重要原因。

---

步成为世界商业霸主的时期，而荷兰地位的下降与英国这种贸易政策紧密相关。更详细的阐述参见麦迪森（2001）。

<sup>13</sup> 数据来源*Federal reserve Bulletin*,1934,P80。

<sup>14</sup> 有关美国政府提高白银价格的分析，参见弗里得曼和施瓦茨（1963），《美国货币史：1867-1960》第8章。此处的分析和归纳主要参考了该章的内容。

1935年11月，当时的中国被迫将流通中的白银国有化，实行法币改革，正式放弃了银本位，采用有管理的信用本位制（Tamagna, M., 1942）。

黄金购买计划和美国重返金本位带来的美元稳定预期促使黄金再次流入美国，对其他主要国家来说意味着国际收支赤字。为了弥补外部赤字，这些国家要求货币贬值。1936年，法国和瑞士依据美、英、法三方协议实施了货币贬值，到20世纪30年代末期，大多数黄金集团的成员国被迫放弃了金本位制。这一时期国际货币体系的运作方式是：美元与黄金之间按照固定汇率，自由买卖黄金，两者之间的汇率波动被维持在非常窄的幅度内，美国继续维持金本位制；绝大多数国家把货币与美元直接挂钩或通过英镑或其他某种储备货币与美元挂钩（蒙代尔，1994）<sup>15</sup>。这一体制是1914-1924年的盯住美元本位制的翻版，1936-1944年国际货币体系基本完成了由金本位过渡到盯住美元本位制，但英镑依然是国际贸易结算中最主要的货币之一。

1939年8月开始，由于欧洲战争的预期，英国及其盟国开始在美国订购战争所需物资，黄金再次流入美国。英国向美国输出了20亿美元的黄金，动用了2.35亿美元的美元外汇余额，3.35亿美元的美国证券。与一战期间类似，后两者中的很大一部分都是英国向国民征用的<sup>16</sup>。英国的黄金和外汇储备由1938年的超过40亿美元快速下降到1940年9月10亿美元左右。1941年3月《租借法案》生效（英国称为《互助协定》），到1941年末，流入美国的黄金高达40亿美元。与此同时，《租借法案》生效到二战结束，美国向其盟友总共支出或贷出了约500亿美元，英国及其他国家成为美国的债务国。为了获得美国战后的贷款，英国被迫放弃帝国特惠制并向美国开放市场，更为重要的是，英国被迫解冻其在1939年9月到1945年6月期间冻结的殖民地和其他英镑区国家在战时积累起来的价值140亿美元的英镑和外汇盈余。而且按照英国加入IMF的条款，英国不能对英镑实施贬值，英国的债务得以最大化，大英帝国分崩离析（赫德森，2008）。但英镑并未退出历史舞台，在二战结束时，英镑在国际贸易计价结算中的比例仍高达40%。但战后“马歇尔”计划大大削弱了英镑在国际贸易结算中的地位，也从根本上颠覆了英镑的国际储备货币地位。到1945年，美国的GDP占世界的40%，拥有世界黄金储备的59%。美国经济在全球经济中的地位达到了巅峰。而1945年的布雷顿森林体系只不过是1936-1944年美元本位制的自然演进和强化。

---

<sup>15</sup> 参见《蒙代尔经济学文集》第六卷第四章。

<sup>16</sup> International Transactions of United States During the War, 1940-1945, *Economics Series*, No.65, Office of Business Economics, Dept. of Commerce, 1948, P112-115. 转载自弗里得曼和施瓦茨（1963），《美国货币史：1867-1960》，P392。

上述历史表明，美元模式的不可复制性体现在以下几个方面：，第一次世界大战帮助美国完成了从债务国到债权国的转型，一战结束后，美国拥有全球40%的黄金储备，成为世界上最大的经济体。而第二次世界大战沉重打击了英国与欧洲经济，美国一跃而成全球经济、金融与军事霸主，从根本上确立了美元的国际储备货币地位。其次，布雷顿森林体系作为一种事后的美元本位制度确认在制度上强化了美元国际货币体系；再次，美国的黄金和白银收购计划带来了美国货币权力的集中化，降低了黄金和白银金属货币在其他国家的货币体系中的地位，为后来美国从物本位过渡到信用本位创造了必要的条件。

**命题 3：日元国际化进程史表明，不注重提高国内金融系统效率追求形式化的、受制于别国干预的货币国际化不会取得实质性成功。**

金融自由化和市场化是在外部压力下或是利用外部压力而开放的。其目的并不在于提高金融服务的质量，强化对实体经济的援助职能，相反却更加注重以形式上的业绩标榜国际化。这种轻实质重形式的“权宜主义”行为模式会拖延货币国际化的进程（菊地悠二，2000）。1983年，里根政府将原来限定在贸易领域的开放要求进一步扩大到金融资本领域，成立了两国的日元—美元委员会，并在1984年5月提出了“日元—美元委员会报告书”。1985年3月日本发表了“关于日元国际化”的答辩，日元国际化成为日本的重大政策目标。在美国的强大压力下，日本在“金融资本市场自由化、改善市场准入条件、扩大欧洲市场和促进直接投资交流”四个方面取得了进展，所达成的一系列协议促进了日本的金融自由化，日美之间的市场准入也达到了新的高度。但双方的目标存在很大差异：美国只关心东京市场的自由化和美国银行如何大规模进入日本市场；而日本一方面追求形式上的日元国际化，另一方面将重点放在如何维持旧的国内金融秩序上（堀内昭义，1999），结果导致日本国内金融系统效率并没有得到实质性改善。

日本追求货币形式上的货币国际化主要体现在以下几个方面：

首先，对于欧洲日元债券市场，日本更关注如何在日本控制欧洲日元债券市场，因此并没有在欧洲日元债券市场的自由化上取得显著效果。原因是：欧洲日元债券市场有两个基本条件：日本证券公司作为主发行公司（主承销商）；发行债券的公司要按照日本的《外汇法》事前得到许可。尽管欧元债作为结算货币，具有促进日元使用的效果，但在其规模增大的情况下，外汇市场或货币市场的动荡会对日本的经济带来负面影响，因此有必要采取数量控制（大藏省国际金融局，1979）。这种过分重视与国内市场的平衡的做法导致欧洲日元债券市场的实验缺乏国际性，因此难有好的经验反馈到国内市场。

其次，在上世纪七八十年代，日本政府刻意地在亚洲地区推进日元国际化，包括推动亚洲各国与日本进行国际贸易时用日元结算，以及日本金融机构日本政府在对进、出口信贷方面采取了措施加强日元的结算功能，其中出口以日元计价的比重，20世纪80年代初为20%，80年代中期达到40%左右。这种结算的日元在快速升值的背景下，难以在离岸市场产生借贷功能，而是以各种形式迂回流动到日本国内。1986年日本建立了离岸市场（JOM），日元资金开始大量流向香港，希望通过香港来扩大亚洲地区使用日元的比例。从香港对日本银行业的负债来看，1994年曾经高达70%。但这些资金并未有流向其他国家，主要是日本对发展中国家的放贷中，但作为负债资产，日元的长期升值趋势意味着债务负担加重。因此，以日元计价的对外贷款数量受到了制约。而且，这些日元也没有能够扎根香港资本市场，大部分资金又通过日本的海外分行回流到日本或直接借贷给日本企业（中条诚一，2002）。与此同时，日本指导2000年之后才解除了银行业向企业贷款的“窗口指导”管制，日元迂回流动现象说明了即使建立了离岸市场，日元资金还是回流到日本，解决国内信贷管制的约束，因此，日元回流也集中体现了日本国内金融系统的低效率。日本国内金融市场、资本市场发展的滞后是日元回流的重要原因，也是阻碍日元国际化的重要原因（孙立，2001；陈虹，2004）。

再次，日本的贸易结构决定了上述形式上的强制推行日元在贸易中的结算空间有限。近20年当中，日本进口贸易中国际大宗商品的占比一直高达40%至50%。大宗商品和初级产品国际上都是采用美元定价，这种贸易结构决定了日本在进口贸易结算上存在先天劣势。

最后，频繁地干预外汇市场带来汇率的急剧波动是日元国际化进程受阻的另外一个重要原因。由于日本是外向型经济体，出口对日本经济的需求是至关重要的。由于日元长期处于升值通道，日本不愿意放弃顺差利益，那么频繁干预外汇市场阻止日元大幅度升值成为常态。直到1985年广场协议签订后，日元兑美元汇率在三年时间内升值超过40%。由于担心本币升值会抑制出口进而影响经济增长，日本政府在1985年之后实施了格外宽松的货币政策，遂导致日本国内形成了严重的资产价格泡沫。1990年资产价格泡沫破灭后，日本经济陷入长达20年的衰退，日元国际化也陷入了长时间的停滞状态。另一个典型的例子是1998年东南亚金融危机，当泰铢等货币贬值时，日本为了出口采取了日元贬值的政策，这种行为对日元的声誉和国际化产生了显著的负面影响。日元在全球国际储备中的地位逐步下降，由1998年的6.4%一直下降到2009年的3%左右，只是在美国宽松性货币政策的刺激下，2010年上升到接近4%。应该说，日元币值的不稳定对日元成为计价货币功能的影响很大（丁剑平等，2009），影响了日元国际化的进程。

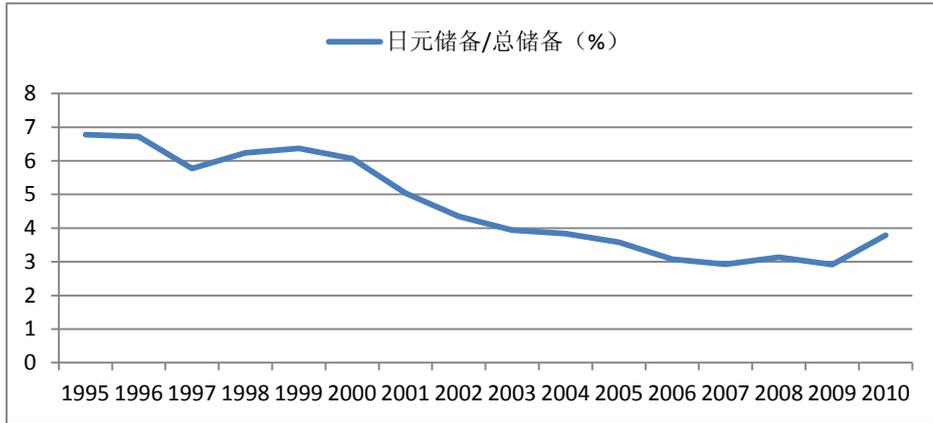


图 2、日元在全球外汇储备中的比例变化 (1995-2010)

资料来源：作者依据：IMF, June 30, 2011, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)提供的数据绘制。这里的总储备是 Allocated Reserves, 是 COFER 报告的总储备。

**命题4：货币竞争的基础是商品和金融产品的竞争，区域或全球明确的国际分工位置和具有竞争力的金融体系是货币区域化或国际化成功的关键。**

首先，商品竞争取决于创新和物价的稳定，提供差异化的产品是别国需求本国货币的基本条件。发达国家的货币之所以能够成为国际货币，重要的条件是通过创新提供差异化产品，从而通过贸易来输出货币。二战以来，美国一直是国际创新中心，由美国推动的信息技术革命是典型的案例。而稳定的物价要求有稳定的币值，这也是货币国际化的必要条件。这一点可以从德国马克和日元国际化的对照提供了相关证据。在1999年欧元诞生之前，德国政府并不刻意地推动马克的国际化，把防止通货膨胀作为宏观政策的核心。由于历史上德国对魏玛共和国时期天文数字的通胀心有余悸，德国政府战后一直把控制国内通货膨胀作为首要任务。1985年广场协议签署后，德国马克对美元汇率的升值幅度与日元相仿，但德国政府并未实施过于宽松的货币政策以刺激经济增长，一方面使德国经济避免了泡沫经济的冲击，另一方面稳定的币值使德国央行获得了控通胀的信誉，而马克在国际储备中较高的比例使马克最终成为锻造欧元的基石，在1999年欧元诞生之前，马克一直占据了国际储备比例的15%左右，是日元的2倍多（表2）。

表2、马克和日元在国际储备中所占有的比例 (%)

时间	1995	1996	1997	1998
德国马克	16	15	14	14
日元	7	7	6	6

资料来源：IMF, COFER提供的数据。

其次，国际分工地位在货币国际化中将起到基础性作用。过高的外贸依存度和来料加工方式的贸易将在一定程度上制约人民币国际化。近十年中国的外贸依存度基本维持在60%左右，这表明中国经济结构本身不具备自我完整性，在国际贸易分工格局中处于相对劣势地位。尽管进料加工贸易和加工装配贸易出口额与一般贸易出口额的比例从2001年加入WTO时期的140%下降到2011年7月的92%，但依然是一个很高的比例，而从加工贸易和加工装配贸易出口额占总出口额的比例来看，基本维持在40%-50%（图3）。而这种两头在外的贸易方式表明中国出口企业是没有定价权的，也因此难以使用人民币来计价。

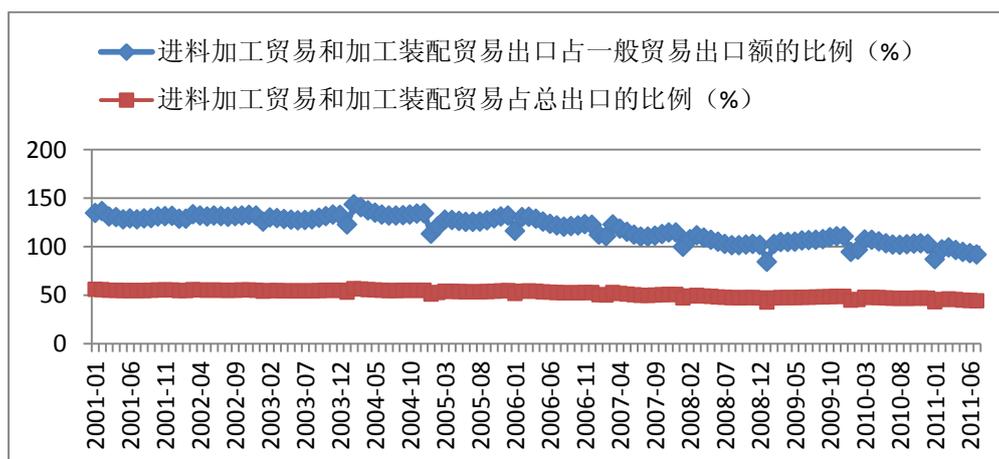


图3、中国对外贸易方式的变化趋势：2001-01—2011-07

资料来源：作者依据中经网统计数据库计算得到

日元国际化进程中一个重要的受制因素是进口品中大宗商品的比重高达40%，从而制约了日元作为国际结算的空间。从中国的进口结构来看，从2001年以来中国进口品中大宗商品所占的比例翻了一倍多。2001年主要大宗商品进口额占进口总额的9%左右，而到了2011年7月这一比例上升到23%左右。尽管中国目前铜的年消费量占世界25%。铁矿消费占世界铁矿消费在2009年更是高达50%以上，铁矿石对外依存度接近70%，原油对外贸易依存度超过50%，2010年达到55%，但这些大宗商品定价机制国际上采用美元定价，约束了人民币具有国际货币计价的空間。

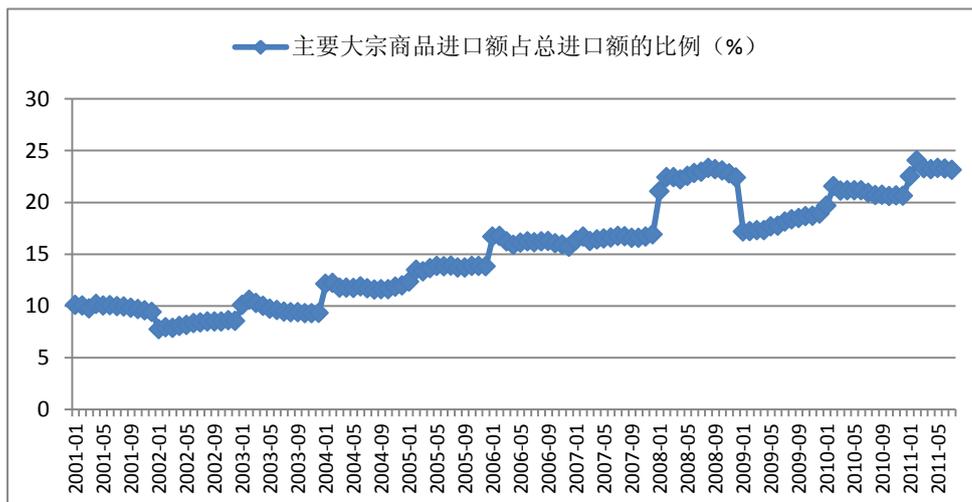


图4、主要大宗商品进口额占总进口额的比例 (%)

注：主要大宗商品包括：铜矿砂及其精矿、未锻造的铜及铜材、铁矿砂及其精矿、天然橡胶（包括胶乳）、原油和成品油。

再次，从金融层面来看，目前的汇率制度采取的有管理的浮动汇率制度，但在跨境资本流动账户的开放上实施管制，而货币的国际化要求有开放的汇率体制，允许资金的自由流动，较少地干预外汇市场。日元频繁干预外汇市场是日元国际化受阻的原因之一（堀内昭义，1999）。在金融市场方面，必须要提供相应的金融产品供境外人民币回流。从这两个方面来看，人民币国际化仍需要很长的时间。而从历史上看，美元作为国际货币是美国成为世界第一大经济体后花了20多年的时间（以1914年事实上的美元本位制为）。依托商品市场和金融市场的人民币国际化也将需要较长的时间。

#### 参考文献：

- 陈虹，2004，“日元国际化之路”，《世界政治与经济》，第5期。
- 大藏省国际金融局，1979，国际金融局年报，金融财政事情研究会。
- 丁剑平等，2009，“日元国际化镜鉴”，《中国外汇》，第3期。
- 弗雷德·伯格斯坦，《美国新的对外政策》载《美国与世界经济：未来十年美国的对外经济政策》第1章，C·弗雷德·伯格斯坦主编，经济科学出版社，2005年9月第1版。
- 多米尼克·萨尔瓦多等，《欧元、美元和国际货币体系》，复旦大学出版社，2007年4月第1版。
- 赫德森·M，2008，《金融帝国：美国金融霸权的来源和基础》，中译本，中央编译出版社，2008年8月第1版。
- 杰夫莱·A·富兰克尔等，1994，《汇率政策》载《20世纪80年代美国经济政策》第5章，马丁·费尔德斯坦主编，经济科学出版社，2000年5月第1版。
- 金德尔伯格·P·查尔斯，1993，《西欧金融史》第2版，中译本，中国金融出版社，2007年2月第2版。
- 菊地悠二，2000，《日元国际化——进程与展望》，陈建译，中国人民大学出版社，2002年第一版。
- 麦迪森·A，2001，《世界经济千年史》，中译本，北京大学出版社，2003年11月第1版。
- 麦金农·R，《博弈规则：国际货币与规则》（麦金农经济学文集第四卷），中国金融出版社，2006年10月第1版。

蒙代尔·R,《国际货币:过去、现在和未来》(蒙代尔经济学文集第六卷),中国金融出版社,2003年10月第1版。

米尔顿·弗里得曼,安娜·J·施瓦茨,1971,《美国货币史:1967-1960》,中文版(巴曙松等译),北京大学出版社,2009年1月第1版。

沃尔克·B,行天丰雄,1992,《时运变迁:国际货币对美国领导地位的挑战》,中译本,中国金融出版社,1996年第1版。

堀内昭义,1999,《日本经济与金融危机》,岩波书店。

李晓、上川孝夫(主编),《人民币、日元与亚洲货币合作》,清华大学出版社,2011年5月第1版。

孙立,2001,“日本政府推进日元国际化制约因素分析”,《现代日本经济》,第6期。

中条诚一,2002,亚洲的日元国际化,经济资料译丛,第2期。

Brown W.A.Jr,1940,“The International Gold Standard Reinterpreted:1914-1934”, NBER Books, National Bureau of Economic Research, Inc, number brow40-1.

Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau and Peter Garber, 2003,“An Essay on the Revived Bretton Woods System”, *NBER Working Paper* 9971 (September). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

-----,2004a, “The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates Center Countries”, *NBER Working Paper* 10332 (March). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

-----,2004b, “Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery.” *NBER Working Paper* 10626 (July). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

-----,2004c, “The US Current Account Deficit and Economic Development Collateral for a Total Return Swap.” *NBER Working Paper* 10727 (August). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

-----,2009, “Bretton Woods II Still Defines the International Monetary System”, *NBER Working Paper* 14731.

Eichengreen, B.,1992,“Three Perspectives on the Bretton Woods System”,*NBER, Working Paper*, No.4141.

-----,2004,“Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods”, *NBER Working Paper* 10497.

Eichengreen, B. and Sussman,N.,2000,“The International Monetary System in the (very) Long Run”, *IMF Working Paper*,No.43.

Galati, Gabriele and Wooldridge, Philip, 2006, “The Euro as a Reserve Currency: a Challenge to the Pre-eminence of the US Dollar?” *BIS Working Paper* 218.

-----,2009, “The Euro as Reserve Currency: the Challenge to the Pre-eminence of the US Dollar”, *International Journal of Finance & Economics*, 14,1-23.

Goldberg Linda S. and Tille Cédric,2008, “Macroeconomic Interdependence and the International Role of the Dollar”, *NBER Working Paper*,No.13820.

Morris Goldstein and Nicholas R. Lardy, 2005, “China’s Role in the Revived Bretton Woods System: A Case of Mistaken Identity”, Working Paper, No.02.,*Institute for International Economics*.

Tamagna, M., Frank, 1942, “Banking and Finance in China”, New York, Institute of Pacific Relations.

Thomas I. Palley,2006, “The Fallacy of the Revised Bretton Woods Hypothesis: Why Today’s International Financial System Is Unsustainable”, *Public Policy Brief*,No.85.