

【编者按】党的二十大报告指出“推动构建新型国际关系”“推动全球治理朝着更加公正合理的方向发展”。为更好地把握当前国际经济金融形势，探讨国际货币体系演变方向，2023年5月30日，中国国际金融学会组织召开“国际货币体系变革与全球治理”研讨会。研讨会共邀请3位专家，结合各自研究领域分享观点。现将专家发言整理刊发，以飨读者。

“去美元化”与国际货币体系变革

◎王晋斌 厉妍彤

摘要：美元货币体系内在矛盾、美国货币政策负面外溢性以及地缘政治格局深度演进要求国际货币体系变革。过去十年，国际货币体系已经发生了明显变化，货币多极化趋势逐步形成，美元货币体系的主导性地位开始减弱，这与“去美元化”趋势一致。经济多极化趋势和地缘政治格局变动已经带来美元和非美元货币之间的激烈竞争，世界已经开启了降低过度依赖美元所致风险的新局面，货币体系多极化成为历史的潮流。

关键词：“去美元化”；国际货币体系；地缘政治格局

中图分类号：F831 **文献标识码：**A

“去美元化”是降低美元在全球贸易投资中的份额，降低对美元的过度依赖，从根本上引起现有的国际货币体系变革。从国际货币体系的演进历史来看，每一次危机出现之后，国际货币体系都会发生一定的变化，以适应世界经济金融变化的新形势。

东南亚危机之后，2000年第九届东盟与中日韩“10+3”财长会议共同签署了建立区域性货币互换网络的《清迈倡议》，创建区域流动性安全保障机制，亚洲货币金融合作取得了重要进展。全球金融危机之后，世界经济进入“大平庸”周期，2013年中国提出了“一带一路”倡议，极大地推动了沿线国家和地区经济合作和货币互换。2015年亚洲基础设施

投资银行成立，作为首个由中国倡议设立的多边金融机构开始在国际舞台上发挥作用。2022年乌克兰危机爆发之后，“去美元化”出现了加速势头。以美国为首的西方发达国家“武器化”国际货币体系，严厉制裁俄罗斯，把俄罗斯排除在现有的美元主导欧元跟随的国际货币体系之外，这种巨大的系统性新风险助推了俄罗斯、东盟、中东以及拉美等部分经济体强调本币计价和结算的权益，开始探索并实施本币贸易计价、结算和清算体系，提高自身参与国际贸易和投资的安全性。

随着世界经济多极化趋势的深入发展，为了应对地缘政治复杂性和多变性所致的风险，各国都希望国际货币体系中寻求更大的自主权和安全性，以美元为主导的国际货币体系可能演变成由多种货币发挥关键作用的多极货币体系。

一、国际货币体系需要变革的原因

自布雷顿森林体系崩溃之后，在理论上，一直存在单一货币与多极货币之争。国际货币体系应该是单一货币还是多极货币，这是一个学术问题，与现实总是存在比较大的差异。单一货币体系强调了货币的网络和规模经济（Krugman, 1980；1984）；而多极货币体系可以更好地提供流动性，避免单一货币带来的负面外溢性，有助于降低系统性危机的

作者简介：王晋斌，中国人民大学经济学院党委常务副书记兼副院长，国家发展与战略研究院研究员；厉妍彤，中国人民大学经济学院博士研究生。

影响程度和频率 (Eichengreen, 2011; Emmanuel et al., 2011)。可见, 多极货币会损失规模经济, 而单一货币需要承受货币的负面外溢性和系统性风险。孰优孰劣, 难有定论。从历史的视角来看, 一个合意的国际货币体系必须有利于促进全球经济增长、有利于保持低通胀, 并有利于维护金融稳定。现有国际货币体系为什么需要变革, 主要有以下三个基本原因。

(一) 从特里芬“两难”到新特里芬“两难”

当前, 国际货币体系面临的内在矛盾已从固定汇率制度下的特里芬“两难”演进至浮动汇率制下的新特里芬“两难”。特里芬“两难”比较准确地预计到了固定汇率制度的崩溃, 因为美元的流动性和清偿性难以同时满足。新特里芬“两难”的含义与特里芬“两难”的含义相似, 是指美元流动性提供与美元信用之间存在“两难”。Pozsar (2011) 的新特里芬“两难”是指: 美元短期债券太稀缺不够用, 导致金融市场流动性不足; 太多则会被信任, 甚至被抛弃。Pozsar 的研究从对美国机构现金池的剖析入手, 视角很独特。机构现金池是指全球非金融公司和机构投资者 (如资产管理公司、证券贷款人和养老基金) 大型、集中管理的短期现金余额。这么多现金怎么办? 需要在安全性、流动性和收益性之间寻求平衡。机构现金池内生具有避免银行面临太多无担保风险的强烈倾向。短期美国政府债券或者政府担保的债券就是合意的资产选择。这种债券不能供给太少, 短期政府担保工具短缺, 机构现金池就会追寻其他私人担保金融工具。这种债券也不能供给太多, 太多导致债券价格会下跌, 甚至会被抛售。因此, 政府创造短期担保工具, 并且可以把持有这种债券作为管理影子银行体系的宏观审慎工具, 控制机构的流动性风险。Pozsar (2011) 的研究基于金融市场微观主体行为, 是很重要的。国际金融市场上任何一种能被市场广泛使用的金融工具都是市场长期选择的结果。但其研究具有局限性, 侧重于美国金融市场机构的数据, 不一定能够表达全球对美债的需求状况。

Gourinchas, Rey & Sauzet (2019) 提出了另一种新特里芬“两难”的表述, 其基本观点是, 随着

新兴市场经济体的崛起, 美国在全球产出中的份额以及它可以通过官方债务工具安全保证的全球产出份额必然会下降。随着美国产出在世界产出份额的不断下降, 美国不能无限期地成为世界安全资产的唯一供应者。美国国债是安全资产, 全球安全资产不够, 流动性不足会降低全球增长, 这也被相关研究所证实。同时, 由于美国在全球产出份额的不断下降, 美国将没有能力提供全球所需要的足够安全资产。因此, Gourinchas, Rey & Sauzet (2019) 的新特里芬“两难”是指: 在世界经济多极化背景下, 美国国债受制于其经济增长, 有明确上限 (债务总额), 不能全部满足全球对安全资产的需要。这个视角的新特里芬“两难”本质上也是指美债流动性提供与美债信用之间的两难。

两者的差异在于, Pozsar 的新特里芬“两难”主要是从微观主体的角度, 尤其是从金融机构对短期债券需求的角度出发, 研究了美国短期政府债券或者政府担保债券在机构现金池的流动性功能和信用功能。Gourinchas 的新特里芬“两难”则更强调从全球资金循环的角度和安全资产的角度出发, 认为若美国政府官方债务过多, 会出现不被市场信任和抛售的可能性; 债务太少又会导致全球产出下降, 进而影响全球融资和全球无风险资产收益率。前者注重金融市场微观主体风险管理行为, 后者侧重美国宏观风险管理框架的约束。从思考视角来看, 两者有互补性, 新特里芬“两难”是两种表述、一种含义, 都讨论了美元流动性与美元信用“两难”。

新特里芬“两难”准确解释了浮动汇率制度下, 美元货币体系的内在矛盾。从现实来看, 美债上限规模被不断突破。从 1917 年美国国会首次引入“债务上限”概念至今, 100 多年以来美国债务上限已经提高了 100 多次, 美债“软”上限是造成美国政府收不抵支膨胀的制度性缺陷, 也是导致美元信用下降的制度性缺陷 (王晋斌, 2023)。

(二) 美国金融周期的负面外溢性

从历史情况来看, 在美元主导的国际货币体系下, 美国金融周期曾多次产生负面外溢性。次贷危机之后, 出于深度反思金融的传染性及其破坏性的目的, 全球金融周期及其外溢性成为研究的热点之

一。Borio (2014) 将金融周期定义如下：金融周期是一种自我加强的、价值与风险之间以及风险态度与融资约束之间的互动，表现为繁荣和衰退。这些互动会放大经济波动，也可能导致严重的金融抑制和经济混乱。在美元主导货币体系下，美国从国内经济状态出发的货币政策改变了美国的金融周期，从而对全球经济金融产生了巨大的负面外溢性。

美国金融周期的负面外溢性主要是通过短期跨境资本流动渠道来传递的。谭小芬、虞梦微 (2021) 认为美国货币政策冲击是全球金融周期的重要驱动因素，并通过全球金融周期影响跨境资本流动。Fratzcher (2012) 对 50 个经济体资本流动的高频数据进行实证分析，发现推动因素主导了 2008 年全球经济危机期间的资本流动，而拉动因素主导了 2009 年资本流动。对于其他经济体来说，美国金融周期在“一推一拉”中，其负面外溢性就传递到世界其他经济体：美国吸收流动性导致其他经济体资本流出，造成汇率大幅波动风险，资产价格剧烈下跌，甚至出现金融危机；美国释放流动性带来美元流入新兴市场国家，推高资产价格，甚至出现资产价格泡沫风险。在下一次美国加息紧缩货币政策时，美元资金又从新兴市场流出，刺破资产价格泡沫，美国可以通过美元金融周期的转换获取外部投资净收益或称之为财富转移。

美联储如果采取激进的货币政策，会带来其他经济体外汇市场汇率“超调”。例如，在 2020 年 3 月的全球金融大动荡中，汇率“超调”几乎是普遍现象，大量货币出现了超出其经济基本面的贬值。汇率“超调”除了可能导致汇率危机和金融危机之外，也可能带来经济衰退动荡，导致贸易急剧下降，经常账户恶化。无论是从金融层面还是从贸易层面来说，美国以自我为主的货币政策带来的负面外溢性都可能对全球经济产生巨大影响，并且这些外溢性大部分不需要由美国自身承担，这是现有的国际货币体系饱受诟病的重要原因之一。

(三) 突破“双缺口”模型约束对“去美元化”有内生需求

从历史上来看，发展中经济体在发展进程中面临着“双缺口”约束，即外汇缺口和储蓄—投资缺

口。自 20 世纪 60 年代钱纳里提出“双缺口”模型以来，引进外资突破外汇缺口约束成为发展中经济体重要的经济战略。但事实是，在国内经济尚缺乏能力通过出口换取足够外汇，或者难以吸引到长期资本的背景下，大量发展中经济体往往通过债务获取所需要的外汇，这可能会带来债务危机，导致经济长期难以发展，抑制其参与国际贸易和投资的空间。20 世纪 90 年代拉美频繁出现的债务危机就是典型例子。

因此，如果始终依靠外部货币从事国际贸易和投资，当出口不足时就可能出现外汇缺口，降低一国参与全球贸易和投资的机会。反之，如果能使用本币进行贸易结算，甚至进行投资，就有可能打破“双缺口”约束，扩展本国在全球贸易和投资中的空间，有利于本国经济发展。因此，许多发展中经济体本身具备“去美元化”的内在需求。

二、“去美元化”出现阶段性加速的原因

2022 年乌克兰危机爆发，全球“去美元化”出现了加速态势。“去美元化”加速主要原因是新地缘政治关系深度演进加速了新地缘经济货币关系的变化。美国激进加息周期和疫情冲击导致全球贸易投资收缩也是助推“去美元化”的因素。

(一) 新地缘政治关系深度演进加速了新地缘经济货币关系的变化

从国际货币史的角度来看，地缘政治关系是支撑货币体系的重要因素。Eichengreen et al. (2019) 提出国际货币体系的“火星假说”，解释为什么日本、德国和沙特持有的外汇储备结构中基本都是美元，因为在安全上这些国家依靠美国。Weiss (2022) 提出了国际货币体系的“地缘政治假说”，截至 2021 年 12 月，与美国有共同防御伙伴关系的北约盟国、非北约盟国两类国家的政府持有美国安全资产约占外国政府持有安全资产总量的 55%。地缘政治因素已成为影响全球经济金融格局的重要变量 (陈卫东, 2022)。国际货币秩序是全球政治经济格局的延伸 (钟红、赵雪情, 2022)。这些研究侧重于从地缘政

治关系角度研究美元国际货币体系。

俄乌冲突显化了全球金融危机以来，全球地缘政治经济关系的矛盾和冲突，安全性成为各国宏观政策强调的重点。这种安全性在新一轮全球产业链的重构中体现出来，制造业“友岸”“近岸”外包趋势正在替代全球化分工原则下的外包方式。这种安全性也会在全球货币体系中体现出来，俄罗斯被排除在现有主要国际货币体系之外，暴露出现有国际货币体系对任何一个主权国家来说，都存在难以预计的重大系统性风险。

对于具有全球公共品属性的国际货币体系来说，如果以地缘政治关系作为其能否使用的标准，必将带来现有国际货币体系的变革，全球货币体系也将由此进入地缘大博弈时代。

（二）美国对外经济政策“政治化”导致美元流动性需求下降

国际货币基金组织（IMF）在 2023 年 4 月份《世界经济展望》中指出，全球金融危机以来，全球贸易进入了“慢全球化时代”。其重要标志是全球进出口占 GDP 的比例在 2008—2021 年间基本维持在 55% 左右，而该比例 1980—2007 年间上涨了几乎一倍。“慢全球化”叠加近几年美国升级逆全球化措施，降低了世界对美元贸易的需求。同时，随着全球地缘政治风险的上升，制造业回流趋势骤然增加。美国对外经济政策“政治化”，断供断链破坏了全球产业链的安全性，地缘经济碎片化风险将重塑全球贸易投资的地理格局，外国直接投资流动越来越集中在地缘政治友好或者结盟的区域或国家，一些新兴市场经济体和发展中经济体更容易受到外国直接投资转移的影响，地缘政治成本将显著降低产业链的长度，降低通过全球分工获得的经济效率，这可能会造成巨大的产出损失。

地缘政治冲突和区域割裂。地缘政治成本成为逆全球化的主要推手，这意味着全球经贸体系和产业链的市场分割，全球资本流动下降和产出下降会降低对主要货币储备的需求。在全球增长乏力的预期下，随着全球经济碎片化的加重，全球市场和货币会演进出多个市场、多个货币并存的格局，从而降低对美元的需求。

（三）疫情冲击和美联储激进加息导致全球美元流动性不足

过去几年的疫情冲击导致全球经济下行，商品和服务贸易萎缩，通过贸易获取外汇的空间大幅度被挤压，部分经济体出现了阶段性美元流动性不足。依据 WTO（Trade Forecasts）给出的数据，2020—2022 年全球货物贸易增速为 5.5%，年均 1.75%，而 2010—2022 年均增速为 2.6%。依据 IMF（COFER）提供的数据，从 2020 年第一季度到 2021 年年底，全球美元外汇储备仅增加了 3155 亿美元。

很多经济体希望通过加强贸易来复苏经济。在这样的背景下，减少对美元需求，寻求替代美元贸易结算方式的需求自然出现。随着部分经济体寻求替代性的支付货币以分散风险，不同经济体使用本币贸易结算就可以降低美元流动性不足带来的贸易约束，从而扩展不同经济体之间的贸易关系，并推动外汇储备多元化，减轻美元流动性不足带来的负面影响。

在世界经济逐步度过疫情冲击、期盼复苏的阶段，由于高通胀压力，美联储的货币政策由激进宽松快速转向激进紧缩，美国经济周期与世界很多经济体经济周期出现了非同步性，美元高利息导致资金回流，全球美元外汇储备快速下降，带来美元流动性不足。从 2021 年底到 2022 年底，全球美元外汇储备下降了 6144 亿美元。2022 年全球美元外汇储备下降的速度超过了 2020—2021 年全球美元外汇储备的积累速度，差额高达近 3000 亿美元。

从跨境借贷来看，美元在全球跨境借贷中的占比是最大的，2022 年第三季度到第四季度，美国之外的非银行美元跨境借贷都呈现下降趋势。2022 年第四季度整体借贷下降了 3.8%，其中，新兴经济体下降了 3.3%。无论是银行贷款还是以美元计价的证券都出现了下降，导致美国之外地区的美元流动性吃紧。

在全球金融危机之后，美联储选择性地与 5 个主要发达经济体央行签署了长期货币互换协议；2020 年 3 月金融大动荡后，签署该协议的国家增加至 14 个，大多是发达经济体或者所谓与美国关系友好的国家和地区。作为全球性的主导货币，美联储这种选择性的货币互换，既不能体现出国际货币体系的公平性，也不能体现出国际货币体系维护全

球金融稳定的内在使命。寻求新的国际货币流动性支持成为新兴经济体的理性选择。因此，美联储激进的加息政策也助推了全球加速“去美元化”。

三、“去美元化”背景下国际货币体系的新变化

近些年来，国际货币体系出现了一些新变化，这种新变化主要体现在储备货币多极化的深度演进，国际货币竞争日益严峻，美元货币体系的主导地位有所减弱。

（一）储备货币多极化深度演进，美元储备占比出现趋势性下降

依据IMF（COFER）的数据，截至2022年年底，美元在全球外汇储备中的占比降至59%以下，达到1995年以来的最低值（58.58%）。2023年第一季度回升至59.02%，处于60%以下。IMF的一项研究表明，在过去几年中，非传统储备货币在国际外汇储备中取得了重要进展，2021年全球非传统储备货币在全球储备中的占比首次超过了10%，表明储备货币多极化的局面已经拉开帷幕（Arslanalp et al., 2022）。从具体统计数据来看，IMF统计口径是以分配的外汇储备占比来表示有储备币种的储备比例。在2017—2018年之前，未分配储备在总储备中的占比高达30%~40%；2018年之后，已分配外汇储备占比达到90%以上，数据的准确性更高。非传统储备货币在2021年超过10%，预示着储备货币多极化的趋势已经形成。

与疫情前相比，近几年全球储备货币多极化意愿进入了加速期。与2019年相比，截至2022年年底，美元在全球已分配外汇储备的占比下降了2.4个百分点，欧元占比下降了0.12个百分点，日元下降了0.3个百分点，英镑和加元分别上升了0.3和0.52个百分点。美元指数中的瑞士法郎在全球外汇储备中占比小，2022年年底仅为0.23%，但相比2019年年底占比0.15%上升的幅度很大，达到了52.5%。与此同时，非美元指数中的重要货币，如人民币和澳元在全球外汇储备中占比均出现了明显的上升。2022年年底人民币和澳元在全球外汇储备中的占比

分别为2.69%和1.96%，比疫情前提高了0.75个百分点和0.26个百分点，人民币在全球外汇储备中占比上升最大。这也凸显了人民币正在被越来越多的国际投资者持有和使用，我国的货币影响力逐步与经济和地缘政治影响力匹配起来，人民币作为储备货币还有很大的成长空间。

（二）美元在全球贸易结算中占比尚未出现趋势性下降

IMF最近一项研究表明，美元在全球贸易结算中的比例从2010年30%多上升至目前的40%，相较2015年的高点45%有所下降，但仍处在比较高的水平（Perez-Saiz et al., 2023）。欧元占比在2015年的下降幅度比较大，跌破30%，与之对应的是美元占比的上涨。依据SWIFT的数据，2023年5月美元在贸易结算中占比42.60%，欧元占比31.70%，美元在全球贸易中占比尚未出现趋势性下降。

（三）国际投资者持有美债数额的波动性加大

依据美国财政部的数据，国际投资者持有美债的数量在2021年年底达到历史高点约7.74万亿美元。在这一轮美联储激进加息周期中，国际投资者持有的美债数额出现了较大波动。从2021年年底到2022年10月，国际投资者持有美债数额下降了0.6万亿美元，这可能是国际投资者减持和美债估值下降共同作用的结果。截至2023年5月，随着美联储加息接近尾声，一些投资者进行了美债抄底，持有美债数额回升至约7.53万亿美元。近期一项研究支持了传统的关于美债的购买者是价格无弹性购买者的假说，国际投资者持有美债是为了获取美债高流动性带来的便利服务（Zhengyang Jiang et al., 2022）。依据达拉斯分行的数据，2023年6月美国可流通国债账面价值浮亏再次突破1.8万亿美元（达到1.812万亿美元），国际投资者持有可流通美债的占比基本维持在30%左右。值得关注的一点是，2023年3月国际官方投资者持有美债在国际投资者持有的占比中首次跌破50%（49.97%），这一数据与疫情前的2019年年底相比下降了近10个百分点。目前美债的国际持有结构基本是国际官方和非官方

持有各占一半，非官方持有占比的上升会加大国际投资者持有美债数额的波动性，非官方投资者对利率变动具有更高的敏感性。

（四）美元在全球外汇、衍生品市场仍占主导地位

根据 BIS 每三年一次的调查数据，2010 年美元在全球外汇市场的交易量占比为 84.9%，2022 年的占比为 88.4%。按照整体 100% 来换算，美元占比在 44.2% 左右。与历史数据相比，当前美元在全球外汇市场的占比还处于高点。

从美元在衍生品市场交易量和占比的变化来看，美元在衍生品市场的交易量占比从 2010 年的 31.8% 提升至当前的 43.5%，相较 2016 年和 2019 年的 50% 有明显下降，但仍处于较高水平。欧元占比达到 33.5%，也比较高。在外汇市场上，美元比欧元强势很多，但在利率衍生品市场上，欧元和美元的差距缩小了不少。总体来看，美元是一种高度金融资产化的货币，在全球外汇、衍生品市场仍占主导地位。

（五）美元货币体系“过度特权”出现了一定的阶段性收缩

通过金融账户投资收益弥补对外贸易赤字意味着美国需要更加依靠美元体系的“过度特权”。美国通过大规模发行国债为财政赤字融资，同时为全球投资者提供美国国债作为安全资产，美国这种以低利率全球融资再到全球投资赚取高收益的结构性投融资模式，称为美元货币体系的“过度特权”（Gourinchas & Rey, 2005）。“过度特权”带来的投资收益可以在一定程度上对冲美国对外贸易赤字，降低美元外部赤字的信用风险。美国依靠美元霸权体系，通过大规模的财政赤字货币化，帮助美国经济从全球金融危机和疫情危机两次大危机中走出来，美元霸权体系走上了一条过于依赖美元“过度特权”支撑才能续行的路径。

两次大危机中，美联储总计为美国财政赤字融资超过 5 万亿美元，透支了美元信用。依据美国经济研究局（BEA）的数据，2007 年年底美国对外投资净头寸仅为 -1.66 万亿美元。两次危机冲击后，2021 年年底美国对外投资负净头寸扩大至的历史峰

值 18.12 万亿美元。2022 年年底减少至 16.17 万亿美元，2023 年第一季度为 16.75 万亿美元。美元货币体系“过度特权”出现了一定的阶段性收缩，主要原因是国际投资者对美债需求出现了边际递减，迫使美元货币体系的结构性价杆出现了阶段性收缩。

（六）美元在全球汇率制度安排中的作用有所下降

每年 7 月 IMF 会发布关于全球汇率安排的报告。从 2022 年发布的报告来看，2013—2021 年期间全球货币盯住美元的货币占比下降了 3.8 个百分点，目前仍有 19.2% 的货币盯住美元。同一时期，全球货币盯住欧元的占比从 14.1% 下降至 13.5%，下降幅度低于美元。美元还是全球货币汇率制度安排中盯住货币最多的，但美元在全球汇率制度安排中的作用有所下降。

四、“去美元化”下美国的新动向

两次大危机加速透支了美元体系“过度特权”的信用，全球出现了“去美元化”浪潮。美国为了维护美元霸权，正在通过政策变化试图修补信用透支的美元体系“过度特权”。从美国近几年采取的对内对外政策来看，主要包括以下几点。

（一）贸易逆全球化与金融全球化并重的战略

2022 年美国贸易赤字总量再创新高。2022 年第一季度至第三季度美国金融账户从全球净借入 6821 亿美元，美国作为全球风险资本家的性质不会改变。美国需要继续通过金融全球化获取投资收益来降低经常账户逆差总量不断扩大的压力，维护美元信用。

2022 年乌克兰危机暴露了美元霸权的金融武器化行为，但对美国金融全球化战略影响不大。依据美国财政部的数据，俄罗斯在 2010 年 10 月持有 1763 亿美元美国国债，2018 年年底只持有 132 亿美元，到了 2019 年基本清空了持有的美国国债。俄罗斯被排除在美欧主导的国际金融体系之外后，天然气卢布定价机制帮助俄罗斯稳定了金融和外汇

市场。由于俄罗斯与欧洲经济金融关系更为密切，以及俄罗斯在全球经济中的影响力受到经济总量约束，俄罗斯并不是美国跨境投资获取收益率的合意场所，对俄罗斯的制裁不会显著影响美国的金融全球化战略。美国一直在谋求其他主要贸易伙伴（如中国）实施金融账户自由化。

在关税战无法降低美国贸易赤字的情况下，制造业回流成为美国降低对外贸易赤字的基础方法。2021年以来美国推出的《基础设施建设法案》《芯片和科学法案》《通胀削减法案》都是通过补贴等措施鼓励“美国制造”的逆全球化行为。美国希望采取金融全球化与贸易逆全球化并重的措施来提高美国金融和实体经济的竞争力，增加美国就业岗位，降低美国对外贸易赤字扩大对美元信用的损害。

（二）构建石油 + 芯片双商品支柱的美元商品货币体系

随着世界经济多极化趋势不断深化和地缘政治格局演进，“石油美元”出现了一定的松动。伊朗等产油国部分放弃美元计价，俄罗斯采取天然气卢布结算等都可以视为“石油美元”的部分瓦解。美国通过芯片联盟等方式收紧了芯片技术、设备和高端芯片的出口，试图阻碍其他国家发展高端芯片。“芯片美元”将成为继“石油美元”之后支撑美元霸权的又一个重要商品支柱。石油是基础能源的代表，芯片是高科技的代表，美国正在构造石油 + 芯片双商品支柱的美元霸权体系。

（三）以地缘政治重构产业链降低对中国的依赖

贸易顺差是我国外汇储备和对外投资的基础。美国是我国贸易顺差重要来源国。依据我国海关的数据，2021—2022年我国出口到美国商品占我国出口商品的比例分别为17.1%和16.2%，但对美贸易顺差占当年总顺差的比例分别高达58.6%和46.1%。而2021—2022年美国对我国年均差不多4000亿美元的贸易逆差，占据了同期美国年均商品贸易逆差的约35%。

美国商品贸易逆差超过1/3来自我国，过度依赖中国商品造成了美国对中国的担忧。在全球强调

产业链安全性的背景下，美国以“去风险化”为借口打压中国产业链。制造业回流、“近岸”以及“友岸”外包成为美国加强产业链安全性的重要举措。2022年美国取代中国成为欧盟（不包括英国）和印度第一大贸易伙伴，以及2023年中国对美国出口出现了明显下降可能是美国制造业回流的一个迹象。

（四）重构地缘政治关系试图维系美元霸权体系

2008年11月15日二十国集团（G20）在美国华盛顿举行第一次峰会，峰会就各国合作应对全球金融危机、维护世界经济稳定达成重要共识。2009年9月举行的匹兹堡峰会将G20确定为国际经济合作的主要论坛，标志着全球经济治理改革取得重要进展。但从特朗普高举“美国优先”的对外政策后，G20集团开始出现分化，尤其是2022年2月俄乌冲突升级以来，G20成员之间的分化明显加深。2022年11月15—16日G20领导人第十七次峰会在印尼召开，峰会主题为“共同复苏、强劲复苏”，在全球大通胀的背景下，全球宏观政策，尤其是货币政策没有展现出任何合作迹象。G20成立本来为国际社会共同应对经济危机、推动全球治理机制改革提供了新动力和新契机，促使全球治理开始从“西方治理”向“西方和非西方共同治理”转变，以反映全球经济多极化的客观现实和趋势，但从目前来看面临着巨大的挑战。

拜登上台以后，美国在对外关系上向G7回归，向盟友回归，这也促使了全球经济向特定的区域化发展，如以美国为首的印太经济框架、“芯片”联盟等。发达经济体在加速经济区域化或者跨区域化发展，强化自身产业链的安全性和竞争力，试图维持既有的利益格局，阻碍经济全球化的发展。乌克兰危机后北约的“复活”、重返亚太战略、非洲战略调整、主导强化G7对外作用等，都表明美国想通过地缘政治关系的变化继续维持美元霸权体系。

五、“去美元化”背景下国际货币体系的未来

美国要维持美元霸权地位，但美元体系本身存

在的问题以及外围经济体对美元需求的改变推动着美元货币体系变革。未来的国际货币体系将何去何从？本文认为货币多极化的趋势不可改变。全球经济多极化是全球政治多极化的基础，也是货币多极化的基础。依据IMF（WEO）的数据，2022年新兴市场和发展中经济体经济总量在全球经济总量中的占比接近44%。世界经济多极化趋势和支撑国际货币体系地缘政治格局的深度演进会持续推动国际货币体系向多极化转变。但中短期中难以出现一个更加分散的国际货币体系，新技术的影响仍然非常不确定，国际货币体系向多极化转变的趋势不会逆转（Perez-Saiz et al., 2023）。鞠建东和夏广涛（2020）提出长期中美元、欧元、人民币三足鼎立的国际货币新体系将最终形成。

我们也要看到，全球外汇储备进入以存量结构调整为主的阶段，多极化货币进入激烈的竞争阶段。依据IMF（COFER）的数据，近年来全球外汇储备正在发生结构性变化，总量几乎没有变化。2023年第一季度全球外汇储备为12.04万亿美元，较2020年的12.70万亿美元有明显下降；2023年第一季度全球已分配的外汇储备为11.15万亿美元，较2020年的11.87万亿美元也有明显下降。1995—2012年，伴随全球化快速发展，全球外汇储备总量快速上涨，2014年以来全球外汇储备的总量基本维持了动态平衡。在存量调整期多极化货币竞争将更加激烈。2016—2022年，美元在全球外汇储备中的占比下降了7个百分点，平均每年下降1个百分点。美元损失的份额由其他货币分享，其中人民币分享的比重最大，达到了1.61个百分点。在过去几年中，人民币是全球外汇储备占比上涨最快的单一货币。美元指数中，欧元、日元、英镑、加元、瑞士法郎分享了5个百分点，占美元下降的7个百分点中的70%。可见，美元和美元指数中的货币作为一个全球金融市场上的货币定价利益集团，即使在2023年第一季度依然占据了全球可分配外汇储备比例的91.8%，主要发达经济体的货币在全球外汇储备中仍然具有垄断性。

以人民币为代表的新兴货币在国际舞台上的作用逐步增加。自人民币2016年加入SDR以来，2022年人民币在SDR篮子货币中占比上升至12.28%，体

现出人民币在全球贸易结算中的重要性不断提高。中国正在有序推进人民币国际化，逐步匹配经济和地缘政治影响力与货币影响力。从历史上看，人民币国际化是侧重以贸易为基础的国际化。多年以来中国是世界第一大出口国和第二大进口国，但是以人民币计价的资产和负债在全球占比依然较低。除非发生极端情形，中国应该适当加快资本账户开放步伐（张礼卿，2021），中国需要更灵活的汇率政策（管涛，2022），这些都有助于人民币国际化。曹远征（2021）指出人民币国际化是基于客观现实的资本项目本币“先流动，后兑换”的特殊制度安排，并因此有别于一般经济体资本项目开放就是本外币全面可兑换的传统路线。在有序推动人民币国际化的过程中，中国坚持金融账户的审慎管理和渐进开放，同时加大贸易以人民币计价结算，扩大对外开放，在稳中求进总基调下有序推进人民币国际化。

某货币若想成为具有影响力的国际货币，要深度思考成为国际货币需要担负的计价、交易和储藏功能，提供相应的制度安排促进货币的基本功能在全球范围内便利地实现。货币多极化的出发点是追求各自经济一货币功能权利的实现，长期来看，货币国际化是国际市场竞争与选择的结果。地缘政治影响力、稳定的物价水平、高质量的增长与开放，以及提供安全资产的能力等，都会影响国际市场对该货币的选择。

在思考“去美元化”与国际货币体系变革问题上，要厘清“去美元化”和“不要美元”之间的重大差异。“去美元化”是要降低对美元的过度依赖。“过度依赖”和“过度特权”是美元货币体系作为一枚硬币的正反面，世界降低对美元的过度依赖就会约束美元货币体系的“过度特权”，降低美国财政赤字货币化和“美元潮汐”对世界经济带来的负面外溢性。“去美元化”的过程需要依托美元背书。在信用本位下，任何一种货币都需要其他重要货币为自己的定价背书，美元指数就是通过其他六种货币为自己的定价背书（王晋斌、厉妍彤，2021）。因此，要清醒地认识到，“去美元化”不是不要美元，而是要降低过度依赖美元可能导致的风险，包括地缘政治的制裁、美国金融周期的负面外溢性等。在美元还是主导货币的条件下，其他国家的货币要

和美元币值保持相对稳定，需要美元为其货币在国际市场上进行背书和定价。长期来看，如果一国的物价和购买力稳定、金融市场发展得更好、能为全球提供更好的安全资产、市场也很大，其货币成为国际货币只是时间问题。国际货币体系的演进是一个长期过程，“去美元化”也是大势所趋，它有助于建立一个多元化的、相对平衡的货币体系，从而适应世界多极化发展的趋势。

尼克松时期的美国财长康纳利曾说：“美元是我们的货币，却是你们的问题。”世界一次又一次被美元的傲慢所伤害。历史一再证明，美国聚焦国内经济的宏观政策带来的“美元潮汐”对全球经济产生了显著的负面外溢性。降低对美元的过度依赖是降低被其伤害的根本措施。乌克兰危机爆发以来，美元货币体系的“武器化”大大加深了国际社会对使用美元货币体系安全性的担忧，世界开启了降低对美元过度依赖的新局面，这会加快全球货币体系多极化趋势的持续演进。

参考文献：

[1] 曹远征．大国模型下的金融开放及主权货币国际化的思考[J]．国际经济评论，2021（1）：76-86+5

[2] 陈卫东．地缘冲突背景下全球经济金融格局演变[J]．国际金融，2022（10）：11-12

[3] 管涛．人民币国际化需要灵活的汇率政策[J]．中国外汇，2022（8）：4

[4] 鞠建东、夏广涛．三足鼎立：中美贸易摩擦下的国际货币新体系[J]．国际金融研究，2020（3）：3-12

[5] 谭小芬、虞梦微．全球金融周期与跨境资本流动[J]．金融研究，2021（10）：22-39

[6] 王晋斌、厉妍彤．美元指数：国际货币体系利益格局的政治经济学[J]．国际金融，2021（12）：46-58

[7] 王晋斌．美债“软”上限[R]．中国宏观经济论坛(CMF)，2023-05-25

[8] 张礼卿．对中国资本账户开放进程的一些观察与思考[J]．国际金融，2021（11）：55-58

[9] 钟红、赵雪情．后疫情时代人民币国际化：机遇与前景[J]．银行家，2022（8）：15-19

[10] Arslanalp S, Eichengreen B and Simpson-Bell C. Dollar Dominance and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies[R]. IMF, Blogs, 2022

[11] Borio C. The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?[J]. Journal of Banking & Finance,

2014, 45 : 182-198

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

[13] Eichengreen B, Mehl A and Chițu L. Mars or Mercury? The Geopolitics of International Currency Choice[J]. Economic Polic 2019(4):315-363

[14] Emmanuel F, Gourinchas P and Rey H. Reforming the International Monetary System[R]. CEPR & Conseil d'Analyse Economique E-book, 2011

[15] Fratzscher. Capital Flows, Push Versus Pull Factors and the Global Financial Crisis[J]. Journal of International Economics, 2012, 88: 341-356

[16] Gourinchas, Pierre-Olivier, Rey H. From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege[R]. NBER Working Paper, No. 11563, 2005

[17] Gourinchas Pierre-Olivier, Rey H and Sauze Maxime. The International Monetary and Financial System[R]. NBER Working Paper, No. 25782, 2019

[18] IMF. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2021[R]. 2022

[19] Krugman P. Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange[J]. Journal of Money, Credit, and Banking, 1980: 513-526

[20] Krugman P. The International Role of the Dollar: Theory and Prospect, in J Bilson and R Marston (eds.) [M]. Exchange Rate Theory and Practice, University of Chicago Press, 1984

[21] Perez-Saiz H. Longmei Zhang and Iyer R. Currency Usage for Cross Border Payments[R]. IMF, Working Paper, No. 72, 2023

[22] Pozsar, Zoltan. Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System[R]. IMF Working Paper, No. 190, 2011

[23] Weiss C. Geopolitics and the U.S. Dollar's Future as a Reserve Currency[R]. Fed, International Finance Discussion Papers, No. 1359, 2022

[24] Zhengyang Jiang, Arvind Krishnamurthy and Hanno Lustig. The Rest of the World's Dollar-Weighted Return on U.S. Treasury[R]. BER Working Paper, No. 30089, 2022

（责任编辑：辛本胜）