

三足鼎立：中美贸易摩擦下的国际货币新体系*

鞠建东 夏广涛

内容摘要：在中美贸易摩擦的大背景下，全球生产、贸易和金融格局正在发生复杂、深刻且影响深远的新变化。本文基于国际货币体系的现状，尝试对国际货币体系的未来走势进行短期、中期和长期的沙盘推演，从基本形态、触发条件、作用机制和潜在影响等几个方面分析了未来国际货币体系的多重均衡状态。短期来看，美元的主导地位得以延续；中期来看，美元危机及现行体系崩溃的风险上升；长期来看，美元、欧元、人民币三足鼎立的国际货币新体系将最终形成。

关键词：中美贸易摩擦 国际货币新体系 三足鼎立

中图分类号：F821.6 **文献标识码：**A

DOI:10.16475/j.cnki.1006-1029.2020.03.001

引言

2018年以来，国际社会的不稳定事件层出不穷，现行全球治理体系正面临前所未有的挑战。中美贸易摩擦、日韩贸易摩擦等关键问题依然悬而未决，国际经济结构和全球化趋势正在发生重大变化，全球秩序和科技竞争格局正在经历战略性大调整，世界面临百年未有之大变局。

中美贸易摩擦爆发以来，两国开展了多轮经贸磋商，虽然双方已签署第一阶段经贸协议，但美国特朗普政府并没有放弃在贸易、科技、人才，乃至金融等领域对中国施加压力。美国政府的一系列行动表明，本轮中美贸易摩擦绝非偶然的短期事件，而是守成大国精心策划的、针对崛起大国的长期遏制战略，这必然会引起国际经济、政治及治理格局的深刻变化，也必将在短期、中期和长期持续影响国际货币体系的演变。在不断升级的贸易摩擦背景下，中美两国股市下行压力陡增，股指先后出现较大幅度的下跌，大宗商品价格波动剧烈，人民币兑美元汇率快速贬值，在岸和离岸汇率多次突破7.0大关，美国国债收益率也出现倒挂，美国经济衰退的概率上升，国际金融市场动荡不安，国际货币体系的调整正在加速，其演变路径的不确定性大大增加，未来国际金融格局的走势和国际货币新体系的形态也充满了新的变数。

以次贷危机为标志的金融海啸席卷全球，学术界和政策界也由此开始认真反思国际货币体系的

作者简介：鞠建东，经济学博士，清华大学五道口金融学院教授，清华大学国家金融研究院国际金融与经济研究中心（CIFER）主任；夏广涛（通讯作者），经济学博士，清华大学五道口金融学院博士后科研流动站博士后，清华大学国家金融研究院国际金融与经济研究中心（CIFER）主任助理。

* 基金项目：本文获国家自然科学基金“防范化解重大风险”重大专项项目“妥善处置中美经贸摩擦风险研究”（18VFH003）资助。

未来,并达成一定共识。以美元为核心的国际货币体系难以适应当前全球经济体系的新变化,甚至已经成为威胁国际金融体系稳定的积弊,亟须对该体系进行实质性改革。

布雷顿森林体系解体后,国际货币体系看似开始进入多极化时代,但在官方储备份额、交易规模、使用范围等几个国际货币的核心属性上,其他非美元国际货币都非常弱小,国际货币体系依然未真正摆脱单极体系。直到1999年欧元诞生后,国际货币体系才真正有了一些实质性变化,开始朝着美元与欧元构成的双寡头形态不断迈进。

图1从外汇交易规模、官方外汇储备、全球支付、国际债券及国际贷款计价这五个维度,描绘了当前国际货币体系的现状。从外汇交易规模来看,美元、欧元和日元构成了“一超两强”的格局。美元的外汇交易额占全球外汇交易总额的43.8%,而欧元和日元在全球外汇交易市场的份额相近,分别占15.7%和10.8%。人民币在外汇交易市场中并不活跃,其外汇交易额仅占2%左右。从全球支付体系来看,美元与欧元的“双寡头”格局非常明显,根据SWIFT提供的2019年2月份数据,排名前两位的美元和欧元在全球支付体系中分别占据39.07%和34.99%的份额,远远超出其他全球主要支付货币,如英镑(7.34%)、日元(3.51%)及人民币(1.85%)。从官方外汇储备、国际债券市场和国际贷款市场三个维度来看,当前的国际货币体系呈现出美元和欧元“一超一强”的格局。美元在三种属性上占据绝对的支配地位为“一超”;欧元虽不及美元,但依然遥遥领先于其他储备货币为“一强”。

图1的数据表明,在关于“国际货币”的重要属性中,尽管欧元与美元的差距依然存在,但欧元却是美元的重要替代品。恰如Eichengreen(2011)所言,欧元目前仍然是唯一能够试图挑战美元的竞争对手。然而,欧债危机的发生严重影响了欧元区的进一步发展,暴露了欧元区内部的经济不平衡问题。深陷债务危机的国家依然面临严峻挑战,欧洲稳定机制的持续性无从知晓,整个欧元区依然笼罩在债务危机的阴霾之下。加上英国脱欧的不利影响,欧元区的经济基本面复苏缓慢,欧元的未来成长空间受到严重制约。

在当前贸易保护主义抬头、技术封锁加剧的背景下,国际经济结构和全球治理秩序正在发生战略性大调整,国际金融市场的波动性增加,国际货币体系的演变路径也变得更加模糊,未来国际金融格局的走势也充满了新的不确定性。本文基于当前国际经济贸易格局及全球治理体系的变化趋势,尝试从基本形态、触发条件、作用机制等方面推演未来国际货币体系的基本走势,分析国际货币新体系在短期、中期和长期的多重均衡形态。

一、短期走势：美元的主导地位得以延续

当前的国际货币体系依然是美元主导的霸权体系,除了逐渐式微的欧元外,短期内没有任何一种货币可以在外汇交易规模、官方外汇储备、全球支付、国际债券及国际贷款计价等方面冲击美元的霸主地位。虽然欧元曾一度成为美元的有力竞争对手,但欧债危机的爆发将欧元区国家拖入了债

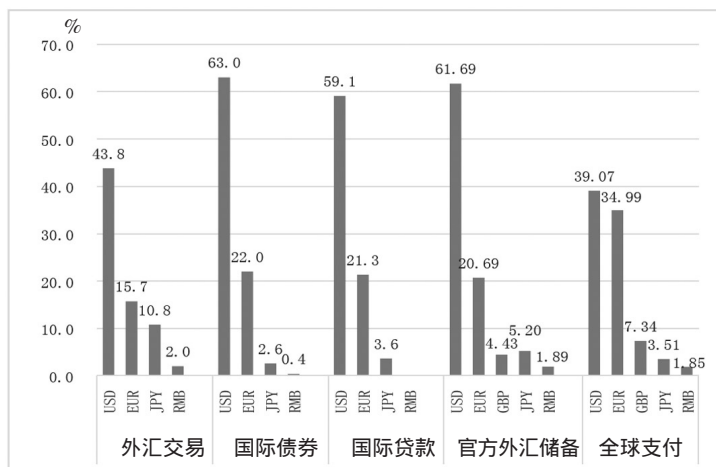


图1 国际货币体系的多维现状

资料来源：作者根据 BIS, ECB, IMF, SWIFT 的公开数据整理

务泥潭，英国脱欧增加了欧元区经济复苏的不确定性，欧元正面临着前所未有的挑战。

第一，欧元区内部经济发展不平衡，国家间经济差距不断拉大，欧元区中心国家（如德国、法国）和外围国家（如希腊、葡萄牙）在经济增长模式上的差异性很大，但互补性有限，在面临不利经济冲击时，中心国家和外围国家的经济表现分化严重；欧元区内部成员之间存在严重的贸易失衡，中心国家的经常账户盈余与外围国家的巨额赤字形成鲜明对比；欧元区内部的金融失衡问题也在恶化，区内资本流动呈现明显的单向性，主要从中心国家以债务形式持续流入外围国家；欧元区的金融调整渠道不畅，其外部调整过度依赖贸易渠道，使得欧元区的失衡问题在短期内难有改善（廖泽芳，2014）。

第二，欧洲稳定机制的持续性存疑，其提供的金融援助有严格的前提条件。在全球经济不确定性增大的背景下，欧元区大多数存在债务问题的国家（如希腊）经济复苏乏力，经济结构调整缓慢，国家信用和融资能力尚未修复，难以通过自身能力延展其主权债务。在已有债务尚未完全清偿的情况下，债务问题国家正面临贸易保护主义等外部冲击所带来的经济衰退风险，现行的债务修复机制和经济调整过程极有可能被迫中断。一旦出现抵押担保不足、财政状况急剧恶化的情况，这些国家将难以满足金融援助的条件，失去从欧洲稳定机制获取欧元流动性的渠道，被迫退出欧元区。即使是在欧洲稳定机制中发挥核心作用的德国和法国，也正面临由全球市场动荡、英国脱欧和移民安置等因素所导致的经济不景气、财政实力下降等问题，其经济实力已难以支撑欧元区债务问题国家的庞大融资需求，欧洲稳定机制存在突然失效的可能性。

第三，欧元区国家收缩公共和私人债务规模的举措，会降低政府支出、缩减消费，物价和工资陷入螺旋式下跌，税收骤降，已有债务的偿还和新债的发行都变得愈发困难，整个经济体系有可能陷入通货紧缩的恶性循环。

第四，美联储加息将增大欧洲央行实施量化宽松政策的客观阻力，限制欧央行为债务问题国家提供流动性的规模，一旦欧元区出现流动性不足，存在债务问题的国家将被迫放弃欧元，苦心经营数十年的欧元面临崩析的风险。

一旦欧元崩溃，美元在短期内再无竞争者，其国际货币体系中的主导地位甚至会进一步加强，根据 Maggiori et al. (2018) 的研究，在欧债危机后的几年内，有相当大规模的欧元计价资产转化成了美元计价资产，全球金融市场对欧元的热衷度下降，而对美元的依赖性进一步上升。同理，其他任何一种重要货币（如英镑、日元、瑞士法郎、人民币等）出现问题，美元的主导地位都会得到加强。

从历史视角来看，在布雷顿森林体系解体后，全球经济虽然经历了两次石油危机、欧元诞生、美国次级贷款危机等一系列不利事件，但美元始终在国际储备体系中占据主导地位。在其他重要经济体发生危机时，美元的储备货币地位会得到加强。图2展示了1975—2017年官方外汇储备体系的动态变化情况。其一，美元始终占据主要储备货币的位置，在官方外汇储备体系中的平

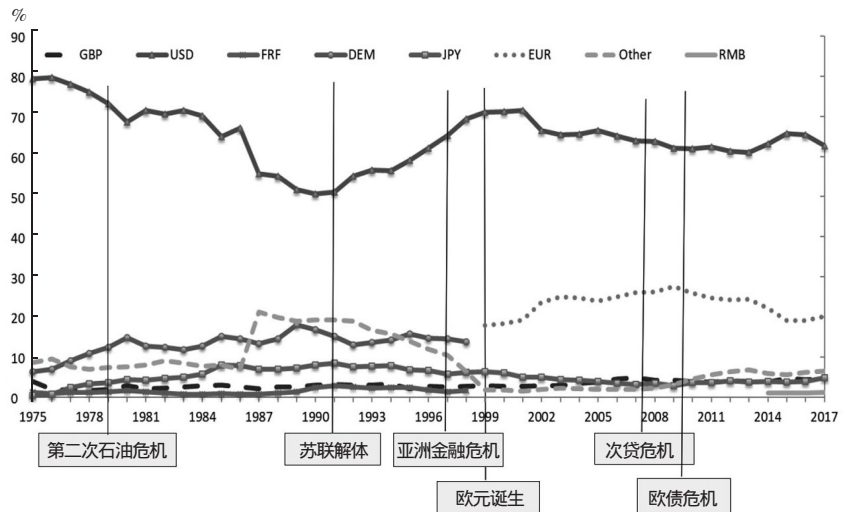


图2 官方外汇储备体系的历史变化（1975—2017年）

资料来源：IMF-COFER数据库；Eichengreen et al. (2018)

均占比在 60% 以上。其二，苏联解体、亚洲金融危机和欧债危机发生后，美元的储备货币地位有所上升。

虽然次贷危机的爆发揭露了美元主导的国际货币体系存在内在不稳定性 and 系统性风险，但时至今日，国际社会依然无法在短期内找到合适的替代方案，国际货币体系改革的基本方向也尚在讨论之中。周小川（2009）认为，主权信用货币存在国内目标优先的问题，不适合作为主要的国际储备货币，应当创造一种类似于 SDR 的超主权储备货币。但黄益平（2009）认为，创立超主权的储备货币是一个长期改革的思路，在短期内很难实施。吴晓灵和伍戈（2014）以全球经济失衡为背景，详细讨论了未来国际货币体系改革的两种可行性方案。一是对货币发行施加强约束的主权货币本位制；二是基于稳定锚的超主权货币本位制。黄海洲（2016）则指出，国际货币体系的寻锚过程有其内在的周期性，短期内寻找与当前全球经济形态相适应的稳定货币锚并不容易，美元依然会在国际货币体系中施展关键影响力。

综上所述，本文认为，短期（1~2 年）内，美元在国际货币体系中的主导地位仍然会得以延续，当其他备选国际货币面临各种不利冲击时，美元在计价、结算、货币锚和官方储备领域的霸权地位甚至会进一步强化。

二、中期走势：美元危机和现行体系崩溃的风险上升

（一）美元危机的可能性：基于债务风险的视角

美元能否在中长期保持其主导地位，一直是一个重要的研究问题，但学术界尚无定论。Prasad（2017）在分析人民币对美元地位的影响时指出，尽管人民币在未来十年内极有可能成长为重要的国际储备货币之一，但依然无法撼动美元的霸权。其理由是，在政府债券等安全资产领域，中国在广度和深度上均与美国相差甚远。美国国债市场的庞大规模和超强流动性，可以缓冲众多冲击，支撑美元的主导地位。

在应对 2008 年金融危机对美国金融体系及美元主导地位造成的巨大冲击时，美国国债市场确实作用巨大，保证了美国量化宽松政策的有效性，成功恢复了美国的金融秩序和增长势头，将美国经济和美元从崩溃边缘拯救出来。然而，天下没有免费的午餐。正如 Dalio（2018）所言，量化宽松类似于通过注射大剂量肾上腺素来拯救重症心脏病患者，其引发的美国政府债务扩张和过剩流动性，正在动摇美国金融体系和美元主导地位的重要根基，下一次更大的债务危机或许已为时不远。Dalio（2018）统计了 1910 年以来美国整体债务负担（包括本金和利息）占 GDP 的比重，发现美国的整体债务负担在 2010 年左右达到了新的历史高点，约占 2010 年度美国 GDP 的 350%，远高于 20 世纪 30 年代大萧条时期的情况（1934 年美国整体债务负担占其 GDP 的 200% 左右）。此外，截至 2019 年 9 月末，美国国债规模已经超过了 22.7 万亿美元，基于美国 2018 年 20.9 万亿美元的 GDP 总量，政府债务占 GDP 的比重已超过 108%，而 Dalio（2018）则预测该指标在 2028 年将飙升到 120% 左右。

美国当前的债务负担确实已经达到了一定高点，且预计还会继续攀升，但考虑到美国债务规模的期限结构，其短期债务总量依然可控，尚未达到违约风险的边缘，而且美国当前的 GDP 总量也依然庞大，近两年的 GDP 增长率也相对稳定，经济基本面在短期（1~2 年）内依然可以为其债务负担提供支撑。此外，在极端情况发生时，美联储还可以利用美元的国际主导货币地位，通过增发货币来缓解其短期债务负担。因此，本文认为，在短期（1~2 年）内，美国的债务依然可控，但在中期（3~10 年）内，美国货币紧缩和财政扩张所带来的新增债务将继续推高美国的整体债务负担，加上美国经济增长乏力的中期展望、全球对美元信心的下降等问题，美国债务违约的风险将大幅提高，随之而来的美元危机在所难免，现行美元体系也将面临崩溃。

(二) 美元崩溃的机制推演

从历史视角来看，美国在进入 21 世纪后已经经历了两次较为严重的金融危机。一是 2001 年互联网泡沫破裂引发的股市危机；二是 2007 年次贷危机引发的全球金融动荡。仔细剖析两次危机的发生机制和应对措施，不难发现两次危机之间的相似性和关联性。图 3 描绘了 21 世纪以来美国的金融危机演变过程和相应的危机应对政策，并对未来潜在的金融危机进行了推演。

互联网泡沫破裂后，美联储通过 13 次降息，将联邦基金利率从 2000 年 5 月的 6.5% 压低到 2003 年 6 月的 1%，力图通过扩张性的货币政策刺激经济复苏。美联储注入市场的大量流动性，迫切地搜寻着他们的归宿和投资标的，或进入股市，或通过贷款进入生产项目，房地产市场在当时是非常具有潜力的流动性吸纳池。面对较低的利率水平和空前泛滥的流动性，金融机构的风险偏好也大大上升，银行对于高风险项目的审批标准也变得宽松，金融机构给低收入或低信用的家庭发放了大量住房贷款。房贷机构（房地美、房地美等）、投资银行（贝尔斯登、雷曼兄弟）和评级机构互相勾结，美化了美国的次级贷款市场，很多机构投资者（如人寿或养老保险公司、主权基金）也购入了大量以次级抵押贷款为基础资产的 AAA 级证券化产品，推升了次级贷款市场的过度繁荣，为房地产市场的泡沫破裂埋下了巨大的隐患。2004 年 6 月 30 日开始，美联储进入了长达两年的加息周期，将利率水平从 1.25% 抬升到了 5.25%，强势的加息进程，注定了次贷市场支持的房地产价格不可能持续上涨。伴随利率的上扬，住房按揭贷款的还贷成本不断抬高，货币政策的收紧也抑制了新增购房需求对房价的支撑。住房按揭贷款的大量违约和房产的恐慌性抛售，将上一轮经济刺激政策的恶果暴露无遗，以次贷危机为标志的全球金融海啸最终在 2007 年年底爆发。

与 2001 年应对股市危机的情况类似，美联储在应对次贷危机引发的经济衰退时，采用迅速降息的政策，美国短期利率在很短的时间内便降至其零利率下限（Zero Lower Bound）。在挖掘完常规利率政策的潜能后，美联储在美国财政部的配合下祭出“非常规货币政策”这把双刃剑，四轮史无前例的量化宽松政策为美国 and 全球金融体系再一次注入了超大规模美元流动性。美联储的资产负债表规模急速扩张，由危机前（2007 年 8 月 8 日）的 8690 亿美元扩大到危机后（2014 年 12 月 24 日）的 45090 亿美元，整个金融体系的货币供给量快速增长，货币供给总量占 GDP 的比重逼近 1925 年以来的历史高位。美联储的量化宽松政策，确实缓解了金融体系面临的压力。通过大量买进市场上的不良资产，托底资产价格，缓解了家庭部门和金融机构的债务负担，降低了金融市场的杠杆率。但是，宽松货币政策催生的大量流动性不会凭空消失，“漫天洪水”必定会寻找新归宿。美联储 2001—2004 年宽松货币政策所带来的流动性，引发了房地产市场的泡沫化，最终导致了次贷危机。

次贷危机发生后，量化宽松所释放的巨额流动性从不同渠道大量涌入了美国国债市场，美国政府债务占 GDP 的比重在 2008 年后迅速攀升，十年之内从 68% 左右激增到 100% 以上。同时，在全球避险情绪的作用下，美国国债市场在次贷危机后也成为全球其他地区美元流动性的良好归宿，美国国债的境外持有总额逐年上升（见图 4），从 2008 年的 2.59 万亿美元，一路攀升到 2016 年的 6.27 万

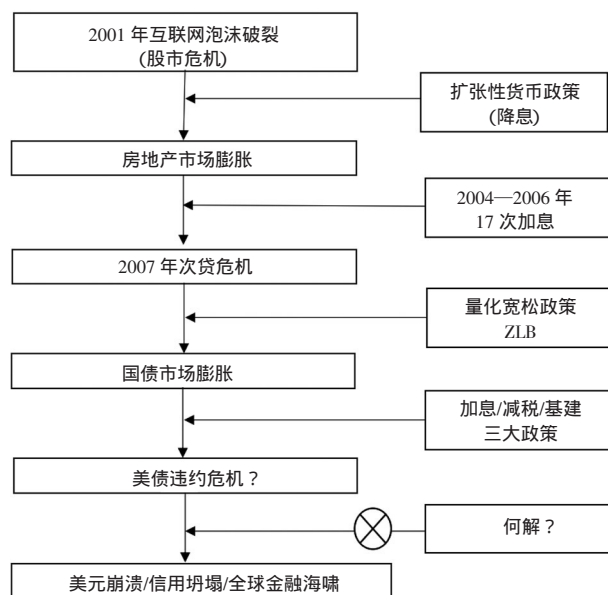


图 3 21 世纪以来美国金融危机的演变路径

亿美元，2017年略有下降，但依然高达6.15万亿美元。其中，中国持有的美国国债数量（见图5）在2008年到2011年不断增加，最高点达到1.3万亿美元。然而，2015年12月16日开始，美联储开始了新一轮的加息周期，截至2019年3月20日，美联储已累计加息9次，联邦基金利率从0.25%抬高至2.5%。利率中枢的抬升，增加了美国国债市场的融资成本，未来政府债务的利息负担将会加重，存量债务的延展难度增大。此外，美国特朗普政府推崇的“减税”“基建投资”等经济政策，也会进一步恶化美国的财政状况，其贸易保护主义政策，不仅会加大全球经济的下行压力，还会拖累美国的经济，影响美国政府的财政收入，破坏美国国债的基本面，导致美国国债市场的违约概率上升，腐蚀整个美元体系的信用基础。

美国潜在的债务违约问题，已经成为全球金融体系的重大隐患，亟待解决。一般而言，处置债务问题的方法无外乎三种。一是从供给侧入手，依靠经济的快速增长，扩大GDP总体规模，增加税收收入，提高偿债能力，从根本上缩小债务在国民经济中的比重。二是对已有债务直接违约。三是通过汇率贬值或提高通胀率来稀释存量债务负担，实现间接违约。当前，美国政府加息、减税和基建投资的政策组合无法妥善且安全地处置其现存的债务问题，但美国政府在短期内也不会走到直接违约的境地，其最有可能采用的债务处置手段是间接违约。然而，任何形式的间接违约，一旦形成不利的一致性预期，都将给全球经济和金融体系带来灾难性后果，现行的国际货币体系也会发生崩溃式的剧变。

首先，面对不断累积的巨额政府债务，其偿付困难的信号往往会引发蝴蝶效应，一旦美国国债的持有者大量抛售手中持有的美国国债，国际投资者的一致性预期便会形成，这必然引起海量资金逃离美国国债市场，美国国债的价格暴跌，其抵押品属性丧失，其利率也无法继续承担全球资本市场的基准定价功能。其次，美元在外汇市场上出现超卖，美元在短期内大幅贬值，看似不可能的美元危机将不可避免，美国政府和美元的信用丧失殆尽，美元储备的价值急剧缩水，美元的主导货币地位不复存在，现行的国际货币体系崩塌，国际计价、交易、结算及储备体系瘫痪。最后，全球性的金融风暴再次肆虐，全球范围内流动性萎缩，股票等各类资产的价格暴跌，信贷市场全面收缩，全球经济陷入全

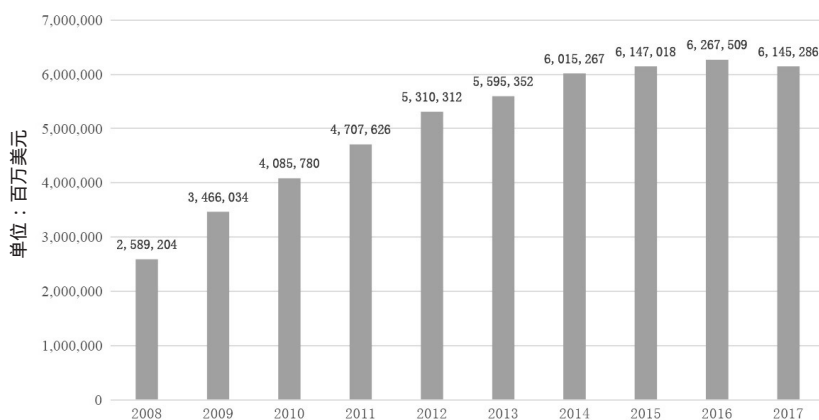


图4 2008—2017年美国国债的境外持有量

资料来源：U.S Department of Treasury, Treasury International Capital System and Calculations

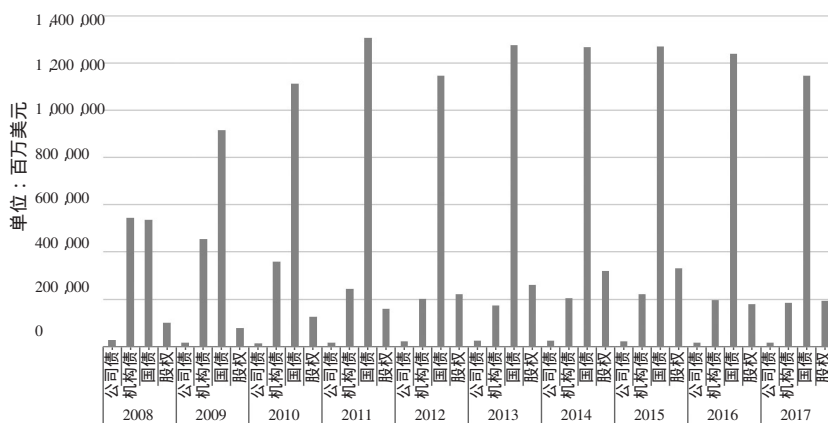


图5 2008—2017年中国持有的美国证券组合

资料来源：U.S Department of Treasury, Treasury International Capital System and Calculations

面衰退，政治危机、社会动乱，甚至局部战争的风险陡增。

基于 21 世纪以来美国金融危机的演变路径，美国在中期（3~10 年）内发生债务违约和美元危机的风险不断上升，这在极端条件下会导致美元主导的现行国际货币体系坍塌。

三、长期走势：三足鼎立的国际货币新体系形成

从理论上对国际货币的产生和演化进行规范分析一直是学术界的难题，相关文献并不丰富，基于严谨数理模型的研究则更加稀少。Matsuyama et al. (1993) 基于货币的随机匹配模型，构建了一个两国模型下两种货币互相竞争的理论框架，分析了国际货币的产生、演化和多重竞争均衡。Rey (2001) 将 Matsuyama et al. (1993) 的两国模型进行了拓展，建立了一个强调外汇市场外部性的三国三货币模型，以国家间的贸易开放度为主线来推演国际货币体系演变的多重均衡。Matsuyama et al. (1993) 和 Rey (2001) 建立的这套理论框架，将国家规模（经济体量）、经济一体化程度（贸易开放程度）、外汇市场的外部性（货币的交易效率）、货币的供给量作为国际货币体系演化的核心驱动力，得出了如下结论。第一，国际货币体系的均衡状态并不唯一，存在多重均衡，均衡状态取决于不同的经济条件组合。第二，国家间的相对规模差距明显、两国货币供给量适中的情况下，大国的货币更容易成为国际货币，绝对优势大国的货币往往会占据垄断地位。第三，国家间的相对规模差距较小、两国货币供给量较少、货币交易效率较高的情况下，国际货币体系往往出现多极化的均衡状态，达到阈值条件的货币都会成为国际货币，这些货币的相对份额（国际地位）取决于其经济基本面。在一定条件下，货币的国际地位与其经济基本面相匹配是国际货币体系多重均衡中的一种多极化竞争均衡。从规范分析的视角看，满足一定条件、跻身国际货币行列的主权货币，其国际地位与经济基本面相匹配，能够构成国际货币体系的一种长期最优稳定状态。从长期来看，国际货币新体系大概率会朝着这一兼备稳定性和公平性的最优均衡状态演进。

在上述理论分析的基础上，本文基于国际清算银行三年一度的外汇交易数据（2016 年），以一国国内生产总值（GDP）占世界 GDP 的相对比重代表经济基本面，以一国货币的外汇交易额占全球外汇交易总额的相对比重代表其货币地位，刻画当前十种主要货币（交易额在全球外汇市场占比超过 1%）在国际货币体系中的位置。图 6 展示了当前国际货币体系的三个基本特征。第一，除美元和人民币之外，其他八种货币的国际地位与其经济基本面大体匹配，欧元的国际地位与欧元区的经济基本面几乎是完美匹配，欧元区 GDP 的相对比重为 15.81%，欧元交易额的相对比重为 15.70%。第二，美元的货币地位与美国经济基本面严重不匹配，美元的国际地位远高于其长期稳态水平，美国 GDP 的相对比重为 24.73%，美元交易额的相对比重为 43.79%。第三，人民币的货币地位与中国经济基本面严重不匹配，人民币国际地位低于其长期稳态水平，中国 GDP 的相对比重为 14.83%，人民币交易额的相对比重为 1.99%。

当前国际货币体系的失衡主要体现为美元和人民币的货币地位与其经济基本面不匹配。在网络外部性的作用下，全球贸易和金融市场对美元形成了强烈的依赖性，使得这种失衡状态得以长期维系。而中国长期以来的经济增长和政策选择在客观上支撑了美元的主导地位。一方面，中国经济持续快速增长，GDP 和贸易量巨大，在中美经济紧密挂钩的背景下，中国的经济增长有力支撑了美国的经济基本面。另一方面，中国在不同时期一直采取灵活的政策组合，使得人民币基本锚定美元，保持了人民币兑美元汇率的长期稳定。此外，中国配置了大量的美国国债和其他美元资产，外汇储备以美元为主。然而，在当前中美贸易摩擦升级的背景下，中美经济的蜜月期已然走到尽头，中美经贸关系正朝着不断脱钩的方向发展。长期来看，中美经济脱钩和人民币汇率形成机制改革将大大降低人民币对美元的依赖程度，美元的国际地位将丧失来自中国经济基本面的支撑。结合当前美国

经济面临的债务风险问题，美元必然无法长期保持其国际货币体系中的主导地位，国际货币体系在长期内面临大调整。

基于全球实体经济格局的新变化，在中美贸易摩擦的背景下，未来国际货币体系的调整将主要体现为美元与人民币国际地位的变化。从经济基本面的角度来看，美国不断攀升的整体债务负担，不仅会影响美国潜在的经济增长，而且会削弱其政策操作空间，降低其风险处置和经济修复能力。美国国债市场频繁出现的长短期收益率倒挂，也

预示着未来经济衰退的概率上升。此外，美国与发展中国家截然不同的资产配置结构，也导致美国外部账户的赤字规模不断扩大，根据美国经济分析局 2019 年第三季度的数据，美国外部账户的总资产约为 28.26 万亿美元，总负债约为 39.21 万亿美元，净国际投资头寸约为 -10.95 万亿美元，约占美国 GDP 的 51%，外部债务的存量巨大，资产与负债极度不平衡。这些问题必然会不断加剧美元所面临的“特里芬难题”，增大美元崩溃的概率。长期来看，美国经济基本面的走势无法继续巩固美元的主导货币地位，美元在国际货币体系中的重要性将逐渐下降。与美元的长期趋势类似，欧洲主权债务危机的爆发，揭示了欧盟在财政体制上存在的严重问题。长期来看，在缺乏统一财政制度的情况下，欧元在面临危机时无法获得足够的财政支撑，应对不利局面的能力大打折扣，欧元国际化的空间受到限制。

与美元和欧元面临的情况不同，人民币的国际化程度远远低于中国在全球经济中的重要性。如图 6 所示，在外汇交易额排名前十的货币中，人民币外汇交易额的相对比重与中国 GDP 的相对份额严重不匹配，经济基本面的强劲与人民币国际地位的弱势形成鲜明对比，人民币在未来很长一段时间内具备不断成长的潜力，其国际化程度必然会持续上升。2009 年以来，中国开始加速推进人民币国际化进程，以人民币结算的跨境贸易额和直接投资额逐年上升，中国人民银行与多国央行陆续签订本币互换协议，人民币离岸市场发展迅速，人民币清算行在主要国际城市陆续设立，人民币汇率形成机制不断完善，资本账户开放稳中有进，沪港通、深港通等政策加强了在岸与离岸金融市场的沟通，加速了中国资本市场的国际化程度（Eichengreen & Xia, 2019）。近两年来，中国政府不断加快金融市场改革与开放的步伐，探索完善人民币汇率形成机制，积极推进金融业对外开放，加快建设伦敦离岸中心，推动 A 股正式进入 MSCI 新兴市场指数，推动中国债券市场纳入彭博巴克莱债券指数。人民币国际化的新一轮高潮正在到来，中国在国际金融领域的努力，将会进一步提升人民币的国际地位，推动人民币在国际货币体系中发挥更大的作用。

在研究国际货币格局长期变化趋势的文献中，有不少“三极化体系”的类似论断。黄益平（2009）认为，今后几十年内，国际货币体系最有可能出现的格局是三分天下，即美元、欧元和一个亚洲货币。张明（2009）持有类似的观点，认为未来的国际货币体系将由美元主导的格局转变为美、欧、亚货币共同充当全球储备货币的格局。关于亚洲货币的最终归宿，日元的呼声一直很高，但日本较高的经济对外依存度、过高的公共部门负债率及其在地缘政治上的弱势地位，极大限制了日元国际化的空间。徐奇渊和杨盼盼（2016）发现，东亚经济体的货币篮子在 2008 年危机之后出

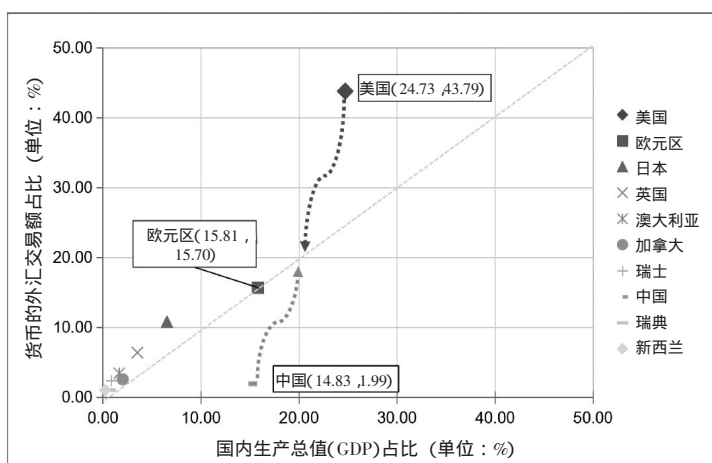


图 6 中美贸易摩擦下国际货币体系的长期演变路径

资料来源：BIS, IMF-WEO 数据库

现了不同程度的变化，日元的地位受到削弱，而人民币的地位却呈现不断上升的趋势。范小云等(2014)从国际偿付能力增长率的角度出发，明确指出欧元、日元成为国际储备货币，并不能提高国际货币体系稳定性，而人民币国际化则对于国际货币体系稳定具有不可替代的重要作用。Fratzscher & Mehl (2014)通过检验人民币的主导性假设(China's Dominance Hypothesis)，发现人民币在2008年金融危机之后已经成为亚洲其他货币波动的关键驱动因素之一，并基于国际货币的汇率锚(Exchange Rate Anchor)属性，指出当前国际货币体系已基本呈现美元、欧元与人民币共同作用的三极(Tri-Polar)形态。

基于上述美元、欧元与人民币的基本现状和发展势头，结合部分研究未来国际货币格局的文献，本文认为，在中美贸易摩擦的背景下，未来较长的一段时期内，国际货币新体系极有可能演变为美元、欧元与人民币三足鼎立的最终形态，全球金融市场的稳定性和有效性将得以强化。

四、结 论

在美国贸易保护主义抬头的背景下，中美贸易摩擦难以在短期内彻底解决，全球经济贸易格局及治理体系正酝酿新的变化。基于中美贸易摩擦的背景和当前国际货币体系的现状，本文对未来国际货币新体系的短期、中期和长期演变路径进行了细致分析，得出如下三点结论。短期来看，美元的主导地位得以延续，美元为核心的国际货币体系难以突破。中期来看，美国面临债务违约的潜在难题，美元危机及现行国际货币体系崩溃的风险不断上升。长期来看，美元、欧元与人民币三足鼎立的国际货币新体系将最终形成。

当前的国际货币体系依然是美元主导的霸权体系，除了欧元外，短期内没有任何一种货币可以在外汇交易规模、官方外汇储备、全球支付、国际债券及国际贷款计价等方面冲击美元的霸主地位。但随着欧债危机的爆发，整个欧元区陷入了主权债务违约的泥潭之中，欧元正面临复杂的内部和外部冲击，在短时间内难有新的突破。短期(1~2年)内，在没有更好备选方案的情况下，美元仍然会占据主导货币地位。

从美国债务风险的视角来看，美元在中期内存在巨大风险。美元危机的概率正随着美国不断加重的债务负担而逐渐增大。在极端条件下，美国国债的违约风险会摧毁二战以来的全球金融架构，导致以美元为中心的现行国际货币体系崩溃。中期(3~10年)内，美国主权债务违约的风险已经成为全球金融体系的重大隐患，美元危机及现行国际货币体系崩溃的风险不断上升。

从货币地位与经济基本面的关系来看，美元在国际货币体系中的地位面临不断下降的长期趋势，欧元的地位伴随欧元区经济基本面的恢复而趋于稳定，而人民币的国际地位远低于中国经济的全球重要性，其国际货币体系中的成长空间巨大。长期来看，国际金融架构将与全球经济基本面的格局趋于一致，国际货币新体系的长期形态将会是美元、欧元与人民币共同支撑下的三足鼎立格局。

(责任编辑 赵 雪)

参考文献：

- [1] 范小云,陈雷,王道平.人民币国际化与国际货币体系的稳定[J].世界经济,2014(9):3-24
- [2] 黄海洲.全球货币体系第三次寻锚[J].国际经济评论,2016(4):9-33
- [3] 黄益平.国际货币体系变迁与人民币国际化[J].国际经济评论,2009(3):20-25
- [4] 廖泽芳.欧洲经济失衡模式及调整困境——基于超主权货币视角的分析[J].国际金融研究,2014(1):34-43
- [5] 吴晓灵,伍戈.“新怀特计划”还是“新凯恩斯计划”——如何构建稳定与有效的国际货币体系[J].探索与

争鸣, 2014 (8) : 59–62

[6] 徐奇渊, 杨盼盼. 东亚货币转向钉住新的货币篮子? [J]. 金融研究, 2016 (3) : 31–41

[7] 张明. 次贷危机对当前国际货币体系的冲击[J]. 世界经济与政治, 2009 (6) : 74–80

[8] 周小川. 关于改革国际货币体系的思考[J]. 中国金融, 2009, 7 (8) : 8–9

[9] Dalio R. A Template for Understanding Big Debt Crises[M]. Greenleaf Book Group LLC, 2018

[10] Eichengreen B. Exorbitant Privilege : The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System[M]. Oxford University Press, 2011

[11] Eichengreen B, Mehl A, Chitu L. How Global Currencies Work : Past, Present, and Future[M]. Princeton University Press, 2018

[12] Eichengreen B, Xia G. China and the SDR : Financial Liberalization through the Back Door[J]. Quarterly Journal of Finance, 2019, 9 (3) : 1–36

[13] Fratzscher M, Mehl A. China's Dominance Hypothesis and the Emergence of a Tri-Polar Global Currency System [J]. The Economic Journal, 2014, 124 (581) : 1343–1370

[14] Maggiori M, Neiman B, Schreger J. International Currencies and Capital Allocation[J]. National Bureau of Economic Research Working Paper, 2018, No.24673

[15] Matsuyama K, Kiyotaki N, Matsui A. Toward a Theory of International Currency[J]. The Review of Economic Studies, 1993, 60 (2) : 283–307

[16] Prasad E S. Gaining Currency : The Rise of the Renminbi[M]. Oxford University Press, 2017

[17] Rey H. International Trade and Currency Exchange[J]. The Review of Economic Studies, 2001, 68 (2) : 443–464

The Tri-Polar International Monetary System under China-US Trade Disputes

Ju Jiandong and Xia Guangtao

(PBC School of Finance, Tsinghua University)

Summary: Under the circumstances of China-US trade disputes, the structure of international production, trade and finance is undergoing new complex and profound changes. Meanwhile, the evolution path of the international monetary system seems to be more and more ambiguous, due to the rising volatility and uncertainty in the global financial market. This paper aims at predicting the potential patterns of the international monetary system in the short term, medium term and long term.

Based on the historical experience and current situation of the international monetary system, this paper characterizes the multi-dimensional attributes of the international monetary system in terms of foreign exchange turnover, currency decomposition of international debts and loans, official foreign exchange reserves, and global payment system, and then traces its dynamic changes from 1975 to 2017. Through reviewing the existing classic literature both theoretically and empirically, such as Matsuyama et al. (1993), Rey (2001), Fratzscher & Mehl (2014) and Eichengreen et al. (2018), this paper also explores the multiple equilibria of the international monetary system under different conditions, which helps to provide a useful framework to analyze different scenarios of the system from several aspects of the fundamentals, trigger conditions, mechanism and potential impacts.

This paper argues that the US dollar as an invoicing, issuance, anchor and reserve currency still occupies its dominant position in the international monetary system in the short term, and its hegemony could even be intensified when other alternative international currencies suffer from a variety of internal or external shocks. However, the risks of the sovereign default and dollar crisis tends to rise continuously in the medium term, which may induce the collapse of the current international monetary system in some extreme cases. Eventually, a new tri-polar international monetary system comprising of US dollar, Euro and RMB is bound to show up in the long run, and the stability and efficiency of global financial market would be enhanced.

Keywords: China-US Trade Disputes; New International Monetary System; Tri-Polar Structure

JEL Classification: E42, F33, F45, G01