

# 中国应引领全球 货币体系第三次寻锚

全球货币体系在 2008 年全球金融危机后开启第三次寻锚和相应的大调整。中国如果能够参与并引领第三次寻锚的相关谈判，将会成为被全世界认可的又一个标志性经济金融强国。

文 | 黄海洲

自 2008 年发生百年一遇的金融危机以来，全球经济仍然面临严重、持续的低增长和低通胀。9 年多来，尽管许多国家在货币政策、财政政策等方面尽了巨大努力，有些国家甚至把货币政策用到极限，不惜使用负利率政策，但全球经济仍然复苏乏力，一些货币大幅度贬值，不少国家面临巨大通缩压力。

全球货币体系需要稳定的货币作为“锚”。如果我们把“百年一遇”的危机和全球货币寻“锚”联系起来考虑，可以得出一个有意思的推论：在脱离了金本位以后，全球货币体系曾经找到过两次“锚”，分别是 1929~1945 年和 1971~1987 年，这两次寻锚以及随后的全球经济繁荣后，全球货币体系在 2008 年全球金融危机后开启第三次寻

锚和相应的大调整。中国如果能够参与并引领第三次寻锚的相关谈判，将大有可为。

## 大萧条与第一次寻锚

20世纪1929~1933大萧条发生时，全球面临的主要问题是产能过剩和通货紧缩。美国标普500指数下跌了90%，1933年的美国GDP仅为1929年的1/3，缩水70%，失业率上升到25%，有9000家金融机构倒闭。为应对大萧条，各国采用了一系列政策，一方面货币争相贬值，一方面大搞财政刺激，罗斯福新政和凯恩斯主义都是例子。由于各国采取的经济政策基本上是以邻为壑，这大大加剧了国家之间的矛盾，甚至在一定意义上，直接或者间接地导致了第二次世界大战爆发，最终以英、美、德、日、法五大经济强国中的四个被夷为平地为代价完结。

也就是说，第一次全球货币和金融体系的大调整从1929年大萧条开始算起，此次寻锚过程持续了16年，中间更是经历了惨烈的第二次世界大战。此后，全球经济复苏和繁荣从1945年到1971年持续了26年。

二战将近结束时，美国替代英国成为了全球货币和金融体系的领导者。1944年美国GDP占全球的50%，黄金储备占全球的63%，作为全世界最大的经济体和最大的黄金储备国，主导世界开始寻锚，并在1944年建立了布雷顿森林体系——美元与黄金挂钩、各国货币与美元挂钩，美元成为了全世界的唯一支付清算货币。

布雷顿森林体系的建立，稳定了美元币值以及全球货币体系和金融体系。全球货币体系稳定后，经济运行也趋于平稳，全球贸易平稳增长。1948年，全球出口金额为580亿美元，而至布雷顿森林体系解体的1973年金额为5800亿美元，26年间总额增长10倍，复合增长率约为15.5%，且增速波动并不大。在此期间，美国、日本等主要工业国股市也处于稳定的上行周期中。

## 10年期美国国债收益率走势



数据来源：万得，彭博，Haver，中金公司研究部

布雷顿森林体系的建立，在特殊的历史时期对全球经济和资产价格都起到了很大的推动作用，但其与生俱来的固有缺陷随着时间的推移和变迁开始逐渐显现，即所谓的“特里芬难题”。

“特里芬难题”是指，一方面，在布雷顿森林体系下，各国使用美元作为国际贸易结算和储备货币，为了向全球提供美元储备，美国必须长期保持贸易逆差。但另一方面，美元作为国际储备货币的核心前提是美元必须保持币值的坚挺，而这又要求美国保持贸易顺差。否则一旦外国持有的美元超过美国的黄金储备，将引发投资者对美元兑换黄金信心的动摇。这两个要求是相互矛盾的，从而成为布雷顿森林体系的固有缺陷。

从实施过程来看，在布雷顿森林体系建立前期，为帮助欧洲和日本等国家获取美元，美国先后推出针对欧洲的“马歇尔计划”和针对日本的“道奇计划”，为各国进口原材料提供美元资助，从而使得这些国家出口得以恢复，也能够进一步

布雷顿森林体系的建立，在特殊的历史时期对全球经济和资产价格都起到了很大的推动作用，但其与生俱来的固有缺陷随着时间的推移和变迁开始逐渐显现，即所谓的“特里芬难题”。

直到 1985 年广场协议和 1987 年卢浮宫协议的签订，新的全球货币秩序才建立起来。这是大萧条后第二次全球货币和金融体系大调整。

获得贸易结算和储备所需要的美元。其中德国和日本在出口和获取美元方面最为成功，但这也为美元体系埋下了危机的种子。

### 滞胀与第二次寻锚

1971~2008 年为全球经济的第二个寻锚和锚定周期，前后 38 年，调整期间全球经济经历严重滞胀。

由于特里芬难题的存在，到 1960 年，美国的黄金不再充裕，1962 年美国开始推行双轨制，一方面各国央行间维持着 35.20 美元一盎司的黄金美元官方比价，另一方面黄金价格在自由市场上开始浮动，双轨制运行了将近 10 年。1971 年，由于美国国内经济增长疲软、对外战争等因素，尼克松政府不得不宣布黄金与美元脱钩。1973 年，布雷顿森林体系正式瓦解，直到 1985 年广场协议和 1987 年卢浮宫协议的签订，新的全球货币秩序才建立起来。这是大萧条后第二次全球货币和金融体系大调整。

从 1971 年美元与黄金脱钩开始到 1987 年卢浮宫协议签订，此次寻锚过程也恰好持续了 16 年。期间，全球经济出现了严重滞胀，资产价格发生巨大的波动。解决之道则是通过稳定汇率和治理通胀双管齐下：在汇率方面，美、英、法、德、日五国集团于 1985 年经过谈判达成广场协议，以日元、马克升值为代价，逐渐使美元汇率稳定下来；在通胀方面，美联储时任主席沃尔克自 1980 年开始大幅提高利率——美国当时的 CPI 高达 16%，而美联储基金利率被调高到 20%——这些政策导致自大萧条以后美国 1982~1983 年最严重的经济衰退。然而两年之后美国的通胀预期又再次抬头，美元贬值是直接原因。

对外贬值和对内通胀是货币的两个面。对开放的经济体而言，不解决对外贬值的问题，也就无法解决对内通胀。1985 年达成的广场协议，成功解决了对外贬值的问题，虽然是以日元和马

克升值，尤其是日元对美元的大幅升值来实现的，但是到 1985~1987 年，全球货币体系又找到了新的锚。新的锚以美元为主，而日元、马克等货币（尤其是 G5 集团国家的货币）也在其中扮演重要的角色。此后，全球经济增长步入了黄金增长 21 年，即 1987~2008 年。

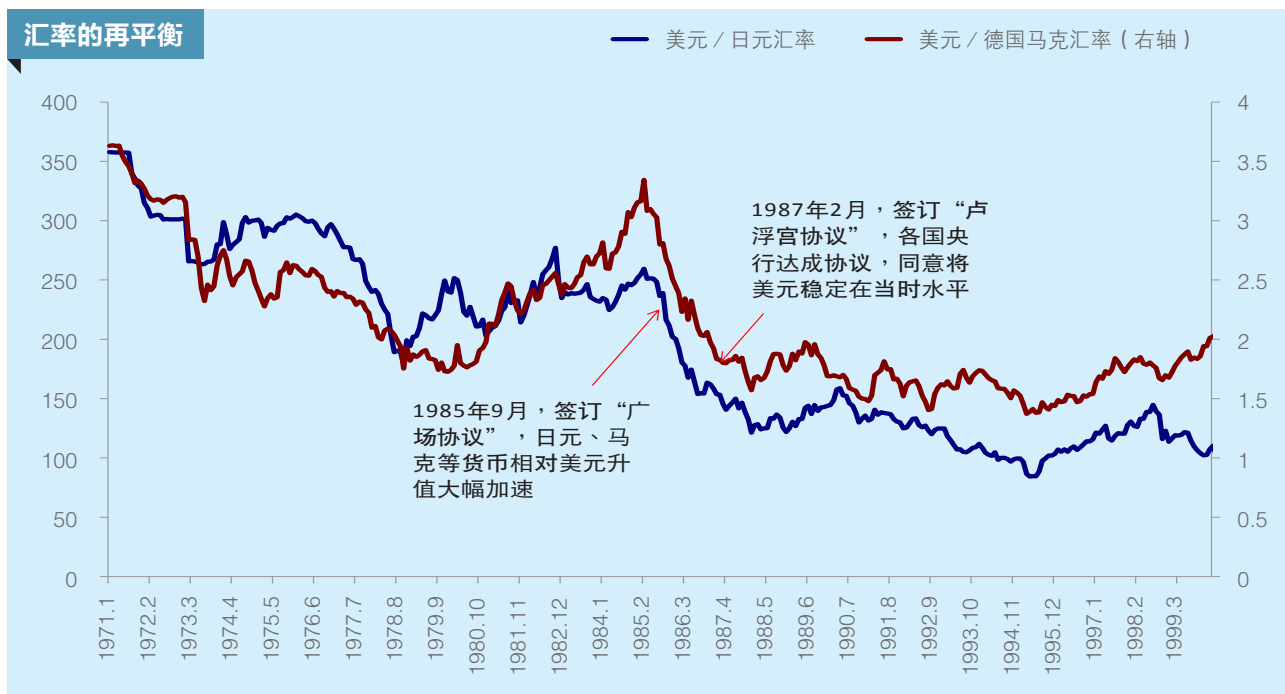
中国的改革开放也得益于这二十余年相对稳定的外部经济和金融环境。但 2001 年中国加入世界贸易体系打破了这一宁静。以中国为代表的亚洲新兴市场国家向美国出口商品，而随后将资金再回流到美国国债等金融资产，被称为新布雷顿森林体系。随着美国贸易赤字不断变大，全球失衡加剧，对这一体系可持续性的怀疑再次导致美元贬值。直至 2014 年开始随着美联储重启加息周期临近，美元转为走强，市场也转而担心美元超调过度走强，呼吁签订新“广场协议”以抑制美元升值。

### 中国角色与第三次寻锚

全球货币寻锚和锚定的第一个周期是从 1929 年到 1971 年，第二个周期是从 1971 年到 2008 年。即每 40 年为一个周期，第一个周期以全球通缩开始，以全球通胀结束；第二个周期以全球通胀开始，以全球通缩结束。在经历了通缩、通胀再到通缩后完成了一个长为 80 年的全周期，即 1929~2008。2008 年全球金融危机开启第三次寻锚和八十年一次的大调整，由于各国各自为政的策略难以为继，现在面临的困难比 1971~1985 年更大，与 1929~1944 年有更多类似——通缩，美元走强，其他货币则较弱势。

从历史的辩证角度来讲，现在不可能是简单地重蹈 1929~1944 年间的覆辙，而是螺旋式上升、波浪式前进。各主要国家之间如果协调不好，全球经济将面临较大的风险，最后的调整结果也不太可能只是最强货币一枝独秀。

有能力开启并主导全球货币体系新谈判的国



家不是很多。考虑过德国、日本、英国的财政和货币政策现状之后，不难发现，全球拥有谈判筹码的主要国家是美国和中国。要成为“主要国家”必须具备两个重要条件：第一是货币政策和财政政策还有较大的空间，第二是货币政策和财政政策之间形成较好的协调机制。我们应加强国际合作和协调，中美之间加强协调大有文章可做。

对于势在必行的全球货币第三次寻锚，中国如何应对、布局、参与、引领？1945年，中国参与雅尔塔会谈并签署相关协议，确保了中国的二战战胜国地位——联合国常任理事国和IMF重要股东。1985年，德国和日本参与了广场协议会谈并签署了相关协议，标志着他们从二战的战败国晋升为战后经济金融强国。

展望未来，货币体系将出现“多极（主要是中美两国）联手，多币无金，体系改进，浮动汇率，增加目标（通胀以及GDP目标）”的状态，这不会一蹴而就，但总归会到来。中国已经是世界第二大经济体，是全球最大的出口国，也是美国最大的贸易逆差来源国，具有巨大的影响全球货币体系的能力；人民币加入SDR篮子之后，在全球扮演的角色越来越重要；从贸易结算来看，虽然目前人民币贸易结算币种尚小，但是上升势头很快。中国成为被全世界认可的又一个标志性经济金融强国指日可待。☐

（作者系中金公司首席策略师、董事总经理、管理委员会成员；本文根据作者在中国政法大学金融论坛讲座内容整理，刘彪亦有贡献）