

次贷危机与美元之争

周 宇

2008年下半年以来，以美国次贷危机的发生为背景，美元作为全球主要国际货币的地位和作用受到质疑，美元主导的国际货币体系是否有助于世界经济和金融的稳定再次成为全球关注的问题。作为国际货币体系改革的重要议题之一，国际社会就美元独霸机制的缺陷、美元与次贷危机的关系以及美国经常收支赤字对美元前景的影响展开了广泛的讨论。本文将结合这些讨论，对美元作为全球主要国际货币的前景进行分析和展望。

一、对美元地位的质疑

1. 美元问题受到关注的背景

2008年9月以后，在有关国际金融体系改革的议论中，美元问题引起了国际社会的广泛关注。这一问题受到重视主要起因于三方面的因素，其一，作为金融危机的原因，美元主导的国际货币体系助长了美国次贷危机；其二，作为金融危机的结果，美国财政赤字的增加有可能导致美元信任危机和美元资产的大幅度贬值；其三，鉴于对以上两个因素的考虑，作为国际金融体系改革的提案，一些国家的政府官员和学者要求改革以美元为主导的现行国际货币体系。

首先，就第一个因素而言，国际社会普遍认为美元的霸权地位是导致次贷危机发生的重要原因之一。这是因为，美元作为全球主要国际货币为美国过度融资提供了有利条件，这一有利条件助长了美国的过度消费，而美国无节制的消费又进一步助长了房地产泡沫的形成。任何泡沫经济都是不可持续的，由于支撑泡沫的资金来自银行，因此，房地产泡沫的破灭必然会导致银行危机，进而诱发全面的金融危机。换一个视点来看，美国次贷危机的重要背景之一是日益加剧的全球经济失衡。这一失衡表现为不断膨胀的美国经常收支逆差。而美国经常收支逆差

的存在同样与美元的霸权地位有着密切的联系。一方面，作为主要国际货币，美国可以直接用美元进行对外支付，这一状况助长了美国的过度进口。从宏观层面来看，这是美国通过印刷美元钞票为经常收支逆差融资。另外，作为全球主要交易货币和储备货币，美元维持全球金融市场稳定的汇率水平远远高于维持美国贸易收支平衡的汇率水平，这一状况造成了美元汇率的永久性高估和美国的永久性经常收支逆差，而这一逆差的扩大加速了美国泡沫经济破灭的速度。

其次，第二个因素是美元贬值风险引起了全球的担忧，尤其对持有大量美元资产的债权国来说，这是一个关系到国民财富有可能大幅度缩水的敏感问题。2008 年 9 月以后，随着美国次贷危机转化为全球性金融危机，为了阻止经济衰退，美国政府开始通过增加财政收支赤字为其巨额的经济刺激方案融资。奥巴马政府用于经济刺激计划的资金规模高达 7870 亿美元。政府支出的增加导致了美国财政收支赤字的急速膨胀。2008 年，美国的预算赤字从头一年的 1628 亿美元激增到 4550 亿美元。2009 年，该赤字达到创纪录的 1.4 万亿美元。由于为政府赤字融资的美国国债规模超过了市场的承受能力，2009 年 3 月，美联储宣布购买 3000 亿美元的国债。这一决定意味着美联储试图用印刷钞票的方式为政府赤字融资，美联储的这一做法助长了美国的通货膨胀风险，考虑到美元对内贬值有可能诱发对外贬值，国际金融市场出现了对美元前景的担忧。另外，全球外汇储备资产的近 70% 是美元资产，美元贬值必然会导致全球储备资产大幅度缩水。这一可能性给拥有大量外汇储备的新兴市场国家带来了不安。以上种种担忧引起了国际社会对现行国际货币体系缺陷的反省和对美元霸主地位的质疑。

引起美元问题受到关注的第三个因素是国际社会要求改革国际货币体系改革的呼声。自从美国次贷危机发生后，鉴于美元作为主导性国际货币所带来的种种问题，在有关国际金融体系改革的提案中，一些国家提出了改革现行国际货币体系的提案。这一提案最早由欧盟提出，其目的是限制美元的作用和提升欧元的地位。进入 2009 年后，随着美元贬值风险的上升，一部分新兴市场国家提出了用超主权国际货币代替美元的提案。其中，我国中央银行行长周小川的提案引起了国际社会的广泛关注¹。周小川提案的内容是用 IMF 特别提款权（SDR）替代美元的作用。在周小川提出这一建议以前，联合国国际金融体系改革专家小组和

¹周小川:(2009), “关于改革国际货币体系的思考”, 人民银行网站, <http://www.pbc.gov.cn/>。

俄国政府官员也已经提出过类似的建议,但是这些建议都没有引起国际社会的足够重视。然而,当全球第一大外汇储备国中国的央行行长周小川提出这一建议后,全球为之震撼,国际社会就周小川的建议展开了广泛的讨论。而且,针对周小川建议的可行性研究成为了 2009 年国际学术界的重要议题之一。

2. 美元与 SDR 之争

自从周小川提出:作为国际储备货币的改革方向,应该以 SDR 替代美元地位后,国内外学术界就这一建议展开了广泛的讨论。在有关国际货币体系改革的讨论中,较早提出和主张这一建议的官员和学者不止周小川一人,著名经济学家施蒂格利茨(2009)、元日本财长榊原英资(2009)和联合国(2009)都曾经提出过创立超主权国际储备货币的建议¹。

这一建议一经提出就在学术界引起了广泛的争论。这一争论主要涉及到两个问题:其一,是否有必要以 SDR 替代美元?其二,以 SDR 替代美元是否可行?在这两个问题中,学术界争论的焦点主要聚焦于第二问题。实际上,如果以 SDR 替代美元的建议不具有可行性,那么也就不存在以 SDR 替代美元的必要性,这一联系意味着对第二个问题的认识暗含对第一个问题的态度。以下是国内外学术界对这一问题的一些具体看法。

首先,就国际学术界而言,一些著名学者和国际金融领域的专家踊跃参加了这一问题的讨论。其中,Bergsten(2009)、Rodrik(2009)和 Williamson(2009)等学者对周小川提出的建议持肯定态度²。尤其值得强调的是,Bergsten(2009)的观点在国际社会引起了广泛的关注。作为美国著名学者,Bergsten 提出了有必要限制美元地位和作用的观点,而且其论据是这一做法符合美国的长远利益。他的这一观点颠覆了美国人以美元地位为荣的习惯思维和美国得利于美元霸主

¹ [日]榊原英资(2009)《21 世纪式危机的冲击与世界变革》《外交论坛》,2 月。

约瑟夫·施蒂格利茨(2009)《中国为未来创造价值》《法兰克福评论报》,3 月 23 日。

U N (2009), Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System.

² Bergsten, Fred(2009). “The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis” *Foreign Affairs*, November/December 2009.

Rodrik, Dani (2009), “Why Don’t We Hear a lot More about SDRs?”, Debate: Macroeconomics, a Global Crisis Debate, VoxEU.org, 4 February.

Williamson, John(2009), “Why SDRs Could Rival the Dollar”, Peterson Institute for International Economics, P B 0 9 - 2 0, Sep.

地位的传统认识。Bergsten 认为美元作为国际主导货币的地位不仅导致了美国巨额的经常收支逆差,而且还造成了美元汇率的长期高估,而美元汇率高估削弱了美国企业在全球的竞争能力。如果这一状况长期延续下去必然会导致美国国力的下降和美国经济的衰败。立足于这一结论,Bergsten 提出了推进国际货币多元化进程和限制美元国际地位的建议,而且 Bergsten 认为可以把强化 SDR 功能作为发展多元化国际储备货币的重要内容之一。另外,Rodrik(2009)也总体上肯定了加强 SDR 作用的构想,他指出:增发特别提款权的缺点是助长通货膨胀风险,但是在金融危机期间,这一作用反而有助于降低通货紧缩风险。

与以上观点不同,也有一些学者对周小川的建议提出了质疑。其中,Aiyar(2009)对特别提款权的作用持怀疑态度,他认为作为全球主要储备大国,中国很难真正受惠于周小川的改革提案。将外汇储备投资于 SDR 资产未必是一种明智的投资选择¹。Subramanian(2009)也认为中国是现存美元主导体系的主要受益者,放弃这一体制并不是中国的本意²。Cooper(2009)和巴里·艾肯格林(2009a)认为提高 SDR 作用的必要条件是在私人部门推广其使用。但是,这一做法在实际操作中会遇到难于克服的困难,因此认为作为国际储备货币,SDR 很难得到推广³。

就国内学者对这一问题的看法而言,李扬(2008)和管涛(2009)等认为从历史的经验来看,SDR 很难有发展空间⁴。余永定(2009)、黄益平(2009)和黄范章(2009)认为这一改革思路值得肯定,但是要变成现实需要较长的时间⁵。黄梅波等(2009)提出:为了克服推广 SDR 的困难,可以把 SDR 替代账户作为突破口,而曹红辉等(2009)认为,鉴于推广 SDR 的困难,应该把国际货币多元化作为改革的主要目标⁶。就一般评价来看,国内多数学者认为有关超主权国际储备货币的讨论是理论问题而不是政策问题,这一问题的提出是博弈策略而不是发展

¹ Aiyar, Swaminathan S. Anklesaria(2009), "An International Monetary Fund Currency to Rival the Dollar?", Washington: Cato Institute.

² Subramanian, Arvind (2009), "Is China Having It Both Ways?" Wall Street Journal, 25 March.

³ Cooper, Richard N(2009), "The Future of the Dollar", Peterson Institute for International Economics, Number PB09-21;巴里·艾肯格林(2009)《美元进退两难》,美国《外交》,9月-10月。

⁴李扬(2008)《国际货币体系的改革及中国的机遇》,《新金融》,7月。管涛(2009)《国际金融危机与储备货币多元化》,《国际经济评论》,5-6月。

⁵余永定(2009)《国际货币体系改革和中国外汇储备资产保值》,《国际经济评论》,5-6期;黄益平(2009)《国际货币体系变迁与人民币国际化》,《国际经济评论》,5-6月;黄范章(2009)《对当今国际宏观经济政策合作与世界货币体系改革的思考》,《国际金融研究》,第七期。

⁶黄梅波、熊爱宗(2009)《特别提款权与国际货币体系改革》,《国际金融研究》,第7期;曹红辉、周莉萍(2009)《国际货币体系改革方向及相关机制》,《国际金融研究》,第9期。

战略。

以上是国内外学术界对周小川提案的一些具体评价。从总体上看，人们普遍认为以美元为主导的国际储备货币体系存在明显的缺陷，而以 SDR 替代美元作为国际储备货币的地位也存在较大的难度。鉴于以上判断，多数学者认为，作为国际货币体系的改革方向，发展多元化国际储备货币是较为现实的选择。作为未来多元化国际储备货币的构成，欧元的地位将会明显上升。另外，从 21 世纪的经济态势来看，人民币有可能成为重要性仅次于美元和欧元的国际储备货币。人民币是否能够成为国际货币不仅取决于中国经济实力的变化而且还取决于中国能够在多大程度上开放资本项目。

二、美元的沉浮与启发

1. 美元地位的长期变化

研究国际货币的演变历史，有助于我们客观判断美元未来的发展趋势。从过去两百年的历史来看，货币的沉浮始终依附于国力的沉浮。大英帝国的崛起把英镑推到了国际货币的席位上。作为世界经济霸主，美国替代英国的改朝换代拉开了美元崛起和英镑衰败的序幕。但是，以上变化并不代表国际货币史的全貌。从历史的视点来看，尽管一国经济实力是决定其货币实力的主要因素，但却不是唯一因素，其它因素有可能削弱或延迟经济实力影响货币实力的进程。下面，我们从长期的视点，具体考察美国经济实力与货币实力变化之间的关系。

首先，美元沉浮的历史表明，在影响一国货币实力的众多因素中，经济实力扮演着最为重要的角色。如前所述，从历史的视点来看，19 世纪后期以后，美国经济赶超英国经济的过程也是美元赶超英镑的过程。就 GDP 总规模来说，早在 19 世纪 70 年代，美国就已经超过英国，在 20 世纪的头十年里，美国人均 GDP 首次超过英国。20 世纪 40 年代，美国 GDP 超过欧洲 12 个最大经济体的总和。第二次世界大战结束后，随着美国成为具有绝对优势的经济大国，美元也成为了具有绝对优势的国际货币。战后，德国与日本的经历也同样验证了经济地位与货币地位之间的内在联系。20 世纪 60-80 年代，日本和德国相继成为全球第二和第三大经济大国，其经济崛起推动了马克和日元的崛起。但是，进入 20 世纪 90

年代后，日本经济迎来了“丢失的十年”，日本经济的衰退导致了日元国际地位的急剧下降。

其次，纵观美元沉浮，一个值得注意的事实是：尽管一国经济实力是决定该国货币实力的决定性因素，但是，一国货币的崛起与衰败在时间上要滞后于经济实力的变化。通常这一滞后起因于国际主导货币的惯性效应和网络效应。如前所述，美国 GDP 早在 19 世纪 70 后期就已经超过英国，但是作为国际储备货币，美元第一次超过英镑是在 20 世纪 20 年代后期，此后，美元又被英镑反超。美元真正确立其独霸地位是在二战结束以后。由此可见，美元的崛起要远远滞后于美国经济的崛起，从美国成为全球第一大经济大国到美元成为全球第一大国际货币，二者之间的时间间隔达 50-80 年之久。与美元地位的以上变化相对应，英镑地位的衰退也同样远远晚于大英帝国的衰退。

以上时差也反映在美国经济实力与美元实力下降的进程中。20 世纪 40 年代到 50 年代，美国经济进入极盛时期，同一时期，美元在国际货币体系中的地位也达到登峰造极的程度。但是，20 世纪 60 年代和 70 年代，随着日本和德国经济的崛起，美国在全球经济中的份额明显下降，与以上变化相对应，进入 80 年代后，美元在国际储备货币中的比重也出现明显的下降趋势。然而，90 年代后期，尽管美国在全球经济的份额没有大的变化，但是美元的国际地位却重新出现回升趋势。

另外，仔细考察一国经济实力与国际货币之间的关系，我们还可以发现一个非常有趣的事实，即主导货币在国际储备资产中的份额通常要明显高于该货币发行国在全球经济中的份额。从美国的情况来看，20 世纪 40-50 年代，其 GDP 占全球比重一度高达 40-50%，而同一时期，美元占国际储备货币的比重大约为 80-90%。后者比前者高出近四十个百分点。此后，美国经济占全球的比重呈现缓慢的下降趋势，到 21 世纪初期，该比重下降到 20-30%，与以上变化相对应，美元的国际地位也相应出现下降趋势，在 21 世纪的头十年里，美元占全球储备资产的比重大约为 60-70%。尽管在总体上美国经济实力和美元国际地位都出现了下降趋势，但是二者之间仍保持了四十个百分点的差距。以上差距可以用规模效应和网络效应进行解释，即一种国际货币使用的越多，其网络越发达，使用该货币的益处就越大，其结果该货币就越普及。

最后，从未来的发展趋势来看，尽管其它国际货币替代美元的主导地位需要一个漫长的过程，然而，一旦美元的主导地位被其他货币所取代，美元在国际储备资产中的比重有可能出现迅速下降的趋势。就这一可能性而言，我们可以从英镑走向没落的经历中得到启发。到第二次世界大战结束为止，英镑基本上发挥了主要国际储备货币的作用，但是二战结束后，随着美国作为主要国际储备货币的崛起，英镑的地位迅速下降。20 世纪 70 年代，英镑在国际储备资产中的份额下降到 2-3%。

2. 美元地位的短期变化

从长期来看，美元地位的变化主要受制于美国经济实力的变化，但是就短期而言，美元地位的变化主要受制于美国宏观经济状况的变动。第二次世界大战结束后，美元成为具有绝对优势的储备货币。在此后的 60 年中，美国经济实力的变化基本上持续了逐步下降的趋势，但是，与经济实力变化的相对稳定性相比，美元地位经历了大起大落的波动。从美元国际储备资产的份额变化来看，战后该份额一度高达 80-90%，20 世纪 70 年代以后，受美元贬值的影响，美元储备资产份额出现下降趋势，1991 年和 1992 年，该份额一度下降到 57% 和 58%。90 年代中期以后，在克林顿政府强势美元政策的支撑，该比重出现回升趋势，2000 年回升到 71%。但是进入 21 世纪后，随着美国财政收支和经常收支状况的恶化，美元国际储备资产的比重再度出现下降趋势。到 2007 年，该比重下降到 63%，与 2000 年相比，下降幅度接近八个百分点。

从短期来看，美国宏观经济状况的变化会影响到美元汇率的变动，而美元汇率的变动又会进一步影响到美元储备资产份额的升降。美元升值引起该份额的上升，贬值引起份额的下降。而美元汇率的变化又受制于财政收支和经常收支等宏观经济指标的变化。就美国的现实情况来说，财政收支和经常收支双赤字增加，美元出现贬值趋势；双赤字缩小，美元出现升值趋势。

进入 21 世纪后，美元储备资产份额的下降主要起因于由经常收支逆差引发的美元贬值。美元次贷危机发生以来，财政收支赤字的扩大和美联储直接购买国债的行为进一步引发了美元贬值的预期。如前所述，在这一背景下，国际储备货币体系改革议题成为了国际社会广泛关注的焦点问题。一些国家政府和学者提出

了建立“超主权储备货币”和推进储备货币多元化的改革建议。从现实情况来看，一旦美元持续贬值趋势，美元有可能再现 20 世纪 90 年代初的经历，即一部分储备资产投资将会从美元转向欧元和其他国际货币。尽管对贸易而言，一个主导货币的体系要优于多种主导货币并存的体制，但是，从投资的视点来看，投资者更愿意通过选择多种储备货币，分散投资风险，而这一选择会促进储备货币多元化的发展趋势。

如果出现以上情况，美国将面临资本大量外流的风险。面对这一状况，美国政府将不得不重新回归强势美元政策，而强势美元政策可以减缓美元储备资产比重的下降趋势。但是，美国在多大程度上能够采取强势美元政府取决于美国经济的恢复程度。为了阻止本国经济的衰退，美国政府需要增加财政支出，然而，为了阻止美元国际地位的下降，美国政府又必须减少财政支出。面对这一两难的选择，美国政府没有太多的选择余地。只要美国经济不摆脱低迷的状态，美国政府就必须被动接受美元储备资产比重下降的现实。

从美元汇率的长期走势来看，在过去的 30 年中，美元名义有效汇率贬值幅度接近 10-20%，年均贬值率不到 1%。由于美元利率通常高于欧元和日元，而且前者与后者的利差通常大于 1%，因此，美元作为储备货币仍然具有一定的魅力，这是美元能够长期占据主导性储备货币地位的主要原因。今后，美国政府是否能维持较低的美元贬值速度直接关系到美元国际地位的变化。

三、美元的未来

美元的未来在很大程度上仍然取决于市场的选择。市场通常会选择经济实力较强、金融市场相对开放国家的货币。按照这一标准进行判断，短期内，美元和欧元的地位不会发挥明显变化，人民币很难跻身于国际储备货币的行列。但是从长期的视点来看，随着中国经济的崛起和中国开放程度的提高，美元和欧洲的相对地位会出现下降趋势，人民币会逐步发展成为重要的国际储备货币。在此，我们就以上趋势进行具体的分析。

对未来经济发展的预测显示，在经济规模方面，中国有可能在 2030 年左右赶超美国。基于这一判断，至少在今后 20 年里，美国仍是全球最大的经济体，

因此，美元仍将维持其霸主地位。考虑到一国货币地位的变化滞后于其经济实力的变化，因此，美元丧失霸主地位的时期有可能要晚于美国经济丧失霸主地位的时期。

就经济实力而言，从 1980 年到 2007 年的近 30 年中，按名义汇率计算的美国 GDP 在全球的份额从 30% 下降到 25%，下降幅度为五个百分点，平均每十年下降一到两个百分点，以 PPP 计算的美国 GDP 大体上维持在 20-21% 的水平，几乎没有明显变化。以上状况意味着支撑美元主导地位的美国经济实力仍然占绝对优势。与美国相比，同一时期，以汇率计算的中国 GDP 份额从近 2% 上升到 6%。从未来的发展趋势来看，中国被视为最有可能超越美国的经济大国，按照现在的经济增长速度和汇率水平进行计算，中国有可能在 2032 年超越美国，如果人民币对美元保持年均 5% 的升值速度，那么中国经济规模有可能在 2022 年赶超美国。如前所述，与经济实力的变化相比，货币地位的变化具有一定的滞后性，考虑到这一因素，美元丧失国际货币霸主地位的最早时期有可能出现在 2050 年以后。

当前，欧元是唯一有可能挑战美元地位的国际货币，因此，一些人期待欧元能够起到牵制美元的作用。从欧元与美元的实力关系对比来看，尽管欧元储备资产有可能在一定程度上取代美元储备资产的份额，但是，在短期内欧元很难取代美元的霸主地位。

自从欧元诞生以来，欧元在国际储备资产中的比重维持了上升趋势。在过去的 10 年中，这一比重从 17% 上升到 26%，上升幅度接近十个百分点。同一时期，美元在国际储备资产中的比重从 71% 下降到 63%，下降幅度为八个百分点，以上一增一减，反映了欧元对美元的挤出效应。在一部分与欧元区贸易关系密切的国家，欧元储备资产的比重甚至超过了美元。比如，就俄罗斯而言，2009 年上半年，欧元在其外汇及黄金储备中所占比重首次超过美元，欧元所占份额达到 47.5%，美元为 41.5%。基于以上变化趋势，哈佛大学国际货币研究领域的著名学者弗兰克尔曾预言，15 年后欧元有可能成为世界第一大国际货币。

尽管不能排除欧元在 15 年内替代美元的可能性，但是，从欧洲的整体经济实力和欧元国际地位的上升速度来看，短期内欧元取代美元的可能性极小。首先就经济实力而言，与美国经济的长期变化趋势一样，欧盟在全球经济的份额也呈

现出下降趋势。而且，在经济整体竞争力方面，美国比欧洲更具有优势。其次，从欧元的国际地位来看，早在 1990 年，德国马克和法国法郎等一部分现欧元区国家货币的外汇储备资产就已经超过了 20%。与这一数据相比，目前欧元国际储备资产的比重并没有出现大幅度的增加。鉴于以上事实，欧元取代美元或与美元争雄的可能性极小。

另外，2009 年，随着人民币国际化政策的出台，人民币在未来国际货币体系中的地位受到人们的广泛关注。甚至有人提出以人民币取代美元国际货币地位的设想。从长期来看，人民币必然会成为主要国际货币，但是在未来十年里，人民币还不具备与美元抗衡的实力。

有关人民币国际化的议论与中国经济的崛起存在密切的联系。就中国经济实力来说，早在 1995 年，以 PPP 计算的中国经济规模就已经超过日本，2010 年年底，以汇率计算的中国经济规模有可能超过日本，届时中国将成为全球第二大经济大国。如前所述，通常一国货币的国际地位取决于经济实力，因此，从长期来看，随着中国经济的崛起，人民币必然会成为国际货币并与美元争雄国际货币体系。但是，从短期来看，在中国完全开放资本项目之前，人民币很难成为真正意义上的国际储备货币。当前，中国在人民币国际化问题上面临两难选择：一方面，人民币国际化有助于提高中国在国际金融体系中的地位和有利于降低中国企业面临的投资和贸易风险，另一方面，推进人民币国际化进程有可能加大人民币升值压力和增加来自外部的金融风险。为了平衡以上两方面的矛盾，中国政府将会采取渐进的人民币国际化政策，这一政策选择意味着人民币成为国际储备货币还需要相当的时日。

短期内，既然欧元与人民币都无法取代美元的地位和作用，那么建立“超主权国际储备货币”就成了最后的选择。正是基于这一考虑，2009 年年初，一些国际政府和学者提出了建立“超主权国际储备货币”的提案。

该提案在牵制美国政府滥用美元霸权地位方面具有积极的作用，但是，该提案在实际操作方面存在明显的难度。这是因为国际储备货币必须是真实价值和财富的代表，而“超主权国际储备货币”缺乏价值的担保。在早期的国际货币体系中，人们愿意用黄金进行储备是因为黄金本身具有价值，当前人们之所以愿意用美元进行储备是因为美元代表了美国的财富。为了提高“超主权国际储备货币”

的信用，中国央行行长周小川建议以美元资产充当其价值担保。但是，以美元资产为担保的“超主权国际储备货币”最终还是受制于美元价值的变动。考虑到这一实际问题，“超主权国际储备货币”很难取代美元的地位。

总结以上分析，我们可以得出以下几个基本结论：

第一，从长期来看，美国经济实力的下降趋势会引起美元国际地位的下降，但是，从时间上来说，美元地位的下降会相对滞后于美国经济实力的下降。在今后的 10-20 年中，由于还没有其他国家能够超越美国的经济实力，因此，美元作为国际主导货币的地位不会发生根本性变化。

第二，从短期来看，美国巨大的财政收支逆差和经常收支逆差有可能加速美元国际地位的下降趋势。但是，鉴于历史的经验，美元国际地位在长期的下降趋势中有可能出现时而上升，时而下降的反复。当美元地位的下降程度超过可以容忍的极限时，美国政府会通过强势美元政策提高美元的地位。因此区别美元地位的长期变化趋势和短期变动有助于我们客观评价美元的地位。

第三，从美元成为主要国际货币的历程来看，在人民币国际化问题上，我们可以得到的启发是：人民币国际化是一个漫长的过程。鉴于货币实力的变化通常滞后于经济实力的变化，因此，人民币成为全球主要国际货币的时间要晚于中国经济规模赶超美国的时间。从中国的现实情况来看，中国迅速增长的经济实力和贸易规模为人民币国际化提供了有利条件，但是中国渐进的资本项目开放策略决定人民币国际化也必然是一个渐进的过程。

作者简介：周宇，上海社会科学院世界经济研究所研究员