

次贷危机对当前国际货币体系的冲击

摘要：在美元本位制下，美国持续的经常账户赤字导致净对外负债不断增长，造成其他国家对美国经常账户赤字的可持续性以及美元汇率的稳定性产生怀疑。次贷危机的爆发与深化导致美国政府动用了大量的财政与信贷资源用于救市，从而加剧了美国的债务负担以及美元贬值的可能性。因此，次贷危机的爆发可能加快国际收支失衡的调整以及国际货币体系的演变。然而，次贷危机的全球化意味着国际收支失衡的调整以及国际货币体系的重构都将注定是渐进的。在未来的国际货币体系中，美元独大的格局将转变为美、欧、亚货币共同扮演中心货币角色，而改革成功的 IMF 有望在国际货币体系中继续扮演重要角色。

关键词：次贷危机 国际货币体系 国际收支失衡 可持续性 演进方向

一、次贷危机爆发前国际货币体系的特征

自布雷顿森林体系在 1970 年代初期解体之后，国际货币体系进入所谓牙买加体系。但由于牙买加体系缺乏类似于布雷顿森林体系下黄金美元双挂钩制的约束性很强的制度安排，前者也被称为无体系时期。美元延续了在布雷顿森林体系下的中心货币地位，依然是全球范围内最普遍使用的计价尺度、交易手段和储备货币。日元在 1980 年代的勃兴以及 1990 年代末欧元的诞生都没有从根本上撼动美元的地位。因此当前的国际货币体系又被称为美元本位制 (Dollar Standard)。例如，在 2007 年底的全球外汇储备中，美元资产占 64%，欧元资产占 26%，日本资产仅占 3%。¹

在美元本位制中，以美国为代表的发达国家位于体系的中心，以东亚国家为代表的新兴市场国家和以中东国家为代表的资源输出国位于体系的外围。东亚国家输出实体商品，中东国家输出资源，作为其交易对手，美国用美元购买商品与资源。东亚国家和中东国家获得了贸易顺差、积累了外汇储备、实现了出口导向的经济增长，东亚国家还通过出口行业发展解

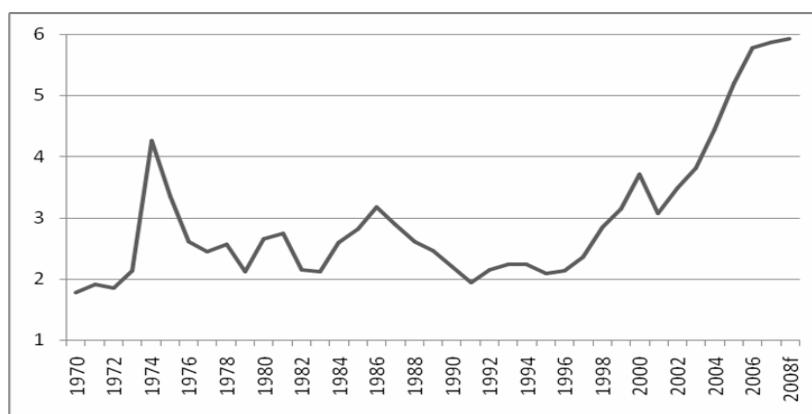
¹ 根据 IMF Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)提供的相关数据进行计算。

决了就业问题。与此同时，东亚国家和中东国家的大部分外汇储备又以投资于美国金融资产的形式回流美国，压低了美国金融市场利率，使得美国消费者能够以较低价格消费实体商品与资源，甚至借债消费。由于美元本位制的中心国家与外围国家均从该体系的资源流动中获得了好处，导致交易不断扩大，从而加剧了国际收支失衡（张明、覃东海，2005）。

全球国际收支失衡具体表现为美国出现持续的经常账户赤字，而东亚国家和中东国家出现持续的经常账户盈余。如图 1 所示，用世界各国经常账户余额绝对值之和占全球 GDP 的比重来衡量的全球国际收支失衡指标，自 2002 年以来不断恶化。该指标由 2000 年的 3.7% 一路攀升至 2008 年的 5.9%，已经远远超过 1974 年石油危机后的 4.3%。以各国经常账户余额占该国 GDP 的指标来衡量，截止 2008 年底，主要国家或群体按国际收支失衡严重程度由高至低排序依次为：中东国家（22.9%）、中东欧国家（-7.1%）、发展中亚洲国家（5.4%）、美国（-4.6%）与日本（4%）（图 2）。以各国经常账户余额占全球 GDP 的指标来衡量，则同期内该排序为：石油输出国（1.3%）、美国（-1.1%）、发展中亚洲国家（0.9%）与日本（0.3%）（图 3）。此外，如图 2 所示，进入 21 世纪以来，除欧元区国家外，其他主要国家或群体的经常账户盈余国或赤字国的地位就一直没有改变过。

全球国际收支失衡的另一具体表现是全球范围内外汇储备的累积。如图 4 所示，从 1998 年到 2007 年这十年时间内，全球外汇储备由 1.6 万亿美元上升至 6.4 万亿美元，增长了 300%。相比之下，发展中国家所持有外汇储备的增长速度远远超过发达国家，10 年来发展中国家外汇储备增长了 406%，而发达国家仅增长了 122%。截止 2007 年底，发展中国家持有全球外汇储备的 77%。由于本国缺乏成熟完善的金融市场，发展中国家的大部分外汇储备又以购买发达国家金融资产的方式回流发达国家，从而压低了发达国家金融市场的长期利率。如图 5 所示，美国与欧元区的长期实际利率由 2002 年初的 3% 以上下降至 2003 年至 2006 年的 2% 左右。长期实际利率的下降对发达国家，尤其是美国与英国的房地产泡沫起到了推波助澜的作用。

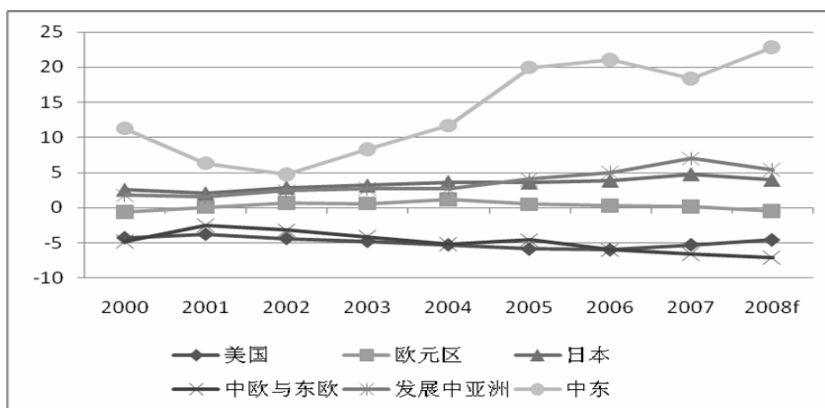
图 1 全球国际收支失衡不断恶化



单位：各国经常账户余额绝对值之和占全球 GDP 的比重

数据来源：IMF World Economic Outlook, October 2008。

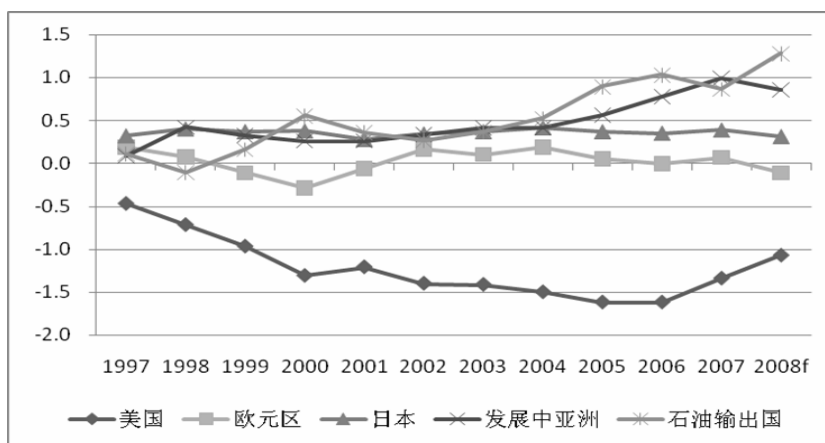
图 2 全球国际收支失衡的分布——相对水平



单位：本国经常账户余额占本国 GDP 的 %

数据来源：IMF World Economic Outlook, October 2008。

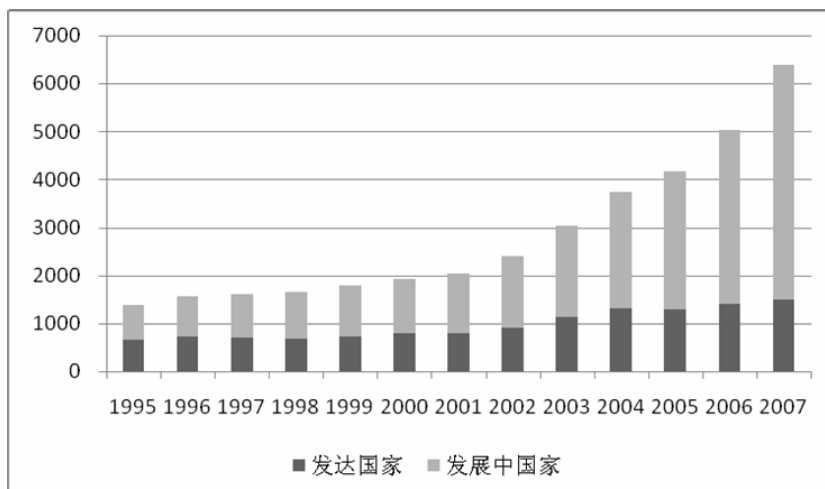
图 3 全球国际收支失衡的分布——绝对水平



单位：本国经常账户余额占全球 GDP 的 %

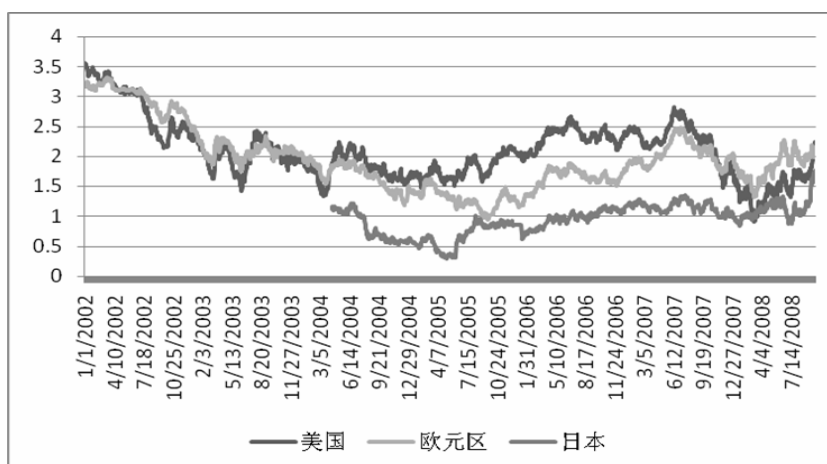
数据来源：IMF World Economic Outlook, October 2008。

图 4 全球外汇储备快速增长



单位：10 亿美元。数据来源：IMF Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)。

图 5 发达国家的长期实际利率



单位：%。数据来源：IMF World Economic Outlook, October 2008。

全球国际收支失衡的恶化引发了市场对于国际收支失衡能否长期持续的担忧。其中有代表性的一派观点认为，当前的美元本位制实质上是布雷顿森林体系的复苏与变形。东亚国家取代了布雷顿森林体系下德国与日本的外围国家角色，采纳了以汇率低估、资本管制、积累中心国家金融资产、利用中心国家金融市场为本国资金流通提供媒介的出口导向发展战略。即使美国持续的经常账户赤字导致美元贬值的风险不断积累，外围国家依然将持续为美国提供融资以促进本国出口。由于外围国家认为促进出口的重要性远高于外汇储备的保值增值，因此当前的美元本位制是非常稳定的 (Dooley et al., 2003)。

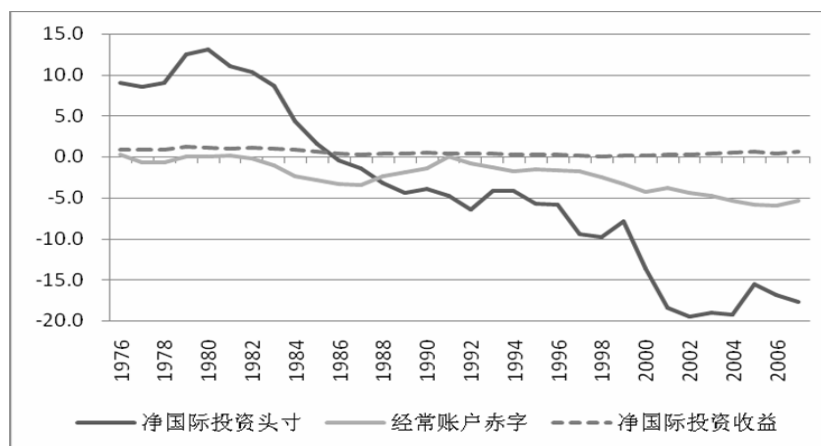
另一派观点则认为，当前的美元本位制是非常不稳定的。第一，与布雷顿森林体系下的外围国家相比，当前体系下的外围国家异质性更强、更缺乏凝聚力。东亚国家缺乏共同的历史背景，因此很难形成恰当的集体行动机制来保障当前体系的稳定性；第二，在布雷顿森林体系时期美元的对手是垂死的英镑，但当前美国具有欧元这一强大对手。因此与 1970 年代相比，退出美元本位制的成本要低得多；第三，与布雷顿森林体系下的美元与黄金可兑换性相比，当前中心国家维持币值稳定的承诺的可信度要低得多。事实上当前美国政府对美元汇率以及经常账户赤字采取了一种“善意忽略”(Benign Neglect)的态度(Eichengreen, 2007)。更有激进的经济学家认为美元本位制将在 2006 年就会崩溃，其主要论据包括：在美国的过度消费以及对利率敏感部门（房地产、金融）的过度就业中存在扭曲、美国存在非贸易品的过度供给与贸易品的供给不足、中国冲销美元资产（从而将通胀压力保持在可控范围内）的成本越来越高、中国越来越难以忍受美元储备发生汇兑损失的风险等 (Roubini and Setser, 2005)。

全球国际收支失衡是否可持续之争的一大焦点在于，在美国对外债务不断攀升的背景下，其他国家是否能够持续对美元汇率和美元资产（尤其是美国国债）保持信心。如图 6 所示，自 1980 年代中期以来，持续的经常账户赤字已经导致美国净国际投资头寸 (Net International Investment Position, NIIP) 由正变负，且规模不断上升。经常账户与净国际投资头寸的基本关系为： $niip = \frac{ca}{g}$ ，其中 $niip$ 为净国际投资头寸与 GDP 的比率， ca 为经常账户余额与 GDP 的比率， g 为名义 GDP 增长率 (Cline, 2005)。假定美国长期名义 GDP 增长速度为 6% (Mussa, 2005)，此外为避免美国发生债务危机，净国际负债占 GDP 的比率最好不超过 50% (Cline, 2005)，那么根据以上公式计算的可持续的经常账户赤字占 GDP 的

比率为 3%。² 考虑到目前美国经常账户赤字占 GDP 的比率高达 5-6%，因此这一水平的经常账户赤字是不能持续的。

然而如果我们仔细观察图 6，就会注意到如下事实，即在 2002 年至 2007 年之间，美国净对外负债占 GDP 的比率并没有继续增长，尽管这一期间经常账户占 GDP 的年均比率为 5.3%。导致这种存量与流量不一致的根本原因是资产价格变动与汇率变动导致美国的对外资产与对外负债发生了非对称变动。美国的对外资产多以外国货币计价，且有 50% 投资于外国股权；美国的对外负债多以美元计价，且只有 28% 投资于美国股权。自 2001 年以来，以当地货币计价的外国股票的上涨幅度要比美国股票高得多，而这一时期内美元对外国货币的贬值进一步提高了美国对外资产的美元价值。因此，美国在对外资产上获得的投资收益远远超过了美国向对外负债支付的收益，这种持续的净投资收益在很大程度上抵消了经常账户赤字对净对外负债的影响 (Milesi-Ferretti, 2008)。³ 对外资产相对于对外负债的超额收益反映了美元在国际货币体系中的中心地位所带来的“过度特权”(Exorbitant Privilege) (Gourinchas and Rey, 2005)。如图 7 所示，尽管近年来美国的经常账户赤字不断扩大，但美国的净国际投资收益依然为正并不断增长。与之相对应的是，尽管东亚国家的经常账户盈余不断扩大，但这些国家的净国际投资收益却持续为负。简言之，从美国在经常账户赤字不断扩大的同时却保持了持续的净国际投资收益的角度来看，持续的经常账户赤字未必会导致净对外负债的无限累计，即当前美国的经常账户赤字或许具有可持续性。

图 6 美国经常账户赤字的可持续性

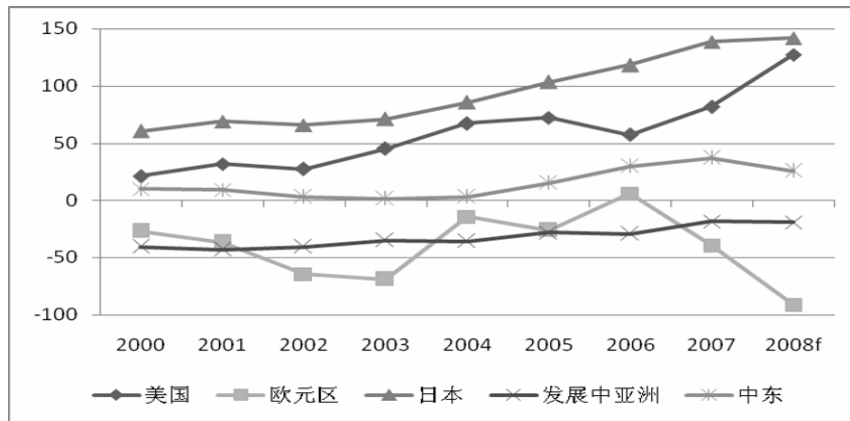


单位：占 GDP 的%。数据来源：U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis。

² 经常账户赤字的可持续性是指，如果某一水平的经常账户赤字不会导致净对外负债的无限累计，则该水平的经常账户赤字被认为是可持续的 (Milesi-Ferretti, 2008)。

³ 这种对外资产相对于对外负债的超额收益也被称之为估值效应 (Valuation Effect)。

图7 净国际投资收益的分布



单位：10 亿美元。数据来源：IMF World Economic Outlook, October 2008。

二、次贷危机对国际货币体系的冲击

在次贷危机爆发之前，几乎所有预测美元本位制将会崩溃的文献都指出，根本原因在于美国对外净负债的累积损害了其他国家美元汇率的信心，从而不再愿意向美国提供融资，这将导致美元大幅贬值、美国长期利率攀升以及经济衰退。但次贷危机却以一种完全不同的形式对国际货币体系产生了冲击，市场参与者并未对美元汇率失去信心，而是对美国金融市场以及美国金融产品丧失了信心。

次贷危机爆发的根源在于，美联储长期宽松的货币政策以及新兴市场国家外汇储备资金的流入营造了美国金融市场的持续低利率环境，导致房价上涨并形成房价将会持续上涨的预期，监管缺位下的金融机构将高风险的次级抵押贷款通过证券化包装为低风险高收益的债券产品（MBS、CDO），并在全球范围内对机构投资者公开销售（张明，2008）。当美联储货币政策逆转导致房价开始下跌后，次级抵押贷款违约率上升造成相关证券化产品的市场价值下降，导致机构投资者出现初始账面亏损。对于过分依赖短期货币市场进行融资、具有过高财务杠杆比率以及实施市值定价（Mark to Market）的机构投资者而言，初始的账面亏损意味着它们被迫启动去杠杆化（Deleveraging）进程，即抛售优良资产、获得流动性后偿还负债、降低财务杠杆比率。当所有机构投资者在同一时间抛售资产时，这又会产生新的亏损，驱动机构投资者展开新一轮去杠杆化。这种持续进行的恶性循环不但使得机构投资者濒临破产，而且导致美国金融资产的价格一落千丈（张明，2009）。

次贷危机与 1980 年代拉美债务危机、1990 年代东亚金融危机的最大区别在于，前者是爆发于国际货币体系中心国家的金融危机，而后两者是爆发于国际货币体系外围国家的金融危机。拉美债务危机的传递途径是外围国家→外围国家→外围国家，东亚金融危机的传递途径是外围国家→中心国家⁴→外围国家，而次贷危机的传递途径是中心国家→外围国家→外围国家。简言之，如果外围国家的危机没有触及中心国家的金融市场，那么只会在外围国家发生区域性危机，不会造成波及全球的系统性危机；而一旦中心国家出现金融危机以后，就很容易通过溢出效应影响到外围国家，从而形成全球系统性危机（Kaminsky and Reinhart, 2001）。

次贷危机从美国传递到欧洲的主要渠道是金融渠道：首先，欧洲商业银行大量投资于美

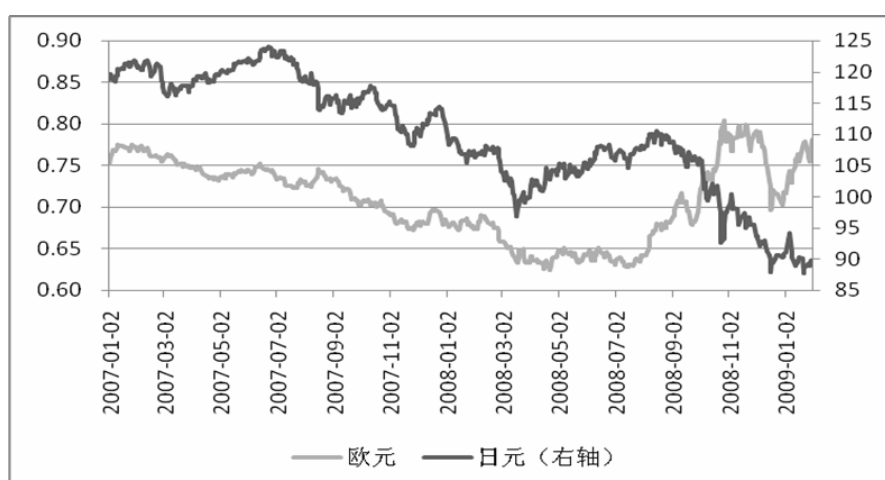
⁴ 1998 年美国长期资本管理公司（LTCM）危机。

国次贷金融产品，次贷危机爆发后资产价值大幅缩水；其次，欧洲商业银行与美国投资银行（尤其是雷曼兄弟）之间进行了大量的衍生产品交易，美国投资银行的倒闭使得欧洲商业银行面临巨大的交易对手风险（Counterparty Risk）；再次，欧洲商业银行通过购买美国保险公司（例如 AIG）出售的信用违约保险（CDS）来规避巴塞尔资本协议对自有资本充足率的要求，而美国保险公司倒闭后，欧洲商业银行普遍面临资本金不足的窘境；最后，与美国同行相比，欧洲商业银行更加依赖在货币市场上的批发融资，当次贷危机爆发造成短期货币市场上的信心危机后，欧洲商业银行的重要融资渠道被切断（张明，2009）。

次贷危机从发达国家传递至新兴市场国家的主要渠道是国际资本流动。次贷危机爆发之后，有两种因素导致新兴市场国家面临的资本流入突然中止甚至逆转：第一种因素是国际机构投资者去杠杆化。国际机构投资者在新兴市场国家拥有大量风险投资，去杠杆化要求它们出售这些风险投资，将流动性调回国内偿还负债；第二种因素是套利交易（Carry Trade）的终结。在次贷危机爆发前几年，由于日本、美元贷款利率处于很低水平，国际机构投资者纷纷借入日元、美元，兑换成其他货币后投资于新兴市场国家的资本市场以获利，这被称为日元或美元套利交易。机构投资者的去杠杆化必然伴随着日元与美元套利交易的终结，这意味着国际机构投资者将出售在新兴市场国家的风险投资，在外汇市场上换回日元与美元后偿还负债。去杠杆化与套利交易终结的一大证据是，自次贷危机在 2008 年第三季度加剧以来，日元、美元对其他主要货币的汇率显著升值。如图 8 所示，2008 年 8 月至 2009 年 1 月这半年时间内，美元对欧元升值了 22%，而日元对美元升值了 20%。

在新兴市场国家中，当前基本面最为脆弱的群体既非拉美国家，也非东亚国家，而是中东欧国家。从经常账户余额与 GDP 的比率来看，2007 年东亚国家的平均经常账户盈余为 5.3%，拉美国家的平均经常账户赤字为 2.2%，而中东欧国家的平均经常账户赤字高达 10.1%。从外债与 GDP 的比率来看，2007 年东亚国家为 18%，拉美国家为 23%，中东欧国家高达 53%。⁵ 如图 9 所示，进入 21 世纪之后，中东欧国家不仅经常账户赤字不断恶化，而且净外部借款的增长额远超过外汇储备的增长额。因此，如果跨境资本继续流出，则部分中东欧国家极有可能在 2009 年爆发货币金融危机，尤其是波罗的海三国、匈牙利、乌克兰等基本面最为脆弱的国家。

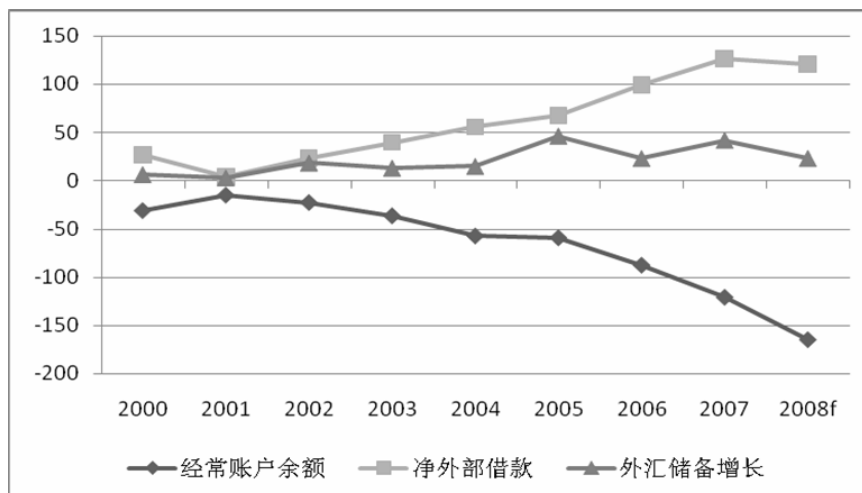
图 8 美元对主要货币汇率



数据来源：Federal Reserve。

⁵ 以上数据引自 IMF World Economic Outlook, October 2008。

图9 中东欧国家脆弱的基本面



单位：10 亿美元。数据来源：IMF World Economic Outlook, October 2008。

次贷危机的爆发与深化加剧了国际社会对于美元本位制能否继续维持的担忧。一方面，随着美国股市与房地产市场的资产价格下跌，以及商业银行对贷款审核标准的加强，美国居民已经很难维持举债消费。而一旦美国居民开始压缩消费，东亚国家和中东国家就必须相应压缩出口。在发达国家经济陆续陷入衰退，新兴市场国家经济增长明显减速的背景下，各国的贸易保护主义必然抬头，全球自由贸易面临严重威胁。另一方面，自次贷危机爆发以来，美国财政部与美联储实施了极为宽松的财政货币政策以应对危机的负面冲击。无论是布什政府 7000 亿美元的问题资产纾困计划 (Troubled Assets Relief Program, TARP)、奥巴马政府的 8190 亿美元经济刺激方案，还是美联储的各种创新信贷机制，最终都将埋下美元汇率大幅贬值的种子。

2007 财年（截止每年 9 月 30 日）美国政府财政赤字仅为 1615 亿美元，为 2002 年以来最低赤字水平。2008 财年美国政府财政赤字达到创记录的 4550 亿美元，占美国 GDP 的 3.2%。⁶ 而美国政府 2009 财年第一季度的财政赤字就达到 4852 亿美元。⁷ 根据美国国会预算办公室的预测，即使不包括奥巴马政府的经济刺激方案，2009 财年美国政府财政赤字将达到 1.2 万亿美元，超过美国 GDP 的 8%。⁸ 美国政府如何为巨额财政支出融资，是目前市场十分关注的问题。

从理论上而言，美国政府有三种途径为财政支出融资：增税、增发国债和印制钞票。在美国经济陷入衰退之后，增税是完全不可行的。次贷危机爆发至今，增发国债成为美国政府的主要融资方式。2007 年美国国债的净发行额为 5490 亿美元，2008 年猛增至 1.47 万亿美元。如图 10 所示，仅在两房被接管与雷曼兄弟破产倒闭的 2008 年 9—10 月两个月内，美国政府就增发国债 9280 亿美元，占全年国债净发行额的 63%。⁹ 市场预期 2009 年美国政府可能需要举债 2 万亿美元。¹⁰ 考虑到 2008 年年底美国的未清偿国债余额为 10.7 万亿美元，¹¹ 一旦新增国债供给量（占存量国债约 20%）超过市场需求量，则新增国债的收益率将会显著上升，导致存量国债市场价值显著下跌。而如果存量国债市场价值下跌引发外国投资者减持美国国债，这不但会加剧美国金融市场长期利率的上升，而且会切断美国政府通过增发

⁶ 引自新华网：“美国政府 2008 财年财政赤字创记录”，2008 年 10 月 15 日。

⁷ 引自新华网：“美国政府 2009 财年第一季度财政赤字达 4852 亿美元”，2009 年 1 月 14 日。

⁸ 引自中国证券报：“美国会预测 2009 财年美财政赤字将创新高”，2009 年 1 月 8 日。

⁹ 以上数据引自 www.treasurydirect.gov。

¹⁰ 引自新华网：“美国 2009 财年财政赤字将突破 1 万亿美元”，2009 年 1 月 7 日。

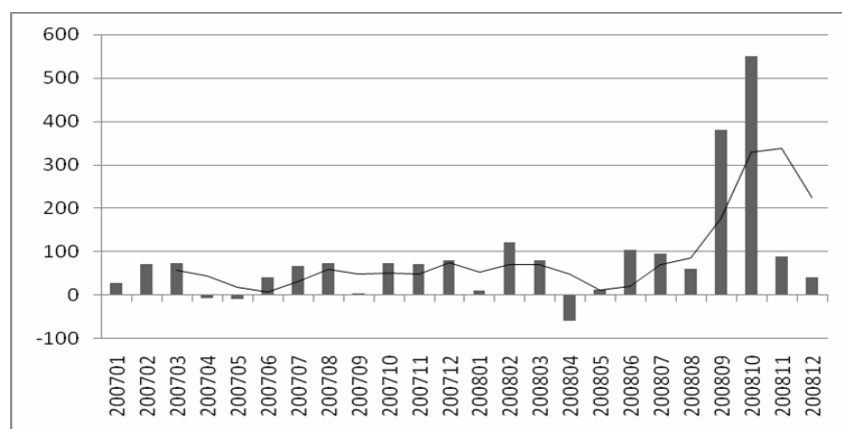
¹¹ 同脚注 9。

国债为财政支出融资的渠道，使得美国政府陷入融资困境。然而至少从目前来看，以上担忧尚未转变为现实。如图 11 所示，从次贷危机爆发以来到 2008 年 11 月底，除日本之外，其他主要的美国国债持有国依然在不断增持美国国债。尤其是自 2008 年第四季度以来，随着国际机构投资者去杠杆化进程的加快、日元与美元套利交易的终结，以及更多资金流向所谓的“安全港”资产，导致大量资金流入美国国债市场，显著压低了美国国债的收益率（图 12）。美国 3 个月国债收益率降至接近零的水平，而 10 年期国债收益率跌至 3% 以下。笔者预计，美国国债市场的火爆行情将持续到美国金融市场触底反弹、机构投资者去杠杆化进程结束之时。之后投资者的注意力将重新回到美国国债脆弱的基本面上来，美国政府通过发行低息国债进行融资的格局将难以维系。

美国政府用来为财政支出融资的第三条渠道是由美联储购买财政部发行的美国国债，这相当于直接印制钞票。而这必然导致美元发行过渡与美元贬值压力。事实上，即使不购买美国国债，由于自次贷危机爆发以来，美联储通过多种创新信贷机制向商业银行与投资银行提供了大量的流动性贷款，导致美联储的资产负债表规模迅速膨胀。例如，从两房被接管以及雷曼兄弟破产的 2008 年 9 月中旬到 2008 年年底，美联储的总资产就由 9500 亿美元左右猛增至 2.27 万亿美元，其中美联储贷款高达 2.22 万亿美元，包括直接持有的 4962 亿美元各类证券、4502 亿美元的期限拍卖贷款（Term Auction Facility, TAF）、5532 亿美元的中央银行流动性互换、3324 亿美元的商业票据融资贷款（Commercial Paper Funding Facility）、1878 亿美元的其他贷款等。¹² 尽管绝大部分美联储对金融机构的贷款均有抵押品，但由于抵押品的种类被显著放松，美联储的资产质量显著下降。一旦发生不良贷款，美联储很可能遭受严重亏损。

简言之，为应对次贷危机对美国金融市场与实体经济的冲击，美国财政部与美联储均积累了大量负债。当传统渠道（增发国债）不足以为这些负债融资时，美国政府将面临通过制造通货膨胀与美元贬值来缓解债务负担的强大激励。而一旦美国政府走上印刷钞票、制造通胀与美元贬值的道路，则全球货币体系将面临新一轮的源自中心国家的通货膨胀狂潮，持有大量美元储备的外围国家将遭受严重的资产损失。全球货币体系将迎来新的动荡局面，美元本位制则面临突然解体的危险。

图 10 美国国债的月度净发行额

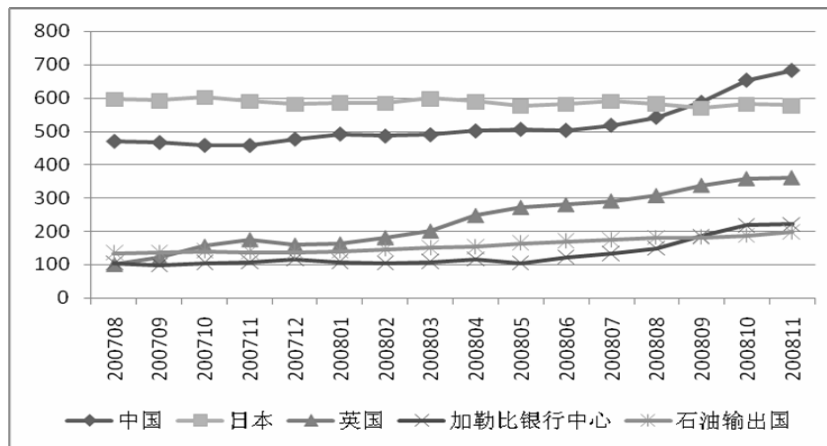


单位：10 亿美元。注释：实线为三个月移动平均线。

数据来源：www.treasurydirect.gov。

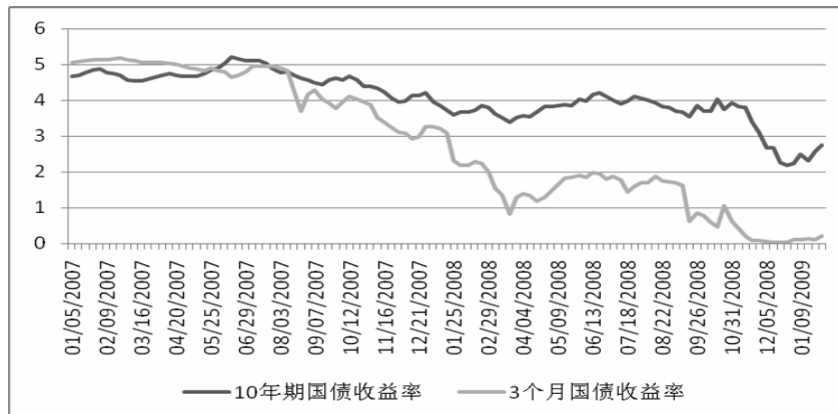
¹² 引自 Federal Reserve Statistical Release: H.4.1。

图 11 各国持有的美国国债余额



单位：10 亿美元。数据来源：US Treasury。

图 12 美国国债收益率



数据来源：Federal Reserve。

三、国际货币体系的演进方向

当前美元本位制的最大问题在于，美国持续的经常账户赤字导致净对外负债不断增长，造成其他国家对美国经常账户赤字的可持续性以及美元汇率的稳定性产生怀疑。次贷危机的爆发与深化导致美国政府动用了大量的财政与信贷资源用于救市，从而加剧了美国的债务负担以及美元贬值的可能性。因此，次贷危机的爆发可能加快国际收支失衡的调整以及国际货币体系的演变。

要调整当前的国际收支失衡，一方面需要相关汇率变动，即美元贬值与经常账户盈余国货币升值；另一方面需要重新平衡全球范围内的需求与储蓄，即美国居民应该压缩消费增加储蓄，东亚国家居民应该刺激消费降低储蓄。关键在于，这种必要的和不可避免的调整，是由政策协调来启动，还是由金融市场来启动。前者是由主要国家通过政策协调实施主动调整，后者是放任全球国际收支失衡继续发展下去，最终由金融市场上的突然情绪变化来触发被动调整。前者是渐进和可控的调整，而后者是爆发性与破坏性的调整。市场情绪主导的调整可能导致关键汇率与资产价格突然地和过度地变动、加剧国际贸易摩擦，并带来全球经济衰退 (Ahearne et al., 2007)。

张明(2007)讨论了全球国际收支调整的三条可能路径,这些路径目前仍均具有可能性:一是由金融市场来主导调整(即全球投资者突然大规模减持美元资产);二是顺差国在美国压力下实施集体升值,即达成新的广场协议;三是各国就成本分担机制达成实质性协议,从而主动实施国内政策调整。第一种情景意味着将现状一成不变地维持下去,但一旦调整起来破坏性很强,是最糟糕的一种可能;第二种情景意味着美国不进行结构性调整,而把调整负担完全转移给顺差国。这不能从根本上改变全球失衡的局面,结果无非是顺差国由东亚国家转变为其他国家而已,最终仍需进行调整;第三种情景对全球经济的可持续增长而言是最理想的,但意味着逆差国与顺差国均要进行痛苦的结构性调整,面临的政治阻力反而可能最大。全球国际收支失衡如何进行调整,是考虑世界各国政府集体行动智慧的一大挑战。

以下,我们将从中心—外围格局的变化与国际金融机构改革两个方面来讨论次贷危机后国际货币体系的演进方向。

即使次贷危机的爆发可能加快国际货币体系的演变,但从短期而言,国际货币体系很难发生重大调整。尽管美国金融市场与实体经济在次贷危机中遭受重创,但作为美元的潜在竞争对手,欧元区、英国、日本等国也遭受了次贷危机的冲击,欧元区和英国危机后的发展前景甚至比美国更差。这意味着,次贷危机在削弱了美国作为国际货币体系中心国的竞争力的同时,也削弱了美国潜在对手的竞争力。当下放眼全球,没有哪个国家的货币能够取代美元,更不用说有哪个国家的需求能够取代美国的需求。因此,很难期望国际货币体系在次贷危机结束后能够发生重大变化,甚至美元作为中心货币的地位被削弱的过程都可能是非常缓慢的。正如 Dooley 等所指出的,国际货币体系延续性的关键在于美国与管理汇率的新兴市场国家之间的关系。与很多经济学家预测的相反,外国中央银行和其他非居民投资者在次贷危机爆发后、美国国债收益率一路下降的情况下,依然在迅速积累美国国债。这说明次贷危机导致美元本位制全面崩溃的可能性很低,这种复苏的布雷顿森林体系从 2008 年起将至少再持续 5 年以上 (Dooley et al., 2008)。

从中长期来看,美元作为中心货币的地位将被逐渐削弱,欧元与亚洲货币(人民币、日元或者 ACU)的地位将会逐渐上升。美元独大的国际货币体系可能被美、欧、亚三种货币共同充当全球储备货币的格局所取代,即美元本位制可能让位于“全球金融稳定性三岛”。这种多中心货币的构架其实也更加符合全球多极化趋势(张明、覃东海,2005)。作为未来三大货币区中最弱的一环,亚洲需要在区域性货币金融合作方面迎头赶上。对于东亚地区这种经济异质性较强、存在重大历史遗留问题的地区,货币金融合作往往具有危机推动的特征。1997 年的东南亚金融危机催生了清迈协议这一双边性货币互换的制度性成果,而次贷危机的爆发则可能将东亚货币合作在此基础上再向前推进一步。将货币互换多边化、成立制度化的协调机构、将东亚储备库倡议做实、加快发展东亚区域债券市场,将是未来东亚货币合作的发展方向。而 2008 年 12 月签署的中韩、日韩双边本币协议,也标志着东亚国家在调剂资金余缺、共同面临外生性冲击方面进入了新的阶段。

进入 21 世纪以来,国际货币基金组织(International Monetary Fund, IMF)在国际货币体系中的地位日益衰落。新兴市场国家对 IMF 在东南亚金融危机期间的反映迟缓以及贷款条件性(Conditionality)非常不满。最近 10 年来,新兴市场国家纷纷积累起大量的外汇储备,以避免危机爆发时再度向 IMF 求助。新兴市场国家外汇储备的累积造成对 IMF 贷款需求的下降以及 IMF 财政收入的恶化。IMF 的贷款余额在 2003 年的顶峰时期达到 1102.9 亿美元,但截止 2008 年 9 月 30 日,IMF 的贷款余额下降至 177.2 亿美元 (Weiss, 2008)。这一时期内 IMF 还面临着来自新兴市场国家和贫困国家的指责。新兴市场国家认为自己在 IMF 中的份额不能反映其在全球经济中的相对地位;而贫困国家认为 IMF 的份额体系对穷国有偏见,不能反映穷国的声音,尽管这些国家是 IMF 的主要借款者。次贷危机的爆发对 IMF 构成了新的挑战:一方面,尽管担负着对各国进行宏观监测(Surveillance)的职能,IMF 却没

能预测次贷危机的爆发；另一方面，IMF 有限的资金规模对于危机救援而言无异于杯水车薪。相比于美国财政部 7000 亿美元的救市计划，IMF 在贷款力度最大的年度的贷款规模也仅为 300 亿美元 (Weiss, 2008)。

事实上，自 2006 年开始，IMF 已经启动了一系列的改革以维系自己在国际货币体系中的中心地位。其一，在 2006 年 9 月 IMF 的新加坡年会上，通过了被称为“份额与声音”的 IMF 治理改革计划。其核心内容一是增加新兴市场国家的份额，二是增前每个国家的基本投票权以充分反映低收入国家的权利 (IMF, 2007)；其二，自次贷危机爆发以来，IMF 推出了一系列新的贷款机制，以增强反映速度、将贷款与条件性脱钩。例如，在 IMF2008 年 10 月的年会上，IMF 激活了紧急融资机制 (Emergency Financing Mechanism, EFM)，该机制使得贷款可以在 48 至 72 个小时内得到批复。又如，IMF 在 2008 年 10 月计划推出短期流动性贷款 (Short-Term Liquidity Facility, SLF)，这一贷款的最大特点是没有任何政策条件性 (Weiss, 2008)；其三，IMF 计划扩展其宏观检测职能，特别是将更多的资源投入到对全球宏观经济与金融市场的多边监测上来，而非集中于第四条款下的双边监测。而要更好地实施多边监测职能，IMF 必须和一些负责对全球金融市场进行微观监管的国际金融机构加强合作，例如国际清算银行、巴塞尔银行委员会、金融稳定性论坛等；最后，为了增强 IMF 可动用的资源，IMF 有必要进行增资。最理想的情形是将 IMF 的增资与重新分配份额结合起来。这意味着 IMF 的新增资金应主要来自新兴市场国家，而新兴市场国家注入资金的前提又是 IMF 的现有治理结构必须改革。简言之，如果 IMF 的上述改革能够落到实处，一个份额分配真正反映了全球经济相对比重、负责对全球宏观经济与金融市场进行适时监测、具有充足资金储备的 IMF，无疑将在未来的国际货币体系中扮演更加重要的角色。

参考文献：

Ahearne, Alan, Cline, William R., Lee, Kyung Tae, Park, Yang Chul, Pisani-Ferry Jean and Williamson, John. “Global Imbalances: Time for Action”, *Policy Brief*, No. PB07-4, Peterson Institute for International Economics, March 2007.

Cline, William R. “The Case for a New Plaza Agreement,” *Policy Brief*, No. PB05-4, Peterson Institute for International Economics, December 2005.

Dooley, Michael P., Folkerts-Landau, David and Garber, Peter M. “An Essay on the Revived Bretton Woods System”, *NBER Working Paper*, No.9971, September 2003.

Dooley, Michael P., Folkerts-Landau, David and Garber, Peter M. “Will Subprime be a Twin Crisis for the United States”, *NBER Working Paper*, No.13978, April 2008.

Eichengreen, Barry. *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, Boston: MIT Press, 2007.

Gourinchas, Pierre-Oliver and Rey, Helene. “From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege”, *NBER Working Paper*, No. 11563, August 2005.

IMF. “Reform of IMF Quotas and Voice: Responding to Changes in the Global Economy”, No. 07/02, April 2007.

Kaminsky, Graciela and Reinhart, Carmen M. “The Center and the Periphery: The Globalization of Financial Turmoil.” *NBER Working Paper*, No. 9479, November 2001.

Milesi-Ferretti, Gian Maria. “Fundamentals at Odds? The U.S. Current Account Deficit and The Dollar”, *IMF Working Paper*, No. WP/08/260, November 2008.

Mussa, M. “Sustain Global Growth while Reducing External Imbalances,” in *The United*

States and the World Economy: Foreign Economic Policy for the Next Decade, Peterson Institute of International Economics, Jan 2005.

Roubini, Nouriel and Setser, Brad. “Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006”, unpublished manuscript, 2005.

Weiss, Martin A. “The Global Financial Crisis: The Role of the International Monetary Fund”, *CRS Report for Congress*, Order Code RS22976, October 30, 2008.

张明、覃东海（2005）：“国际货币体系演进的资源流动分析”，《世界经济与政治》，第 12 期。

张明（2007）：“全球国际收支失衡的调整及其对中国经济的影响”，《世界经济与政治》，第 7 期。

张明（2008）：“次贷危机的根源、演进及前景”，《世界经济与政治》，第 12 期。

张明（2009）：“次贷危机的扩散传导机制研究”，中国社会科学院世界经济与政治研究所，未发表工作论文。

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。