



# 中国发展研究基金会

## 研究参考

第 1 号（总 263 号）

2025 年 12 月 29 日

---

### 从美元霸权走向看人民币国际化

——读肯尼斯·罗格夫《我们的美元，你们的问题》有感

#### 内容摘要：

美元维持主导货币地位已持续超 80 年，近期这种霸权正因其内在的结构性矛盾和美国自身的政策调整而面临深刻的信用危机。本文通过梳理国际货币基金组织前首席经济学家肯尼斯·罗格夫所著《我们的美元，你们的问题》一书的主要观点，从历史维度分析成为全球主导货币的条件、好处及成本，为有序推进人民币国际化提供借鉴。

**关键词：**美元；债务；加密货币；人民币国际化

# 从美元霸权走向看人民币国际化

——读肯尼斯·罗格夫《我们的美元，你们的问题》<sup>1</sup>有感

肯尼斯·罗格夫在其新著《我们的美元，你们的问题》中，以历史视野结合现实洞察，解构全球主导货币形成和衰落的关键因素。本书系统梳理了美元霸权的形成机制与苏联、日本、欧元区历次挑战的失败根源，探讨了加密货币和央行数字货币（CBDC）等新兴替代方案的潜力与局限。作者将中国视为当前美元霸权最核心的挑战者，深入剖析中国的经济增长、人民币国际化战略及数字货币（e-CNY）的前沿探索，并提出美元真正的威胁并非来自外部竞争者，而是美国自身的债务依赖、对“永久低利率”的迷信，以及政治侵蚀央行独立性的结构性危机，这些内因正加速瓦解美元信用的根基。作者关于美元走势的深刻洞察对新形势下我国推进人民币国际化具有参考启示意义。

## 一、本书主要内容

**强大的经济实力和军事实力是成为主导货币的必要条件。**全球金融体系运行依赖于既定规则，而只有同时成为经济超级大国和军事超级大国才拥有制定规则的权力。过去 70 年中，美国货币的主导地位曾多次受到来自不同国家和地区的挑战，如苏联、日本、欧洲等，但均未成功。苏联受限于经济体制固化和创新不足，日本受到《广场协议》、出生率和投资回报率下降及政府错误决策的影响，欧洲则缺乏统一的财政联盟、银行联盟、资本市场联盟，同时军事投资不足，最

---

<sup>1</sup> 该书直译为《我们的美元，你们的问题：一位局内人对全球金融七十年动荡以及未来之路的看法》（Our Dollar, Your Problem: An Insider's View of Seven Turbulent Decades of Global Finance and the Road Ahead），耶鲁大学出版社，2025 年 5 月 6 日出版，暂无中文版。作者肯尼斯·罗格夫（Kenneth Rogoff），哈佛大学教授，国际货币基金组织（IMF）前首席经济学家，曾与 Carmen Reinhart 合著《这次不一样：八百年金融危机史》。

终都限制了货币国际地位的提升。美国作为军事超级大国，其军费开支通常远高于其他国家，2024年美国军费开支占GDP的比重为3.7%，法国仅为2%，德国和意大利约为1.5%。从历史上看，美国这一比例在1980年代末为6.8%，在越南战争时期达到11%。

人民币具备挑战美元的能力，成为主导货币需要稳定的经济增长和现代金融市场体系作支撑。罗格夫认为，相比于欧元等其他货币，人民币对美元霸权的潜在挑战更大，但取代美元并非易事。他认为，中国经济在经历数十年高速增长后，将逐步进入增速放缓的阶段性调整期。过去大规模投入基础设施和房地产领域等依赖投资拉动的增长模式会面临边际收益递减的挑战，尤其需要高度重视房地产泡沫破裂对经济增速的影响。同时，随着中国在全球出口中的份额达到较高水平，美国等主要出口地经济增长速度低于中国，继续依赖出口拉动经济增长的空间也将相对收窄。此外，罗格夫指出，人民币要想成为全球主要储备货币，仍需在法制建设、金融市场深化开放、贸易定价等方面取得进一步进展。

全球货币、加密货币和央行数字货币难以成为美元的替代性货币。罗格夫认为，第一，全球货币的可实现性较低。凯恩斯在二战后提出了全球货币的构想，但与单一区域（例如欧元区）相比，全球更难达成政治统一和财政联盟，使用全球货币增加了金融危机的概率。国际货币基金组织的特别提款权（SDR）曾被寄希望于成为全球货币，但国际货币基金组织赋予美国的极大决策权必然使SDR难以撼动美元霸权。第二，地下经济的体量赋予加密货币长期价值，但加密货币在合规交易中无法占据主导地位。罗格夫估计，约占全球GDP 20%的地下经济促进加密货币不断增长，但政府监管增加了加密货币的流通

难度和使用成本，消除了加密货币与政府货币竞争所需的网络效应。尽管泰达币（Tether）、美元币（USDC）等稳定币通过锚定美元提供了价格稳定性，但缺乏央行最后贷款人支持，容易引发流动性危机。第三，央行数字货币旨在改善而非取代传统金融体系。央行数字货币当前无法取代银行提供贷款且难以复制长期稳定的银企模式，在存款方面替代银行又会导致政府权力过大。

**美元真正的威胁来自美国自身。**罗格夫指出，高债务是美元霸权的“阿喀琉斯之踵”。2024年美国债务占GDP比例高达121%，隐性债务更为惊人，加上高企的利率和接近瘫痪的政治，美国距离债务危机仅差一个突发冲击。随着美国经济总量占比下降，美元作为国际公共品的可信度与其国家债务工具属性之间的矛盾将日益尖锐，可能通过通胀预期脱锚、债务货币化或主权信用降级等路径冲击美元体系。美联储脆弱的独立性将动摇美元霸权的根基。罗格夫认为，尽管美联储顶住政治压力，尽力控制通货膨胀，但围绕环境政策、社会公平等议题的舆论压力已渗透至货币政策。他认为，当代经济学界对“低通胀常态化”的盲目自信导致央行独立性面临被削弱的风险，这将动摇全球对美元价值稳定的信任，加速国际货币体系多极化进程。罗格夫反驳了实际利率将长期走低的观点，认为全球金融危机后的超低利率只是暂时偏离长期趋势，依赖低利率的政策可能导致政府过度借贷、增加债务负担，引发债务和金融危机。如果美国债务政策失控，与更高实际利率和地缘政治因素相撞，美元主导地位将发生实质性变化。

## 二、思考与启示

近期，罗格夫接受采访时指出，美元周期这次真的不一样。美元主导地位的衰退并非始于特朗普，但他将加速这一进程。美元不可避

免进入下行周期，国际货币格局已悄然变化，这为人民币国际化创造了时机和空间。可抓住美元周期调整窗口期，推动人民币国际化，同时规避美国承担过的“过度特权”代价。

**全球正迈向一个由美元、欧元和人民币共同主导的“多元货币时代”。**从美元波动背后的长期结构性变化看，美元作为国际主导货币，其内在矛盾（“特里芬难题”）始终存在。美元的巅峰已在 2015 年左右过去，国际货币基金组织（IMF）的数据也印证了这一趋势，美元在全球外汇储备中的占比已降至近三十年来的低点。这并非偶然，而是全球经济多极化在金融领域的自然体现。罗格夫认为，人民币短期内无法取代美元，主要障碍在于中国金融体系缺乏足够的透明度和可信度。这意味着，中美在货币领域的博弈，核心不在于短期交锋，而在于中国能否通过深度的内部改革（如提升法治透明度、开放资本市场）来赢得国际社会的长期信心。罗格夫对人民币走势的判断仅依赖经济增长率单一指标有失偏颇。从长期结构性转型的视角来看，中国经济的增长速度自然过渡至更为可持续的区间是一个经济体迈向成熟阶段的必然调整。

**以区域合作为重点增加人民币的全球需求，扩大货币同盟。**罗格夫指出，亚洲是世界经济上增长最快的地区，同时也是对美元需求影响最大的地区，美元在整个亚洲供应链中的使用量占美元集团的一半以上，随着人民币兑美元的汇率更加灵活，人民币在中间产品的定价中将更加重要，对美元形成冲击。截至 2024 年底，我国已与全球 40 多个国家和地区签署了双边本币互换协议。作为全球第二大经济体，我国是许多国家重要的出口目的地和进口来源地，特别是处于亚洲供应链上的国家。接下来，可强化在亚洲贸易结算中的锚定作用，同时

通过金砖国家机制、双边本币互换协议扩大货币同盟，通过将互换资金与大宗商品采购挂钩等方式优化互换协议结构，推动互换资金服务实体经济，强化人民币支付结算功能。

**顺势优化资产结构，强化金融风险对冲能力。**美国债务膨胀与利率波动削弱了美元资产的稳定性，我国可适度降低美元资产占比，增加黄金、人民币资产以及其他多元化资产的配置，优化外储配置结构。同时，可以借鉴欧元、日元的经验，把握好低利率窗口发展人民币融资职能。扩大离岸人民币债券市场规模，吸引新兴市场国家和国际机构发行人民币债券，降低其美元依赖。探索通过制度创新和技术突破，鼓励新兴市场在“去美元化”和“美元体系存续”之间寻求动态平衡。建立及时有效的风险监测机制，密切关注美联储货币政策变化、美国国债收益率走势和通胀率等关键指标，做好应对大规模资本流动的政策预案，防范大规模资本流动可能带来的系统性风险。

**把握美元走弱窗口期，建立有足够深广度的离岸人民币市场，加强安全资产供给与货币政策协同。**强化香港全球最大离岸人民币业务枢纽的地位，支持其发展多元化人民币金融产品，特别是扩大香港离岸人民币债券市场规模，并推动其发行常态化。大力发展人民币计价的绿色债券、资产证券化产品以及风险对冲工具，满足国际投资者资产配置和风险管理需求。稳步推进新加坡、伦敦、卢森堡等金融中心的人民币业务发展，形成以香港为核心枢纽、辐射全球主要金融中心的多层次离岸人民币市场体系。货币政策方面，把握美元走弱窗口期，适度降低利率，同时扩大国债供给，承接部分安全资产需求。渐进开放资本项目，避免短期资本流动冲击，通过离岸市场（如自贸账户）试点资本自由流动。

持续关注美元稳定币发展动向，加快推动数字人民币发展。美元稳定币通过锚定美国国债等流动性资产，在强大的金融基础设施和区块链技术的加持下，迅速占据全球数字金融的主导位置，值得我们关注与警惕。面对美元稳定币带来的挑战，我国可以发挥自身优势，加快推动数字人民币发展，扩大数字人民币试点范围，深化数字人民币在跨境贸易中的试点，特别是利用“一带一路”和区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）框架，扩大在跨境电商、供应链金融等场景的应用。积极参与并推动“多边央行数字货币桥”等项目，构建新型跨境支付基础设施，提升清算效率。鼓励开发数字人民币专供金融产品，完善数字人民币自身生态。

中国发展研究基金会

执笔人：褚冬晓 朱美丽

（责任编辑：任晶晶）



中国发展研究基金会  
China Development Research  
Foundation



---

地址：北京市东城区安定门外大街 136 号皇城国际中心 A 座 15 层  
电话：(010) 64255855 邮编：100011  
网址：[www.cdrf.org.cn](http://www.cdrf.org.cn)

---