

## 全球经济治理之国际储备货币体系改革<sup>①</sup>

**摘要：**上世纪末以来，随着区域乃至全球性的金融危机爆发更为频繁、破坏力更大，对于改革现行国际货币体系的诉求愈加迫切。国际货币体系改革所包含的内容较为广泛：如国际储备货币体系，汇率问题，经常项目平衡，以及国际资本流动等。本文落脚于国际货币体系的核心内容——全球储备货币体系，通过对国际储备格局变动以及国际储备货币构成与币值变动趋势的分析，探寻现行储备货币体系的主要问题，并结合曾经提出的倡议和未来国际储备货币体系改革的可能方向和选项进行了综合性评述。本研究为全球储备货币体系改革的背景、原因、应对措施和未来改革方向提供了较为全面的信息支持。

---

作者简介：黄薇，博士，现为中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员，美国经济研究中心执行主任，研究方向：国际金融，全球经济治理，电子邮箱：huangwei@cass.org.cn。

<sup>①</sup>本文受到国家社科基金重点项目（11AGJ001）及中国社会科学院青年启动基金的支持。感谢对外经贸大学国际金融专业 2011 级研究生张璐对数据进行的更新整理工作。

现行的国际货币体系是在 1976 年签订的“牙买加协议”基础上，几经修订完成，也被称为牙买加体系。该体系吸收了布雷顿森林体系的经验教训，确认浮动汇率制度的合法地位，实现黄金的非货币化和多种储备货币并存，建立了特别提款权这一特殊储备资产。

美国次贷危机引发的金融危机已经渐次演变为中长期内发达经济体面临的主权债务问题。这些问题实际体现了当前主要前国际货币体系中蕴含的巨大风险和缺陷，对现行国际货币体系进行改革的呼声随之高涨。2009 年 4 月为应对金融危机，英国伦敦召开的 G20 首脑峰会提出国际货币体系改革问题：涉及到加强金融监管和国际金融机构增资与配额改革问题。同年 9 月，在匹兹堡的 G20 峰会进一步落实了以上问题。2010 年加拿大多伦多峰会和首尔峰会则从国际金融高管选拔、IMF 投票权改革、金融监管等方面进行了讨论，并通过了 IMF 份额改革报告、BaselIII 以及与资本流动和 SIFI 国际准则和原则方面的内容。2012 年在法国政府的推动下，对于国际货币体系（或制度，International Monetary System）改革的讨论得到了加强，频频召开与国际货币体系改革相关的高级别研讨会，峰会也呼吁建立一个更稳定、更抗风险的国际货币体系，扩大 IMF 的 SDR 货币篮子、加强金融监管等。

国际货币体系对于全球经济活动影响深远，其形成过程不仅依赖经济格局，而且也受到历史、文化、国际关系等多种因素的制约。在旧体制主要受益者仍一支独大的情况下，对现行国际货币体系改革或者改变并不是一件短期的、容易的任务。但是，国际社会的声音和努力已经昭示了这种变化已经以一种渐进的方式在进行。联合国国际货币与金融系统改革委员会以及早先的研究（Ocampo, 2010a,b; williamson, 2010）指出原储备体系是导致全球金融不稳定和经济疲软的主要原因。2002 年以来美元价值出现大幅波动，且存在显著地长期贬值趋势。美元已经不再适宜作为一个好的价值储藏媒介。Stiglitz 和 Greenwald（2010）对当前以美元为核心的储备货币体系提出了严厉批评，认为该体系具有内在的不稳定性（特里芬两难）、中心国家与外围国家的不平等性、与全球充分就业目标的不相容性（通货紧缩压力）、给储备货币发行国带来长期的成本与风险等问题。

《新帕尔格雷夫经济学大辞典》对国际货币体制的介绍大致分为汇率制度、储备资产、调节机制三大方面。本文以国际储备货币体系为主要落脚点，对国际货币体系改革的必要性、主要问题以及可能的选择提供分析和依据。本文余下内容安排如下：第一节为国际储备格局动态分析，第二节为储备货币构成与风险分析，第三节指出了

现行国际储备货币体系存在的主要问题，最后一节。

## 一. 国际储备格局变动

### (一) 国际储备格局演变

国际储备是指一国货币当局持有的、能随时用来进行国际支付，平衡国际收支和维持本币汇率稳定的国际间可接受的资产。国际储备包括黄金、外汇储备、在 IMF 中的储备头寸和特别提款权（SDR）。过去十年间，国际储备加速积累，全球储备规模已从 1999 年的不到 2 万亿美元飙升至 2011 年的逾 10.87 万亿美元。2011 年底，全球储备资产总额为全球 GDP 的 15.6%，较之 10 年前翻了一番有余（见图 1）。在快速积累的国际储备资产中，以中国为代表的新兴经济体成为国际储备增长的主要源泉。

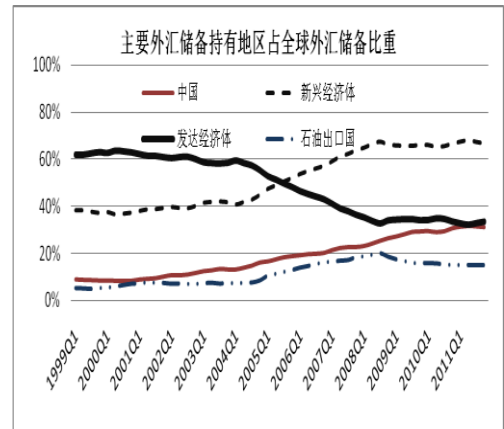
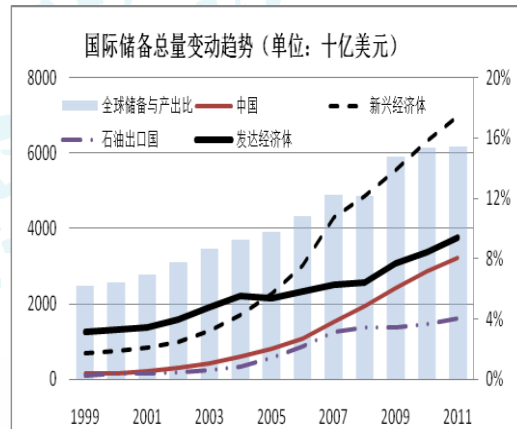


图 1 国际储备总量的变动趋势

图 2 主要外汇储备占全球外汇储备比重变动趋势

数据来源：IFS，IMF

外汇储备（Foreign Exchange Reserve）又称外汇存底，是一国政府所持有的国际储备资产中的外汇部分，也是一个国家国际清偿力的重要组成部分。2004 年开始，国际储备中约 95% 以上属于外汇储备，相较其他储备形式外汇储备在规模上具备绝对优势。过去 10 年间，主要的外汇储备持有国在全球外汇储备结构份额上发生了较大变动。2011 年年底，新兴经济体与中国的储备资产在全球外汇储备中的比重分别上升为 65% 和 30%（见图 2）。与新兴经济体外汇储备快速积累相对应的是，发达国家在外汇储备构成中的比重逐年下降（尽管其绝对量仍逐年上升），整体比重下降了将近一半。

图 3 显示，新兴经济体中中国的外汇储备份额翻了将近一番，从前 5 年（2001-2005

年)的年均 13.4%的持有比重变为后 5 年(2006-2011 年)期间的年均 26.2%。同期沙特阿拉伯和俄罗斯也有较大增长,再次是印度。而主要的发达经济体则呈现明显下降,欧元区份额从原来的 8.1%下降为近五年的 3.4%。美国、日本和韩国的外汇储备持有比重也出现了显著下降。近 5 年来,中国、日本、俄罗斯、沙特阿拉伯、韩国以及印度所持有外汇储备已经超过了全球总外汇储备的 55.6%, 外汇储备重心已显著移向亚洲国家。

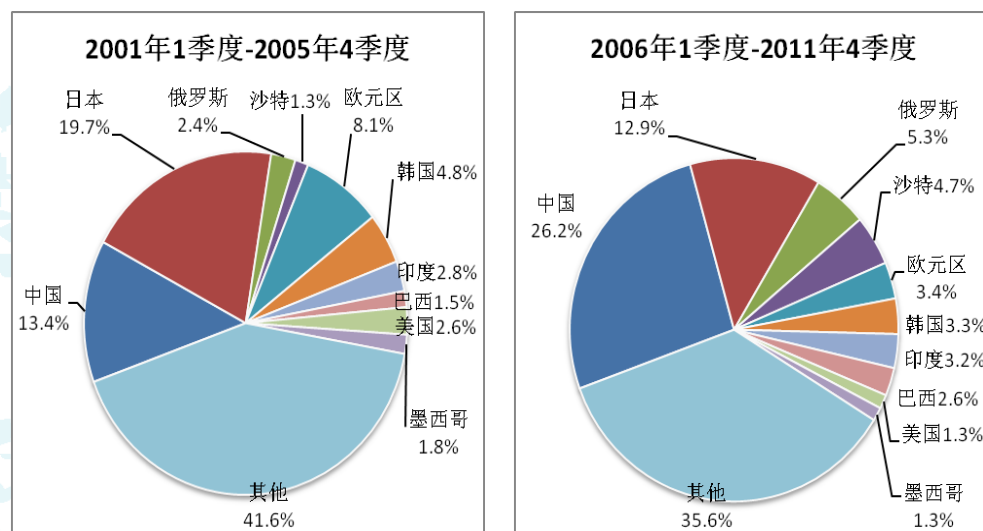


图 3 主要外汇储备持有国的储备占比变动 (SDR 计值, 五年均值比较)

数据来源: IFS, IMF

## (二) 新兴经济体国际储备急遽增长动因分析

### 1. 新兴市场国家的预防性需求增加

从 20 世纪晚期开始, 私人国际资金流动发展迅猛。新兴市场的全球净私人资金流入从 2002 年的 1250 亿美元激增为危机前夕(2007 年)的高点 14260 亿美元, 5 年时间资金流入增长了超过 10 倍, 如图 4 所示。由于国际私人资本数额巨大、管理灵活, 常常导致新兴市场面临“资金洪水”(inflow)和“资金抽逃”(outflow)的窘境。资金流入过快造成的“资金洪水”会导致该国货币存在升值压力, 资金流出过快则往往有引致资金流出国资本市场崩溃的危险, 同时伴随严重的货币贬值压力。为防范这一后果, 新兴市场国家往往倾向于利用国家外汇储备来进行干涉, 需要一定的外汇储备作为后盾。20 世纪 90 年代开始, 新兴市场国家发生金融危机的频率大增, 危机席卷墨西哥、拉丁美洲、亚洲以及俄罗斯等地。1997 年亚洲金融风暴期间, 尽管国际货币基金组织向一些国家伸出援手, 但其提供的贷款条件相当苛刻, 以至于借款国往往

不得不放弃贷款，如印度尼西亚、韩国等。因此，新兴国家有倾向利用外汇储备进行自我保护，防范资本抽逃发生。

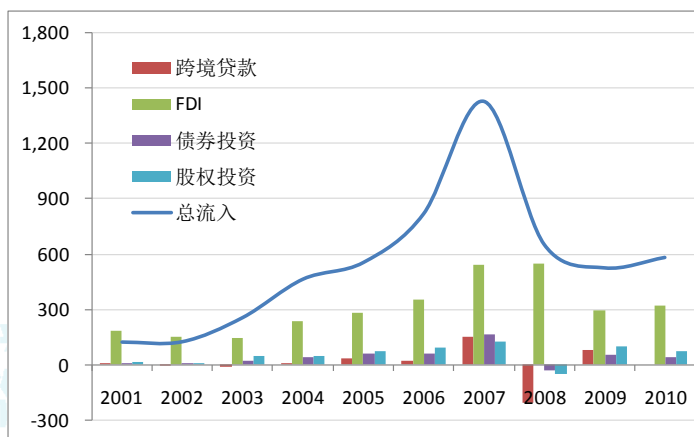


图4 新兴经济体私人资本流入情况（单位：10 亿美元）

数据来源：BIS，80th Annual Report, June 2010.

注：新兴市场经济体包括：阿根廷、巴西、保加利亚、智利、中国、哥伦比亚、克罗地亚、捷克、立陶宛、香港、匈牙利和印度尼西亚

## 2.棘轮效应（Ratchet Effects）

对于外国投资者而言，一个国家的外汇储备越高意味着这个国家的抗风险能力越高，其投资风险越低。如图5所示，在过去8年间，新兴经济体的外汇储备与FDI流入之间呈现出明显的强正相关，线性拟合程度达到95%以上。为了迎合这种心理，资金需求国往往并不满足于仅仅拥有足够应付短期资金进出风险（如短期外部债务水平）水平的外汇储备。以新兴经济体为代表的资金需求国之间为吸引投资者而竞相提高自身的外汇储备的现象，形成了所谓的“棘轮效应”。印度在2010年的全球FDI投资信心指数表现趋弱，在一定程度上亦与其表现不佳的经常账户和外汇储备情况有关联（见图6）。



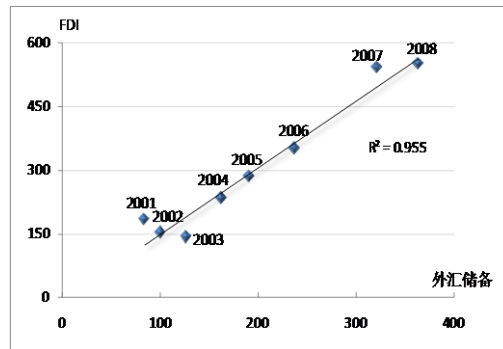


图5 新兴经济体外汇储备与 FDI 关系（10 亿美元）

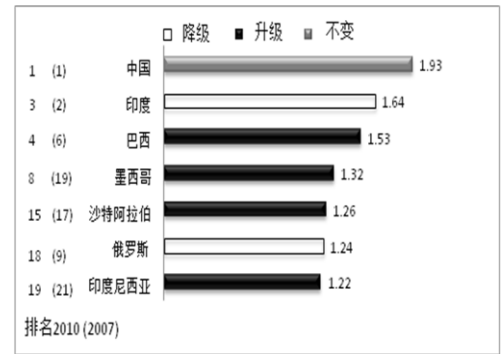


图6 2010 年 FDI 信心指数（括号中为 2007 年排位）

数据来源：BIS，80th Annual Report, June 2010； 数据来源：A. T. Kearney Analysis

### 3. 国际分工不同造成的结构性差异

外汇储备的重要来源之一为经常账户的盈余（见图 7）。而经常账户顺差或逆差往往具有长期的结构性原因，如资源禀赋、生产率以及人口构成方面的差异。这些差异导致各国具有不同形式的投资-储蓄平衡方式。沙特阿拉伯以及俄罗斯均属于典型资源输出国，其经常项目顺差的大小受到国际大宗商品价格的影响。价格高涨期顺差明显增加，价格低迷期顺差缩小，经常账户顺差与价格波动具有一定同步性。而中国、日本和中国台湾地区则属于制造业发达的范例，由于拥有生产率、劳动力等方面的优势，使其在制造业贸易中具有绝对优势。一旦产业分工形成后，路径依赖的影响加大。因此，即使这类国家货币升值也不能完全解决经常账户余额高企的状况。

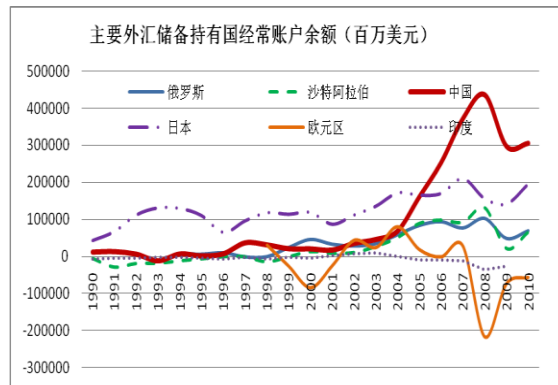


图7 主要外汇储备国经常账户余额情况

数据来源：IFS，IMF

## 二、外汇储备货币构成与其币值变动趋势

### （一）外汇储备币种构成变动

美元资产在国际外汇储备资产中的份额，远远超过美国在全球经济中的份额，但近年来美元资产所占比重呈现下降趋势。进入 21 世纪以来，国际外汇储备开始从单极化向多极化转变。在已公布币种构成的外汇储备中，欧元、英镑、其他币种等的外汇储备占比在过去十年中缓步上升（见图 8）。美元资产从 1999 年第一季度的 71% 下降为 2010 年第二季度的 62%，而日元资产则从 1999 年第一季度 6% 下降为 2010 年第二季度 3%，以这两种货币计价的资产在国际储备中占比逐渐下降。由于未公开币种构成的外汇储备比重逐年扩大（见图 9），这有可能降低以上分析的有效性。但是从目前已知的情況而言，并不会从根本上改变以上判断。

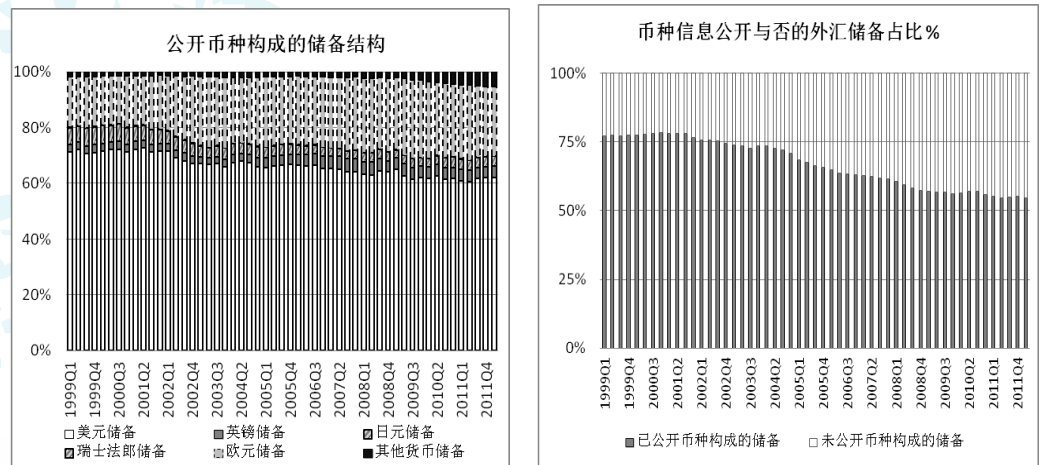


图 8 已公开币种构成的外汇储备结构 图 9 币种信息公开与否的外汇储备占比

数据来源：IMF Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER 数据库)

注：COFER 中所列外汇储备数据不包括持有国本国的货币资产

### （二）主要储备货币的汇率波动分析

2002 年至危机 2008 年金融危机爆发初期，受到美联储宽松货币政策以及美国经常账户赤字累积渐高的影响，美元呈现出长期贬值趋势（见图 10）。图 11 中描述了主要储备货币相对于美元双边名义汇率的月平均波动情况。2000 年至 2007 年间，主要的储备货币对美元的名义汇率波动具有相当高的一致性，换言之美元本身的强弱表现将直接决定其他主要货币的汇率变动。

随着美国主权债务进一步积累，以及美国持续的宽松性货币政策（如三次量化宽

松政策与扭曲操作等)，中长期美元贬值倾向依然较高。美元币值坚挺与否不仅直接影响着各国美元储备资产的价值，同时也影响着大宗商品如黄金、石油的价格走势。美元在国际价格体系中的强势表现，根源于美元在国际货币体系中的垄断地位，作为主要的国际交易结算货币，全球外汇市场中约 85% 以上为美元相关交易，海外持有的美元现钞比重约为 65%<sup>②</sup>。美元的垄断地位成为导致汇率市场系统性风险的根本原因，而以美元作为中心储备货币使得全球储备货币体系面临着越来越大的系统性风险。

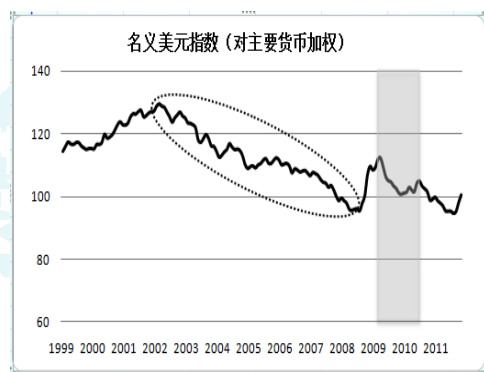


图 10 美元指数变动趋势图

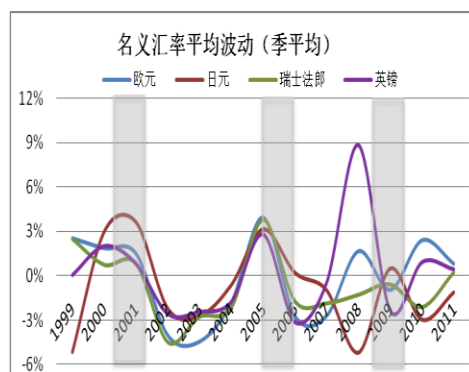


图 11 相对美元的主要货币名义汇率<sup>③</sup>变动

数据来源：Federal Reserve Board

数据来源：IFS, IMF

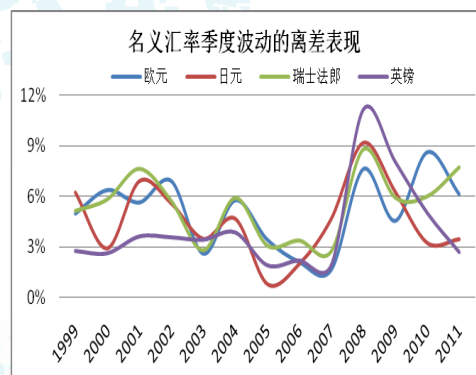


图 12 主要货币相对美元名义汇率波动均值偏离程度

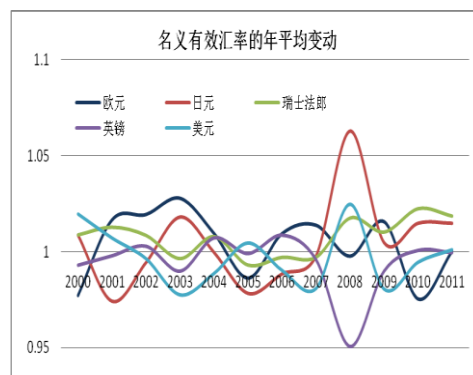


图 13 主要储备货币名义有效汇率<sup>④</sup>的年均变动

数据来源：IFS, IMF

数据来源：IFS, IMF

尽管系统性趋势存在，但主要货币的币值强弱仍存在分化。图 12 显示，危机发

<sup>②</sup> BIS, Triennial Central Bank Survey: Foreign exchange and derivatives market activity in April 2010, Sep. 2010.

<sup>③</sup> 名义汇率使用直接计价法，若波动大于零表示该货币处于相对美元贬值，反之亦然。

<sup>④</sup> 名义有效汇率以及美元指数均以指数形式表示，通过对多个国家货币汇率加权计算，该指数涨即该国货币升值，反之亦然。



生前直至 2007 年，世界主要的储备货币相对于美元的变动方向和幅度基本趋同。金融危机爆发后，这些货币相对美元的波动幅度显著增加（图 13），但不同币种的升降方向存在差异。

危机前，日元与欧元的变动轨迹基本一致，英镑、瑞士法郎有效汇率的运作轨迹则更类似于美元的变动。然而，以上趋势均由于全球金融危机的爆发而被中断。危机中，套利活动的减少以及对安全货币的偏好增加，使得日元、美元、瑞士法郎呈现升值走势，而由于受到欧洲主权债危机以及经济复苏乏力等因素的影响，欧元、英镑则呈现不同程度的贬值（图 11 阴影区）。危机后，日元升值的中长期因素依然存在；近期由于技术性回调以及交易货币需求增加等因素，美元开始出现一定程度的升值；欧元则因主权债以及不容客观的经济政治问题交织而持续低迷。未来主要储备货币的强弱变化，已经转化成为一场角逐负面消息的竞赛：消极因素少则货币存在走强动力，反之若导致悲观的消息过多则将严重影响货币表现。其中，短期外汇市场上的技术性调整实际并不会影响长期的运行趋势。

### （三）主要储备货币汇率中长期走势分析

相对更长时期而言，由于后危机时代全球经济尤其是发达经济体内部问题频出，主要储备货币中不再存在绝对的强势货币。由于世界经济与金融的不稳定，以及主要储备货币发行国对于本国货币汇率的微妙态度，某一种货币单边强势的情况已经基本消失，替而代之的是各国货币间汇率在升贬之间的频繁变动。

长期以来作为套利工具日元，将在美欧负面经济指标的推动下短期趋强，而中长期趋弱。日本为改善日元持续升值造成对本国经济的不利局面，从之前的口头暗示已经上升到了包含直接入市干预、量化宽松以及扩张性财政政策等一系列实质性举措。但是，由于日本扩张政策的空间十分有限，这些措施在阻挡日元升值方面的效果也十分有限。根据日本财务省发布的数据显示，2011 财年日本国债总额为 959.95 万亿日元，约为 GDP 的 2 倍。为了进行财政巩固，2012 年在野田佳彦首相的推动下，日本消费税增税法案获得通过，消费税率将在 2014 年 4 月和 2015 年 10 月分别上调至 8% 和 10%。尽管增税有助于缓解财政窘境，但也会在一定程度上抑制消费，制约经济增长。中长期日元走弱的主要因素在于其不佳的经常账户表现。从 2011 年起日本的贸易收支账户首次从顺差转为逆差，受到人口老龄化、竞争力减弱等因素影响，这一变化将会随着时间推移而变得愈加严重，根据摩根首席经济学家菅野雅明的估计，日本将于 2015 年变成经常账户赤字国。

欧元中短期走弱但长期存在趋强可能。欧洲目前面临主权债务危机的重重压力，为应对危机欧盟区国家普遍采取紧缩财政政策，然而在控制公共债务水平“去福利化”的同时，将会拖累消费和需求，对经济复苏带来负面影响。目前，欧盟已经愈来愈注重财政整顿与经济增长之间的平衡，并试图采用各种方法稳定增长。欧债问题实际给欧洲一体化注入了新的能量，欧洲在过去 3 年中取得的统一市场建设成绩远快于欧元区建立后的 8 年。如果欧洲能够在相对较短时间中填补上过去的机制漏洞，实现货币与商品市场的统一和财政与要素市场的统一，那么欧元将再度走强。

长期的宽松货币政策助推下，美元币值在中长期面临贬值压力。对于美国而言，如果美国经济持续低迷，美国货币当局将解决国内问题放在首要问题。为了降低美国国债以及住房抵押贷款的融资成本，美联储已经使用了三轮量化宽松政策。在每轮量化宽松政策出台后，美国债市、外汇市场、大宗商品市场以及美国国内股市几乎都会对此做出反应。美国已经形成了通过宽松财政来刺激经济，通过经济增长来消除债务负担压力、改善债务的 GDP 占比，利用美元贬值产生的估值效应来压缩债务的债务治理方式。美国利用国际货币优势，以国内经济为重、为财政融资保驾护航的货币管理思路，预示着美元迟早将重返贬值通道。

### 三、国际储备货币体系存在的主要问题

#### （一）法偿主权货币充当储备货币的内在悖论

采用主权货币充当国际本位货币，存在满足国际清偿需求和维持国际货币信心的矛盾，以及主权国短期的国内经济发展需求与长期的国际清偿力需求之间的矛盾，使得国际货币体系维持在一个两难境地。实际上，布雷顿森林体系中存在的特里芬难题（Triffin Dilemma）和汇率形成机制中的“n-1”问题，尽管在现行国际货币体系中有所缓解，但实际依然存在。这些问题的不断积累，缺乏外部约束导致的美国不负责任的货币政策，以及美元在国际外汇交易中的垄断地位，必然使全球汇率出现系统性风险。为了维持整个体系的平衡，美元出现了逆差（失衡）-贬值（平衡）-再逆差（再失衡）-再贬值（再平衡）的周期性循环。历史上美国曾经遭遇三次大的周期性贬值，除了第一次是被动贬值（上世纪 70 年代石油危机导致的布雷顿森林体系解体时期），后面两次都是美国自己主导的贬值（分别是 1985 年广场协议后至 90 年代初和 2002 年至金融危机之前宽松货币政策导致的长期贬值）。

## （二）国际货币体系的制度性缺陷

1976 年的牙买加会议，承认了浮动汇率的制度选择。从此黄金不再作为货币基础，全球国家间的货币联系进入无统一体系的时期。但是 1945 年在布雷顿森林体系下建立的国际货币基金组织（IMF）并未与时俱进，其实际责权并没有进行与之相适应的改变。IMF 并不是一个严格或者严厉的国际管理机构，其成员国义务不明确，监管功能在很大程度上仅通过成员国的同行评议程序（peer review processes）来实现。

对于要求资金援助的国家而言，贷款资金调拨成为 IMF 推动其改革计划的主要手段。在接受援助的同时，IMF 需要受援助国接受其提出的调整和改革计划。尽管这些改革长期来看也许有助于这些国家的金融稳定，但由于意识形态以及政治方面的考虑，或者调整计划没有实施充分调研和改造，往往会受到受援国的抵触。亚洲金融危机时，IMF 提供贷款时附加的限制性条件，成为亚洲部分国家的痛苦回忆。由于缺乏可靠有效的最终贷款人机制，间接推动了新兴市场国家累积巨额国际储备。

## （三）弱化的国际收支平衡调节能力

在金本位体系下，国际收支协调是通过黄金储备来自动协调。而采用法偿货币作为本位货币或储备货币，自动协调机制已经与金本位制度一起消失。布雷顿森林体系解体后，各国失去了在国际收支调节中的货币发行约束，也没有及时建立必要的制度或规范，各国均从本国利益出发安排和选择自身的货币安排。随着全球化程度提高，国际金融市场活动和贸易活动进一步增强，跨境国际资本流动更加庞大和迅速，各国之间的联系变得愈加紧密。失衡的国际收支、宽松的跨境国际资本流动环境、无序的储备货币发行体系必然会酿下恶果。过去 20 年来，频繁爆发的国家乃至全球金融危机正是症结爆发的表象。

在目前的国际货币体系下，尽管失衡可以保持的时间和强度都在增加，但是国际收支失衡难以长期持续。全球经济或迟或早将承受越来越难以忍受的失衡调整痛苦。国际收支严重失衡无法在长期得以持续的原因大致包括：1）随着外围国家外汇储备的不断积累，即使是清洁冲销，其干预的难度也会不断加大、成本不断提高，冲销不完全则有可能造成国内流动性过剩的不利局面；2）高企的外汇储备，有限的投资选择，使得储备国越来越难以忍受储备货币出现大幅贬值带来的福利损耗；3）储备货币发行国由于经常项目逆差，使得其对外经济实力受到削弱，一旦经济增长出现问题，其币值以及由其货币计价的资产都存在被抛弃的可能。早在 2005 年，Blanchard，

Giavazzi 和 Sa (2005)<sup>⑤</sup>就指出美国实现经常账户平衡需要将美元贬值 90%，即使存在估值效应美元也至少需要贬值 65%。但是作为本位货币（国际交易和储备货币）的前提要求就是币值的稳定与坚挺，次贷危机的爆发进一步动摇了美元本位的根基。

#### （四）非对称的估值效应影响

储备、外国资产等数据会受到诸如估值效应（valuation effects）等与汇市控制无关因素的影响。即使给定国际投资的资产、负债价格和规模不变，由于汇率、资产价格以及收益率的变化，也会引起国际投资头寸的变动。对于净债务国而言，其货币贬值引致的正估值效应，将显著缩小其债务规模，提高该国的福利水平。2002 年至 2008 年中期，美元对世界主要货币贬值了约 30%，正的估值效应有效改善了美国净外部资产。而债权国则面临负的估值效应所带来的资产缩水，该国的福利水平也随之下降。按照中国外汇管理局提供的数据，2009 年中国约有 710 亿美元外汇储备资产变动是由汇率等非交易因素引起，约占总储备的 3%。显著的负估值效应在一定程度上降低了中国的外部失衡，但同时也意味着中国的一部分经常项目盈余积累被无偿地转移给国外。不过 IMF (2005) 的研究进一步表明只有非预期的汇率变化带来的估值效应才会持久，而可预期的汇率变动往往直接反映在资产收益率上，使得美国利用估值效应缓解净对外负债的期盼有可能落空。

#### （五）系统性风险以及危机影响的不对称性

国际货币国家在经济危机等重大经济事件中影响的不对称性，已经违背了国际公约中公平公正原则，并对世界经济长期稳定发展造成伤害。上世纪 80 年代以来，绝大多数危机都发生在处于国际货币体系外围成员的发展中国家。尽管这些危机都与发达国家有着或多或少的联系，但是发展中国家的金融危机仅在同类国家内部具有传染性。国际货币发行国不仅不会受影响，反而还能因为国际货币的“避风港”作用而坐收渔利。

然而，起源于发达国家（尤其是国际货币体系核心货币国）的国际金融危机，不仅使得全球经济受到严重影响。现行国际货币体系缺乏对核心货币国货币政策的约束，发达经济体放任的货币政策将进一步损害国际货币体系外围国家的福利水平和经济利益。美元的核心垄断地位，决定了整个国际货币体系的系统性风险直接根源自美

---

<sup>⑤</sup> Blanchard, O., Giavazzi, F. and Sa, F. “The US Current Account and the Dollar”, CEPR Discussion Papers 4888, 2005.



元以及决定美元的美国政府行为。一方面美国自己独享美元国际化带来的好处，另一方面美元本位下的国际货币体系加剧了发达国家金融危机的积累和扩散，并对全球经济产生了重大影响。

#### 四、国际储备货币体系改革方向与主要选项

二战后主要发达国家参与的战后重建工作，构建了国际储备货币体系的基本雏形，即以美元为核心、以其他发达国家为基础、以 SDR 为补充的国际储备货币构成。以下改革方案跨越大半个世纪，其中早期的班克方案已经被废除，但仍列入改革备选以资借鉴。目前亦有部分研究者在呼吁回到金本位，但是由于金本位下存在的货币供给硬约束、资本管制、汇兑基准的确定和缺乏弹性的汇率规则、货币政策的独立性以及政治协调成本等诸多问题难以解决，这种倡议的可操作性受到严重质疑，本文将不再多述。

尽管现行国际储备货币体系与生俱来就是一个不稳健的体系，但是由于缺乏与之抗衡的强大经济体以及能够满足各方需求的完美解决方案，必须清醒地意识到这一体制在短期内实现彻底变革的可能性不大。

##### （一）常规型国际储备货币体系改革方向

###### 1.班克（Bancor）方案

二战后，凯恩斯提议建立一个全球银行（凯恩斯称其为国际清算联盟，the International Clearing Union, ICU）。该银行将独立发行其自有货币班克，该货币币值由包括黄金在内的 30 种具有代表性的大宗商品价格来确定，且该货币与各国货币之间具有相对稳定的兑换率。与 SDR 最大的区别在于，班克是一个与美国资产负债表完全没有关联的储备工具<sup>⑥</sup>。

所有的商品服务贸易均可以以班克计价，同时每个国家均在 ICU 拥有自己的班克账户，并允许一定程度的透支。当一个国家出现大规模贸易赤字（其班克账户透支超过一半），则该国除了需要为其透支支付利息以外，必须经历在经济上有所调整（如实施资本管制）以及本国货币的贬值。类似的，当一个国家出现大规模贸易盈余时也需要经历调整，该国货币将被要求升值。尽管各国可以在国境范围内要求使用本国货币，但由于各国货币与班克兑换率是固定的，因此实际上这种情形就是全球货币大一

<sup>⑥</sup> Padoa-Schioppa, Tommaso, The Ghost of Bancor: The economic crisis and global monetary disorder, 2010 Feb.



统的一种表现。只不过，班克国际货币体系比世界统一货币具有更高的灵活性，这一点表现在各国主权货币与班克货币之间汇率的可调整性上。班克方案运作机制可以对称地调节国家行为，并避免全球失衡。

但是，班克方案也存在诸多问题：1) 与 SDR 类似，除非 ICU 能够提供一套基于班克的清算系统（如同今天被广泛使用的美元清算系统和欧元清算系统一样），否则班克只能作为一个计帐单位，班克名存实亡；2) 由于实行主权货币与班克之间的固定汇率，将减少套利（carry trade）交易的机会，失去了对全球剩余资本的高效配置能力；3) 班克出现后，全球提供的铸币税（可能有小国直接采用班克作为本国货币）将直接贡献给 ICU，这对于有能力成为世界货币或正作为世界货币的国家来说是一个隐形的损失；5) 由于班克是建立在虚拟的联合中央银行之下，班克体系对于在国际协调和监管能力上提出了一定的要求，班克发行与回收的管理、商品价格权重选择、货币升贬程度、铸币税收入管理等等无一不涉及国际协调，这些将增加其运营成本。

## 2.超主权储备货币——SDR

特别提款权（Special Drawing Right, SDR）诞生于 1969 年，是 IMF 分配给会员国使用资金的权利，既作为储备资产也是一个记账单位，目前 SDR 的篮子货币<sup>⑥</sup>的权重构成为：美元 41.9%（原为 44%），欧元 37.4%，日元 9.4%，英镑 11.3%。尽管在《国际货币基金组织协定》第二修正案中指出：对储备资产的政策应“促进对国际流动性更好地实行国际监督，并使 SDR 在国际货币体系中成为主要储备资产”。但由于目前的 SDR 体系中存在的痼疾，使得各国持有兴趣并不高：1) 货币篮子选择规则偏向发达国家，美元本位下汇率的系统风险依然存在；2) SDR 不是交易货币，也没有相关的清算体系，不能直接用于支付；3) 缺乏国家信用作担保，也没有足够的资产保证；4) 缺乏 SDR 计价的资产，无法对 SDR 进行资产配置；5) 仅限于各国央行及国际组织持有，限制私人投资者的参与，降低了其在国际金融市场中的重要性；6) 发行与运作机制繁琐复杂。但是相对于主权货币而言，SDR 也存在一定优点：1) SDR 参考篮子货币综合定价，其币值水平相对更加稳定；2) SDR 的发行量可以根据国际需要由 IMF 制定，与个体国家的经常账户之间不存在直接联系，理论上可以无限满足

<sup>⑥</sup> 2010 年 11 月 15 日，IMF 重新定义了 SDR 篮子货币的权重。之前的权重（2005 年确定）安排是美元 44%，欧元 34%，日元 11%，英镑 11%。1974 年以前，SDR 与美元（黄金）绑定（1: 1）。1974 年 7 月，IMF 采用世界出口中份额最大的 16 个国家的货币构成货币篮子为 SDR 定价，货币权重由贸易比重决定。1981 年 1 月后，篮子货币由五年期世界上最大的 5 个商品与服务出口国货币决定。1999 年 1 月欧元诞生后，篮子货币改由 4 种货币构成，条件如前。

国际社会对于外汇储备的需求；3) SDR 发行和使用由超主权机构管理，系统冲击对福利的不对称影响将有所改善。

对于 SDR 本身的改革倡议大致围绕以下 3 点：1) 增补人民币作为篮子组成货币（主要支持者如法国前总统萨科齐，IMF 前总裁卡恩等）；2) 在 SDR 构成中纳入其他新兴市场国家货币（主要支持者如 IMF 现任总裁拉加德等）；3) 将黄金加入篮子货币（主要支持者如英国智库 Chatham House 等）。此外，对于 SDR 调整与运行机制改革倡议还包括：1) SDR 的创造与回收机制。根据 Cooper（2009）<sup>⑥</sup>的建议，未来的 SDR 改革需要 IMF 能够根据不同的信用需要而创造或暂时分配给特定的成员国，以使得基金组织可以在有限的或者没有资金约束的情况下，对任何发生的危机能够及时响应；2) SDR 的技术安排与职能拓展。完善 SDR 的定价和发行机制，建立基于 SDR 的结算机制和清算系统，增加基于 SDR 的债券、金融衍生品等金融产品，允许私人资本进入到 SDR 持有与交易体系中，完善国家危机的救援机制以及国家破产的清偿机制等等；3) SDR 的管理与协调。涉及 SDR 的发行与管理机构的确立与机制建设，包括如何协调不同发展水平国家对 SDR 的诉求等。在这个过程中，缺乏强大的具有凝聚力的大国支持，很多问题可能会长期悬而未决；但是若大国包办<sup>⑦</sup>，则又背离了发行超主权货币的初衷。

对于人民币而言，尽管政治意愿可以加速过程，但是加入 SDR 依然存在制度性以及技术性障碍。IMF 给人民币加入 SDR 提出的三个标准为：1) 人民币自由可兑换；2) 资本自由流动；3) 独立的中央银行。这三条标准以及中国薄弱的金融资本市场建设，成为盘桓在人民币加入 SDR 进程上的制度性难题。此外，利率和汇率的市场化尚未完成，降低了人民币定价的市场效率。强行加入 SDR，对于人民币和 SDR 本身除了加强影响力等名义效果外，实质作用并不明显。

### 3. 储备货币多元化

研究已经证实，在现行的主要储备货币内部，由于各国经济金融环境的差异，不同货币的外部储备表现存在一定差异。在国际储备体系尚未发生根本变革之前，外汇储备币种多元化可能成为未来国际货币体系的演进方向：1) 国际货币体系的演变是长期而渐进的过程，例如美元用了半个世纪的时间取代英镑的国际货币地位；2) 美

<sup>⑥</sup> Cooper, R. "Necessary Reform? The IMF and International Financial Architecture[J]. Harvard International Review, 2009, Vol. 30, No. 4, pp. 52-55.

<sup>⑦</sup> 在目前的 IMF 体系中，美国拥有一票否决权。IMF 总部也设在美国，其政策多少会受到美国的影响。

元的衰落也将会是一个长期渐进过程，该过程将受到国际经济环境的变化而加速或减缓；3) 国际货币体系的多元化趋势与世界经济的多极化趋势一致；4) 美元、欧元与亚洲货币之间存在竞争与替代关系，那么这种多元化储备货币有可能会重新引入约束储备货币发行的纪律。

多元化的外汇储备带来的相互竞争格局，给储备货币发行国铸造了新的约束机制，有助于提高国际货币体系的可持续性，降低潜在货币危机的爆发以及限制潜在的资产价格波动。推行外汇储备币种多元化方案也有利于中国的人民币拥有更高的上升空间。但是若美元在国际货币体系中的核心地位没有发生根本变化，即使各国推进外汇储备多元化，美元的锚定作用将会使得国际货币体系中的系统性风险依然存在。

## (二) 替代型国际储备货币体系改革方向

### 1.SDR 替代账户

在 20 世纪 70 年代，战争引发的石油危机触发了美元危机。当时的 OPEC 成员国通过石油出口积累了大量美元储备。出于对美元资产的担忧，石油输出国的中央银行开始试图将其外汇储备多元化。出于对美元地位以及美元资产价格的担忧，美国官员与学者建议在 IMF 建立替代账户。随着 80 年代美元币值再度坚挺，美国政府对于替代账户的态度从积极转变为消极。本次金融危机爆发初期，美元再次面临严峻压力。由于担心美国债权人减持美元资产与美元贬值之间发生恶性循环，Bergsten (2009)<sup>⑩</sup> 和 Kenen (2010)<sup>⑪</sup> 关于建立 SDR 替代账户的讨论再次浮出水面。

替代账户机制实质上是基于 SDR 的一个全球外汇储备开放式基金，为 IMF 管理下的一个账户。该账户允许成员国将美元资产置换为替代账户中的 SDR 资产，并提供利息收入。换言之，不愿持有美元资产的成员国不必在资本市场抛售，而通过置换成 SDR 的形式保存在 IMF。但是，必须清醒地认识到替代账户的出现并不仅仅是为了解决外汇储备高企国家的问题，更主要是为了防止美元大幅跌落可能性的出现，保证美元的国际货币地位。

### 2.多边货币互换

货币互换指在一定期限内将一定数量的货币与另一种一定数量的货币进行交换

<sup>⑩</sup> Bergsten, F. “How to Solve the Problem of the Dollar”, Financial Times, 2007, Dec. 11.

<sup>⑪</sup> Kenen, P. B. “Reforming the Global Reserve Regime: The Role of a Substitution Account”, International Finance, 2010, Vol. 13, No. 1, pp. 1-23.

的操作。1956 年阿根廷政府表示无力偿还所欠债务后，由于债权机构复杂，双边谈判难以开展。于 1961 年以 10 个发达国家为主体组成了巴黎俱乐部（也称 10 国集团），首创互惠性货币互换协议。之后，除十国集团外，美洲、欧洲以及亚洲都陆续出现了双边性质的货币互换操作，其中以美元为主要互换对象，欧元、瑞士法郎次之，本币互换行为相对较少。

#### （1）官方货币互换优劣势分析

货币互换的优点在于：1）满足市场对于流动性的需求，稳定金融市场。互换将有助于缓解一国货币当局的短期融资压力，并通过增强金融市场信心，有效抑制金融危机的跨境传染现象。2）降低积累外汇储备的必要性，减少因为储备资产缩水带来的不必要福利损失。新兴市场国家国际储备高企的一个主要原因在于抵御国际金融冲击，应对国际资金的大进大出。如果国际间形成成熟的货币互换网络，及时有效完成本国货币与外国货币间的资金周转操作，将极大减少各国对于外汇储备的需求。3）强化参与货币互换币种的国际地位。互换的目的在于使用，尽管签署货币互换并不必然意味着使用，但显然将大大增加该币种的需求性，起到增强其国际储备货币体系中地位的作用。

然而，尽管货币互换理论上可以解决中央银行资金短缺问题，并有诸多好处，但是目前的货币互换效率较低，应变能力不足，其具体体现在缺少：1）第三方或者中间协调机构；2）完善的互换规则；3）对于货币互换工作的明确权利与义务划分；4）独立的第三方资金监测机构以避免道德风险；5）弹性的互换数量和相对充裕的互换规模。此外，由于全球缺乏货币互换的制度性和系统性建设，货币互换更多地表现为国家间行为，且极大取决于承担借款国角色的喜恶。Aizenman 与 Pasricha（2009）、Aizenman（2010）的研究发现，尽管货币互换协议和区域储备库可以降低造成储备积累的审慎动机，但是实际证据表明目前其对于国际储备体系的影响相对较小。此外，这些货币互换安排受到参与国意愿的制约，如美联储在考虑双边美元互换操作时，会优先考虑美国金融机构风险暴露程度较高的经济体，或者那些与美国存在显著贸易、金融往来的国家。

#### （2）亚洲新兴市场国家与货币互换建设

亚洲金融危机给亚洲国家敲响了警钟，清迈协议多边化正是在这一背景下被提出。截止 2009 年 4 月，清迈协议总规模达到 920 亿美元，其中绝大部分为美元互换协议，仅在中日、中韩、日韩和中菲间签署本币互换协议。



### 3.区域货币储备体系

在 IMF 内部通过重大决策需要至少 85% 支持率，根据 2010 年改革后 IMF 份额方案，美国拥有 16.727% 的投票权，即具有一票否决权。美国、日本和欧盟 27 国等主要储备货币发行国合计占据了 53.852% 的投票权，所以 IMF 决议反映的往往是以美国为首的发达国家的利益。总部设在美国，总裁为欧洲人（第一副总裁为美国人），IMF 已经在美国控制全球金融市场构想中被逐步工具化。

区域货币储备体系的出现，可以降低 IMF 在处理全球或区域性金融危机中的地位和作用，减轻美国利用 IMF 实现自身诉求的影响。1997 年亚洲金融危机爆发后，部分国家或地区提出了模仿 IMF 成立一个“亚洲货币基金组织”（AMF）的设想。尽管该倡议得到了日本、泰国及马来西亚等国的积极响应，但很快被美国和 IMF 所否决。

从 2000 年到 2010 年，由基于双边协议的 10+3（东盟与中日韩）国家之间互相提供短期资金支持。截止 2009 年 4 月，清迈协议总规模达到 920 亿美元，其中绝大部分为美元互换协议。2009 年年底，东盟 10+3 财长与央行行长签署清迈倡议多边化（Chiang Mai Initiative Multi-lateralization, CMIM）框架性协议，并于 2010 年 3 月正式生效资金规模扩大为 1200 亿美元，亚洲外汇储备库的建设进入到实质阶段。同时，在中日、中韩、日韩和中菲间签署了本币互换协议。

尽管迄今为止，东盟 10+3 国家仍主要依赖于自身储备应对外部金融风险，区域储备库以及货币互换所起到的作用相对有限。但是，亚洲货币储备库既可以为成员国直接提供贷款，也可以从 IMF 获得贷款再转贷给成员国，成为亚洲国家应对危机的无形缓冲机制。此外，作为区域储备库的辅助基础设施，东盟 10+3 于 2011 年在新加坡建立了东盟 10+3 宏观经济研究办公室（Asean+3 Macroeconomic Research Office, AMRO）将承担监测区域经济、建设区域债券市场和推进区域货币结算的工作。亚洲货币储备体系的建立，不仅有利于中国区域地位的提高，推动人民币的国际化进程，也有利于形成新的投资渠道，起到分散化美元等外汇储备风险的作用。

#### （三）辅助型国际储备货币体系改革方向

##### 1.构建国际政策协调机制

由于缺乏发达的国内金融市场，新兴市场国家往往被迫积累起巨额的外汇储备；同时，美国等储备货币发行国则利用其货币地位，获取巨额的赤字融资。在享受国际货币带来的便利与收益的同时，这些国家在制定货币、财政政策时，也应该承担相应



的责任。按照国际公约的宗旨应避免风险的不对称性，实现公平公正。在政策协调中，应提前意识到强势国家对弱势国家可能的压制<sup>12</sup>，并给予必要的规则约束。

进入 21 世纪以来，新兴经济体不仅仅在经济上快速增长、政治影响力也与日俱增，金砖四国<sup>13</sup>、新钻 11 国<sup>14</sup>、基础四国<sup>15</sup>、E-11<sup>16</sup>等各类新兴经济体集合不断吸引着世人的注意。随着新兴力量的崛起，美元的霸权地位已经开始发生动摇，G20 在国际问题协调上的重要性已经逐步超越 G8。尽管全面的政策协调难度很大，但对某一部分目标或工具进行国际协调是完全可行的。由于货币政策和财政政策具有不同的职能和属性，因此协调方式方法也会有所区别<sup>17</sup>。在货币政策协调方面，对于目前的国际货币体系而言，需要重点需要做好汇率与利率的协调工作。此外，需要对储备货币发行国的基础货币投放提出一定的约束机制，在保证其本国利益的同时稳定币值。财政政策协调的落脚点应放在政府净外债水平的监管约束机制建设上。国际货币发行国凭借其货币地位，享受无偿资本输入的权利，目前的体现却缺乏必要的监管机制。实际上，约束机制的建立对于美国经济的长期稳定发展也极为必要。对于亚洲等发展中国家而言，美国行使负责任的财政政策有利于维护储备资产的价值稳定。

## 2. 强化跨境金融监管体系建设

随着国际金融市场一体化进程加快，国际跨境资本快速膨胀，出现了跨国制度套利（Institutional Arbitrage）等现象。但是，各国金融监管各自为战，缺乏统一的沟通平台与协调机制，跨境金融监管依然是纸上谈兵。G20 伦敦峰会上，成员国对加强跨国金融监管达成以下共识：1）将金融稳定论坛（Financial Stability Forum, FSF）扩展为金融稳定委员会（Financial Stability Board, FSB），覆盖所有二十国集团成员以及西班牙和欧盟，赋予该委员会更强的制度基础以及促进金融稳定等更宽泛职能；2）评估金融体系中的脆弱性，制定和监督针对脆弱性的行动方案，促进金融监管当局之间的协调以及信息交换；3）建立跨国监管机构，并支持实施跨境危机管理的灵活方

<sup>12</sup> 20 世纪 80 年代，美国将其经常账户赤字的原因之一在于其庞大的财政赤字，和投资-储蓄倒挂的国民账户模式。但美国并不从自身找原因，反而将责任归咎于日本和德国的汇率低估，并胁迫签订广场协议。1987 年为了解决美元过度贬值问题，又主导了卢浮宫协定。

<sup>13</sup> Goldman Sachs（2003）：金砖四国 BRICs（巴西、俄罗斯、印度、中国）

<sup>14</sup> Goldman Sachs（2005）：新钻 11 国 N-11（the Next Eleven：孟加拉、埃及、印度尼西亚、伊朗、韩国、墨西哥、尼日利亚、巴基斯坦、菲律宾、土耳其、越南）

<sup>15</sup> 哥本哈根会议（2009）：基础四国 BASIC（巴西、南非、印度、中国）

<sup>16</sup> 博鳌论坛（2009）：E-11（阿根廷、巴西、中国、印度、印尼、韩国、墨西哥、俄罗斯、沙特、南非、土耳其）

<sup>17</sup> 这一点已经被欧元区用自身经历加以诠释：主权国家的财政政策合作中存在的隐性困难远远大于货币协调（甚至合作）。

案；4) FSB 与 IMF 进行合作，以建立针对宏观经济与金融风险累积的早期联合预警机制，并在必要时采取针对性行动；5) 增强审慎监管建设，特别是与资本充足率、激励机制和国际标准相关的；6) 将所有具有系统重要性的机构、市场以及金融工具（包括对冲基金）都纳入适当的监管体系。

对于中国等新兴发展中国家而言，积极参与跨国金融监管建设，并在 FSB 中争取必要的话语权和规则制定权。经验学习有利于中国等新兴市场国家自身开展金融监管建设。新兴市场国家的积极参与可以在一定程度上降低发达经济体对于金融监管规范的影响，避免其成为下一个巧取豪夺的不对称规范。跨国金融资本流动信息的透明化和规范化建设，将极大降低新兴国家过去所遭遇的风险。金融系统性风险的管控，则为新兴国家的未来发展铺平了道路。跨国金融监管体系建设不仅有助于发达经济体的金融稳定，对于新兴经济体而言也同样重要。

#### 【参考文献】

- [1] 施建淮，对中国外汇储备问题的思考[J].国际经济评论,2007(2): 51-53.
- [2] 王晓雷，国际储备的演进与储备-货币的价值分析[J]. 国际金融研究, 2009(12): 40-48.
- [3] Aizenman, J., and Pasricha, G.K. Selective Swap Arrangements and the Global Financial Crisis: Analysis and Interpretation[J]. International Review of Economics & Finance, 2009, 19(3):353-365.
- [4] Aizenman, J., Jinjarak, Y., Park, D. International Reserves and Swap Lines: Substitutes or Complements?[J]. International Review of Economics & Finance, 2010, 20(1):5-18.
- [5] Blanchard, O., Giavazzi, F. and Sa, F. The US Current Account and the Dollar[R]. CEPR Discussion Papers No.4888, 2005.
- [6] Chinn, M., Frankel, J. Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?[R]. NBER Working Paper W11510, July 2005.
- [7] Cooper, R. Necessary Reform? The IMF and International Financial Architecture[J]. Harvard International Review, 2009, 30(4): 52-55.
- [8] Costabile, L. Current Global Imbalances and the Keynes Plan: A Keynesian Approach for Reforming the International Monetary System[J]. Structural Change and Economic Dynamics, 2009, 20(2): 79-89.
- [9] Debt Management policy Division. Japanese Government Bonds - Recent Debt management Policy initiatives[R]. Ministry of Finance Japan, 2009.
- [10] Eichengreen, B. Managing a Multiple Reserve Currency World[R]. Working Paper of University of California, Berkeley, April 2010.

- [11] Truma, E. M. The International Monetary System and Global Imbalances[C]. January 2010. <http://www.iie.com/publications/papers/truman0110.pdf>
- [12] Eichengreen, B. Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition[R]. NBER Working Paper No. 11336, May 2005.
- [13] Fiorentini, R., Montani, G. Global Imbalances and the Transition to a Symmetric World Monetary System[J]. Perspectives on Federalism, 2010, 2(1):1-41
- [14] Goldman Sachs. Dreaming with BRICs: The Path to 2050[R]. Global Economics Paper No. 99, 2003.
- [15] Goldman Sachs. How Solid are the BRICs?[R]. Global Economics Paper No. 134, 2005.
- [16] Kenen, P. B. Reforming the Global Reserve Regime: The Role of a Substitution Account[J]. International Finance, 2010, 13(1): 1-23.
- [17] Ocampo, J.A. 2010a, Reforming the Global Reserve System[M]. in Stephany Griffith-Jones, José Antonio Ocampo and Joseph E. Stiglitz (eds). Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis, Oxford University Press, New York, Chapter 16.
- [18] ———, 2010b, Why should the Global Reserve System be Reformed?[R]. Briefing Paper 1, Friedrich Ebert Stiftung, January.
- [19] Padoa-Schioppa, T. The Ghost of Bancor: The Economic Crisis and Global Monetary Disorder[C], at the Conference in Louvain-La-Neuve, 2010 Feb.
- [20] Stiglitz, J. E., Greenwald, B. towards a New Global reserve System[J]. journal of Globalization and Development, 2010, 1(2): 1-24.
- [21] Subacchi P., Driffill, J. Beyond the Dollar Rethinking the International Monetary System[R]. Chatham House Report, 2010.
- [22] Williamson, J. The Future of the Reserve System[J]. Journal of Globalization and Development, 2010, 1(2):1-15.
- [23] Yap, A. M. Challenging the US dollars role as a reserve currency-is SDR a credible Alternatives? [J]. Economic Newsletter, 2009(09-06): 1-4.

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。