

“金砖”货币——中国对外货币战略的第三条道路

龚刚

【摘要】当前国际货币体系的主要特征是货币地位的不相等，并由此而形成不同的货币战略：发达国家的货币大多为国际货币，其中美国为世界货币，从而一般会执行强势货币战略；发展中国家的货币大多为非国际货币，从而更愿意执行弱势货币战略。然而，在“经济学理论”和美国的双重胁迫下，一些发展中国家不得不放弃了弱势货币战略下的制度安排——开放资本市场，并让汇率自由浮动，从而不得不以其弱小的身姿迎战强势货币国所发动的货币战争，成为货币战争的牺牲品。面对美元霸权，面对不合理的国际货币体系，中国有三条道路可供选择：第一，继续维持弱势货币战略；第二，转向强势货币战略以推动人民币国际化；第三，打破现有规则，采用合纵战略，推出一种新的超主权货币——金砖货币。其中，第一道路未来走不通，第二条道路非常艰巨；第三条道路则前途光明。

【关键词】金砖货币，强势货币战略，弱势货币战略，汇率，资本市场

货币乃一国经济之“血液”，掌控着该国经济的“命脉”。大国之间的博弈与竞争是资源的竞争，是技术的竞争，是人才的竞争，但归根结底就是货币的竞争。只有一国在国际竞争市场上获得了货币优势，那么他所获得的其他优势才能得到维持和保障；相反，如果没有与本国经济地位相匹配的本国货币竞争力的提高，他苦心经营的其他任何优势也可能朝不保夕。货币作为当今世界财富的总代表，直接决定着世界各国核心利益的分配。正因为如此，一国的货币战略，更确切地说，一国的对外货币战略是该国发展战略的核心。

一国的对外货币战略包括一系列与货币有关的制度和政策安排，如汇率模式和资本市场开放等，而其中，汇率模式不仅是指汇率制度（如固定汇率制度、浮

动汇率制度和有管理的浮动汇率制度之区分), 同时也包括汇率是否贬值和是否积累外汇储备等。¹

本文中, 我们将一国的货币战略区分为强势货币战略和弱势货币战略。一般而言, 大多数发达国家的货币战略可理解为强势货币战略, 而大多数发展中国家的货币战略可理解为弱势货币战略。此种货币战略选择上的不同, 反映了当前国际经济环境下, 各国以其经济实力和货币地位之不同, 按“丛林法则”所进行的生存竞争——进攻和防卫。毫无疑问, 这样一种“生存竞争”是一种残忍的、缺乏道德和伦理依据的“弱肉强食”。为了还世界以“平和”与“公正”, 中国有必要联合金砖国家和其它发展中国家, 共同推出货币战略的第三条道路——“金砖”货币。

一、当前国际货币体系与各国货币战略

当前国际货币体系的历史与演变

当前国际货币体系是以一种主权货币——美元——充当世界货币。美元作为世界货币不仅体现在国际贸易、国际金融和国际储备的使用中, 同时, 全世界的财富用美元计价, 国际组织的交费必须使用美元, 国际融资(甚至如金砖开发银行的融资)和国际援助等也主要使用美元。

美元成为世界货币有其历史的原因。1944年7月, 在布雷顿森林会议上, 美国凭借其二次大战所建立起来的压倒性优势, 以怀特计划打败凯恩斯计划, 从此确立了美元的世界货币地位。然而, 布雷顿森林协议同时也对作为世界货币的美元行为进行了限制, 迫使美国承诺美元可在美联储按固定比例兑换黄金。于是, 美元成为“美金”, 具有了与黄金等同的地位。

需要说明的是, 布雷顿森林体系尽管让一种主权货币——美元——充当世界货币, 但相对而言, 它仍然是一种较为公平的国际货币体系, 即对充当世界货币的美元行为进行了限制——美元可在美联储按固定比例兑换黄金。与此同时, 布雷顿森林体系并不鼓励资本市场开放, 容许各主权国实施资本项目管制。这使得各国对美元的需求只能来自于贸易需求, 所积累的美元也不可能回流美国购买美

¹ 关于汇率模式中的汇率制度、本币是否贬值和是外汇储备的积累之间关系的讨论请参见龚刚、高坚和李炳念(2012)。

国的金融资产（如债券等）。所有这些都在一定程度上影响了美元势力向全世界的扩张。

然而，到了 1972 年，当世界已经习惯使用美元之后，当美元的世界货币地位已经稳固之后，美国取消了其美元兑换黄金的承诺，从此，作为世界货币的美元，其发行行为再也不受制约。

强势货币战略

布雷顿森林体系崩溃后所建立起来的牙麦加体系本质上是一种没有限制和没有约束的体系，这意味着任何国家都可以根据本国的国情，选择适合自己的对外货币战略（如汇率制度和资本市场是否开放等）。正是在这种自由、没有限制、没有约束的体系下，发达国家和发展中国家按“丛林法则”进行竞争（进攻和防卫），由此产生了所谓的强势货币战略和弱势货币战略。

强势货币战略考虑的是：如何在国际竞争环境下使本币越变越强。强势货币战略本质上是一种推进本币国际化战略。其战略目标主要是尽可能多地让他国使用和持有本币及本币计价资产（债券等）。为了达到这一战略目标，强势货币战略首先要体现出自己的强势，即不怕竞争，从而在制度安排上会容许自由兑换（即开放资本市场）；同样，为了体现本币强势，强势货币战略也意味着不屑积累他国货币，更没有必要使本币吃亏贬值，这意味着它会选择自由浮动的汇率制度；为了尽可能多地让他国使用和持有本币及本币计价资产（债券等），执行强势货币战略的国家还会想方设法，通过各种手段试图达到在国际贸易、国际援助和各种国际支付中使用本币，与此同时，它还会以利息等为诱惑，大量地发行各种以本币计价的债券。

总而言之，强势货币战略具有三大要素：1）资本市场开放；2）汇率自由浮动；3）大量本币与本币计价资产的海外持有，即所谓的货币国际化，其中，前两者为制度保障，后者为具体战略目标。

美元所拥有的世界货币之地位，使得美国在对外金融战略上可以毫不犹豫地选择强势货币战略。其他发达国家也同样如此。

为什么要让他国尽可能多地持有本币及本币计价资产？

这里，有必要说明的是，货币本质上是一种债务，债券就更不用说了。将

美元及美元计价的债券大规模地向世界各地输出意味着美国将大规模地向世界负债。但债总是要还的。大规模的向世界负债为什么说是强势货币的战略目标呢？事实上，提出此种疑问的本身就是一种“杨白劳式的弱者思维”。

第一，负债本身就意味着占有别国的资源为我所用，从而达到强大自己的目的。纵观现实世界，无论是从微观的企业角度，还是从宏观的国家角度，负债者往往是强者：越是强者，负债越多！

第二，美元及其计价资产的大量流出本身就象征着美元的强势和超高的国际化程度。学术研究中，一国货币的国际化程度通常是按其在境外的持有量进行衡量：其他国家大量的持有本身就意味着对该货币的信心，或者说此货币信誉良好。因此，以追求货币国际化为目标的强势货币战略本质上就是追求货币及其计价资产的境外持有。

第三，当世界更多地拥有美元及美元计价资产时，国际贸易中自然会更多地倾向于用美元进行交易。这使得美国在占有世界稀缺资源上，在承担国际义务上等都具有无可比拟的优势。目前，在国际贸易中，使用美元的比例通常在 80% 左右，特别在石油等战略物资的交易上，使用美元的比例更高。如此之高的使用比例和美元及美元资产在世界各地的大量沉淀不无关系。

第四，当世界更多地拥有美元及美元计价资产时，自然会与美元形成“利相交”的局面，即将其本身利益与美元“捆绑”在一起，从而当美元具有贬值风险时，会主动维护美元币值。美国之所以敢发动货币战争（即大规模执行量化宽松政策，关于货币战争的讨论将随后给出），不怕美元短期内贬值，主要原因还在于美元已经是最主要的国际货币：即使美元短期内会贬值，长期内还会升值。

第五，由于美国已经在 1971 年取消了美元和黄金的兑换承诺，而美元又是主权货币，即美元可以由美联储无限制发行，因此，大规模向世界负债并不会使美国陷入系统性债务风险。

强者与强势货币战略

毫无疑问，在一个以利益为核心的国际竞争环境下，采用强势货币战略会有许多益处。在竞争激烈的国际经济环境下，这样一种战略能以更低的成本占有世界资源（特别是战略性资源）；能绑架他国，自动维护本国货币；必要时，还能主动发动货币战争，以解决国内短期经济危机，并在长期内进一步强化本国货币

等。

然而，采用强势货币战略毕竟是有条件的：如果一个国家的实力不够强，体制不够完善，人均 GDP 水平不够高，本身不够强大时，强势货币战略很容易给自己带来灾难性的后果。弱者冒充强者是很危险的。前苏联、南美等一些国家都曾试图执行强势货币战略下的制度安排，如资本市场开放，汇率自由浮动等，但都没有实现强势货币的战略目标：即本币和本币计价资产的大规模境外持有，相反地，却给自己造成了大规模的金融危机。

弱势货币战略

与此相对应的是，发展中国家（包括中国）更偏向于（事实上更适合于）弱势货币战略。弱势货币战略是建立在一种弱者思维的基础上。弱势货币战略的主要目标是确保本国经济安全。于是，不对外发行债务，不开放资本市场，本币长期吃亏（即长期处于贬值地位），并尽可能多地积累美元等强势货币就成为弱势货币战略的主要特征。总而言之，与强势货币战略相对应，弱势货币战略也有三大要素：1）资本市场不开放；2）汇率管制；3）不仅不欠债，反而大量积累强势货币及其计价资产。

维持弱势货币战略并不是没有收益。中国维持弱势货币的收益主要体现在两个方面：首先，确实起到了保护本国经济安全之目的。当世界发生金融危机时（如1997年的东南亚金融危机和本次金融危机等），中国常可置身事外，其金融体系很少受到冲击；其次，人民币一定程度的贬值（吃亏）有效地促进了中国的出口，并吸引了大量的外商直接投资。² 就存在着大量剩余劳动力的发展中国家而言，出口及投资增长可以使那些闲置的资源得以利用，这将加快剩余劳动力的消化以完成向发达国家的赶超。

当然，维持弱势货币战略也需要付出一定的成本。这其中包括：1）放弃了强势货币战略所能带来的优势（如低成本占有世界资源，绑架他国，主动发动货币战争等）；2）维持弱势货币所做出的牺牲（如本币长期吃亏，不得不积累它国货币等）；3）强势货币国发动货币战争的牺牲品。

毫无疑问，在激烈的国际竞争环境下，强势货币占尽了先机，赢得了便宜。

² 关于货币贬值能促进进出口和外商直接投资的讨论请参见 Klein and Rosengren (1994) 和 Russ (2007) 等。

实力弱小的发展中国家选择弱势货币战略只是一种无奈。正如前文所述，唯有强者才能实施强势货币战略，弱者冒充强者有可能会带来灾难性的后果。

二、资本市场开放、汇率自由浮动与货币战争

然而，我们不得不承认，现实中，仍有一些发展中国家执行了强势货币战略下的制度安排，如开放资本市场和汇率自由浮动。为什么会出现此种情况？我们认为，这是现有西方主流经济学理论和美国（及国际货币基金组织）等双重胁迫的结果。

布雷顿森林体系崩溃后所建立起来的牙麦加体系本来赋予各主权国自由选择汇率制度和资本市场开放的自由。正如前文所说，在这样一种自由选择的基础上，发达国家一般会选择强势货币战略，而实力弱小的发展中国家则更愿意选择弱势货币战略。然而，在自由、公平、竞争等口号下，美国及国际货币基金组织不断以各种手段，推动甚至胁迫发展中国家放弃弱势货币战略下的制度安排，开放资本市场和执行自由浮动的汇率制度。

开放资本市场和汇率自由浮动之推动

1977年，在牙买加协议通过不到一年的时间内，在美国的操纵下，国际货币基金组织通过了《关于汇率政策检查的决议》（俗称“1977年决议”）。该决议规定：基金成员国有义务避免操纵汇率、操纵国际货币体系、阻碍其他成员国对国际收支的有效调整，或者“不公平”地取得优于其他成员国的竞争地位。显然，这样一条貌似公平的规定是针对那些执行固定（或有管理浮动）汇率制度的发展中国家，因为只有此类国家才存在着外汇市场的政府干预行为。国际货币基金组织的这一“汇率操纵条款”曾多次被美国举起，用于对中国汇率制度的发难和指责。

在美国的教唆下，国际货币基金组织在推动全球资本市场开放上也可谓不遗余力，甚至可以不管对方的感受，以胁迫的方式强行推动。具体做法是：当发展中国家需要援助时，国际货币基金组织通常会向贷款国提出基于《华盛顿共识》基础上的附加条件（这其中包括开放资本市场，汇率自由浮动等），并以不提供

援助等相威胁，强行推动落实。正因为如此，许多实力弱小的发展中国家，如海地、赞比亚等，资本市场的开放程度令人吃惊。世界银行的前任首席经济学家斯蒂格利茨在其《全球化及其不满》一书中对此进行过详细的介绍（斯蒂格利茨，2004）。

那么，美国为什么要求发展中国家开放资本市场和汇率自由浮动？其目的到底何在？为此，有必要首先讨论美国为应对此次金融危机所发动的这场货币战争。

货币战争

2008 年 11 月 25 日，美联储向全世界宣布：它将购买政府支持企业——房利美、房地美和联邦住房贷款银行等——与房地产有关的直接债务，由此开启了自金融危机爆发以来首轮“量化宽松”政策（QE1），一场硝烟四起的货币战争就此在世界范围内爆发！直至 2010 年 4 月 28 日，美联储在首轮“量化宽松”政策执行期间共投放了 1.725 万亿美元现金。到目前为此，美国共启动了四轮量化宽松的货币政策。³

需要说明的是，美联储连续一轮又一轮的“量化宽松”政策通常也被冠于“非常规货币政策”，因为其所购买的资产包含一些非常规资产，如有问题的“两房”债券等（徐文舸，2013）。而当美国推出其量化宽松货币政策之后，日本、英国和欧元区国家等也争相跟进。

为什么以美联储为首的西方世界各大中央银行会争先恐后地推行“量化宽松”？在相关的政策说明上，它们都会冠冕堂皇地声称“‘量化宽松’的目的是为了给金融系统注入更多的流动性”。表面上看，这似乎有一定的道理，因为 2012 年底，美国的货币 M_2 与 GDP 之比只有 0.73，而中国则为 1.88。因此，至少与中国相比，美国的金融体系缺少货币的流动，而中国则被批评为超发货币，即所谓流动性过剩。然而，当一轮又一轮的“量化宽松”之事实又无情地摆放在我们面前的时候，我们不禁要问：到底该如何解释西方世界的“量化宽松”？

合理的答案是：一轮又一轮的“量化宽松”背后实际上是一场货币战争！与增加国内流动性无关！James Richards 在其畅销书《货币战争》中对货币战争作了如下非常明确的定义：“货币战争是由一国发起的旨在针对他国货币的竞相

³ 百度百科：“量化宽松” <http://baike.baidu.cn/view/2102674.htm>。

贬值。”（Richards，2011，第 37 页）而货币贬值通常被认为能刺激出口。接下来我们将讨论“量化宽松”是如何导致货币贬值的。

当美联储大规模收购债券（包括有问题的两房债券）时，债券价格将上升。由于债券的（未来）收益是给定的，因此，当债券价格上升时，债券收益率（或债券利率）将会下跌，债券利率的下跌将引导整个货币市场的利率下跌。于是，美国的金融机构就可以以非常低的利率获得美元。当美国的金融机构可以以非常低的成本（接近 0 利率）获得美元后，它们就可以以各种形式将美元输往世界各地，例如，直接提供美元贷款给他国金融机构（以获得更高的利率回报）。而他国的金融机构则需将美元在本国的外汇市场兑换成本币，其结果必然是本币升值，美元贬值。当然，他国的金融机构将美元兑换成本币的目的是为了提供本币贷款给本国企业。图 1 给出了这一代表性的量化宽松货币政策的传导机制。

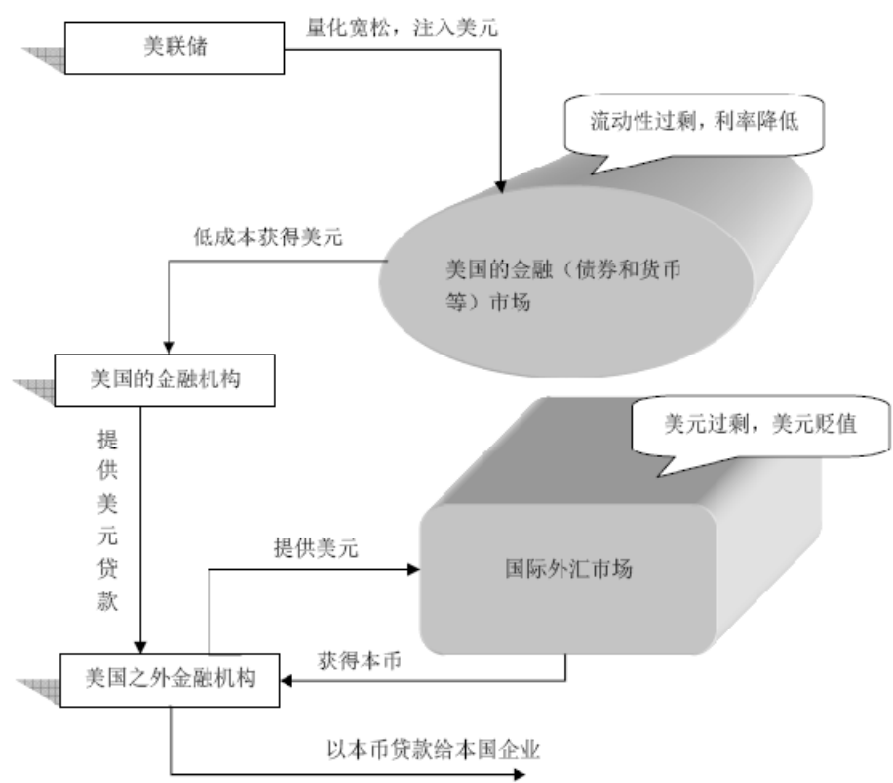


图 1 量化宽松的传导机制

需要说明的是，图 1 所揭示只是一种典型的传导机制。例如，美国的金融机构在以低成本获得美元后，有可能直接提供美元贷款给有资质的境外企业，而境外企业若需使用这笔美元贷款，则仍然需要在本国的外汇市场将其兑换成美元，由此，美元贬值。此外，美国的金融机构在以低成本获得美元后，有可能在国际

外汇市场上直接将其兑换成他国货币，从而以游资的方式直接进入他国，购买他国资产（如房地产和股票等）。于是，美元再一次贬值。

由此可见，所谓的“量化宽松”其根本目的是将美元大量地倾至海外，以使美元贬值。巴西的财政部长 Guido Mantega 一语道破了天机：各国竞相推出一轮又一轮的“量化宽松”，实际上是在打一场货币战。⁴ 有关数据也证明了这一点。图 2 给出了自 1978 年以来美国的 M_0 和 M_1 。可以看到，美国的“量化宽松”造成了经济学中的一个及不可思议的怪象：美元的 M_0 超过了 M_1 。由于 M_1 只包括美国国内的美元存款，而 M_0 则包括流向美国境外的现金，因此， M_0 超过 M_1 只能意味着大量的美元现金流向海外。

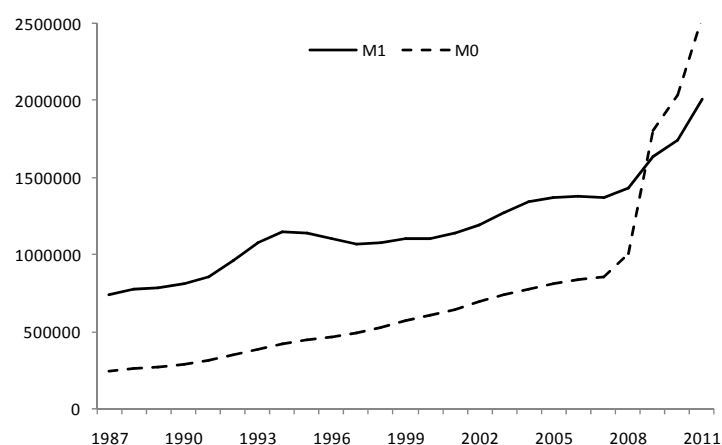


图 2 1987 年以来美国的 M_0 和 M_1

数据来源：美联储 <http://www.federalreserve.gov>

金融海啸发生以后，美国的利率已经低得不能再低，但经济仍然不见好转，这说明美国经济已经陷入了流动性陷阱。当经济陷入流动性陷阱时，惟有扩张性的财政政策和出口的增长才能使经济复活。由于美国本身已多次面临“财政悬崖”，其扩张性财政政策的操作空间已经不大，因此，通过打一场货币战争，使美元贬值，并进而促进出口不失为一项极佳的战略选择。

资本市场开放条件下货币战争对发展中国家的冲击

从表面上看，货币战争的目标是使本币贬值，以促进净出口，从而解决国内经济危机。但这仅仅是货币战争的短期目标。货币战争还有更为隐蔽的长期、甚

⁴ 参见 Richards (2011, 第 37 页)。

至是险恶的目标，即通过大量发行本币，使本币大量流向海外，从而一方面巩固本币的国际地位，更深地绑架和套牢它国，另一方面，则扰乱他国的金融次序，干涉它国的宏观调控，甚至引发他国可能的金融危机。这里，我们只讨论货币战争是如何扰乱他国的金融次序，引发他国可能的金融危机。图 3 给出了货币战争引发发展中国家（或新兴经济体）金融危机的传导机制。

图 3 将金融危机所发生的过程划分为三个阶段：其中第一阶段（资金流入阶段）已经由图 1 进行了更为详细的解释，因此图 3 很自然地成为图 1 在发展中国家的延续。大量以债务和游资的方式流入的资金必然会投向房地产和股市，从而会吹起泡沫，使经济虚假繁荣，即经济进入第二阶段——泡沫阶段。第三阶段为资金流出阶段。此时，游资将因美国量化宽松政策的结束，利率重新回归正常而撤出，与此同时，美元债务需要归还，所有这些将使本来已经吹起的泡沫破灭。在外汇市场上，这表现为本币大幅贬值，或如果央行救市，则外汇储备大幅掏空。无论是本币大幅贬值或外汇储备大幅掏空，都可以看成是货币危机。在国内金融市场上，资金的大规模撤离使本来已经吹起的泡沫开始破灭，空置率上升，银行坏账出现，股市大跌。

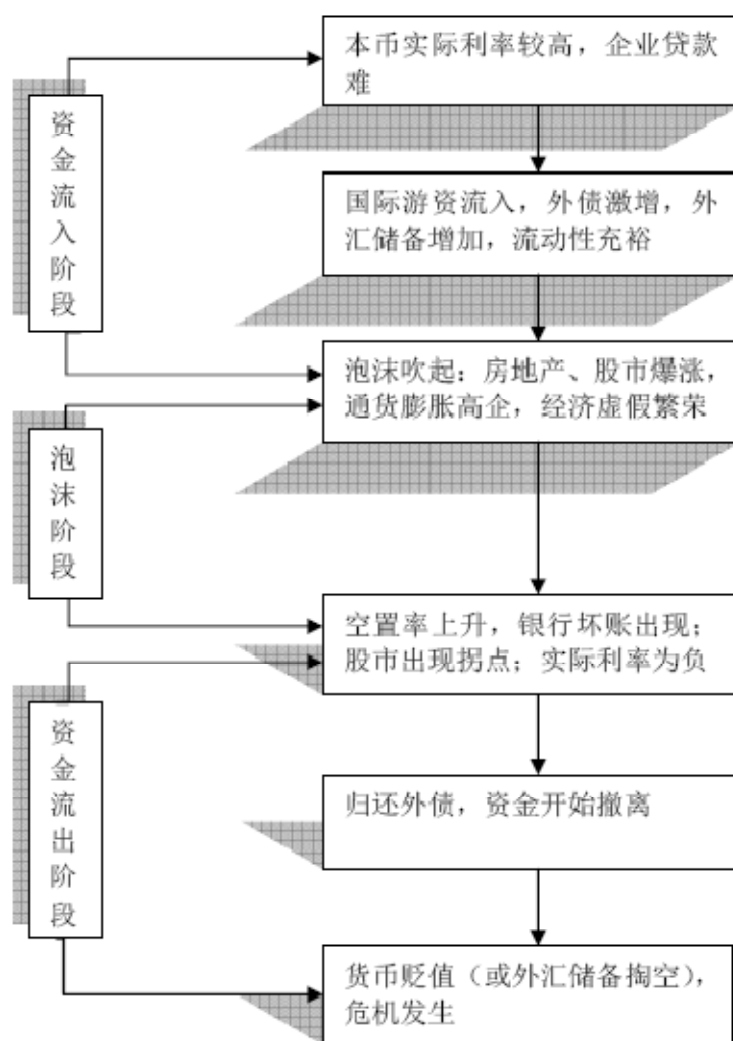


图3 货币战争引发新兴经济体金融危机的传导机制

有必要说明是，上述危机发生的传导机制有一个基本的制度性假定，即资本市场开放。这种基于资本市场开放的货币危机已经出现了多次。最典型的案例是1997年的泰国金融危机和之前的瑞典金融危机。目前，印度、巴西和俄罗斯已或多或少地出现了上述危机特征。例如，今年以来，印度卢比对美元累计贬值幅度高达15%。在美国等发达经济体发动货币战争，开启量化宽松货币政策之时，新兴市场国家承受了流动性泛滥之灾，而在美国准备结束量化宽松货币政策之时，新兴市场国家又承受了资本大规模撤离之痛。而所有这一切都建立在资本市场开放的基础上。

如果没有新兴经济体资本市场的开放，美国试图通过货币战争，来解决国内短期经济问题，将危机转嫁给它国的试图将大打折扣。这也就是为什么美国要极力鼓吹、推动、甚至胁迫新兴市场国家开放资本市场的原因之一。当然从长期看，

资本市场的开放将使美元及其计价资产可以更容易流向它国，从而更容易推动其货币国际化，更容易地绑架他国，更容易地以出口纸货的方式占有世界资源。

以汇率自由浮动逼人民币升值——货币战争对中国的冲击

中国目前并没有完全开放资本市场。这是否就意味着中国没有受到货币战争的冲击？答案显然是否定的。

美国发动货币战争的目的之一是逼人民币升值。由于危机前中国是美国最大的贸易赤字国，因此，如果货币战争不能使人民币升值，则美国的货币战争将一无是处。长期以来，中国执行的是固定汇率制度，汇率被长期固定在 8.20。2005 年，中国开始执行有管理的浮动汇率制度，并开启了人民币升值之路。然而，国际金融危机的爆发使得中国停止了人民币升值之路。在美国看来，这可万万不行：如果人民币不能升值，美国所发动的货币战争将功亏一篑。

战争就是战争，拼的是实力，靠的是计谋。为了到达战略目标，参战者可以不讲规则，不讲道义，可以不择手段！当中国人不愿意人民币升值时，美国开始挥舞起各种大棒（如“汇率操纵国”、“国际收支平衡理论”等）施压中国。终于，人民币于 2010 年被迫升值了！图 4 给出了人民币自 2005 年以来的升值之路。

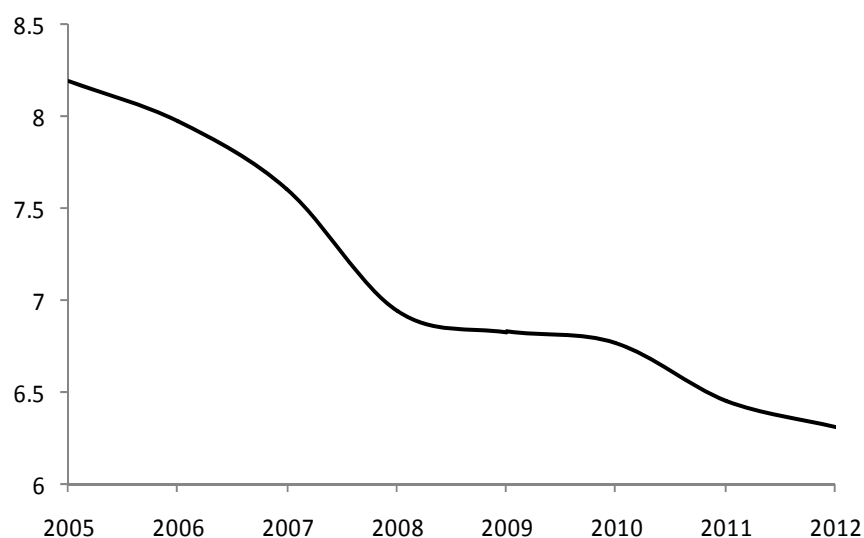


图 4 人民币升值之路（2004-2012 年）

数据来源：中国人民银行网站 <http://www.pbc.gov.cn/>

特别需要说明的是，强势货币战略的另外一个优势是所谓的理论优势：西方的主流经济学理论无疑给了强势货币战略最有力的支持。在那种西装革履，灯红

酒绿的国际场合，赤裸裸的利益之争与那种温文尔雅的环境似乎格格不入，于是人们不得不高谈“理论”。由于“理论”通常被认为是智慧的结晶，为世人所敬仰，用“理论”为自己争利不失为一种体面地掠夺。在这一点上，中国实在没有优势。于是，在各种国际场合，中国每每被打压，理亏词穷，不得不一再做出让步。这实在是因为经济学“理论”这一庞大而杂乱的宝库由西方的学者们所把守，而以“自由”、“竞争”为核心理念的西方经济学理论本质上是一种为强者说话的理论。西方的经济学家们在讨论货币理论时，从来不把货币地位的不相等纳入其分析框架，他（她）们的研究中都是以“各国货币地位相等”为前提条件。中国被迫使人民币升值不能不归功于西方的“国际收支平衡理论”和在此基础上所形成的国际货币基金组织的“汇率操纵国”条款。

还需说明的是，尽管中国的资本市场并没有完全开放，但各种“旁道”、“左道”还是存在的。当美元泛滥成灾时，中国的房地产商正经受着史上最猛烈的调控政策，而正是美元的泛滥，使中国的许多房地产商在境外获得了融资，从而顶住了国内调控的压力。因此，美国的货币战争和美元泛滥对中国房地产泡沫，甚至对中国的宏观调控产生了一定的影响。

最后，尽管中国还没有进入图 3 中的第三阶段，即资金流出阶段，但这完全是因为中国资本市场的最后一道闸门——资本流出——还没有放开。由于中国的房价已经虚高，银行存款利率极低且还没有市场化，理财产品极其稀少且回报率不高，长期通货膨胀又高于发达国家，因此，可以预见，当美国结束量化宽松使美元利率回归正常水平时，如果中国的资本市场在国际投机者们的众望所归中贸然开放，必然会有大量资金流出中国，中国将直接步入资金流出的第三阶段。⁵

综上所述，弱势货币战略执行的是一种被动式的保护，然而，即使是这样一种被动式的保护，许多发展中国家也常常在“自由和竞争”的胁迫下不得不开放自己的资本市场，从而不得不以其弱小的身姿来迎战强势货币国所发动的货币战争，成为货币战争的牺牲品。而所谓的汇率自由浮动本质上是其需要时逼人民币等货币升值，从而为其本身利益服务。

⁵ 根据 IMF（2013）的研究报告，一旦中国资本市场开放，国内的大量储蓄将通过资本净外流的方式在全球各国进行存量调整。Forbes（2010）的研究显示，中国开放资本账户将可能会导致未来几年内出现大规模的资本净流出，其规模相当于当年 GDP 的 15%，约为 1.35 万亿美元。其他相似的研究有 He, et al.（2013）和 Sedik and Sun（2011）等。尽管所预测的数值不尽相同，但所有的研究都认为，当中国开放资本账户之后，国内资本外流大于境外资金的流入。

丛林中的老虎和兔子 —— 一则寓言

现在让我们讲一个故事。晨曦初露，森林如往常般开始喧闹。虫鸟欢歌、草树婆娑，动物们自由自在地嬉戏、饮水、散步。当然，更重要的活动是狩猎——追逐弱小填饱肚皮。森林里最强悍的一员当属老虎美美了。美美是个挑剔而固执的家伙，虽然作为森林食物链的顶端可以吃很多东西，可它却偏偏只吃兔肉。这让美美比不挑食的象等消耗更多体力。本来这一怪癖似乎也不算什么，反正美美有的是力气。然而，时光静流，随着兔子们在与强大动物的对抗中不断进化，美美开始吃不消了，因为新一代的兔子可不是好对付的主儿：它们不仅跑的快，还不断绕圈或突然调转方向，这使得身型肥大的美美常常扑空，好几次撞到树上。更可气的是狡兔三窝，兔儿们还经常和美美躲猫猫。

半年过去了，因吃不到兔子的美美放下百兽之王的面子，屈尊来到森林管理处求助。听了美美的申诉，管理处主任非常气愤：“这太不公平了！兔子们太不像话了！既然是赛跑就要讲公平，守规矩，怎么可以急转弯！还有，怎么可以躲猫猫！应该站出来，让老虎看见，这才是公平决斗。太欺负老虎了！”。于是，森林管理处立即出示公告：“请动物们注意，为公平起见，现颁布森林管理一号令：在今后所有比赛中，禁止任何动物急转弯，禁止躲猫猫。此规定即日起生效——森林管理委员会。”

这就是国家货币基金组织（IMF）的除“弱”扶“强”！

三、第三条道路——“金砖”货币的崛起

面对美元霸权，面对不合理的国际货币体系，中国的出路何在？

中国维持弱势货币战略的成本已越来越大，收益则越来越小

一种可能的选择是继续维持弱势货币战略。然而，如果说，过去中国执行弱势货币战略是出于经济实力弱小的无奈，那么经过了改革开放三十余载的激荡发展，中国的经济实力已今非昔比。过去的 30 多年，中国经济的年均增长速度达到了惊人的 10%左右，而同一时期发达国家的经济增长率则在 2-3%。2010 年，

中国经济总量超过日本，跃居世界第二。持续的高增长使过去贫穷落后的中国发生了翻天覆地的变化。人民的收入和物质生活水平显著提高，综合国力大大增强，国际地位不断攀升。可以说，“中国奇迹”举世瞩目。

上述讨论意味着，从经济实力上说，中国已具备执行强势货币战略的实力。与此同时，随着剩余劳动力的逐渐消化，中国通过货币贬值的低成本竞争模式（俗称亚洲模式）来促进出口和吸引外商直接投资的空间也将变得越来越狭小。因此，随着中国国力的增长和剩余劳动力的消化，中国继续维持弱势货币战略的收益将越来越小。考虑到前文所述的维持弱势货币战略本身所包含的成本，未来中国继续维持弱势货币战略的成本将越来越大！

人民币走向强势货币——第二条道路

随着中国继续维持弱势货币战略的成本越来越大，收益越来越小时，中国有必要转向以人民币国际化为目标的强势货币战略！

然而，人民币国际化毕竟意味着对现有世界利益格局的一种突破，意味着与美元等现有强势货币的竞争。大国竞争没有道义，只有利益。因此，人民币国际化必将是一场战争，是突围，是一场为中国利益，为发展中国家利益，为世界公平秩序而展开的史无前例的惊险复杂的战争。

战争不仅讲的是实力，同时也讲计谋，讲排兵布阵。尽管从总体实力上，中国经济已经具备了执行强势货币战略的条件。然而，这并不意味着中国的体制安排，特别是金融体制已经具备了执行强势货币战略的条件。因此，人民币国际化对外是一场战争，对内则意味着中国金融体制的改革。

改革通常是一项系统工程，牵一发而动全身，同时，改革也可能会带来巨大的调整成本。正因为如此，中国的第二条道路必将充满荆棘和阻力。⁶

实验室中的货币战争——James Rickards 的出牌⁷

如果第一条道路走不通，第二条道路充满荆棘，则中国是否还可以有第三条道路供其行走？

⁶ 龚刚（2013）指出，人民币要走向强势货币需要突破金融体制上的六道关口：货币政策独立，利率市场化，金融深化，人民币计价债券的大量海外持有，资本市场开放和汇率自由浮动。这六道关口可以概括为：对内金融改革，对外金融开放，而其次序是：先内后外，先走出去，后放进来。

⁷ 此段描述来自于 Rickards (2011) 的第一和第二章。

2009 年 3 月 17 日，美国国防部下属应用物理试验中心（APL）的战争试验室里，正上演着一出惊心动魄的沙盘推演。然而，与以往所不同的是，由美国国防部导演的这场战争所模拟的并非军事战争，而是现实中已经和即将发生的货币战争。⁸ 试验室被分割成六个区域（cells），其中，在白色小区正襟危坐的是本次战争的裁判队伍和来自美国国防部和中央情报局的官员，其他五个区域分别代表参与这场战争的五个方面的势力：美国、中国、俄罗斯、太平洋周边国家和世界其他国家（灰色区域），而《货币战争》的作者 James Rickards 则率领着他的团队入座代表中国的红色区域。特别需要指出的是，James Rickards 作为华尔街的代表在这场模拟战的前期准备中已经作了大量的工作，这其中包括推荐了同样来自于华尔街的 Steve Halliwell 代表俄罗斯参与这场“战争”，更为重要的是，在进入战争试验室之前，他们之间已经进行了密谋，制定了相关战略。现在，James Rickards 正等待着这位俄罗斯同伙的出牌。

此时，时间仿佛凝固了。突然，麦克风中传来了 Steve Halliwell 的声音。在一大堆的外交辞令之后，Halliwell 宣布俄罗斯将让卢布与黄金挂钩，并且未来俄罗斯的能源交易将只能使用该币。在此后对这场战争的官方总结中，俄罗斯的这一出牌被认为具有“进攻”和“威胁”性，但在当时却被认为可笑和荒唐。在短暂的讨论之后，白色区域的裁判宣布此牌“非法”，并要求俄罗斯撤销。

“非法？这不是战争吗？战争中那来非法？” Halliwell 回应道。Rickards 也趁机站了起来：“美元在 1971 年以前也是与黄金挂钩的，在座的大都数人想必都还记得。尽管俄罗斯总是令人讨厌，但没有道理不让其出牌。”于是，在此后的沙盘推演中，出现了一种与黄金挂钩的新币。

在此后的沙盘推演中，Rickards 并没有说服其中国团队支持俄罗斯的金本位制，但却成功地说服了其中国团队（以分散外汇储备的名义）将其所有的黄金储备（约一千多吨）卖给了俄罗斯。而这大大增强了俄罗斯推行其金本位制的实力。

突破现有规则的第三条道路

James Rickards 和 Steve Halliwell 在货币模拟战中的出牌在现实的货币战争中并没有出现。在这场由美国所发起的货币战争中，无论是中国还是俄罗斯

⁸ 注意：此时，美联储的第一轮量化宽松已经与 2008 年的 11 月启动。

都没有出牌。在现有规则的约束下，中、俄事实上已无牌可出，只能被动地吞下货币战争的苦果。

然而，无论如何，James Rickards 和 Steve Halliwell 在货币模拟战中的出牌给了我们一个非常重要的启示：战争无需讲究规则。中、俄只有突破现有规则（如推出一种新的货币）才能在货币战争中有所作为。下面我们将就这样一种新的货币进行某种程度的妄言。

第一，曾经有大量学者提出以推出亚元来抗衡美元，⁹ 并形成美元、欧元、亚元的三足鼎立。然而，亚元的形成离不开日本，而日本则是美国政治和经济上的盟友。并且由于其历史问题，与中国等亚洲国家有着感情上的裂痕，故无法与中国等展开真诚的合作。事实上，新的货币无需考量地域，而需以共同的诉求为合作之基础。

第二，新的货币是否要按 James Rickards 的设想与黄金挂钩？布雷顿森林体系的解体已经告诉我们，这不是一个好的设想。与黄金挂钩必然意味着其货币的发行不能随经济规模而扩大，否则会给发行者带来无法兑现承诺的负担。而当货币的发行不能随经济规模扩大时，该种货币也将无法服务于经济社会发展的需要。

第三，新的货币是否要走欧元老路，从而取消现有的主权货币（如人民币）？欧元区的经验已经告诉我们，当货币的发行与本国经济完全无关时，容易发生主权债务危机等困难，从而不利于本国经济的发展。

综上所述，新的货币既不可能是亚元，也不可能走“美金”（与黄金挂钩的美元）和欧元的老路。新的货币应该是在“双重”货币体制下的超主权货币，不妨把这样一种货币命名为“金砖”。

“金砖”崛起

这里，“金砖”货币中的“金”并不指黄金，而是代表现有的金砖五国集团（BRICS）。金砖货币体系是一种双重货币体系。¹⁰其中，“金砖”称之为上币，体系中的其它主权货币可称之为下币。双重货币体制的基本运行规则如下：下币用

⁹ 如周洁、余元州（2011）和余元州（2009）等。

¹⁰ 双重货币体系的概念由余元州首先提出。但余元州将上币称之为亚元，并让其与黄金挂钩。这在很大程度上限制了双重货币体系的功能。参见余元州（2009，2011）。

于国内交易，上币用于兑换主权货币。这意味着当金砖国家间发生交易时，下币之间不能直接兑换，必须用下币和上币进行兑换。当金砖国家与金砖外国家发生兑换需求时，禁止使用其主权货币进行兑换，而需使用“金砖”货币与金砖外国家主权货币（如美元）进行兑换。

上述规则意味着金砖国家无需积累他国货币，而只需积累“金砖”。与此同时，就那些经常需要与金砖国家进行交易的商家而言，积累“金砖”也不失为一项有意义的选择。

在金砖货币体系下，现有金砖五国共同发起成立发行“金砖”的超主权中央银行——金砖银行。2013年3月27日，南非德班举行的金砖国家领导人第五会晤上，各国领导人已经同意建立金砖国家开发银行。尽管该银行目前被定义为以“开发”性贷款业务为主，但完全可以考虑发行超主权的“金砖”货币：即每年按一定的规则（如按增长率等）发放“金砖”给各主权国家。

原则上，“金砖”与各主权货币之间的牌价应由各主权国自行决定。例如，各主权国可以自行确定一个牌价，或者通过本国的金砖市场进行拍卖，而中央银行也可以对本国的金砖市场进行干预。我们认为，就各主权国利益而言，其主权货币与“金砖”之间必有一个合理的牌价。过高的主权货币不利于主权国的出口，而过低的主权货币则损害主权国居民的福利。正因为如此，“金砖”与各主权货币之间的牌价可以任由各主权国自行决定。当然，各主权国如何根据本国国情确定其主权货币与“金砖”之间的牌价将是一个值得做更深入的学术课题。

金砖货币体制的好处在于：即能兼顾主权货币在促进本国经济发展，调控本国经济中的功能，同时在对外货币战略上又可聚五国之力，联合抗衡美元、欧元等超级货币。由于禁止使用本国主权货币与他国主权货币直接兑换，金砖国家无需积累美元等强势货币，而只需积累“金砖”。

“金砖”扩容——“新国际货币体系”之确立

上述金砖货币体系的核心要素是：禁止使用本国主权货币与他国（包括金砖国家和金砖外国家）主权货币的直接兑换，作为承担这一义务的回报，金砖国家可以每年从金砖银行按一定的规则获得“金砖”。更进一步地，如果发现某国在禁止本国主权货币兑换他国主权货币上执行不力，则金砖银行可以按情节减少或取消对其“金砖”的供给。

在这样一个非常简单的规则下，金砖货币体系可以很快地扩容。事实上，任何国家只须承担禁止使用本国主权货币与他国（包括金砖国家和金砖外国家）主权货币的直接兑换之义务，它就可以加入金砖货币体系，并且作为承担这一义务的回报，每年可从金砖银行按一定的规则获得“金砖”。

可以预期，这样一个简单而实用的规则将很快吸引越来越多的国家加入金砖货币体系。当越来越多的国家加入金砖货币体系后（最后，甚至连美国等也不得不坐下来和金砖国家进行谈判时），一种新的国际货币体系——金砖体系——将应运而生：这样一种国际货币体系必将是一种更为稳定和更为公平的国际货币体系。在这样一种体系下，世界上只有一种国际储备货币——“金砖”，该储备货币是超主权的，其它主权货币都为下币，各主权货币间地位相等；在这样一种货币体系下，世界上的财富统计和标价等将以金砖计价，不再是美元；在这样一种货币体系下，各国所承担的国际义务和援助等将以金砖支付，不再是美元；在这样一种体系下，国家上的任何一个主权国家试图通过超发其主权货币将危机转嫁给他国的企图也必将成为徒劳。

“金砖”发放

最后，我们将讨论“金砖”的发放规则。我们发现，这在很大程度上是一种伦理选择。所谓的发放规则涉及两重概念，即加入金砖体系时所获得的初始金砖和加入金砖体系后每年按规则所获得的“金砖”。

首先，我们讨论加入金砖体系后每年按什么规则所获得的“金砖”？一种可能的选择是：以利息的形式发放“金砖”，即“金砖”的持有者可以到本地金砖银行的分行（或支行）凭借所持有的“金砖”领取利息，而利息则仍然以金砖支付。这样一种货币发放规则的好处在于“金砖”能生息，从而自动实现了“金砖”货币的投资功能。毫无疑问，当“金砖”具有这样一种生息功能之后，将更具吸引力，更具有实力和美元、欧元等抗衡。此外，每年利率的制定可以是弹性的，可以根据金砖体内的经济周期进行调整，例如，可以等于上一年金砖体的总体经济增长率，这样一种利率制定规则将使得流通中的“金砖”存量与金砖体的经济规模保持一个较为稳定的比例。

接下来，我们将讨论“金砖”的初始发放。一种是按市场化原则，即按照会员国上交给“金砖”银行的黄金数量发放。该黄金数量可以被视为“入会”的抵押物：

当会员国无法承担起禁止本国主权货币与外国主权货币之间直接兑换之义务时，金砖银行可以令其退出“金砖体系”，而所抵押的黄金则不予归还。然而，这样一种规则尽管看上去公平，但具有某种程度的除“弱”扶“强”之伦理特征。其他可能的选择是按人口规模发放，显然，这样一种规则具有除“强”扶“弱”之伦理特征。也许一个更好的方法是：既要体现除“强”扶“弱”，又要兼顾市场化原则——毕竟由于抵押物的存在，市场化原则还将对会员国形成一种约束。

四、结语

以一种主权货币——美元——来充当世界货币，并且对该主权货币的行为不加限制（却限制其他主权货币的选择）本身就是极为可笑和极不公正的。欧元的出现就是为了挑战这种不公正，然而，欧元仍然是在现有国际货币基金组织框架下，在牙麦加体系下运转，因此，美元的特权没有被打破。与此同时，由于取消了主权货币，欧元区的经济发展却受到了限制。因此，惟有打破现有体系，打破国际货币基金组织框架才能为世界赢得公正！

诚然，前述对“金砖”货币的讨论仅仅是一种概念和框架式的描述，它对世界经济到底会产生什么样的影响？与现有的牙麦加体系相比，他是否真的更为公平？更为公正？更有效率？更利于促进世界经济资源的合理分配？在这样一种国际货币体系下，发展中国家和发达国家该如何根据本国的国情，确定“金砖”与各主权货币之间的牌价？是通过市场拍卖还是由官方定价？如果通过市场拍卖，则官方的金融当局是否应该介入成为市场中的超级买家？金砖国家又如何通过法律和监管程序禁止主权货币之间的兑换？所有这些都需要切实与详尽的科学研究作筋骨的连接和血肉的填充，需要更多的同仁加入到这一大厦的设计与建构中。

总之，若将关于“金砖货币”和“新国际货币体系”的妄想变为理想，进而呈于现实，需要热诚和艰辛的研究、悍勇与坚定的信念、谨慎而大胆的尝试。然而，为了明媚的愿景，所有的付出和代价都是值得的，因为在路的尽头，我们看到了如晨曦般平和与清透的世界，如孩童般无虑与幸福的笑容。

参考文献

1. Forbes, K. J. (2010): Why do foreigners invest in the United States? *Journal of International Economics*, Vol. 80(1), 3-21.
2. 龚刚 (2013): 《人民币突围——走向强势货币》, 人民币出版社 (即将)。
3. He, Cheung, Zhang and Wu (2012): How Would Capital Account Liberalization Affect China's Capital Flows and the Renminbi Real Exchange Rate? HKIMR Working Paper No. 09, 2012.
4. IMF (2013): People's Republic of China for the 2013 article IV consultation, IMF Country Report No. 13/211, 2013.
5. Klein, M. W. and E. Rosengren (1994): The real exchange rate and foreign direct investment in the United States: Relative wealth vs. relative wage effects, *Journal of International Economics*, Vol. 36, Issues 3-4, 373 - 389
6. Richards, J. (2011): *Currency Wars: The Making of the Next Global Crisis*, New York: Penguin.
7. Russ, N. K. (2007): The endogeneity of the exchange rate as a determinant of FDI: A model of entry and multinational firms, *Journal of International Economics*, Vol. 71, Issue 2.
8. Sedik and Sun (2012): Effects of Capital Flow Liberalization-What is the Evidence from Recent Experiences of Emerging Market Economies? IMF Working Paper No. 12/275, 2012.
9. 徐文舸 (2013): 解读美联储第四轮非常规货币政策, 《国际金融》, 2013 年第 3 期, 57-62。
10. 余元州 (1994): 《论货币二重华》, 武汉: 武汉大学出版社。
11. 余元州 (2009): 《破解国际金融危机》, 上海: 上海三联书店。
12. 周洁、余元州 (2011) 论后危机时代的亚洲货币合作, 《南开经济研究》, 2011 年第 5 期。