

GMEP

全球宏观经济政策系列研究报告

2011年1月10日 NO.2011-001

長策智庫
ChangCe Thinktank

中国与国际货币体系改革

张明

(中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员，
长策智库 GMEP 特约研究员)

中国与国际货币体系改革^①

张明

(中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员，
长策智库 GMEP 特约研究员)

摘要：本轮全球金融危机爆发之后，国际货币体系改革在国际储备货币机制改革与国际金融机构改革等两个层面展开。美元充当国际储备货币注定难以克服广义特里芬两难，超主权储备货币与多极化储备体系成为两大改革方向。IMF 也面临治理结构、贷款、可贷资源与监测职能等四方面改革。国际货币体系改革为中国提供了提升国际地位与影响力的机会，但同时中国也必须承担相应的国际责任。在国际储备货币体系改革方面，中国政府实施了三位一体的国际金融战略。出于自身战略诉求，中国也应积极推动 IMF 改革。然而，中国未来在国际货币体系中的地位与影响力，最终仍取决于中国政府能否尽快实施经济结构与增长方式转型，以保障中国经济的持续快速增长。

关键词：中国 国际货币体系改革 货币锚 IMF 结构转型

本轮全球金融危机的爆发揭示出现行国际货币体系的深层次缺陷。一是以美元充当全球储备货币的格局不能同时满足全球经济对美元的需求以及美元币值稳定，即广义特里芬两难。二是以 IMF 为代表的布雷顿森林机构缺乏足够的代表性、反应及时的贷款机制、充满弹性的贷款条件以及充足的信贷资源。从储备货币体制改革来看，国际货币体系的改革方向是，在短期与中期内增强欧元与亚洲货币的地位，形成美元、欧元与亚洲货币三足鼎立的多极化储备货币体系，为各储备货币发行国引入外部竞争；在中期与长期内以 IMF 的 SDR 为基础，创建一种超主权储备货币，从而彻底解决特里芬两难。从国际金融机构改革来看，国

^① 张明，中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究室副主任，副研究员，长策智库 GMEP 特约研究员。zhangyuxuan@gmail.com。作者感谢长策智库支持。文章观点仅代表个人观点。文责自负。

际货币体系的改革方向是，通过增加新兴市场国家与发展中国家的份额与投票权来改善 IMF 的代表性，推出更快捷与更量体裁衣的贷款机制，显著扩充 IMF 的可贷资金规模。国际货币体系改革为中国国际地位与影响力的上升提供了难得的机遇，但同时中国也不得不承担与国际地位上升相对称的更大的国际责任。中国更深入地参与国际货币体系改革，本身也可能进一步推动中国国内金融改革。中国政府应积极参与国际储备货币体制改革，包括通过推动人民币国际化与加强区域货币合作来增强亚洲货币的地位，以及促进 SDR 在更大范围内得到使用。中国政府也应积极参与 IMF 的各项改革，争取在 IMF 中扮演更重要的角色，发挥更广泛的作用。

本文的结构如下：第一部分概览现行国际货币体系的缺陷与未来的改革方向；第二部分分析中国的国际货币体系改革过程中面临的机遇与挑战；第三部分讨论中国应如何参与国际货币体系改革；第四部分是结论与政策建议。

一、国际货币体系的缺陷与改革方向

自 1970 年代初期布雷顿森林体系崩溃，1970 年代中期牙买加体系形成以来，世界经济几乎是每 10 年爆发一次大规模的国际金融危机，例如 1980 年代的拉丁美洲债务危机，1990 年代的东南亚金融危机，以及 2000 年代的全球金融危机（即美国次贷危机与欧洲主权债务危机）。每一次国际金融危机的爆发均有其特殊的原因，例如 1980 年代拉丁美洲的外债高企，1990 年代东南亚国家的本币汇率高估与金融机构双重错配，2000 年代美国的宽松货币政策与金融监管缺位等。然而，周期性频繁爆发的国际金融危机，也揭示出一些普适性因素。其中最为重要的，莫过于现行国际货币体系（即牙买加体系）存在某些深层次缺陷。这些深层次缺陷如果不能得到克服，那么未来世界经济将依然迎来周期性的危机。

1、国际储备货币体制的缺陷与改革方向

现行国际货币体系的最大缺陷，在于各国货币价值缺乏一个可靠的锚（Anchor）。在金本位制下，各国货币发行规模直接与黄金挂钩，黄金是维系各国货币价值的锚。在金块本位制与金汇兑本位制下，实行金汇兑本位制的国家将货币以固定汇率盯住实行金块本位制的国家，实行金块本位制的国家则将本国货币币值与黄金挂钩，黄金依然是维系各国货币价值的锚。在布雷顿森林体系下，其他国家将本国货币以固定汇率盯住美元，而美联储将美元币值与黄金挂钩，在这种黄金美元双挂钩体系下，黄金仍然是最终维系各国货币价值的锚。然而

随着尼克松政府在 1971 年关闭黄金美元窗口，各国货币价值最终与黄金脱钩，实物锚的时代一去不复返了。

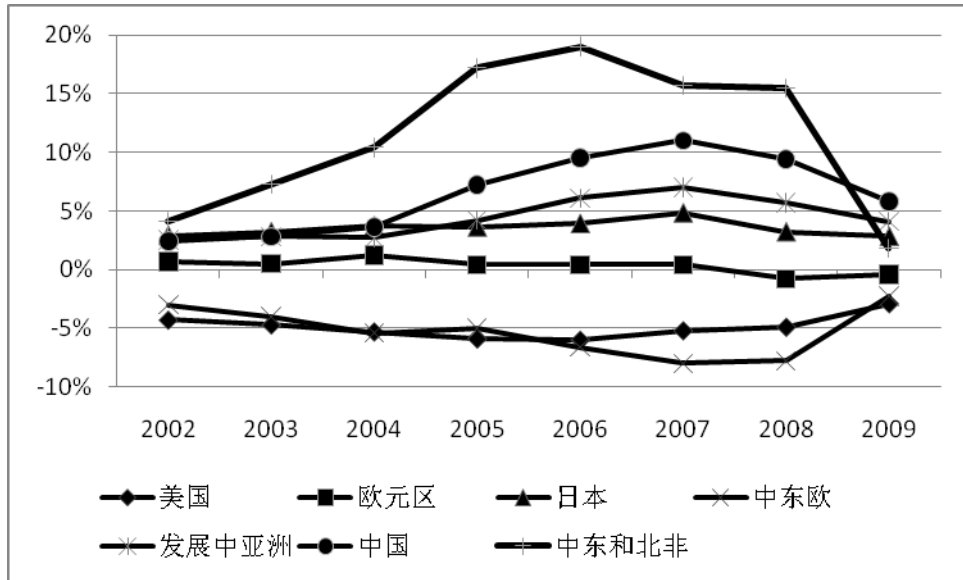
在现行国际货币体系下，如果说各国货币价值最终还有一个锚的话，这个锚只能是储备货币发行国的货币政策信誉。例如，在现行国际货币体系中，很多新兴市场国家依然将本币以固定汇率盯住美元，是因为它们认为美联储是一个负责任的中央银行，美联储将竭尽全力维持美国国内的物价稳定。因此，通过将本币盯住美元，新兴市场国家实际上引入了美国的货币政策，这反过来也有助于新兴市场国家维护国内的物价稳定。再如，欧元区之所以构筑在德国马克的基础上，是欧元区各国均认识到，德国央行具有根深蒂固的遏制通货膨胀的倾向，通过以德国马克为基础来构建欧元，欧元区各国均能够从稳定的德国货币政策中获益。

问题在于，由于美联储即是美国的中央银行，又是全球储备货币发行国，美联储就面临着一个难以克服的矛盾。一方面，如果美联储的唯一目标是控制国内的通货膨胀水平（例如维持在 2%左右的隐含目标上），那么美联储将会控制美元的发行数量。这会抑制全球范围内的国际储备货币供给，从而可能带来全球性的通货紧缩；另一方面，如果美联储根据全球范围内的需求来制定美元供给，这固然有助于促进世界经济增长，但这会造成美国国际收支的恶化，导致美国国内形成通货膨胀与资产价格泡沫，并最终损害美元价值，造成美元贬值。在现行国际货币体系下，储备货币发行国难以同时满足国内货币政策需要与全球流动性需求，该矛盾被称之为广义特里芬两难 (Triffin's General Dilemma) (Padoa-Schioppa, 2010)。

最近 10 年以来，广义特里芬两难最集中的体现，莫过于全球国际收支失衡 (Global Imbalance)。如图 1 所示，全球经常账户失衡在 2003 年至 2007 年期间显著恶化，其中美国是最重要的赤字国，而资源出口国与东亚国家（包括中国与日本）是最重要的盈余国。导致美国出现持续经常账户赤字的原因，固然包括美国国内储蓄持续低于国内投资，而在现行国际货币体系下，美国必须通过经常账户赤字输出美元，恐怕是更深层次的结构性问题。由于美国金融市场是全球最大最深的市场，美国金融市场肩负着为全球储蓄转化为全球投资服务的金融媒介功能，这意味着美国必然会出现资本账户顺差。因此，美国只能通过经常账户赤字输出美元。而随着世界经济在 2003 年至 2007 年期间蓬勃增长，美国经常账户赤字的扩大在所难免。

图 1 全球经常账户失衡的演进

单位：各国经常账户余额占各国 GDP 的百分比



资料来源：IMF, World Economic Outlook Database.

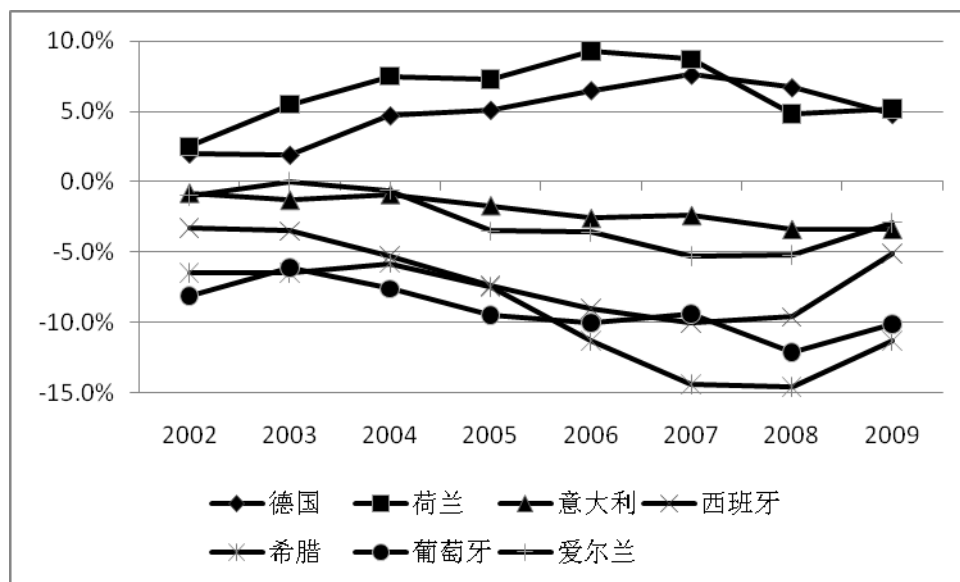
美国政府通过持续的经常账户赤字源源不断地输出美元, 这些美元转化为东亚国家与资源出口国的外汇资产, 之后又以投资美国金融产品的形式回流美国。经常账户盈余国外汇资金持续流入美国, 压低了美国金融市场长期利率。这造成了格林斯潘所谓的美联储只能提高短期利率(联邦基金利率), 而不能提高长期利率(美国长期国债收益率)的悖论(Greenspan, 2007)。长期利率持续偏低, 再加上美国政府对金融创新疏于监管, 这导致美国国内形成了严重的房地产泡沫与衍生品泡沫, 最终导致了次贷危机的爆发。

尽管欧元区从整体上来看经常账户大体平衡(图 1), 然而在欧元区国家内部, 同样存在显著的经常账户失衡。如图 2 所示, 欧元区中最重要的盈余国为德国与荷兰, 而最重要的赤字国为希腊、葡萄牙、西班牙、爱尔兰与意大利。目前欧洲主权债务危机正在肆虐的国家, 恰好是欧元区内部的经常账户赤字国。这绝非偶然。事实上, 造成“欧猪五国”持续经常账户赤字的原因, 一是国内储蓄低于国内投资的储蓄投资缺口, 二是欧猪五国存在持续并不断扩大的财政赤字。^① 而财政赤字的扩大以及相应的政府债务的累积, 正是欧洲主权债务危机爆发的根源之一。

^① 根据国民收入恒等式: $Y=C+I+G+X=C+S+T+M$, 上述恒等式进行变形后可得到, $X-M=(S-I)+(T-G)$, 这意味着一国的贸易顺差等于该国的储蓄投资缺口加上财政盈余。换言之, 一国的贸易逆差等于该国的投资储蓄缺口加上财政赤字。

图 2 欧元区经常账户失衡的演进

单位：各国经常账户余额占各国 GDP 的百分比



资料来源：IMF, World Economic Outlook Database.

如上所述，本轮全球金融危机的爆发国，均是全球经常账户失衡下的赤字国。尽管自全球金融危机爆发以来，全球经常账户失衡得到明显改善。但如果国别货币美元充当全球储备货币这一格局不得到实质性改变，未来美国经常账户赤字重新扩大的局面就难以避免。这是因为，世界各国不得不在全球通货紧缩与美国经常账户赤字扩大之间做一个痛苦选择。因此，要彻底改变全球经常账户失衡，就必须改革当前的国际储备货币体制。

更有甚者，本轮全球金融危机的爆发给当前的国际货币体系造成了新的冲击。如果说，在美国次贷危机前，世界各国对美联储的货币政策的信任程度很高，从而愿意通过固定汇率制引入美国的货币政策信誉，那么伴随着危机之后美联储实施的两轮量化宽松政策，美联储的货币政策信誉受到了严重损害。两轮量化宽松政策的实质，是美联储将美国国内利益，凌驾于全球范围内通货稳定的目标之上。为了压低国内长期利率、刺激居民消费与企业投资，美联储不惜以加剧其他国家的通货膨胀风险为代价。而且，如果在美国经济真正反弹之时，美联储不能成功实施退出策略，那么美国国内也可能出现严重的通货膨胀。换言之，美国政府应对美国次贷危机而采取的政策，削弱了美联储货币政策的可信度，从而进一步损害了现行国际货币体系下的虚拟锚，这可能加剧国际主要货币之间的汇率动荡，给国际货币体系造成新的不稳定性，改革当前的国际储备货币体系已经箭在弦上。

当前的国际储备货币体系改革有两大方向。方向之一是通过创建一种超主权储备货币

(Super-Sovereign Reserve Currency) 来一劳永逸地解决广义特里芬两难。这是因为超主权储备货币的发行能够与任何国家的经常账户赤字脱钩（从而克服全球国际收支失衡），而且超主权储备货币发行不会面临国内货币政策与全球流动性需求之间的冲突。而无论是中国人民银行行长周小川，还是联合国大会下的斯蒂格利茨委员会，都认为超主权储备货币的创建可以在 IMF 特别提款权（Special Drawing Rights, SDR）的基础上开始（周小川，2009；Stiglitz Commission, 2009）。方向之二是承认美元地位逐渐衰落的现实，同时增强欧元与亚洲货币的地位，形成美元、欧元与亚洲货币之间三足鼎立的多极化储备货币体系。这种多极化储备货币体系能够为储备货币发行方引入竞争，通过竞争机制来抑制储备货币的过度发行，从而维护国际货币秩序的稳定。这种多极化储备货币体系被蒙代尔形象地称之为全球金融稳定性三岛（Mundell, 2000）。

从货币锚的角度来看，创建超主权储备货币是提供一种与美元不同的货币锚。如果超主权储备货币的发行主体（全球央行或 IMF）能够提供一种可置信的承诺，将超主权储备货币的发行与世界经济增长率挂钩，那么这种货币锚的可信程度要高于美联储货币政策信誉。而多极化储备货币体系则是通过引入竞争机制来重塑国际储备货币的发行纪律，优胜劣汰的竞争机制有助于抑制国际储备货币超发，这种竞争机制构成了新的货币锚。

从可行性的角度来看，短期与中期内更为现实的改革方向是多极化储备货币体系，因为这只是对现状的追认和渐进改造，而非全新的重新炉灶。相比之下，创建超主权储备货币是一种成本更高、涉及利益调整更为剧烈的制度安排（Rogoff, 1999），它可能成为国际货币体系在中长期内的演进方向，虽然路途遥远但值得期待，目前最重要的则是如何将 SDR 做大做强。

2、国际金融机构（IMF）的缺陷与改革方向

早在 1990 年代东南亚金融危机爆发之后，IMF 就因为没能提供危机预警、对危机反应迟缓、且贷款具有僵硬的条件性而广受诟病。东南亚金融危机之后，东亚国家开始通过大规模积累外汇储备来防范新的危机，IMF 的主要借款国纷纷提前偿还贷款，这使得 IMF 的影响力显著下降，其持续运营能力也遇到挑战。本轮全球金融危机的爆发，进一步暴露出 IMF 在以下方面的缺陷：第一，在代表性与合法性方面，IMF 的份额与投票权分配已经与各成员国在世界经济中的地位不相匹配，这集中体现为新兴市场大国的份额严重偏低，而部分小型发达国家的份额严重偏高。如表 1 所示，中国、印度、巴西、俄罗斯等新兴市场大国在 IMF 中的份额显著低于这些经济体占全球 GDP 的比重，而比利时、荷兰等小型发达国家在 IMF 中的份额显著高于这些经济体占全球 GDP 的比重；第二，IMF 提供危机贷款的审批周期太

长，而且通常要求借款国紧缩财政与货币政策，这种僵硬的贷款条件性往往会加深借款国的危机；第三，IMF的可贷资源有限，难以应对全球大规模金融危机。截止美国次贷危机爆发前，IMF的可贷资源仅为2500亿美元。相比之下，2007年至今美国政府的五轮大规模财政刺激方案的总金额接近3万亿美元，美联储两次量化宽松政策的规模也超过了3万亿美元（张明、何睿，2011）；第四，IMF在第四条款下对成员国宏观经济运行的监测（Surveillance）过于偏重双边监测，因此难以提前甄别全球系统性风险，且IMF的监测结果对非借款国没有实质性约束力。

表1 主要成员国在IMF中的份额与各国在全球经济中占比的对比

成员国	在IMF中的份额	占2008年全球GDP的%
美国	17.1%	20.4%
日本	6.1%	6.3%
德国	6.1%	4.2%
法国	4.9%	3.0%
英国	4.9%	3.1%
中国	3.7%	11.3%
意大利	3.2%	2.6%
俄罗斯	2.7%	3.3%
荷兰	2.4%	1.0%
比利时	2.1%	0.5%
印度	1.9%	4.9%
巴西	1.4%	2.8%
西班牙	1.4%	2.1%

注释：以上GDP数据经过购买力平价调整。

资料来源：<http://cn.wsj.com/gb/20090904/bus143537.asp?source=newsletter>。

本轮全球金融危机的爆发为IMF重新焕发活力提供了难得的机遇。而IMF也在较大程度上总结了东南亚金融危机期间表现失当的教训，通过多方面主动改革改善了成员国对IMF的负面印象，提高了IMF的声誉，尤其是极大地扩充了可贷资源，成为本轮全球金融危机的主要获益者之一。

在代表性与合法性方面，早在2006年9月IMF的新加坡年会上，IMF就启动了名为“份额与声音”（Quota and Voice）的治理结构改革，试图一方面提高新兴市场大国在IMF中的份额（进行首轮特别增资），另一方面增加最不发达国家在IMF中的投票权。2008年4月，IMF执行董事会同意采纳一项新的份额分配公式，该公式赋予在购买力平价基础上计算的GDP以更高的权重，并决定在新公式基础上对新兴市场国家提供第二轮特别增资。在2010

年 10 月的 G20 财政部长与央行行长会议上，IMF 确认将向新兴市场国家转移超过 6% 的份额与投票权，其中全体新兴市场经济体的份额将上升至 42.29%，金砖四国的份额将上升至 14.18%，中国的份额将上升至 6.19%，成为仅次于美国与日本的第三大成员国。

在贷款方面，IMF 执行董事会在 2009 年 4 月 G20 伦敦峰会召开前通过对贷款职能进行系统性改革的方案。该方案的核心举措包括：第一，推出弹性贷款机制（Flexible Credit Line, FCL），该机制能够为具有健全基本面的成员国提供大规模快捷贷款。FCL 的主要特征包括：贷款规模没有上限、还本付息时间较长（3.25 至 5 年）、对贷款展期没有限制、IMF 决定是否贷款依赖事前的资格审核而非事后的条件性约束等；第二，对不符合 FCL 借款规定的成员国，提高了备用安排（Stand-by Arrangements）的规模。这种备用协定将充分考虑各国的特殊国情，并根据该国政策与外部环境状况决定是否提前支付；第三，将各成员国的贷款限额提高了一倍，改革后各成员国能够获得的年度贷款以及累积贷款的额度分别为份额的 2 倍与 6 倍。可以看出，IMF 对贷款职能的改革提高了危机贷款的反应速度、改善了僵硬的条件性，以及提高了成员国可获得的借款规模，与改革前相比取得了显著进步。本轮全球金融危机爆发后，IMF 已经给墨西哥、波兰、哥伦比亚、希腊、爱尔兰等国提供了贷款援助。

在扩充 IMF 的可贷资源方面，在 2009 年 4 月的 G20 伦敦峰会上，成员国同意立即向 IMF 增资 2500 亿美元，并最终将 IMF 的可贷资源提高至 7500 亿美元。除通过增加份额以及向成员国贷款来增加可贷资源外，IMF 也开始通过发行以 SDR 计价的债券来进一步募集资金。目前中国政府已表示将认购 500 亿美元 IMF 债券，印度、巴西与俄罗斯政府也分别表示将各自认购 100 亿美元 IMF 债券。此外，在 2009 年 8 月至 9 月，IMF 还向成员国分配了高达 2830 亿美元的 SDR，将 SDR 存量规模提高了近 10 倍，这为进一步扩大 SDR 的影响与使用迈出了重要一步。

与上述三方面改革相比，迄今为止，IMF 在宏观监测职能改革方面取得的进展最为有限。无论是将双边监测向多边监测的拓展，还是提高监测结果对非借款国的约束，目前均未取得实质性进展。唯一值得一提的进展时，IMF 将视双边监测的结果决定是否向成员国提供 FCL，从而将贷款职能与宏观监测职能有机结合起来。IMF 是否能够通过增强宏观监测职能从而在未来提供更加及时准确的危机预警，目前来看还充满着不确定性。

二、中国面临的机遇与挑战

全球国际金融危机后的国际货币体系改革，为中国提供了如下机遇：

第一，中国政府能够进一步取得与自身经济实力相称的国际地位，显著提高在国际货币体系中的地位与影响力。周小川行长在 2009 年 3 月发表文章呼吁创建超主权储备货币，被国际社会解读为中国政府就国际货币体系的改革方向提出了自己的意见，该倡议得到金砖四国领导人与 IMF 的支持。随着多次增资与份额提升，中国将成为 IMF 中的第三大成员国；人民币有望加入 SDR 的定值货币篮；^① 中国政府承诺购买 IMF 发行的 SDR 债券；中国央行副行长朱民成为 IMF 总裁特别顾问，这意味着中国在 IMF 中的影响力进一步扩大。随着人民币国际化的推进，人民币在全球货币体系中的地位将不断增强。

第二，通过积极参与和推动国际货币体系改革，中国能够降低在国际贸易与投资中对美元的过度依赖，实现外汇储备的进一步多元化与保值增值。人民币国际化的推进以及东亚区域货币金融合作的加速，都有助于降低外汇储备的进一步累积。多极化的国际储备货币体系将为中国外汇储备的多元化管理提供更广阔的空间。通过购买以 SDR 计价的债券，中国的外汇储备将得到进一步多元化。而如果 IMF 的替代账户（Substitution Account）能够顺利推出，那么中国政府可以将大量的美元资产转换为以 SDR 计价的资产，从而能够显著降低外汇储备面临的美元贬值风险。^②

然而与此同时，中国政府在国际经济金融领域也将面临更大的挑战。随着中国国际地位与影响力的上升，世界各国自然也会要求中国承担更大的国际责任。首先，中国将被要求为世界经济再平衡作出更大的贡献。这一方面要求中国政府通过刺激居民消费来降低储蓄投资缺口，另一方面要求中国政府降低对外汇市场的干预，通过人民币实际有效汇率升值来降低贸易顺差；其次，中国将被要求进一步开放资本项目与金融市场。人民币加入 SDR 定值货币篮的前提之一，就是人民币应该在国际交易中被广泛使用。而广泛使用是指某种货币普遍被用于经常账户与资本账户交易，这意味着中国必须进一步开放资本项目。此外，为配合人民币成长为一种在国内外被广泛使用的国际化货币，中国金融市场也必须进一步对外开放，

^① IMF 决定 SDR 篮子货币的选择标准包括：第一，该国家或地区前 5 年货物与服务出口量位居世界前列；第二，该货币是在国际经济活动中被广泛使用的货币。目前人民币已经符合第一个选择标准，但距离第二个选择标准还有一定距离。

^② 替代账户的基本思路是，在 IMF 内部建立一个账户，允许 IMF 成员国把不愿意持有的美元资产置换为替代账户中的 SDR 资产。IMF 将替代账户中的美元资金投资于美元计价资产，相关收益用来向该账户中的 SDR 资产持有国支付利息。如果美元贬值导致美元资产不足以支撑相应的 SDR 价值，IMF 还可以用自身拥有的黄金储备提供额外价值支持。当然，谁来最终承担替代账户面临的汇率风险，依然是一个悬而未决的问题。这也是替代账户未能迟迟推出的原因之一（Camdessus, 2009）。

从而向海外投资者提供更大规模、更广泛的人民币计价的金融产品，同时允许中国投资者通过对外投资的方式向海外输出人民币。然而，如果资本项目与金融市场过快开放，又会增强中国的金融脆弱性，给中国宏观经济与资本市场带来新的风险。

不过反过来看，中国更积极地参与国际货币体系改革，有利于突破国内利益集团阻力，进一步推动中国经济的结构转型与金融改革。例如，为进一步提高人民币的国际地位，中国政府可能寻求将人民币加入 SDR 计价货币篮，而这又要求人民币的汇率更具弹性、利率更加市场化，这有助于推动中国政府加快汇率与利率的市场化改革。又如，中国政府推进人民币国际化的举措，本身提供了一种倒逼机制，客观上促进中国政府进一步完善国内金融市场、大力发展离岸人民币金融中心、增强人民币汇率形成机制弹性以及加快资本项目开放，这种倒逼机制的重要性，在某些经济学家看来，甚至不亚于联产承包责任制改革以及中国加入 WTO（黄海洲，2009）。

三、中国的参与战略与选择

中国政府可以从国际储备货币体系改革与国际金融机构改革两个层面入手，更加积极地参与和推动国际货币体系改革。

在国际储备货币体系改革层面，中国的核心利益在于，降低在国际贸易与国际资本流动过程中对美元的依赖程度，努力避免外汇储备的继续快速增长，并实现外汇储备存量的保值增值。本轮全球金融危机爆发后，中国政府事实上已经形成了“三位一体”的国际金融新战略，包括推动超主权储备货币的创建、促进东亚区域货币合作以及加速人民币国际化（Zhang，2009）。

在超主权储备货币的创建方面，目前最重要的工作是推动 SDR 在更广泛的范围内得到使用。目前 SDR 仅使用于 IMF 成员国之间以及成员国与 IMF 之间的特定清算。未来 SDR 的使用范围应该扩展至官方交易与私人部门交易。作为更稳定的价值载体，SDR 应该在国际大宗商品计价、企业记账以及国际金融产品计价中得到更广泛的使用。IMF 应该发行更大规模以 SDR 计价的债权，同时考虑推出替代账户。然而，由于目前 SDR 的定值货币篮中只包括美元、欧元、英镑、日元等四种货币，缺乏足够的代表性，要进一步扩大 SDR 的使用，IMF 应该进一步扩大 SDR 定值货币篮中的货币种类，中国政府应努力推动人民币成为 SDR 的定值货币之一。

人民币加入 SDR 货币篮的主要收益包括：有助于增强人民币国际影响力，进一步促进人民币国际化；有助于中国政府进一步参与国际货币领域的规则制定；有助于改善 SDR 计价货币的代表性，促进 SDR 在更广泛的范围内得到使用；有助于促进 IMF 推出替代账户，从而进一步实现中国外汇储备的多元化。人民币加入 SDR 货币篮的主要成本则包括：人民币将面临更大的升值压力；利率市场化改革将不得不提速；中国政府不得不加快开放资本账户，推进人民币在资本账户下的可兑换。中国政府应在充分权衡收益与成本之后，在整体风险可控的前提下，争取让人民币加入 SDR 货币篮。

除推动创建超主权储备货币之外，中国政府也意识到，国际储备货币多极化将是短中期内更为现实的选择。而为了在多极化国际储备货币中占有一席之地，中国政府面临两种不同的路线：一是直接推动人民币国际化，将人民币发展成为一种国际储备货币；二是通过促进东亚区域货币合作，推动某种形式的亚洲货币（例如包含人民币与日元的货币篮子）成为国际储备货币。事实上，上述两种路线并非是直接冲突的，而是相辅相成的。目前中国政府也在平行推动区域货币合作与人民币国际化。

在东亚区域货币合作方面，东亚货币合作历来具有危机驱动的特征。1990 年代的东南亚金融危机造就了清迈倡议，而本轮全球金融危机造就了规模 1200 亿美元的东亚储备库。目前东亚区域货币合作的重点是创建亚洲宏观研究办公室（Asia Macro Research Office, AMRO）来作为东亚区域内的独立宏观监测机构，并负责管理东亚储备库。事实上，AMRO 加上东亚储备库，已经构成未来亚洲货币基金的雏形。中国与日本的主导权之争，一直贯穿于东亚区域货币合作的全过程。目前中日博弈主要集中于 AMRO 的领导权。除 AMRO 的构建外，东亚各国货币能否在盯住某种一篮子货币（例如 ACU 或 AMU）的基础上实施联合浮动，也是未来东亚区域货币合作的一大发展方向。令人遗憾的是，在东亚区域目标货币篮子的研究方面，中国政府与学界目前显著落后于日本。

区域货币合作要求在东亚区域内形成集体行动，而中国政府能够更加主动地推进人民币国际化。事实上，本轮全球金融危机爆发后，推进人民币国际化已经成为中国政府国际金融新战略中的重中之重。迄今为止，中国政府在以下四个方面取得了显著进展。一是积极推进人民币在跨境贸易结算中的试点。中国政府于 2009 年 7 月正式启动人民币的跨境贸易结算试点，2010 年 6 月，跨境贸易结算试点范围由 5 个城市扩展至 20 个省、市、自治区，交易对象由港、澳、东盟扩展至全球。2010 年上半年人民币跨境贸易总额达到 706 亿美元，是 2009 年下半年的约 20 倍；二是中国央行积极与外国央行签订双边本币互换，为境外贸易商实施人民币结算提供人民币资金。迄今为止，中国已经先后与韩国、中国香港、马来西

亚、白俄罗斯、印尼、阿根廷、冰岛与新加坡等 8 个经济体签署了总规模 8035 亿人民币的双边本币互换；三是推动香港离岸人民币债券市场建设，鼓励中国政策性银行、国有商业银行、股份制商业银行、外资银行中国法人、跨国公司中国法人等机构与企业在香港发行人民币债券。迄今为止，已有 10 余家机构与企业在香港发行了总规模约 400 亿人民币的债券。截止 2010 年 11 月底，香港人民币存款总额已经达到 2796 亿元，同比增长 246%；四是推动上海熊猫债券市场的发展。迄今为止，已有亚洲开发银行、国际金融公司、三菱 UFJ 银行等多家机构与企业在上海发行了数十亿以人民币计价的债券。

为进一步推动人民币国际化，中国政府应该从以下三个方面进行努力：一是继续向海外提供人民币。鉴于中国具有持续的经常账户顺差，这意味着中国政府应注重从对外投资的角度输出人民币，例如鼓励中国企业在海外直接投资中使用人民币。在经常账户内部，中国政府可鼓励中国居民在境外旅行时使用人民币。此外，由于中国对东亚国家大多存在贸易赤字，因此中国政府也可以通过用人民币支付进口的方式输出人民币；二是大力发展人民币远期汇率市场，帮助人民币持有者更好地管理汇率风险。然而，远期汇率市场的发展要以人民币汇率形成机制的弹性化为前提，因为在人民币升值的单边预期下，没有人愿意成为人民币的负债方。缺乏做空力量的远期汇率市场难以得到快速发展。由于市场存在显著的人民币升值预期，目前人民币跨境贸易结算也过度集中于中国企业用人民币支付出口，愿意用人民币支付进口的外国企业并不多；三是继续为持有人民币资产的境外居民与企业提供更多的投资选择，这既包括大力发展香港的离岸人民币金融中心，也包括上海在岸人民币金融中心的进一步开放，例如推出国际版、发行更多的熊猫债券、向境外部分机构投资者开放境内银行间债券市场，以及小 QFII 等。上述举措实质上意味着资本账户的进一步开放。

在 IMF 改革层面，中国政府应进一步推动 IMF 在治理结构、贷款、可贷资源与监测等方面的改革。在治理结构改革方面，尽管中国已经成为份额改革的最大受益国，但我们也必须清醒地认识到，IMF 被美欧国家把持的局面并未得到根本改观，美国的一票否决权也并未改变，因此，中国应和其他新兴市场国家与发展中国家一起，继续推动 IMF 的份额改革，IMF 应该将更多的份额与投票权由发达国家转移给新兴市场国家与发展中国家。在贷款改革方面，中国政府应要求 IMF 进一步改革贷款条件性，尤其是要将贷款条件性与华盛顿共识脱钩。IMF 的贷款条件应该既能够保障 IMF 的贷款安全性，又能帮助借款国渡过危机以及实现经济持续增长。在可贷资源改革方面，中国政府应支持 IMF 发行更多由 SDR 计价的债券，并认购更多的此类债券，中国政府还应推动 IMF 创建替代账户。在监测改革方面，中国政府应敦促 IMF 将更多的资源投入到多边监测，要求 IMF 进一步增强与国际清算银行、巴塞

尔银行委员会以及金融稳定委员会的合作，以及时甄别全球经济与金融市场中的系统性风险。此外，IMF 还应提高其宏观监测报告的独立性与约束力。

四、结论与政策建议

国际金融危机的频繁爆发揭示出现行国际货币体系存在系统性缺陷。在国际储备货币体制层面，美元的发行缺乏硬性约束，全球货币价值稳定建立在美联储货币政策信誉这一不稳定的虚拟锚基础上。美元充当全球储备货币，美联储面临在追求国内货币政策目标与满足全球流动性需求之间的两难选择。过去 10 年内，这一两难选择充分地体现为不断扩大的全球经常账户失衡。全球经常账户失衡是美国次贷危机以及欧洲主权债务危机爆发的重要原因。如果美元充当全球储备货币的机制没有显著改变，国际金融危机仍将频繁爆发。国际储备货币体制的改革方向，一是创建超主权储备货币来克服广义特里芬两难，二是引入竞争构造多极化储备货币体系，两者均能引入更稳定的货币锚，抑制国际储备货币的过度发行。短中期内储备货币多极化是更为现实的选择，而创建超主权储备货币是看似路途遥远但值得期待的发展方向。千里之行始于足下，目前最重要的是扩大 SDR 的规模与使用范围。

在国际金融机构层面，国际金融危机的爆发揭示出 IMF 在治理结构、贷款、可贷资源与监测等方面存在的缺陷。在治理结构方面，IMF 应将更多份额与投票权由发达国家转移至新兴市场国家与发展中国家。在贷款方面，IMF 应提高贷款的反应速度，将贷款条件性与华盛顿共识脱钩并变得更加量体裁衣。在可贷资源方面，IMF 可以考虑发行更大规模以 SDR 计价的债券，并适时推出替代账户。在监测方面，IMF 应将传统的双边监测扩展为多边监测，并提高监测结果的独立性与约束力。

中国政府应该更加积极地参与和推动国际货币体系改革，国际货币体系改革为中国国际地位的提升以及外汇储备的保值增值提供了新的机遇，但同时中国也必须承担与自己地位相对应的责任。这种责任反过来也可以倒逼中国国内的金融改革。

在国际储备货币体制改革层面，中国政府将继续实施三位一体战略，平行推动人民币国际化、区域货币合作与超主权储备货币建设。在超主权储备货币建设方面，目前的重点是扩大 SDR 的使用，中国政府应在权衡利弊的基础上推动人民币加入 SDR 的定值货币篮。在东亚区域货币合作方面，无论是在 AMRO 的建设上还是区域货币联合浮动上，中国都面临着与日本的领导权之争，双方将进行持续的重复博弈。在人民币国际化方面，中国政府的重点

是通过多种渠道向海外输出人民币、通过完善人民币汇率形成机制来推动远期汇率市场建设，以及加快离岸与在岸的人民币金融产品市场建设。然而，中国政府必须在人民币国际化与资本账户管制方面把握平衡，毕竟过快的资本账户开放将给中国带来更大的金融风险。

在 IMF 改革方面，中国应进一步推动 IMF 的治理结构改革，新兴市场国家作为一个整体理应获得更高的份额与投票权；IMF 的贷款应该变得更为快捷、多样化，条件性也应变得更为量体裁衣与经济增长友好型；中国政府应通过认购更多的 IMF 发行的 SDR 债券来帮助 IMF 扩大可贷资源，同时实现外汇储备多元化，此外也应推动 IMF 推出替代账户；中国政府应敦促并促进 IMF 开展全球经济的多边监测，提高监测结果的独立性与约束力。

最后必须指出的是，中国最终能在新的国际货币体系下获得什么样的地位以及发挥什么样的作用，归根结底取决于中国经济能否在未来三十年获得可持续的快速增长，而这又取决于中国政府能否把握住全球金融危机提供的时间窗口，尽快实现经济的结构转型（张明，2010）。要实现中国经济增长模式的转换，以下几个方面的调整不可或缺：第一，提高居民最终消费在 GDP 中的比重，从而降低经济增长对投资与出口的依赖。这又需要中国政府提高居民收入在 GDP 中的比重，并增加政府支出中用于教育、医疗、社会保障等社会公共产品建设的比重；第二，打破国有企业对若干服务业部门的垄断，并且纠正制造品与服务品之间的相对价格扭曲，促进服务业部门发展；第三，加快国内资本（利率与汇率）、劳动力、土地（工业用地）、环境等各种生产要素的价格市场化，促进资源的优化配置；第四，加快财政税收体制改革，让中央政府与地方政府的财权与事权更为匹配，政府应降低中国居民部门面临的整体税负，同时提高国有企业的分红比率；第五，大力发展直接融资体系，为中国民营企业创建从 VC 到 PE、从三板市场到创业板市场再到主板市场的完整融资体系，降低中国金融市场对银行间接融资的依赖程度，促进中国金融市场的均衡发展。

参考文献:

Camdessus, Michel. "Toward a New International Monetary System", speech at Guanghua School of Management, Peking University, November 17, 2009.

Greenspan, Alan. *The Age of Turbulence – Adventures in a New World*, The Penguin Press, New York, 2007.

Mundell, Robert. "A Reconsideration of the 20th Century", *American Economic Review*, June 2000.

Padoa-Schioppa, Tommaso. "The Ghost of Bancor – The Economic Crisis and Global Monetary Disorder", speech at Louvian-La-Neuve, February 25, 2010.

Rogoff, Kenneth. "International Institutions for Reducing Global Financial Instability", *Journal of Economic Perspectives*, Vol.13, No.4, 1999.

Stiglitz Commission. "Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System", United Nations Conference on the World Financial and Economic Crisis and its Impact on Development, New York, June 24-26, 2009.

Zhang, Ming. "China's New International Financial Strategy amid the Global Financial Crisis", *China & World Economy*, No. 5, Volume 17, 2009.

黄海洲: "人民币国际化: 新的改革开放推进器", 《国际经济评论》, 2009 年第 4 期。

张明: "国际货币体系改革: 背景、原因、措施及中国的参与", 《国际经济评论》, 2010 年第 1 期。

张明、何睿: "宏观经济低速增长 进口限制风险加大——2011 年美国宏观经济与政策前瞻", 《国际经济评论》, 2011 年第 1 期。

周小川: "关于改革国际货币体系的思考", 中国人民银行网站, 2009 年 3 月 23 日, <http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=4200&id=279>。