

不足

内容摘要
深刻且影响深远的中美贸易摩擦，对全球贸易格局进行短期和长期的影响。本文从三个方面分析了中美贸易摩擦的影响。中期来看，中美贸易摩擦将导致全球贸易格局的深刻变化，并推动国际货币体系向更加多元化的方向发展。
关键词：中美贸易摩擦；国际货币体系；全球贸易格局
中图分类号：F74
DOI:10.13959/j.cnki.cjmr.2019.04.015

2018 年以来，国际经济格局发生了深刻变化，全球秩序和科技竞争日益激烈。中美贸易摩擦爆发，对全球贸易格局产生了深远影响。美国特朗普政府并没有放弃其贸易保护主义政策，反而采取了一系列行动表明，美国将采取长期遏制战略，这必然会对全球贸易格局产生持续影响。国际货币体系也将随之发生深刻变化。先后出现较大幅度的下行，美元指数多次突破 7.0 大关，美国金融市场动荡不安，国际货币体系的调整势在必行。国际货币新体系的形态也将随之发生深刻变化。以次贷危机为标志的

作者简介：鞠建东，经济金融研究中心（CIFER）主任；夏凡，清华大学国家金融研究院国际货币研究中心主任。
* 基金项目：本文获国家自然科学基金（71773003）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全球经济体系的新变化，甚至成为威胁国际金融体系稳定弊），应须对该体系进行实改革（

布雷顿森林体系国际货币体系看似开始于多代，但在官方储备货币、黄金使用范围等几个国际核心问题上，其他非美元国非太小，国际货币体系正单极体系（

后，国际货币体系实质性变化，从外汇交易、国际货币体系现状美元的外汇交易占全球分别占 15.7% 和 8%。从体系来看，美元与欧元非名前两位的美元和欧元主要支付货币，美元英镑市场和国际贷款市场三美元在三种属性上占据货币为“一强”（

图 1 的数据表明，在关于美元的重要替代品（欧元竞争对手（然而，欧债危机问题（深陷债务危机的国笼罩在债务危机的阴霾之下成长空间受到严重制约在当前贸易保护主义抬头大调整，国际金融市场的走势也充满了新的不确定性。尝试从基本形态 \$ 独发条件体系在短期 \$ 中期和长期的

一 \$ 短

当前的国际货币体系依然是种货币，以在外汇交易规模 \$ 的霸主地位（虽然欧元曾一度

务泥潭。英国脱欧加剧了欧元区第一，欧元区内部经济发达国家（德国、法国、荷兰、比利时、卢森堡）和外围国家（希腊、葡萄牙、西班牙、意大利、爱尔兰）在经济冲击时，中心国家和外围国家的经济失衡，中心国家的经济账户盈余在恶化，区内资本流动呈现的金融调整渠道不同。其次（廖泽云，2016）（

二，欧洲稳定机制的脆弱性增强的背景下，欧元区国家信用和融资能力下降的情况下，债务问题成为经济调整过程中的主要障碍，难以满足金融体系在欧洲稳定机制中发挥因素所导致的经济失衡。第三，欧元区国家财政赤字螺旋式下跌，税收累降，通货紧缩的恶性循环（第四，美联储加息将增加流动性的规模，一旦欧元的欧元面临分离危机，一旦欧元崩溃，美元在根据 %&'')*(+, & (!/0 了美元计价资产全球任何一种重要货币（如英镑）强（

从历史视角来看，在布雷顿森林体系解体后，全球虽然经历了两次石油危机，欧元诞生，美国次级贷危机等一系列不利事件，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）。展示了 0234% 503 年，外汇储备体系的动态变化（其一，美元始终占据国际储备货币的位置，在官方国际储备体系中的平

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

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 2013 年到 2017 年不断增加，高点达到 1.3 万亿美元）。而 2015 年 12 月 16 日，美联储开始了新一轮加息周期，直至 2019 年 3 月 16 日，联储已累计加息 7 次，联邦基金利率从 2.5% 抬升至 4.25%（利率区间为 2.5%）。加息增加了美国国债的融资成本，未来政府债务的负担将会加重，债务的展期难度增大。此外，特朗普政府推崇‘基建投资’等经济政策将进一步恶化美国财政赤字。其贸易保护主义政策会加大全球经济下行压力，还会拖累美国的经济。美国政府的财政赤字和美国国债的基本面，导致美国国债市场的违约概率上升，腐蚀整个美元体系的基础（

美国潜在的债务违约问题的方法无外乎三种（一）增加收入，提高偿债能力，从而通过汇率贬值或提高通胀率来减轻债务负担。但这一政策组合无法妥善解决的境地，其最有可能采取的措施的一致性预期，都将给全球带来剧变（

首先，面对不断累积的巨额债务，大量抛售手中持有的美国国债，美国国债的价格将大幅下跌，美元将失去其作为国际储备货币的功能（其次，美元在外汇市场上不可撼动的地位，美国政府和美元的信心，将随着国际货币体系崩塌而崩溃，全球范围内流动性萎缩

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 \$

经济面临的债务风险问题，然无法长期保持其国际货币中的主导地位，国际货币体系短期内面临大调整（

基于全球实体经济格局变化，在中美贸易摩擦背景下，未来国际货币体系的竞争将演变为美元与人民币国际地位之争。从经济基本面的角度看，不断攀升的整体债务水平，影响潜在的经济增长，削弱政策操作空间，制约经济修复能力，使得美国显现的长短期经济矛盾，未来经济衰退风险加剧。美国的赤字规模持续扩大，为1.9万亿美元，美国，-1.5%的+2.1%。部分国家面临的特里芬问题。美元的主导货币地位，美国债务危机的爆发，揭示出，欧元在面临危机时，同样受到限制（

与美元和欧元面临的问题类似，如表1所示，在外汇贸易顺差严重不匹配，经济基础不稳固的情况下，人民币在一段时间内具备不断成长的空间。推进人民币国际化进程，需要多国央行陆续签订本币互换协议，人民币清算网络持续设立，人民币利率市场化，以及在岸与离岸金融市场互联互通（近两年来，中国政府积极推进金融业对外开放，推动中国债券市场纳入彭博指数，并加大金融领域的努力，将会发挥更大的作用（

在研究国际货币格局长期趋势时，IMF认为，今后几十年内，美元和欧元将保持主导地位，但人民币（张明（2018）持有美元和欧元共同充当全球货币，但日本的高经济对外依存度，日元国际化的空间（徐奇渊和

现了不同程度的变化,日元的(&,"")从国际偿付能力增长国际货币体系稳定,而0123456789:87;()通民币在,F年金融几之汇率每(GH672>18)<>6作用的三极(L1=MN)形于上述美元元文献,一文认为,在贸变为元\$欧元与币

美国贸易保护体系正酝酿新体系的短期地位得以延续。美元危机及现国际货币新体系当前的国际货币交易规模 \$ 官但随着欧债危机的冲击, 在短时会占据主导货币从美国债务风险的债务负担而逐渐以美元为中心的全球金融体系从货币地位与经济欧元的地位伴随重要性, 其在国际司趋于一致, 国际

参 试：

范小云, 陈雷, 王道平\$ 人
黄海洲\$ 全球货币体系第三
黄益平\$ 国际货币体系变迁
王泽芳\$ 欧洲经济失衡模式
王尧灵, 伍戈\$ & 新怀特特

争鸣!" (%) : &')+ 奇渊,杨 东亚货
0+ 天明, 次贷危 当前国
*%+ 周小川, 关于 国际货
* ' 2345 6, 7 89 <9 =5>
*1 M4N09@C>99@ >5>E4<
VUB< : WP=5>A ?@4R C>9B
* M4N09@C>99@ 303
Q>9EB L%
M4N09@C>99@ 42
5= S4 9, !.L', ' ((/
+ S>2\BN09> G 0}
*-+, MN5@5 : 4N -5J>@2 S
S+ G2CC45>4 G, 2)
9) Z5>I4@C Q2;9>)
&+ G2<BJU2 : 2 ' , 5 2
' . (!) : !%/ (/.C
) + Q>2B2A M V, H2 C F
0+ 69U X, T@<9>@2 3 8>

he Tri-Polar ter

ummary: ?@A9> <C 4>NJ
) 4B J@A9>C54@C @9Y 3 : ;39
B99 : B <5 E9 : 5>9 : 5>
2;9> 24 : B 2< ;>9A4N< <09
@C <9> : ,
2B9A 5@ <09 04B<5>4N23 ;9>49@
A4 : 9@B45@23 2<<>4EJ<9B <09 4@
>@2<45@23 A9E<B 2@A 35 Bb 5==4I
9B =>5 : L'O& <5 !"LC 80>5JC
J2 : 2 9< 23, (L'')/ b 69U (!
9B <09 : J3<4;39 9dJ434E> 5= <09
5>I <5 2@23U\9 A4==9>9@ BN9@2>45
<9@<423 4 : ;2N<B,
04B ;2;9> 2>CJ9B <02< <9 ?V A5
; 4@ <09 4@<9>@2<45@23 5@9<2>U E
@ <9>@2<45@23 NJ>>9@N49E BJ==9> =>
2@ <2> N>4B4B <9@AB <5 >4B9 N5@<4@J5
: 5 BUB<9 : 4@ B5 : 9 9P<> : 9 N2B9
MJ> 6GD 4B E5J@A <5 B)5Y J;
9@O2

ords: F04@2(?V 3:2A9 14B

J Classification: M\$! , S//