



如何通过 G20 平台推动国际货币体系改革

中国社会科学院世界经济与政治研究所 国际金融室团队*

对中国和世界而言，近两年国际货币体系发生了两个重大变化：一是人民币加入 SDR 货币篮子；二是全球多边开发性金融体系增加了两个中国具有重要影响力的新成员：亚投行和金砖银行。这意味着，中国在推进国际货币改革方面拥有了新杠杆。在清楚识别当前国际货币体系缺陷和改革愿景的前提下，我国政府可以充分撬动这两个杠杆，顺势而为，通过 G20 平台以建设性姿态推动国际货币体系的进一步改革。

一. 当前国际货币体系的缺陷

目前的全球货币和金融体系缺乏必要的公共产品和有效的国际管理机构，与当前日益提高的国际金融一体化程度不匹配。单靠一个国家的局部努力远不足以维系自身的金融安全。只有在全球范围建立相对统一的金融规则，才能维护全球金融市场的稳定运行。

*本研究团队成员包括：刘东民，肖立晟，李远芳，陆婷，高海红。

对当前国际货币体系缺陷的反思可以大致分为两种。一种反思主要强调主权货币承担国际货币所带来的系统内生缺陷，分析重点是储备货币发行国，所提出的政策建议重点是发挥超主权货币充当国际货币的职能；另一种反思是以国际储备货币供求失衡为切入点，从国际储备货币供给不足、国际储备货币过度需求、流动性救助不利等多个角度指出当前国际货币体系的缺陷，并给出了弥补国际货币体系缺陷的一系列建议。这两种反思在逻辑上有很大重合的地方，可以相互补充。第一种反思的优点在于指出了当前国际货币体系的核心矛盾，但是分析框架不够完整，政策建议缺乏可行性；第二种反思包容性更强，分析框架也较为完整，政策含义更加丰富，也更为贴近现实。

1. 古典和现代版的“特里芬难题”

布雷顿森林体系建立以来，一直都是美元主导的国际货币体系。不时有学者指出这个体系面临着内生的严重缺陷，其中最典型也最具代表性的观点是“特里芬难题”。罗伯特·特里芬（1960）提出：“任何一国货币若充当国际货币，则必然在货币的币值稳定与其供给方面处于两难境地：一方面，随着世界经济发展，各国持有国际货币增加，会要求该国通过国际收支逆差来输出货币，但这样做会使该国货币贬值；另一方面，作为国际货币必须维持其币值稳定，因而该国又不能持续逆差”。需要对特里芬观点做出的进一步补充解释是，在特里芬所处的布雷顿森林体系下，对国际资本流动保持严格管制，私人资本流动规模较小，特里芬所说的国际储备货币发行国的国际收支逆差，主要是经常项目逆差和官方资本流动逆差。

布雷顿森林体系下，美元充当国际货币受制于两个因素，一是美国的国际收支情况，二是美国的黄金储备规模。首先来看美国的国际收支。在上世纪 50 年代之前，美国对外资本输出规模并不大，因此，尽管在 1952 年和 1959 出现两次经常项目逆差，但总体上，美国的国际收支仍保持微弱盈余，美国官方储备甚至有所增长。但是从 60 年代开始，美国对外资本输出规模快速扩张，这造成两个后果，一是在经常项目顺差没有出现对应性增长的情况下，美国的国际收支开始出现逆差，二是外国持有的美元资产（包括美元储备资产）出现明显增加。

与此同时，美国的黄金储备却在不断减少，这主要来自于外国美元资产持有者和投资者出于美元担忧所引发的黄金兑换行为。这最终致使在 1960 年前后，世界其他国家所持美元储备与美国所持黄金储备大体相当，世界开始步入“特里芬难题”临界点。其他国家美元储备资产仍在增加，大规模美元兑换黄金也开始拉开序幕。1960 年至 1964 年，第一次美元危机期间，各国以及国际组织共从美国提取黄金 37.5 亿美

元，而 1965 年到 1970 年间，美国又损失了近 40 亿美元的黄金。美国的黄金储备不断下降，到布雷顿森林体系解体前的 1970 年，美国的黄金储备已经从最高点的 245.63 亿美元降到 110.72 亿美元（按当时 1 盎司兑 35 美元），而此时全球美元形式储备资产的规模却在 530 亿美元，这意味着有 420 亿美元的美元储备资产无法得到美国黄金储备覆盖。“特里芬难题”所预示的体系崩溃一触即发。

“特里芬难题”最终导致了布雷顿森林体系的崩溃，退出历史舞台的是美元挂钩黄金和其他国家挂钩美元的双挂钩固定汇率体制，而不是美元的国际货币地位。事实上，由于缺少了黄金这个外在约束机制，美元在整个国际储备资产体系中的地位反而有所上升。1970 年，在全球国际储备资产中，黄金大约占到其中 43.7%，外汇储备资产则占到 45.2%，而到美国金融危机爆发前，黄金所占比例已经下降到 11%，外汇储备资产则上升到 88% 上下，后者 65% 左右为美元储备资产。

现行国际货币体系仍然是一个以美元为中心的体系。相比布雷顿森林体系，这一体系更具灵活性和自由性，缺乏秩序。美元不再钉住黄金；各国货币之间的汇率调整缺乏规则，固定与浮动汇率体制并存；资本流动规模成倍增长，且流动规模越来越大。

主要发达国家浮动汇率体制的确立有助于减少对国际储备货币的需求，但是总的来看，布雷顿森林体系之后对国际储备货币的需求是大幅增加而不是减少了。特别是在亚洲金融危机之后，新兴经济体迫切需要建立规模足够大的预防性储备以备不时之需。一些新兴和发展中经济体采用出口导向型的发展战略拉动经济增长并保持了固定汇率体制，国际储备资产增长成为经济发展战略的副产品。资源性商品出口国积累了大量的经常项目顺差并转换为国际储备资产。所有这些都增加了对国际储备货币的需求。美国能满足这些国际储备货币需求吗？

与布雷顿森林体系相比，美元作为国际储备货币的供给模式发生了改变。美国的经常项目差额从上世纪 70 年代的逆差和顺差交替，过渡到了 80 年代以来节节攀升的经常项目逆差，经常项目从布雷顿森林体系下的美元回流渠道，转变为现行体系下的美元对外输出渠道。相应地，资本项目成为当下美元回流的主要通道，这主要通过资本项目顺差完成。外国投资者持有的美元资产数量超过美国持有的外国资产数量，美国的国际投资净头寸不断恶化，1986 年美国由债权国转变为债务国，2008 年美国的国际净债务累计达到 3.26 万亿美元，达到历史顶峰。当年外国各类投资者持有美元资产数量超过 22 万亿美元。

什么因素支撑了现有体系的运转？美国的对外投资主要以风险高、期限长、流动

性较差的对外直接投资为主，而流入美国的外国投资则主要以风险低、期限短、流动性较好的证券类投资为主，前者的资产收益率要明显高于后者。因此，尽管美国的国际投资净头寸为负，但动态地看收益率差异使得这种模式并非不能持续，美元有保持价值稳定的可能，前提是未来美国海外投资收益足以覆贸易项目下产生的逆差以及海外债务的利息成本。金融危机之前，Hausmann 和 Sturzenegger（2005）的“暗物质（dark matter）”文章、Mendoza 等（2007）和 Caballero 等（2008）为代表的金融市场差异文章、Dooley、Folkerts-Landau 和 Garber（2003）以及 Dooley et al.（2007）关于“布雷顿森林体系 II”为代表的文章立足于解释全球失衡，也对上述体系的可持续性提供了支持。

但是在金融危机以后，学者们的乐观态度有所改观。美国扩大对外输出美元的过程也是美国扩大对外负债增加的过程。对外负债增长与对外资产增长背后的驱动因素并不一致，上述所谓的平衡机制是“刀锋”上的平衡，很有可能被打破。从金融危机前的经验来看，对外负债的增长助长了美国融资成本下降和资产价格泡沫，由此带来财富效应推动了需求过度扩张和经常项目逆差增长，对外负债增长本身有一种内在的自我强化机制。与此同时，对外投资并不必然伴随应有的对外负债增长，甚至可能会因为国内开支的增加挤占投资。对外资产和负债的不平衡增长最终会严重威胁到美元价值稳定。

尽管在现存体系下“特里芬难题”呈现的形式有所变化，但是由主权国家货币提供国际储备货币的核心缺陷没有改变。原则上，储备货币发行国可以通过强化金融监管、保持公共财政赤字在可持续水平上、避免通过通胀或者货币贬值的方式减轻对外债务负担、发行与通胀挂钩的债券等措施保持国际储备货币的价值稳定，进而维系整个国际货币体系的稳定。但在现实当中，储备货币国做不到这些。正如周小川（2009）指出的，目前国际货币体系下储备货币发行国的国内货币政策目标与国际社会对储备货币的要求经常产生矛盾。货币当局既不能忽视本国货币的国际职能而单纯考虑国内目标，又无法同时兼顾国内外的不同目标。既可能因抑制本国通胀的需要而无法充分满足全球经济不断增长的需求，也可能因过分刺激国内需求而导致全球流动性泛滥。理论上特里芬难题仍然存在，即储备货币发行国无法在为世界提供流动性的同时确保币值的稳定。

2. 国际储备货币的供求失衡

以国际储备供求失衡为切入点，分析当前国际货币与金融体系面临的缺陷正在得

到国际学术界越来越多的重视和使用。这个分析框架具有较强的包容性，不仅可以把上述“特里芬”难题包括进来，而且可以从更广义的视角审视当前国际货币和金融体系面临的缺陷，蕴含的政策建议也更加丰富。

当前国际货币体系基本上处于无政府状态，对资本流动、汇率制度选择、国际收支调节等国际货币体系的关键组成部分都没有制度要求，这个体系当中最突出的特点在于美元的国际储备货币地位。因为，当讨论这个体系缺陷的时候，主要针对的是美国作为国际储备货币的缺陷，具体而言，可以从对美元国际储备货币供求矛盾来认识这个体系的缺陷。

对国际储备货币的需求在布雷顿森林体系解体以后迅猛增长，背后的动机大致可以分为以下两种类型。一，预防动机。发达国家和新兴市场经济体在布雷顿森林体系解体以后，普遍采取了不同程度的金融自由化措施，国际短期资本流动规模急剧增长，新兴市场经济体和一些发达国家频繁受到国际投资资本冲击而陷入货币危机、债务危机甚至是金融危机。为了抵御投机资本冲击，越来越多的国家通过增加外汇储备的方式抵御短期投机资本冲击。特别是在 1997 年东亚金融危机以后，新兴市场经济体加速积累外汇储备，全球外汇储备规模也迅猛增长。从 2008 年金融危机期间的经验来看，积累大量外汇储备的国家确实在金融危机期间损失更小，这说明积累外汇储备从局部和国别的视角是合理的选择，尽管这样做从全球的视角来看是陷入了囚徒博弈困境，不利于全球资源的有效配置和全球金融市场稳定。二，重商主义动机。这主要是指发展中国家因实施出口导向型经济发展战略，往往低估货币汇率以提高出口竞争力，借此解决国内大量劳动力的就业问题，促进经济的持续增长，在此过程中，外汇储备会大规模增长。

国际储备货币的稳定供给得不到保障。美元是目前主要的国际储备货币，但是在满足日益增长的国际储备货币需求面前，国际储备货币的供给难以为继。这正是特里芬难题所指出的问题，扩大国际储备货币供给与保持国际储备货币价值稳定之间面临矛盾。作为储备货币发行国，美国在提供国际储备货币的过程中可以获得多重收益，其一是铸币税收益；其二是美国凭借其储备货币发行国的地位可以用更低的成本在国际市场融资。美国在国际市场上的融资货币是美元，因此，美元贬值会降低美国的净外债负担，带给美国额外的资本收益（capital gain）。据 Clarida(2009)的测算，金融危机之前的几年里，美元持续贬值带给美国的资本利得超过了 1 万亿美元。正是由于这些额外的收益，再加上前面提到的美国在积累外债过程中的自我强化机制，最终

会威胁到美元的价值稳定。从布雷顿森林解体 and 2008 年金融危机的经验来看，尽管核心的问题出在美元的价值稳定性方面，但是解决问题的方式不是美元的国际储备货币地位受损，因为这一需求无法替代，而是其他层面的剧烈调整，在布雷顿森林体系下是双挂钩的汇率体制崩溃，在 2008 年金融危机期间是大量资不抵债的金融机构破产和严重的去杠杆化过程。

二. 金融危机后 G20 推动国际货币体系改革的行动、困境与未来方向

1. G20 推动国际货币体系改革的既有行动

全球金融危机之后，G20 成为了国际货币体系改革的主要推动者。由于国际货币体系改革涵盖的方面较为广泛，所以历次 G20 峰会都或多或少涉及到其中一些议题。然而，尽管国际货币体系的改革极为迫切，但并非每届主席国都将其列为核心议题。比如洛斯卡沃斯峰会、圣彼得堡峰会在核心议题的设置上都融入了轮值主席国自己的特色和偏好，在短暂的峰会期间将大部分讨论时间分配在主席国感兴趣的议题上，而对于国际货币体系改革的内容虽有提及，但更多的只是宣称继续推进之前峰会上达成的承诺或决议，鲜有实质性的变革思路 and 措施。但也有部分国家，如法国对国际货币体系改革相当关切，不仅将其作为峰会的核心议题，在轮值期间的部长级会议中也多次讨论该议题，形成了比较完善的改革思路。

目前，根据数次峰会的讨论 and 声明，G20 对国际货币体系改革的目标 and 行动主要集中在三个方面。

一是国际货币体系的风险防范 and 危机应对能力的建设，比如刺激计划及框架、金融安全网、短期资本流动管理 and 全球流动性管理等。国际货币体系好坏的一个衡量标准是其面对危机时的韧性，而金融安全网则是危机发生时给予各国保护的重要屏障。在 2009 年 4 月二十国集团伦敦峰会召开之前，IMF 执董会通过了对 IMF 危机应对处置，特别是对贷款职能进行系统性改革的方案。该方案的核心思路是对处于不同经济形势以及不同外部环境下的成员国提供更大规模以及更加量体裁衣式的贷款，其主要目标就是为了提升 IMF 应对危机的机制、资源、能力和弹性。具体包括提高贷款规模、调整贷款条件性、推出弹性贷款机制、增强备用协定等七项措施。

二是国际货币体系需要反映世界经济格局的变化，代表性和投票权需要向发展中国家倾斜。为了体现新兴市场国家和发展中国家在全球经济中不断上升的权重，IMF 董事会 2010 年 11 月通过份额改革方案，超过 6% 的份额将向有活力的新兴市场国家和

代表性不足的发展中国家转移，并改革董事会使其更具代表性，其成员全部由选举产生。在 2010 年的 IMF 改革方案达成的过程中，G20 为新兴市场和发展中国家表达自己的主张提供了新平台，对加强各成员国之间的有效沟通和方案协调起到了积极的推动作用。

三是国际货币体系的制度性改革，包括特别提款权（SDR）、全球多边金融机构的治理与改革等。以特别提款权为例，外汇储备是危机发生时的缓冲垫，充足的外汇储备有助于防范短期资本外逃的负面影响，对于新兴市场国家而言更是如此。目前在 G20 的敦促下，IMF 的 SDR 改革正在不断推进，并正式将人民币纳入 SDR 篮子，意图提升 SDR 作为储备资产组成部分的作用，探索在美元为外汇储备主导货币的背景下，如何使 SDR 充分有效地发挥作用。

2. G20 推动国际货币体系改革所面临的困境

(1) 全球流动性监督与宏观审慎监管的协调机制难以建立

危机后数年，全球主要国家为抗击经济衰退，通过 G20 平台进行了富有成效的政策协调，采取了较为一致的经济刺激政策，从而防止了全球步入像上世纪三十年代的大萧条。可以说，G20 平台对于危机的救助做出了贡献。但是，当国际社会从最艰难的危机中暂时走出来之后，在如何加强主要国家的汇率机制协调、妥善应对跨境资本流动、建立全球宏观审慎监管框架等关键领域，G20 都无法推动实质性进展。

2009 年 G20 伦敦峰会将原有的金融稳定论坛升级为金融稳定理事会（Financial Stability Board, FSB），希望在制度层面强化国际金融监管的全球协调。FSB 负责制定某些监管标准并为世界各国金融监管机构提供政策建议，尤其希望推动跨国监管的协调。从这些年的实际运作来看，FSB 在风险识别、监管对策研究方面做了大量富有成效的工作，但是在跨国监管政策协调方面鲜有进展。这充分反应出，在相对稳定时期，多边协调机制的建立面临巨大挑战，这是国际货币体系改革面临困境的主要原因之一。

2011 年 2 月，由前 IMF 总裁康德苏牵头、汇集二十国集团中主要国家官员（包括中国央行副行长胡晓炼）、学者以及国际金融机构前高管的研究小组发布了题为《国际货币体系改革：21 世纪合作途径》的倡议书，将全球流动性管理列为国际货币体系改革的核心内容之一。报告提出了在 IMF 建立针对所有成员国的更为严格有效的评估和监督体系，以此协调各国财政、货币和金融政策，并建立相应的激励和惩罚机制。报告得到一些欧洲国家和中国央行的大力支持，但是也遭到美国、日本等国的冷遇。

在理论上，《康德苏报告》的观点是准确合理的，但是在实际中，多国协调的难度较大，到目前一直未能实施。

（2）IMF 改革步履艰难

IMF 作为改革者和被改革者，大力支持国际货币体系改革。IMF 改革欲望非常强烈，因为东亚金融危机之后，IMF 的职能被弱化，其国际货币合作协调者、国际货币制度维护者、国际货币体系保卫者等角色缺失。IMF 认为，国际货币体系改革主要专注于：一是保证该体系具备内在相容性，IMF 作为国际货币体系的核心载体，强化其国际货币体系相容性中的核心作用，并进行相关的机制性安排，即将国际货币体系所应该具有的职能植入到 IMF 中来。二是提高国际货币体系的权威性、合法性和代表性，即建立一个更加稳定并能够更好地体现世界各国力量的体系，充分反映世界经济格局的动态变化。三是内部治理结构的优化和 IMF 资源的扩大，特别是提高 IMF 的风险和危机应对能力和资源。

2010 年 11 月，在 G20 首尔峰会上达成了关于 IMF 份额与治理结构改革的新方案，改革内容主要包括：第一，在 2008 年改革的基础上，将 2384 亿特别提款权增加一倍到 4768 亿，大大提高了 IMF 可利用的金融资源。第二，将 6% 以上的份额转移到有活力的新兴市场和发展中国家以及代表性不足的成员国。根据改革方案，中国、印度、巴西和俄罗斯等金砖国家的份额从 3.996%、2.442%、1.783%、2.494% 上升到 6.394%、2.751%、2.316%、2.706%，均跻身为国际货币基金组织的前十大股东，尤其是中国从第六位跃升至第三位。第三，来自欧洲国家的执行董事减少 2 名，而新兴市场和发展中国家增加 2 名执行董事席位。

但是，美国利用手中的否决权拖延了自己主导的改革方案生效。按照规定，份额改革生效的条件是不低于 70% 份额、不少于五分之三成员国的同意，但执董会改革涉及 IMF 协定的修订，生效需要不低于 85% 投票权、不少于五分之三成员国的同意。美国拥有 17.67% 份额和 16.73% 投票权，国会不对该方案表决，行使了一票否决权。事实上，奥巴马政府向来对此项改革方案表示支持，但过去美国共和党却一直阻挠 IMF 采取这一行动。在部分共和党议员看来，IMF 这种变革一方面将导致与美国没有共同利益的国家拥有过大影响力，另一方面也对美国在国际市场到处“救火”的必要性表示质疑。不过，新兴经济体领导人则认为，如果 IMF 投票权结构不加以调整，在世界经济格局已然大变、中国和印度等新兴经济体影响力骤增的大背景下，IMF 必将失去存在的必要性。在这五年时间里，随着绝大部分成员国对改革方案的纷纷批准，美国

的迟迟不动招致了包括英、法等美国传统盟友在内的国际社会的不满，这令美国国会压力渐增。同时，包括中国主导建立的亚投行等在内的区域性组织相继出现，不少新兴市场“老客户”的“另寻新欢”令 IMF 感受到竞争压力，因而也不断向美国施压。在多种因素作用下，美国最终意识到，改革的通过已不可逆势而为。

2015 年 12 月，在阻挠和拖延了五年后，美国国会终于通过了 IMF 2010 年份额和治理改革方案。经过这次份额改革，中国投票权将升至第 3 位，而新兴市场话语权也得到了提升。

在方案通过当天，IMF 总裁拉加德发表声明对美国国会的决定表示欢迎。她表示，这是加强 IMF 在维护国际金融稳定方面所起作用的关键一步，将显著增加基金组织的核心资源，令该组织在今后能够更有效地应对危机。此外，拉加德还表示，改革也将改进 IMF 的治理，使之更加具有代表性，并在支持全球金融稳定方面发挥更大作用。

不过，需要注意的是，美国国会在批准份额改革的同时也给 IMF 开出了条件：要求美国财政部推动 IMF 废除“系统性豁免”政策。据悉，“系统性豁免”指成员国金融风险有重大溢出效应时，基金组织可以放宽向其提供金融援助的条件。由于美国仍保留了事实上的否决权，也可以说 IMF 的代表权改革还有很长一段路要走。

3. 未来 G20 推动国际货币体系改革的方向

从全球金融危机爆发至今有八年了，危机促进改革的推动力已经大大弱化，危机爆发的根源地美国直到 2015 年 12 月才通过 2010 年 IMF 改革方案，全球金融安全体系的建设仅仅通过 IMF 等布雷顿森林机构的改革来推动是步履缓慢的。基于全球金融体系的构建需要，G20 平台应该在多个领域、通过多种渠道来推进改革，一方面保障全球金融体系的稳定与安全，另一方面促进国际金融机构为全球经济增长作出应有的贡献。我们认为，在 G20 框架下，推动未来国际货币体系改革的主要方向包括以下 5 个方面。

第一，继续推动国际金融机构的改革。重点方向可以聚焦在 IMF 和多边开发银行两个领域。在 IMF 改革方面，可以推进四项工作。首先，深化 IMF 在份额、投票权、代表性、人员遴选等的改革，探索的职能转变，比如 IMF 在履行全球金融安全体系最后贷款人职能之外，是否能够承担起全球流动性监管的职能，从而为全球金融稳定提供更为强大的公共产品。其次，强化 IMF 的贷款能力建设。继续推进 G20 框架下的 IMF 资金筹集规模，将 IMF 的可贷资金规模提高到 7500 亿美元。再次，建议 IMF 建立常态化的特别提款权（SDR）分配机制，深化融资渠道建设，比如继续深化 IMF 一般资

源账户机制、一般借款安排以及新借款安排等机制进行借款，强化 IMF 债券的融资建设，大规模扩大 IMF 的资金资源。最后，应该将 IMF 在第四条款下对成员国进行双边监测的职能扩展为对全球宏观经济与金融市场实施多边监测，以更快更准确地发现全球范围内的系统性风险，保障金融安全。加强与金融稳定委员会在系统性风险、宏观监测、金融监管等方面的沟通与协调，避免出现方向性冲突。在全球多边开发银行的改革方面，中国应该大有作为。在全球基础设施投资不足的背景下，多边开发性金融机构的价值是显著的。但是，目前以世行、亚行、欧投行等为代表的、由发达国家主导的多边开发性银行，在业务开展方面存在很多需要改进之处。伴随亚投行和金砖银行这两家由新兴经济体主导的多边开发性银行的建立，国际金融投资体系迎来了新的发展机遇。中国可以充分利用这两家机构的运营与发展，推动多边开发性金融机构的发展与合作，为全球发展融资做出巨大贡献，并显著提升自身在国际金融体系中的话语权。

第二，构建全球金融安全网。继续深化金融稳定委员会在 G20 框架下的金融风险监测、应对和金融安全体系的建设，赋予金融稳定委员会更强的制度基础以及促进金融稳定的更宽泛职能。加强全球范围内金融安全信息系统建设，建立基于金融稳定理事会（FSB）和 IMF 的金融市场与监管信息共享平台，以评估金融体系中的脆弱性，制定针对脆弱性的行动指导方案，促进金融监管当局之间的协调以及信息交换。建立基于 FSB、IMF 和巴塞尔银行业监督管理委员会等的跨国监管机构协调机制，并支持实施跨境危机管理的灵活方案。建立基于 FSB 与 IMF 的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，强化全球审慎监管体系的构建，特别是要重视资本充足率、激励机制和国际标准制定；努力构建各类危机熔断机制，遏制危机的扩散与传染行为。

第三，建立全球流动性监管机制。如上文所述，全球流动性监管的执行主体可以放在 IMF，但是它还需要国际社会，特别是 G20 国家，建立一个相对完善的对策框架，涵盖包括国别、双边、区域和全球在内的多层次应对方案。有效的全球流动性管理涉及一揽子的国际金融体系改革方案，不仅要短期流动性进行密切跟踪，更要根据中长期流动性的趋势特征进行有针对性的体制机制改革，需要与全球失衡、汇率制度、国际储备货币体系改革、全球金融安全网建设等密切协调。可以看出，全球流动性监管机制的建立，是一个特别适合由 G20 平台来推动的重大国际货币体系改革目标。

第四，推进多元国际货币体系建设。如果在全球能够形成美元、欧元与亚洲货币

三足鼎立的多极储备货币格局，那么由此引入的竞争机制将会约束特定储备货币发行国的货币超发行为，从而增强国际货币体系的稳定性，缓解国际货币体系安全的内生性问题。国际货币体系多极化最显著优点是在美元、欧元、人民币各自发行当局之间形成了一种竞争关系。如果某种货币发行过多，国际市场会采用“用脚投票”的办法，减持该货币而增持其他货币。这种竞争机制一方面能够部分克服广义特里芬难题，另一方面也使得各储备货币发行国在制订本国货币政策时，不得不兼顾全球经济对流动性的需求状况。

第五，鼓励区域货币合作，注重各个区域的货币金融合作机制建设。以东亚为例，东亚货币金融合作应以保证东亚金融稳定为目标。实现这一目标，应该致力于三个要素的建设：区域金融合作机构、区域金融市场和区域汇率协调。从现阶段来看，可行的步骤是，利用储备库增资和《清迈倡议》多边化契机，将现有的区域流动性机制机构化，同时不排除建立区域货币基金的可能性；在可行的范围内展开区域金融基础设施建设，鼓励在区内贸易、投资和金融救助中使用本币；在中后期阶段，考虑建设区域汇率协调机制，将建设区域联动汇率机制设定为一个开放性的目标，同时以动态方式补充其他的可选方案。区域金融安全网应该与全球金融安全网加强共同协调，力争合作提供资金支持，充分发挥其互补作用而非迭代作用。

三、中国利用 G20 平台推动国际货币体系改革的行动策略

根据上文第一节所列举的三类学术观点，考察近年来 G20 在国际货币体系改革方面的实际行动，以维护中国自身利益和促进全球金融稳定为根本诉求，我们认为，中国政府在 G20 平台所推动的国际货币体系改革应根据不同时间窗口建立相应的行动策略。

1. 中近期策略

(1) 推动 SDR 在国际货币体系中发挥更大作用

人民币加入 SDR 的收益，短期内主要在于提升人民币的国际影响力和公信力，其长期而且实质性的收益则包括三个方面：一是推进人民币国际化；二是通过 SDR 成为国际货币体系新的名义锚；三是通过加入 SDR 货币篮子而享受 SDR 超主权货币的权益，比如铸币税、储备资产地位等（当然，如前文所述，SDR 只是超主权货币发展的“一线希望”）。实际上，这三个收益在一定程度上是人民币国际化的不同表现形式。无论如何，人民币加入 SDR 与人民币国际化在政策目标上是一致的。正因为如此，我国应该在 G20 平台上积极推动 SDR 在国际货币体系中发挥更大作用。

迄今为止，SDR 仍然是一个储备资产，无法发挥国际货币的功能。SDR 最大的问题在于缺乏投融资的交易平台和机制。在下一阶段，可以在 G20 平台上，建议将 SDR 作为公共产品的融资工具，例如气候变化和粮食安全等，这将会在很大程度上扩大 SDR 的使用，降低对美元的过度依赖，改善国际货币体系。这一倡议易于获得国际认同。

特别提款权（Special Drawing Right, SDR）是 20 世纪 60 年代由 IMF 创设的人造储备货币，其目的是为了弥补当时美元储备的不足。SDR 在 2009 年之前仅分配 2040 亿单位，不足全球外汇储备的 5%，在国际货币体系中微不足道，没有发挥其应有的作用。这主要是由于 SDR 方案自身不足造成的。

第一，SDR 作为储备资产的性质问题。SDR 作为一种储备货币应该具有真实的价值而不是账面虚拟的价值。然而，SDR 的价值并没有获得任何机构担保。SDR 的价格由一篮子货币确定，包括美元、欧元、日元和英镑。这个货币篮子除了为 SDR 定值之外，还能保证 SDR 的汇率相对稳定，但不能为 SDR 的真实价值提供担保。上述四国央行的货币政策目标也不包括稳定 SDR 价格。因此，SDR 的性质问题降低了国际社会对 SDR 能够充当国际储备的信任感，是其不受欢迎的重要原因。

第二，SDR 的分配问题。IMF 按照各国的份额进行 SDR 的分配。这种分配方式看似公平，却包含了许多不合理之处，严重阻碍 SDR 的推广。首先，IMF 的份额不足以反映当前世界经济发展状况。随着新兴市场国家的快速发展，发达国家在世界经济中的比重逐步下降，IMF 份额在金融危机之前没有就此进行合理的调整。其次，根据 IMF 份额分配原则，能够获得大量 SDR 的国家基本是发达国家，这些国家拥有较大的融资能力，因而使用 SDR 的意愿较低；在这一原则下，对资金需求更大的发展中国家却无法获得足够数量的 SDR，导致富者更富，穷者恒穷的局面。

第三，发达国家与发展中国家对 SDR 所承担的作用也存在分歧。发展中国家认为按照 IMF 份额进行 SDR 分配是一种不公平的分配方式，因而主张 SDR 的分配同发展资金联系起来，也就是说按照发展中国家对资金的需求确定 SDR 的分配数量。但是，这一要求遭到发达国家反对。发达国家认为，SDR 的分配是根据各国对国际清偿能力的需求决定的，与发展中国家对资金的需求无关。将 SDR 的分配和发展资金联系违背了创立 SDR 的原则，而且还会刺激全球通货膨胀，从而对世界经济造成更大的伤害。

总之，SDR 自投入使用以来，既未受到发达国家重视，也未引起发展中国家兴趣，更多的是作为 IMF 等国际机构的记账单位而尴尬存在。

推动 SDR 的私人使用。储备资产只有当具有使用功能时才具有吸引力，而目前

各国政府只能使用 SDR 与其他国家政府以及 IMF 结算。各国不能用它来干预外汇市场，也不能与市场的参与者进行交易。要想使 SDR 更具吸引力，需要建立能够自由买卖 SDR 的私人市场。因此，有必要建立一个政府和机构能在竞争性价格下发行 SDR 计价债券的流动性市场，同时要使银行愿意接受 SDR 计价存款与发放 SDR 计价的贷款。并且，应该重构外汇市场。为了提高 SDR 在储备货币中的地位，我国应该采取措施建立 SDR 的流动性市场，可以发行 SDR 计价债券，这是比购买 IMF 发行的 SDR 计价债券更有意义的举措，因为 IMF 发行的债券不能交易，也不利于培育市场的流动性。尽管首先发行 SDR 计价债券的国家可能会为创新付出代价，但这个代价是建立一个稳定的国际货币体系所必须的成本。

推动国际货币基金组织作为 SDR 的做市商。只有 IMF 才能充当 SDR 的做市商：它将与所有的官方或私人参与者交易 SDR，其价差将在一个可与美元竞争的狭窄的价差范围之内。美元最初成为国际货币是在 1920 年代，那时美联储负责购买和出售美元票据，以创造美元投资工具的流动性。如果国际社会真的对 SDR 作为国际储备单位的提案很感兴趣的话，那就需要赋予 IMF 同样的做市商职能，必要时满足其赤字需求。最后，想要使 SDR 真正成为国际货币，IMF 需要在 SDR 短缺时增发 SDR，就如同美联储在 2008 年下半年提供美元互换保证充足的美元流动性一样。在现有规则下，没有 85% 的成员同意，SDR 就不能获得发行的资格，因而发行 SDR 不是一个快速能实现的事情。IMF 的管理层应当被赋予决定何时发行 SDR 的权力，同时它应当具备独立性与权威，如同美联储的货币政策委员会一般。中国应该推动国际货币基金组织制定更加灵活的 SDR 供给机制，充当国际最后贷款人。

在下一阶段，可以在 G20 平台上，建议将 SDR 作为公共产品的融资工具，例如气候变化和粮食安全等，这将会在很大程度上扩大 SDR 的使用，降低对美元的过度依赖，改善国际货币体系。这一倡议易于获得国际认同。

（2）推进人民币国际化，将人民币计价资产提升为全球安全资产

本文建议，中国政府可以在 G20 框架下，通过推动本币债券市场发展的模式，促进中国国债和地方政府债的离岸发行，逐步将国债和地方政府债转变为全球安全资产，这将成为下一阶段人民币国际化的重大成就。

在过去 7 年的时间里，人民币国际化的进展主要表现在经常账户下的人民币输出。伴随中国有序地实施金融开放，以及人民币加入 SDR 货币篮子，人民币在资本账户下的流出与流入，将成为下一阶段人民币国际化的重点方向。SDR 货币组成的变化，说

明全球对于过去数年人民币国际化的进展给予了充分认可，人民币在一定程度上已经开始与美元、欧元、日元和英镑等同台竞技，人民币计价的金融资产，将有可能成为全球投资者配置资产的选项。在这样的背景下，如果中国的金融与经济改革能够坚定地走下去，中国能够在较长时期依然保持中高速增长，那么人民币在国际储备货币中的比重有可能获得显著提升。

大部分的国际储备货币不会以现金形式存在，而是以该种货币计价的全球安全资产——主要是政府债券、多边和跨国金融机构债券以及某些跨国公司债券——的形式出现。例如，中国的大量外汇储备就是购买了美国、欧元区、日本和英国的政府债券。如果我们希望人民币成为主要的国际储备货币之一，就需要将人民币计价的政府债券，提升为公认的全球安全资产。

2008 年全球金融危机以来，全球安全资产出现了供不应求的局面，为人民币计价资产上升为全球安全资产带来了重要机遇。一方面，严重的金融危机使得大量的传统西方强国丧失了较高的主权信用评级，美、英、法、奥地利和西班牙丧失 3A 评级，日本、意大利、葡萄牙更是降到了 A1、Baa2 和 Ba2（意味着这些国家的政府债券和国有金融机构债券的信用评级都遭遇下调），全球安全资产的供应显著下降。根据 IMF2012 年的估算，截至 2016 年全球安全资产的供应将减少 16%，约 9 万亿美元。另一方面，伴随国际金融监管的全面加强，金融市场对于安全资产的需求在上升。例如，根据 Basel III，银行需要持有更多的安全资产以满足对资本充足率和资本质量的监管要求。一些发达国家的金融监管改革，要求衍生品交易中需要有更多的安全资产作为抵押。由于发达国家的债务问题难以在中短期得到解决，可以看出，全球安全资产供不应求的局面将在较长时间内一直存在。

中国的国债目前在香港离岸市场每年都有发行，每次发行都会得到超额认购。事实上，中国的地方政府债，一样可以在离岸市场发行。本课题组在过去两年对香港、伦敦、巴黎、台北、澳大利亚等离岸人民币金融中心进行了调研，所有地区都一直认为，点心债券是最受欢迎的人民币投资产品，都希望增加点心债的供应。在这样的背景下，推动地方政府债券的离岸发行是符合市场需求的事情[†]。事实上，近年来我国的金融机构和企业经常在离岸市场发行人民币债券，而中国地方政府债券（省级政府债券和经济状况良好的副省级城市的城投债）的信用级别大多高于或者等同于金融机构

[†] 2015 年“811”汇改之后，离岸人民币点心债市场暂时陷入停滞，这应该是短期现象。只要中国的金融改革与开放持续推进，离岸人民币点心债市场还会有很大的发展空间。同时，中国银行间市场的对外开放程度也会不断加大，境外投资者会越来越容易通过这一市场投资中国的国债和地方政府债券。

和企业债券。

中国的任何一个省级行政区，放在欧洲都属于中等甚至大型的国家。某些欧洲国家的政府债券（英、德、法、瑞士、奥地利等国），一向被视为全球安全资产。在中国经济稳步增长、政府法制化和透明化管理水平不断提升的前提下，中国地方政府债券上升为全球安全资产是完全有可能的。

中国政府可以通过在 G20 平台呼吁和推动本币债券市场建设的模式，来促进国债和地方政府债的国际发行。以推动亚洲本币债券市场建设为例。亚洲国家外汇储备约占全球的三分之二，但是亚洲国家的储备资产却以美元、欧元、英镑为主（包括极少量日元），这不符合金融投资领域的“本地偏好”规律，其原因在于，过去这些年，亚洲本币债券资产池的规模、流动性和资产质量都无法与西方发达国家相比。金融危机之后，由西方国家提供的全球安全资产在数量和质量上都出现显著下降，中国可以把握这样的机遇，打造大规模、高质量的人民币债券资产池，为亚洲本币债券市场的发展注入新活力。

（3）倡议设立国际开发性银行银联体，强化全球开发性金融机构协调机制

以亚投行和金砖银行的建立为契机，中国政府可以在 G20 平台上倡议设立国际开发性银行银联体，以此促进全球多边开发性金融机构的实质性合作与改革。这一举措的战略意义表现在三个方面：首先，它向全世界表明，中国政府、亚投行和金砖银行将以开放、合作的态度融入现有国际金融体系，从而消除外界对亚投行与金砖银行的疑虑和担忧；其次，银联体的建立将有效推进全球开发性金融机构的实质性合作，增强全球基础设施的投资能力，并降低亚投行、金砖银行单独运作可能承担的各种风险；第三，银联体的建立将使得中国在建设性推进全球经济治理方面赢得国际声望，并在此过程中逐步增强自身在国际金融体系当中的话语权。

建立实体性的国际开发性银行银联体，可以推动以下多方面的合作：建立共享数据库，增强多边开发性机构的投融资合作，促进全球基础设施投资；通过建立联合反腐机制，推动多边金融机构的反腐合作，将 2014 年 G20 峰会通过的反腐行动计划落到实处；建立多边开发机构的共同环境标准，促进全球可持续发展。

（4）促进区域金融合作与监管，完善全球金融安全网

首先应鼓励在在区域贸易及金融活动中强化本币使用。全球化进程并不是均匀发展的，贸易和金融活动在地理上都有区域集聚的现象。但全球贸易中，不少区域内贸易及投资活动虽然非常活跃，但交易往来主要依赖区外货币。鼓励区域内各国更多

地使用区内货币进行计价、结算和储值，可以有效减少汇率风险与交易成本，进一步推动区内贸易和投资，并减少对于域外资金的依赖程度，加强区域内的金融安全。

在双边政府层面可以鼓励直接采取的政策包括：鼓励区域内各国政府提供政策支持，更多签署双边本币互换协议和一般贸易本币结算协定，扩大货币互换规模，鼓励金融机构为本币结算提供便利和服务；本币之间不通过第三国货币汇率套算而开展直接交易；各国之间增加相互持有国债的规模等。

在双边基础上，应当鼓励协调程度更高的政府间合作。首先应当支持发展本币债券市场的发展。企业融资高度依赖银行系统，同时资产货币和负债货币之间存在严重错配，是不少新兴经济体发生金融危机的重要条件之一。为形成健全完善的资本市场，应积极扩大直接融资比重，发展本币债券市场。区域政府间应当尝试统一跨境债券的税收、交易清算等安排，并加强金融监管合作。通过设立共同的债券发行担保基金，为区域内的本币债券市场发展提供更多的资金支持。发展能获得区域内各国信任的信用评级机构，并同意信用评级标准。在制定规则、完善债券市场基础设施方面采取措施，推动私人部门成为债券市场发展的主体力量。同时区域内还应进一步相互开放本国债券市场，促进资金流动。

其次，应进一步完善全球金融安全网。虽然通过加强外汇储备，很多国家已经建立本国的防御能力，以应对可能发生的资本流动的大幅波动。但是，随着发达国家特别是美国开始终结其超级宽松货币政策时，新兴市场和发展中国家在应对资本外流方面的能力仍然非常脆弱。因此 G20 需要建立更为强劲的全球金融安全网，以帮助处于困境的国家。IMF 虽然是全球金融安全网最重要的系统性架构，但目前 IMF 所有储备的四分之三都是借来的，而其中大约 5000 亿美元是成员国的临时性借款，该临时性协议将于明年到期。G20 除了应该支持进一步增强基金组织的金融能力外，还应该重视在基金组织和各个地区性融资安排之间加强行政和金融联系。如基金组织和已有的区域金融稳定机制如欧洲稳定机制、清迈协议多边化机制之间加强沟通配合。另外，G20 还应加强全球央行之间的互换网络，将其系统化，同时为降低道德风险，这一互换网络应该以 IMF 为中心。

2. 中长期策略

(1) 建立真正的多元国际货币体系

2008 年国际金融危机暴露出现行国际货币体系的重大缺陷。从事前看，过于依赖单一主权货币使得全球金融体系被置于该主权国家的金融市场和宏观经济风险之下。

从事后看，由单一主权国家为全球不带政治偏见提供流动性在政治上并不现实。特别是随着全球经济格局的变化，原主要储备货币国的经济力量相对减弱，它对全球性责任的承担也必然会更具有选择性。

虽然单极国际货币体系相对于多元国际货币体系具有更高的效率，但随着现实环境的发展变化，其本身的缺陷越加突出，因此国际货币体系朝多极化方向演进在危机后得到了更多的动力以及政治支持。不过由于货币使用具有相当强大的网络效应，另外已有的金融基础设施也会强化现有国际货币体系的惯性，国际货币体系的演进必将是一个长期过程。但这一长期过程并不是匀速发展，重大政治性的历史事件会在其中扮演关键触发点的作用。

从美元替代英镑的历史进程看，从英国独立后的美国经过领土扩张和工业革命，虽然经济发展迅速，在 1914 年第一次世界大战前夕美国已成为世界第一大经济体，但这时美元在国际货币体系中的角色却几乎可以忽略不计。当时各国政府和中央银行的外汇储备中一半是英镑，同时不仅仅法国法郎、德国马克和瑞士法郎，就连意大利里拉、比利时法郎和奥地利先令在世界官方外汇储备中的比例也高于美元。但是到了 1924 年，美元在各国政府和中央银行外汇储备中的比例就已经超过了英镑，而国际金融市场上发行的以美元计价的各种商业融资票据则是英镑的两倍。这一突然加速的美元国际化进程与第一次世界大战大大动摇以英镑为中心的国际货币体系有关(赵柯，2011)。

从目前的全球经济发展态势看，国际货币体系很大可能会逐步形成以美元、欧元与人民币为主导的相对均衡的多元体系。2015 年人民币加入 SDR 篮子，也显示了一个非常明显的信号。尽管是首次入篮，人民币权重就已经超过英镑和日元，仅次于美元和欧元。国际货币体系的多极化本身就会为全球经济带来稳定效应。通过增加储备资产供应，一个多极化的世界能够在一定程度上化解特里芬难题。多元化的国际货币体系意味着，安全资产供应所依靠的财政能力相比单极体系更为扩张，因此能更好的解决全球安全资产短缺的问题。储备货币之间的竞争也将对各发行国的财政政策产生约束，因此降低系统不稳定性。

国际货币体系可以通过三种方式建立：放任市场的力量自发形成；由一个霸权国主导；几个大国有意识地协调合作。在世界经济格局多元化的今天，新兴经济大国在全球治理中的分量越来越重，通过大国间的谈判协调和相互妥协来建立相对公平和有效的国际货币体系显然更为现实可行(赵柯，2011)。所以，国际货币体系的演变同时

也是一个政治过程。为在中长期以对我国更有利的方式引导这一过程，我国应在 G20 平台上推动其议程顺应未来更为多元化国际货币体系的发展方向，从促进全球实体经济稳健平衡增长的角度，探索更为前瞻性的在多元国际货币下稳定全球流动性供应、防范全球金融风险的机制。譬如应当鼓励欧元及人民币计价的国债市场发展，以增加这两种货币安全资产的供应。

（2）建立全球流动性供应与监管机制，完善全球宏观审慎监管

全球流动性的供应与管理是国际货币体系长期以来的核心问题，也是最难以解决的问题之一。其难点在于两方面，首先是如何在全球流动性供应与全球失衡间寻求平衡，其次，如何解决储备货币发行国出于国家利益的货币政策与全球经济需求的关系。从上世纪六十年代以来，国际货币体系就与所谓的特里芬难题紧密联系，充分暴露了前一难点。但之后布雷顿森林体系的瓦解并没有带来这一问题的消失，反而在新的全球化时代以新的形式展开。上世纪六十年代末创立的特别提款权，其功能非常受限，亦不能解决这一问题。不过国际货币体系多元化的发展将会缓解这一问题。对于后一问题，七十年代后签订的《牙买加协定》没能提供足够的工具以及程序以应对主要经济体货币政策对全球不受约束的外部效应，这也是为何牙买加体系被称之“没有体系的体系 (Non-system System)”的根本原因。

2008 年国际金融危机后，针对这些问题国际上出现不少提议，譬如 IMF 和 BIS 需合作建立一个共同的分析框架来为全球流动性提供更好的度量及监督；有系统重要性国家的中央银行及负责宏观审慎政策的监管当局应将适度全球流动性条件带入政策考虑中；在 IMF 的监督下，为抵御汇率过度波动及金融动荡可以采取资本管制；IMF 应当与有关当局设置建立在规则上的危机融资机制，扮演全球最后贷款人的角色 (Camdessus, 2014)。

然而，如果真将有关提议落实下去，将意味着需要建立一个共同的评估全球形势及采取应对政策的机制。现在的 IMF 虽有磋商机制、为成员国提供技术分析、并在危机时提供援助，但距离完全实现这一机制需求仍有相当远的距离。凯恩斯在 1930 年的《货币论》中写到，“理想的体系在于建立一家超主权银行，它与各国央行之间的关系就如同各国央行与其从属银行的关系一样”。历史的发展显示，这一理想架构距离现实过于遥远。不过另一方面，继续接受全球流动性完全由不愿意将其货币政策对全球的影响带入其决策过程的主权国家决定，同样也是不现实的。

更好的提供及管理全球流动性在中长期至少意味着增强特别提款权的功能并扩

大它的使用范围，而这一步无非也是落实基金条款中关于将 SDR 作为主要储备资产的目标。其次，为解决过度储备对全球利率及金融市场产生的问题，应该在 IMF 建立共同的外汇储备库机制并将储备转化为对于全球的生产性投资。第三，在缺乏共同决策机制的情况下，为进行更好的全球流动性监管，IMF 应当向 G20 定期提供对全球流动性状况的评估，并给出其政策建议。第四，为增强 IMF 的救援能力，应当建立更简化的机制，允许 IMF 直接从市场融资。

（作者单位为中国社科院世经政所）

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。