

徐奇渊

xuqiy@163.com

人民币国际化将对改善全球失衡做出贡献

在 2011 年出版的《嚣张的特权》(Exorbitant Privilege) 一书中, 美国经济学家 Barry Eichengreen 指出: 美元仍将是无可争议的最重要的国际货币, 但欧元和人民币的影响力扩大, 将逐渐蚕食美元地位, 并使其重要性日渐减弱。

2016 年 2 月 4 日, 美国国会美中经济与安全评估委员会 (USCC) 也发布了一份报告, 题目是《扩大人民币国际使用: 中国的举措》(China's Efforts to Expand the International Use of the Renminbi)。在这份长达 138 页的深蓝色封面报告中, 作者 Eswar S. Prasad 认为: 人民币将在未来 10 年小幅度侵蚀美元地位, 不过, 人民币的崛起不会终结美元的主导地位。

人民币不足以撼动美元地位——对于这样的评估结果, 作为守成大国的美国似乎可以表示放心。不过, 这样的评估只是零和游戏的角度, 双方的关系是此消彼长, 游戏中似乎只有一方能成为真正的赢家。

在人民币国际化问题进入美国人视野之前, 中美在财经领域的矛盾和冲突主要集

中于贸易、汇率领域。前面两位美国经济学家都是这方面的专家。2002年，美国对中国的贸易逆差第一次突破1000亿美元，此后贸易逆差规模不断刷新纪录，对中国逆差在美国总体逆差中的比例也不断创出新高。2002年，中美贸易逆差为1031亿美元，占美国全部逆差的22%。2015年，这两个数字分别是3672亿美元、49%！截至2016年6月，新世纪以来中国对美国的贸易顺差累计金额已经达到3.8万亿美元。

多年来，中美双边就贸易纠纷、汇率政策等发生的争执，与这个大背景密切相关。双边的贸易逆差、国际收支失衡，在每一次双边重要会谈中都是必不可少的保留节目。这方面的较量，甚至上升到了国际贸易新规则的角逐。

暂时切换一个话题：2008年美国次贷危机爆发。此后，英国女王在访问伦敦经济学院时发出疑问，“为什么没有人预见到这次危机？”*这个问题在经济学界引发了广泛讨论。有的研究者从微观金融市场的角度，从金融产品的过度复杂、高杠杆操作、基于公允价值的会计准则、监管缺位等方面对危机的发生做了分析。也有研究者从宏观角度，认为美联储的货币政策负有责任。

与此同时，次贷危机前后，一种代表性观点就将美国的金融危机归咎于持续多年的全球失衡，并且将这种失衡归咎于全球储蓄过剩、以及相应的资本大量流入美国——换句话说——都怪那些外国人借了太多的钱给美国。

1997年之前，美国的贸易逆差长期维持在2000亿美元之下，之后迅速上升，进入新世纪很快就突破了4000亿美元，并在2006年第一次突破8000亿美元。一方面是巨额贸易逆差，一方面是各国都在追求安全资产、大量的外国资本流入美国。2002年至2007年期间，外国机构对美国国库券的净购买量，在其净发行量中的占比一直大于60%，整个这段时期，外国净购买量占到其净发行总量的81%。[†]

对于这段时期的全球失衡，欧洲经济学家普遍认为：这主要是由美国储蓄行为导致的，或者说，美国国内储蓄率大幅的下降，导致了美国贸易逆差出现趋势性上升。不过，美国经济学家不同意这种观点，2005年，伯南克提出了“全球储蓄过剩”假说。他认为，这种失衡主要不是美国这方面原因导致的，而是源于其他国家净储蓄的增加。

这正是硬币的另一面。其他国家的储蓄过剩，导致这些国家对美国的贸易顺差迅速上升。同时，为了寻求安全性高、流动性强的资产，这些顺差国大量投资于美国金融市场。这种资本的长期流入，必将压低美国的长期利率、压低美国国内金融资产的

* 事实上，确实有机构和经济学家在危机前就对这次危机提出了警示。

[†] 数据分别来自于IMF《世界经济展望》(IMF World Economic Outlook)和《美国资金流入统计》(US Flow of Funds Statistics)。

风险溢价 (Caballero and Krishnamurthy, 2009)。而这又进一步推动了杠杆操作和金融市场的冒险行为，并最终导致了次贷危机。

假如真是这样，那么新的问题来了：是哪些国家存在储蓄过剩？这些国家为什么长期、大量持有低收益率的美国国债？

美国经济学家 Alan M. Taylor 的研究发现，近 20 年，尤其是 2000 年以来，储备货币的需求迅速上升。但储备货币需求的上升主要集中在新兴市场国家。1990 年，新兴市场国家外汇储备占 GDP 的比例只有 4%，到 2011 年则上升到了 20%，总量上则上升了整整 60 倍！与此同时，发达国家外汇储备占 GDP 的比例一直稳定在 4%。

事实上这些外汇储备大增的新兴经济体国家，主要集中在东亚地区。那这些新兴经济体对储备货币的需求为何有如此巨量的增长？如果观察时点我们就知道，1998 年发生了东亚金融危机，血的教训历历在目。新兴市场国家的金融体系相对脆弱，在资本外逃的风险面前始终如履薄冰，东南亚金融危机的经历更是刻骨铭心。这些国家的未雨绸缪之举，同时导致了储蓄率上升、对美国的贸易顺差、外汇储备高企，以及对美国安全金融资产的巨大需求。

即使上述说法成立，那这种矛盾也是特里芬难题的一种变形。在美元独强、国际货币体系缺乏公共稳定机制的背景下，这是必然的结果。

在此背景下，人民币国际化对美国就是一件好事。从中国自身来看，人民币如果能够成为国际货币，这可以使中国减少对美元的依赖，推动中美之间的国际收支走向再平衡。从全球角度来看，人民币国际化也能够为其他新兴经济体国家提供更多的安全资产选择（当然，人民币要真正成为安全货币尚待时日）。在此过程中，中国的角色，将由储备货币的需求方转变为供给方，这本身就将对美国产生有利的影响，减少美国“被迫”借太多钱的压力，并对全球失衡的再平衡做出贡献。

2008 年的金融危机已经渐渐远去，新的金融危机迟早还会再来。但愿下次金融危机来临的时候，美国不会再有相同的抱怨。

主要参考文献：

1. Agnes Bessy-Quere、Benolt Coeure、Pierre jacquet 与 Jean Pisani-Ferry 著，《经济政策：理论与实践》，徐建炜、杨盼盼、徐奇渊译，中国人民大学出版社，2015年11月版。
2. Alan M. Taylor, The Future of International Liquidity and the Role of China, Prepared for the Council on Foreign Relations Symposium, November 1, 2011
3. Bernanke, B. The Global Savings Glut and the US Current Account Deficit, Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, 10 March, 2005.
4. Caballero, R., and A. Krishnamurthy, Global Imbalance and Financial Fragility”, American Economic Review, 99, 584-88, 2009.
5. Eswar S. Prasad, China's Efforts to Expand the Internationalization of the RMB, Report prepared for the U.S.-China Economic and Security Review Commission, February 4, 2016.
6. 巴里·埃森格林，《嚣张的特权》，中信出版社，2011年。

（笔者单位为中国社科院世经政所）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为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所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。