

美元的两难选择与国际货币体系的变革机遇

► 周小川

中国人民银行原行长周小川在 2025 清华五道口全球金融论坛闭门研讨会上的演讲中指出，美国在美元问题上实际上存在着两个互相矛盾的目标，面临“两难选择”。问题的关键在于，国际货币体系中，有没有其他货币敢于且有能力出来挑战现状，不一定是公开进行挑战，而是寻求机会在实际应用领域逐步替代部分美元，那么国际货币体系就可能出现新的局面。

全球贸易关税争端与美元的两难选择

当前，我们正处于全球贸易与关税争端非常激烈的阶段。按理说，贸易与关税争端应该用贸易观点来进行分析，但我认为这是不够的，很多学者也认为这场争端背后连接着货币，当然也就连接着国际货币体系。这种连接通常有两个主要渠道：

第一个渠道是通过传统的汇率及国际收支平衡与货币相关联。汇率对于中小型国家来说，是一个有效的平衡国际收支的工具，但对于大国，特别是对储备货币发行国来讲，汇率的形成和作用往往是受限的。如美国所关心的国际收支逆差以及产业大量转移、制造业空心化等问题，汇率只能发挥有限的作用。特朗普当局的几位高官也都谈到，希望通过货币手段使美国能有更强的制造业能力和出口竞争力，简言之就是美元汇率应保持更低。所以人们在谈到关税战与贸易争端时，背后不可避免地要联系到货币。

第二个渠道是储蓄率的外溢与货币相关。这种分析认为，全球贸易之所以不平衡，与亚洲特别是中国的国内储蓄率过高有关，它导致大量贸易顺差

周小川，博鳌亚洲论坛原副理事长，中国人民银行原行长，清华大学自动化系系统工程专业毕业，研究生学历，工学博士学位，研究员。



及强劲的对外投融资。这种过高的储蓄主要是本币的，但通过国际货币体系产生转换，形成对外的贸易、投资和借贷等行动。

在 2008 年全球金融危机时，时任美联储主席伯南克就从储蓄过量（saving glut）的角度分析美国为什么出现次贷危机。他认为，亚洲包括中国在内储蓄率过高，大量的储蓄资金通过美元涌入美国市场，压低了美国国内利率和美国家庭储蓄率。虽然美国民众注重消费，国际收支经常项目逆差，但有资本流入，美元仍过于强劲。至于这种渠道是否对美国产生不公平，那可能需要另外讨论。

因为存在这两个渠道，所以观察国际产业结构和贸易关税争端不可避免地要联系到货币。当然，从谈判策略来讲，可以直接把货币议题纳入其中，也可以回避货币议题，但从根本而言，中美之间以及美国与其他一些主要经济体之间的贸易关税争端，背后离不开货币。

从美国来看，当前美国面临着一些选择，也存在一些难题。一方面，美国既希望通过有竞争力的美元汇率来促进制造业回流、改善贸易收支平衡；在减少美元国际责任过重的同时，又要在地缘政治方面继续使用美元作为制裁武器。另一方面，美国

希望继续维持美元作为国际储备货币的主导地位，既包括在国际贸易支付方面的主导地位，也包括在全球金融市场交易上的主导地位。因此，美国在美元问题上实际上存在着两个互相矛盾的目标：一方面希望美元在价值、汇率上弱一些，覆盖面收缩一些、管的事情少一些；另一方面又希望维持低的债务成本，保持美元在国际货币体系的主导地位，包括必要时能用作制裁工具。这比较符合在当前的关税贸易战中，美国一些政客“既要又要”的行事风格。但许多分析都指出，在上述美元“两难选择”中实现“既要又要”是不太可能的。美元必然会有有所失，不得不让出一些阵地，比如要在全球主导货币地位中让出一块地盘。

我的观察是，美元要实现两者兼得也并非完全不可能。这种两者兼得的情况是什么呢？那就是国际上没有货币去挑战美元。尽管美元趋于走弱，覆盖面减少，动不动就被用于制裁，但如果没有其他货币出来挑战的话，它就有可能两种好处都能拿到。所以问题的关键就在于，国际货币体系中，有没有其他货币敢于且有能力出来挑战现状，不一定是公开进行挑战，而是寻求机会在实际应用领域逐步替代部分美元，那么国际货币体系就可能出现新的局面。

四种有潜能的挑战货币

那谁有可能出来补缺美元让出来的空位呢？主要有四种可能的选择。

首先说一下欧元。欧元是特别提款权（SDR）货币篮子中仅次于美元的第二大货币，而且欧盟/欧元区是有足够经济实力的成熟经济体。但欧元也有自己的问题，主要是欧盟/欧元区未来的相互关系还需进一步明确；欧洲央行的相关职能似乎受到某种制约，没有足够的相关授权；储备货币必然和财政发生联系，但欧元尚没有与其相对应的财政主

体，并提供债务工具；欧元区当前的资本市场一体化还没见到明确的解决方案；等等。在这种情况下，欧元要来补缺美元显然还要进一步练好内功。

第二个可能选项是人民币。人民币最初并不打算在国际货币体系中扮演重要角色，因为中国毕竟是个发展中国家，在金融方面过去也不是强国，所以十多年前我们一直强调的是鼓励在跨境贸易和投资中逐步扩大人民币的使用，同时要尊重市场参与者的自愿选择，不能强制推行。在 2008 年全球金融危机爆发后，由于当时美联储开展货币互换主要针对的是欧洲、日本等经济体，亚洲一些国家，像韩国、马来西亚，在出现外汇流动性短缺后开始转向中国寻求支持，所以从那时起我们开始推动本币互换，最早签署的一批就是人民币和韩元及马来西亚林吉特的互换协议，自此人民币国际化被推向前行，但此时人民银行仍坚持要保持低调，毕竟中国不缺美元，也不想取代美元地位，只是顺应了当时市场的需求。直到 2014 年，人民币国际化首次被正式提出。到了 2016 年，人民币顺利加入了国际货币基金组织（IMF）的 SDR 货币篮子，成为篮子的五大货币（美元、欧元、人民币、英镑、日元）之一。在这整个过程中，人民币一直是波动性前行，虽说也取得了不小进展，比如人民币作为贸易融资和贸易结算货币分别排在全球的第二位和第三位，但客观地说，总体进展还相对缓慢，比如在全球金融交易和国际外汇储备中的占比都仅排在第六位。

如果美国在贸易与关税问题上采取显著的保护主义政策的话，人民币是会有机会发挥更大作用的，同时这种货币多元化发展也是对国际货币体系转变的一个推动。当然，这也需要我们自己在改革开放上，特别是在货币改革方面要有更大的手笔，包括进一步推进资本项目可兑换，按照 IMF 的说法，就是人民币的自由使用程度还要有所提高，减少一些不必要的管制。同时，习近平总书记提出要加快建

设金融强国，将“拥有强大的货币”作为金融强国的六大核心要素之一。对中国而言，人民币也会变成国际格局博弈中的一张牌。也就是说，美国打的是关税牌，那么中国打什么牌呢？有很多选择，其中之一就是人民币这张牌。

那么中国打人民币这张牌到底会面临什么担忧呢？可能主要还是对资本外流的担忧。从历史上看，我们的资本外流往往是阶段性的，有的时候比较严重，有时候就不显著。在当前这场全球博弈之中，能否下决心让人民币发挥更大作用，在很大程度上取决于我们的分析框架。也就是说，同样一件事，不同的分析框架会得出不同的结论，给出不同的评判，有人会说非常好，有人会说问题非常大。历来也基本都是这样。过去我们在推进对外开放、汇率改革、外汇改革上的重大动作，如在 20 世纪 90 年代汇改、加入世界贸易组织（WTO）等一系列关键时点上，针对汇率、可兑换、外汇管制等改革设计，往往都有观点非常不同的评估意见。所以各界通过加强研究讨论，注意吸收国内外经验教训，应该能够使我们更好地厘清分析框架，争取使大家能取得更多共识，也让我们能在这场国际博弈中有更好的选择。

SDR 是个可能的选项。如果在 SDR 货币篮子中其他五种货币都没有足够条件能“单挑”美元地位，是否可以考虑一篮子货币，即让 SDR 来发挥更大的作用，在一定程度上替代美元？扩大 SDR 作用符合中方所主张的多边主义做法，也是承认世界多极化的动作，毕竟世界本来就不是单极而是多元的，所以国际货币体系也应该是多元化的，这样实际上也会更安全、更稳定、更抗干扰，因为即使其中任何一种或多种货币出现波动时，就货币篮子来说，其波动率肯定会是较小的。

也许有人会主张说，现在的 SDR 并非是一种货币，它不过是一个记账单位。货币需要有发行方（货

币当局），而 SDR 并没有相应的发行人，IMF 并未承担起发行 SDR 的所谓国际央行的角色。这种说法听上去很有道理，但事在人为，如果不试着去做改变，SDR 将一直会是个记账单位，而非货币，IMF 也不会具有央行的职能。但如果我们抓住时机、与时俱进，一些情况是可以改变的。

从机遇上讲，如果国际货币体系能够发生改变，是需要有机会的。2008 年由美国次贷问题导致的全球金融危机带来了很好的改革机会，但当时主要是美国未明确态度，推进改革不那么容易。现在美元面临两难境况，我们需要认真权衡和评估，当前会不会是一个能对现行体制提出挑战的新机会？是否美国会继续坚持让美元在大范围内充当超过其经济规模和国力的角色，还是说美国会允许美元适当有所退却？

此外，还有必要强调，SDR 即使作为记账单位、计量单位，也能具有很大的重要性。比如国际储备货币应该保持稳定，如果把美元作为 100% 的参照基准，那么一旦汇率出现波动，都会只体现为其他货币对美元的波动，但实际上这种波动可能来自于美元自身。一旦美元自身出现波动或巨大调整时，如果不改变记账单位或者参照系的话，它体现的就是其他货币的波动或不稳定。所以这是一种相对的关系。

除了币值波动外，当前的金融业和金融市场中存在大量的风险管理工具，其中很多是通过衍生品来做的，而且大多数也是以美元为基准的。一旦美元这个基准出现问题或缺陷的话，很多风险管理从计量到行为都会产生偏差。此外，还有资产负债表的问题。金融机构如果从事国际业务，其资产负债表大量采用以美元为计价单位，其他货币计价的业务最后都要转换为美元记账，而这一转换过程中也会产生很多扭曲和偏差。

因此，当前的国际货币体系是有机会让 SDR 来

承担更多角色、发挥更重要的作用的，但当前首先取决于美国当局对美元的认识，也取决于我们能否抓住赢得共识的时机，非常值得大家去探讨。

第四种可能，也是当前大家议论比较多的，就是数字货币。从开发路径看，加密货币 / 数字货币通常被区分为数字资产与稳定币。加密资产被普遍认为不具有货币的功能，而稳定币被视为等同于货币。但特定的稳定币是不是真稳定，不应该是发行方自称的，目前也还存在争论。即便真做到了稳定，把它作为国际货币体系中的一个成员来替代部分美元的功能，目前看来还不够分量，因为它首先是要在支付便利化中站住脚，而且没有独立成为一种货币，所以稳定币必须“咬住”某一货币，比如说美元，因此是扩大美元的地盘而不是替代美元。而大范围“美元化”是备受争议且许多国家力求避免的。

因此，推动国际货币体系改革，发挥其他货币替代部分美元的运用，关键在于有没有取得共识，有没有推动改革的时机和动力，包括美国自身对此事的利弊权衡。如果各方都动力不足，我们就有可能看到美国可以在美元两难选择中实现“既要又要”。

成为国际储备货币是否有某种先决条件

最后说一下，其他货币，包括 SDR 在内，如果要发挥更大作用，根据现在看到的分析文章，是否会因条件不足而构成障碍？

一是大额贸易逆差才能对外输出货币的问题。有人分析认为，一国要想实现向境外输出货币，必须在国际收支上存在大幅贸易赤字，即进口远大于出口，才能把大量本币输出让他人使用。这类说法很大程度上是说人民币“不行”。从这个角度来看，



中国存在大量贸易顺差，即使用人民币结算并有输出，他国一买中国商品，人民币就又回流了，因此境外不会有多大的人民币存量。但如果像美国一样，通过大幅贸易逆差来输出本币的话，又会对本国经济、制造业和就业造成伤害，这也是美国正在反思并试图改变的境况。所以这是个有矛盾的命题。

事实是不是就无解呢？如果去看中国的国际收支平衡表，尽管人民币国际化目前还只是处于初步阶段，但金融账户有相当大程度的对外输出，可以向外输送本币，即通过投资、贷款、金融市场交易，中国通过金融账户向外大量输出人民币。换个角度来说，中国储蓄率过高，必然会有相当一部分储蓄需要输出到境外去。

另一个人民币输出方式是央行间货币互换。中国和多个新兴市场国家及部分发达国家之间搞了货币互换。理论上货币互换是双向的，但实际中经常是单向为主的，取决于谁需要外汇流动性，以及谁有能力对外输出。一般来说，储蓄率高于本国投资率的国家必然成为储蓄输出国，比如中国。当然低储蓄率但能印票子的国家也有此能力，比如美国不需要外汇储备，因为美国有印票子当储备的条件，所以也可以对外做货币互换。

总之，不见得贸易顺差国就没有渠道将本币输



出并让其他国家应用。

二是关于能否提供稳定的安全资产。一些人分析，其他货币，包括 SDR 在内，要起到储备货币的作用，必须能够提供稳定的安全资产。

这个说法听起来很有道理。从全球来看，美元国债当前看起来还是全球最稳定的安全资产，而 IMF 就暂时不提供 SDR 标价的债务资产。但我认为，这种分析还是可以争议的。

从央行资产负债表的角度来看，货币发行是央行的负债而非资产，央行要通过制度保障、承诺和后援支持等来保障其发行的货币有标称的购买力。购买力也是一个非常相关的分析渠道，也就是说，持币者是否可以随时将此种货币用于购买而变为实物，这也是货币能够被别人持有的条件之一。就人民币而言，具有很强的购买力，因为中国是制造业大国，即便是中国不能制造的产品，也能通过贸易商的转口贸易能力来实现。

当然，人民币当前用于贸易结算较多而用于储备较少的状况是，国外购买者往往是临到支付时才去兑换人民币来完成交易，他手里并未长期持有人民币，这表明人民币作为稳定安全的资产来讲，可能还是有缺陷的，会影响持有者的选择。

总之，储备货币的留存和保值同时受到三个维度的影响：一是从支付的角度，看是否能够广泛用于购买；二是从持有和投资角度，看是否能对应安全的金融资产或实物型资产；三是从金融交易角度，看全球大量的金融交易采用何种货币。总的来说，储备货币对应着稳定的安全资产很重要，但其定义

也不宜过于简单化。

三是关于全球真正需要多少储备货币。也就是说，假如某种货币，包括 SDR 在内，如果想替代现在美元的作用，到底需要有多大规模？当然，从美元规模来讲，会有两种不同的观察角度：一种是，现在全球金融市场的美元国债资产产量相当大，如果要替代的话，其规模有 36 万亿美元之多。由此容易引发的一个争议就是，全球之所以有这么多美元国债资产，当中相当一部分是美国搞出财政赤字而积累的国债，并非作为全球储备货币的需求量。美元资产中只有一小部分是国际储备货币对应的需求。它主要取决于保证国际贸易支付和国际偿债的需要。从这个角度来讲，不应从美元资产的海外持有量倒算储备货币的需要量。当前全球美元资产之所以量大，在很大程度上并不是储备货币所需要量，而是反映了美国推行财政赤字而积累国债的现象。

沈联涛先生曾在《财新》杂志上披露过一组数据：在全球金融危机爆发之前的 2007 年，海外美元资产总额是 1.2 万亿美元；到了 2024 年，这一数字飙升至 26.2 万亿美元。这期间的增量是惊人的。因此，一种货币如果想要充当储备货币的话，有必要搞清楚，是要去充当这 20 多万亿美金的替代，还是说去真正承担储备货币原本所需的数量。可能我们并不需要天文数字的国际储备货币存量，而应注重与储备货币原本目标的一致性。

总之，国际货币体系在不断发生演变，有很多引发演变的因素，同时也会带来新的机会。我们该如何认识分析、评估利弊、做出选择，在很大程度上取决于我们采取何种分析框架来对问题展开研究。希望本文能引起大家的兴趣，在国际货币体系改革方面进行更为深入的交流探讨，使我们的分析框架不断提升，为我们在当前国际货币体系面临变革时的选择提供支持。

【本文基于周小川在 2025 清华五道口全球金融论坛闭门研讨会上的演讲整理而成，原刊载于《清华金融评论》2025 年 9 月刊】