

张涛 陶坤玉 胡志浩

张涛 陶坤玉 胡志浩



外文出版社
FOREIGN LANGUAGES PRESS



导言

现行牙买加国际货币体系已经运行了 40 多年，支持了全球经济的增长，但也表现出许多不稳定的特征。为了适应不断变化的国际经济金融形势，国际货币体系也在不断调整，特别是 2008 年全球金融危机之后，在 G20 的推动下，国际货币体系进行了一系列的改革。改进使用特别提款权（Special Drawing Rights，简称 SDR）作为改革的核心议题之一，引发了全球的关注与响应。SDR 作为国际货币基金组织（IMF）创设的一种用于补充成员国官方储备的国际储备资产，对国际流动性的补充起到了一定的积极作用。人民币加入 SDR 既是人民币国际化的机遇窗口，也是国际货币体系改革的重要里程碑。本文首先回顾国际货币体系的历史演变与特点；其次介绍 2008 年金融危机后，国际货币体系以及 SDR 的使用在 G20 推动下的相关改革；最后展望 2016 年的 G20 杭州峰会，重点分析了人民币加入 SDR 的意义，以及如何利用 SDR 推进国际货币体系改革的路径和相应配套措施。





目 录

一、国际货币体系的历史演变	6
1. 金本位制度与布雷顿森林体系的特点	
2. 现行国际货币体系的特征与缺陷	
二、改革现行国际货币体系	14
1. 改革国际金融组织的治理结构	
2. 完善全球监督框架	
3. 建立全球金融安全网	
4. 改进使用 SDR	
三、G20 杭州峰会：人民币加入 SDR 与国际货币体系改革	26
1. 人民币加入 SDR 意味着什么？	
2. 通过 SDR 改革国际货币体系	

国际货币体系的历史演变

1. 金本位制度与布雷顿森林体系的特点

国际货币体系一般是指各国为了解决国际经济交往中对于国际货币（即国际支付手段、国际定价机制和国际储备资产）的需要，对涉及国际货币流通的各个方面，包括国际支付原则和汇率制度、国际收支的调节机制、国际储备供应与管理等，在国际范围内做出的制度性安排。一个完备和稳定的国际货币体系应该具备三个方面的功能：确定国际储备货币、平衡国际收支与调节国际资本流动及流动性。

历史上经历过三个时期的国际货币体系，分别是盛行于 1870—1914 以及两次世界大战期间的国际金本位制度，1944—1973 年间的布雷顿森林体系以及 1976 年以来的牙买加货币体系。

金本位制度起源于黄金作为交换媒介、价值

尺度和贮藏手段的功能，在 1870 至第一次世界大战期间发展到顶峰。金本位制度实际上是一种固定汇率制度，所有的国家采用同一种通用的货币，即黄金。各国货币之间的汇率由他们各自的含金量之比决定，同时，黄金也作为唯一的国际储备资产。金本位体系具有内在的对称性与稳定性，价格—铸币流动机制发挥着自动调节国际收支的功能。如果一国出现了国际收支逆差，意味着黄金流出，降低了本国的货币供应，本国物价水平随之下降，一方面降低了本国的名义收入，另一方面引起国内外居民增加对该国产品的消费，使得该国出口上升，进口下降，自动平衡了国际收支的逆差，反之亦然。但是，黄金供应和储备的有限性与不平均性限制了各国货币政策调控经济的能力，黄金产量及其价格的波动也会使得价格产生显著波动，随着技术进步与支付要求的提升，金本位制度在两次世界大战中经过一系列的变形与退化，最终于 1944 年被布雷顿森林体系所取代。

1944 年夏天，在美国新罕布什尔州的布雷顿森林小镇召开了 44 国参加的联合国国际货币金融会议，创办了国际货币基金组织和世界银

行，建立了以美元为中心、以黄金和美元作为国际本位货币的“布雷顿森林”体系。其汇率制度安排主要是“双挂钩”：美元与黄金挂钩，兑换比率为 35 美元兑 1 盎司黄金；成员国货币与美元挂钩，按照各自的法定含金量确定兑换比率，并且各国都有维持其汇率稳定的义务，因此也是固定汇率制。布雷顿森林体系下，美元作为支付手段与计价单位，同时充当了国际储备货币。美联储不仅要保持美元按照官方比率兑换黄金，维持成员国对美元的信心，还要能够为世界提供足够的美元作为国际清偿手段。美元身份的这种双重性也被称作“特里芬两难”，由美国经济学家特里芬教授于 20 世纪 60 年代提出。他进一步指出随着时间的推移，各国对美元储备的需求会不断上升，到一定时期外国持有的美元储备可能会超出美国持有的黄金储备，出现全球对美元的信心危机，从而引发整个体系的瓦解。解决之道是让国际货币基金组织发行一种世界货币，以供各国中央银行作为储备和支付清算之用。这种想法也成为 IMF 设立特别提款权的初衷。60 年代到 70 年代初期，伴随着三次美元危机，尼克松于 1971 年将美

元与黄金脱钩，美元持续贬值，投资冲击接连不断，1973 年大多数欧洲国家与日本宣布其货币兑美元采用灵活汇率，布雷顿森林体系正式解体。

2. 现行国际货币体系的特征与缺陷

1976 年 1 月，IMF 的 100 多个成员国在牙买加首都金斯敦达成了修改国际货币基金组织条款的协议，即牙买加协议。从此，国际货币体系迈入牙买加体系时代。从国际货币体系的三大功能看，牙买加体系的特征体现为：第一，放弃布雷顿森林体系下的固定汇率，各国可以自由选择汇率制度安排；第二，储备体系由布雷顿森林体系中单一美元逐步演变为多元的储备体系；第三，对于国际收支的政策调节手段更加丰富与灵活。

现行国际货币体系已经运行了 40 多年，支持了全球经济的增长，但是也表现出许多不稳定的特征，例如频繁爆发的货币危机与金融危机、持续性的全球国际收支失衡、汇率失调、过度的资本流动以及激增的外汇储备积累，究其原因，主要有以下几方面：

（1）美元仍然处于全球货币的本位与核心，无法实际解决“特里芬两难”

现行国际货币体系下，各国官方持有外汇储备的币种主要为美元、欧元、英镑和日元，其中美元仍然占到 2/3 左右。一方面，美元仍然是最主要的国际计价单位、支付手段和国际价值储藏工具，这在事实上并没有解决布雷顿森林体系下美元双重身份所带来的特里芬两难。美国通过日益扩大的经常项目的逆差输出美元流动性，但国际收支逆差的持续扩张，最终难以避免国际投资者对美元的信心产生动摇。另一方面，国际货币发行国与储备国之间的不平等也加剧了货币体系的不稳定性。例如，作为体系外围的大多数发展中国家积累了大量的美元储备，这在经历过 1997 年金融危机的亚洲表现得尤其突出。亚洲的外汇储备总量从 1996 年的 8000 多亿美元增加到 2014 年的 7.47 万亿美元，占到全球外汇储备的 2/3。随着外汇储备的增长，储备货币的持有者与发行者的风险同时增加：持有者担心储备货币贬值缩水，发行者则担心由于持有者的信心丧失而造成国内经济的巨大调整，这都增加了整个国际货币体

系的潜在风险。

（2）政策调节的灵活性无法平衡各国利益最大化与全球稳定之间的矛盾

在现行国际货币体系下，成员国能够利用的政策选择非常多，包括汇率机制、利率机制、国内经济政策、IMF 的援助、国际金融市场借款、国际商业银行信贷及国际之间的货币合作等，各国根据各自国际收支不平衡的状况进行选择，采用对本国而言成本最小及效率最高的调节方式。也就是说，各国政府大都将国内经济目标放在首位，甚至是唯一考虑。全球经济的稳定和国际收支平衡能否实现，并没有机制保障。事实上，从上个世纪七十年代以来，货币危机的频率越来越高，包括八九十年代的两次拉美债务危机、九十年代后期的亚洲金融危机，以及新世纪以来的美国次贷危机和欧洲债务危机所代表的全球金融危机。

（3）缺乏全球流动性调控的有效机制与资本流动监管的全球框架

国际货币体系除了协调汇率与国际收支，另一个主要的功能体现为为全球提供必要的流动性并对其进行有效调节。随着全球化的深入，

跨境资本流动越来越频繁，金融周期的幅度与持续时间也在不断增加，现有国际货币体系对于全球流动性的支持不够充足与有效。在 2008 年金融危机前，全球缺少相应的机制，尤其是在美元主导本质下，美联储更是无法平衡其国内目标，完成作为全球最后贷款人的职责。在金融危机后，各国在 IMF 与 G20 的框架下对建立全球金融安全网达成共识，主要通过各国央行、货币当局的货币安排与合作完善最后贷款人、审慎监管与存款保险制度，但是目前的规模与有效性还不足。

除了以上三方面的缺陷，现有国际货币体系的内在矛盾还体现为制度的不平衡性，IMF 组织代表性的不对称等。因此，总体而言，目前的国际货币体系严重依赖单一主权储备货币，无法解决特里芬难题，无法有效地调整国际收支的失衡，也无法以系统的方式为全球提供足够的流动性，更无法实现全球经济持续稳定平衡的增长。

改革现行国际货币体系

虽然牙买加货币体系的基本框架未曾改变，但是 40 多年以来，国际货币体系也在不断调整，以适应不断变化的国际经济金融形势。特别是 2008 年全球金融危机之后，在 G20 的推动下，国际货币体系也进行了一系列的改革。

1. 改革国际金融组织的治理结构

G20 对于国际金融机构的改革主要体现在促进了 IMF 和世界银行的改革，支持多边开发银行的设立与增资。G20 从 2009 的伦敦峰会开始，逐步提出了对国际主要金融机构的改革建议，要增强他们的长期相关度、执行效力和合法性，并且使得其可以帮助管理危机并防范未来的危机。比如伦敦峰会共同宣言中提到要将 IMF 的可用资金提高两倍，并利用 IMF 已经同意出售的黄金储备的所得资金，为最贫困的国

家提供优惠融资支持。在同一年的匹兹堡峰会上，G20 还提出了改革国际货币基金组织的职能、任务和治理，提出了份额改革计划，承诺将一部份份额（至少 5%）向新兴市场国家及发展中国家转移。同样地，G20 也在对于世界银行的改革建议中指出要引入动态机制，以反映各国不断变化的经济权重和世行发展目标，使得发展中国家和转型中国家的投票权至少增加 3%。在 2010 年 6 月的多伦多峰会上，G20 核准了世界银行理事会通过的发言权改革方案，重申了将持续推进 IMF 的份额和发言权改革，并表示将进一步完善多边开放银行的优惠贷款窗口，特别是支持大幅度增资国际开发协会和非洲开发基金。

接下来的几届峰会上仍然持续强调对于 IMF 的改革，比如，2011 戛纳峰会上 G20 对于执行 IMF 份额与治理结构改革进行了重申；2012 年洛斯卡沃斯峰会上，G20 重申需兑现 2010 份额，并于 2013 年 1 月前完成全面份额公式的审查；2013 年会议上，G20 提出急需批准 2010 年 IMF 份额与治理改革方案，就份额公式达成一致，并于 2014 年 1 月前完成第 15 轮份额总检查。虽然历届 G20 峰会都对 IMF 的改革作出了明确指

示，不过在执行方面由于美国方面迟迟不能决定而明显滞后，直到 2015 年底，美国国会才同意了 IMF2010 年份额与治理改革方案，2016 年 1 月，IMF 的《董事会改革修正案》正式生效，新兴市场国家增加了 6% 的 IMF 份额，中国的投票份额从 3.8% 提高至 6.071%，上升为全球第三位。

2. 完善全球监督框架

G20 在 2008 年金融危机之后，还加强了对全球管理与监督框架的改善与推进，主要包括推进 IMF 监督框架的改善，倡议灵活汇率与避免竞争性贬值，增强对资本流动的监测与合理管理，改善国际主权债务重组有序性和可预测性等方面。

IMF 监督框架方面，传统的监督框架主要是针对成员国的汇率政策，但这无法保证全球经济与货币的稳定性，因此，在 G20 的推动下，2012 年 7 月 18 日，IMF 宣布推出新的举措以完善监督框架，将其对成员国的监督延伸至传统汇率政策以外，更加重视监督成员国国内的经济政策，包括财政、货币、金融市场等方面。

汇率方面，早在 2009 年的伦敦峰会上，G20 表示将取消货币贬值的“竞赛”，随后在

2011 的戛纳峰会上，G20 表明将构筑一个更由市场来决定的汇率系统，提升汇率的灵活性以体现经济的基本面状况，避免汇率长时间失准，限制通过低估币值来进行竞争。2012 年的洛斯卡沃斯峰会上，G20 强调应该增强汇率的灵活性，但需避免汇率无序变动对经济金融稳定的伤害，在随后几年的峰会中，G20 继续重申灵活汇率以及避免汇率的竞争性贬值，保证了全球金融秩序的稳定。

资本流动监测与管理方面，在美联储加息及融资环境整体收紧的背景下，各国以及国际金融机构普遍认为应改善对资本流动的监测、及早识别资本流动波动带来的影响。目前，越来越多的观点认为在资本流动管理方面，应关注宏观审慎政策的作用，包括使用宏观审慎措施和资本流动管理措施应对资本外流带来的金融稳定风险，资本流动管理措施的有效性，资本来源应发挥的作用，完善资本流动数据等；在资本流动自由化方面，应考虑在资本流动自由化进程中，什么情况下可以重新引入资本流动管理措施。2016 年 G20 杭州峰会的前期会议上，与会代表也普遍表示需要加强对资本流

动的监测，改善对跨境风险的早期识别，重点考虑如何应对资本流动逆转以及资本流出突然加剧等问题。

主权债务重组与债务可持续性方面，欧债危机爆发后，在较多的发达国家与新兴市场国家也出现了主权债务问题并引发了全球关注，主要涉及集体行动条款等加强的合同方法、巴黎俱乐部扩员、GDP 挂钩债券、可持续融资、债务可持续性框架等问题。2015 年 G20 安塔利亚峰会公报提出，应进一步探索采用市场化方式加快将加强的集体行动条款和同权条款加入到存量主权债中。对中国而言，能否将新集体行动条款纳入外国官方部门在中国银行间债券市场发行的主权债券的适用范围值得关注。2016 年 7 月 1 日，韩国正式成为巴黎俱乐部第 21 个成员国，成为继俄罗斯后又一个巴黎俱乐部的新兴债权人。G20 各国还普遍关注债务可持续性，强调增长在提高债务可持续中的作用，支持进一步加强债权人和债务人在主权债券重组问题上的协调，以加强国际主权债务重组有序性和可预测性。

3. 建立全球金融安全网

G20 在 2010 年的多伦多峰会上指出其核心目标是建立一个更加稳定和更富韧性的国际货币体系，并首次提出了全球金融安全网的议程，强调应通过国际沟通与多边合作应对资本流动波动性和金融脆弱性，以防范危机蔓延。全球金融安全网是对于尽管遵循合理的经济与财政政策却面临资本流量快速减少的国家，提供全球流动性的一套安排，包括外汇储备、双边协议、地区贷款机制、多边安全合作等。在构建全球金融安全网的进程中，IMF 扮演着核心角色，主要目的是连接 IMF 贷款体系和区域金融安全网。在 2011 年戛纳峰会，G20 对国际货币体系改革的方面做了较为详细的安排与计划，强调增强代表性、稳定性和抗风险能力，表示将继续努力进一步增强全球金融安全网，支持 IMF 推出新的预防流动性额度（PLL），向面临外部冲击的具有稳固政策和基本面的国家提供依情形逐渐增加的、更为灵活的短期流动性。2015 年的安塔利亚峰会公报中，G20 确保将建立强有力的全球金融安全网，在大规模资本流动波动引发风险的背景下，通过合适的框架促进金融稳定。

4. 改进使用 SDR

（1）什么是 SDR？

当布雷顿森林体系日渐面临巨大的流动性压力时，十国集团（G10）早于 1963 年就指派一个专家组就新的储备货币问题开展研究。1965 年该小组首次提出集合储备单位（Collective Reserve Unit）这一概念。20 世纪 60 年代末的第二次美元危机爆发，促使 IMF 于 1969 年理事会正式通过储备货币方案，创设了 SDR。

SDR 是 IMF 创设的一种用于补充成员国官方储备的国际储备资产。SDR 既不是一种货币，也不是 IMF 的债务。出于补充国际储备不足而设立的 SDR，目前只能被各国货币当局或是 IMF 等相关国际机构持有。各国货币当局可以通过两种途径将持有的 SDR 兑换成其他主权货币：第一，直接与其他参加国达成兑换协议，而无需征得 IMF 批准；第二，可向 IMF 申请，在 SDR 帐户下由 IMF 协调其他参加国兑换为可自由使用的外汇。同时，参加国还可以申请以 SDR 实缴自身在 IMF 的份额，但 IMF 仍会将这些 SDR 向其他参加国兑换成可自由使用的主权货币，转入申请国在 IMF 的储备头寸中。

另外，参加国也可以用 SDR 偿还所欠 IMF 或其他国际金融机构的债务。

对比货币的计价、支付和储值等基本功能，SDR 的类货币功能几乎都需要依托某一主权货币来完成。虽然不是货币，但 SDR 的精巧设计对国际流动性的补充起到了积极的作用。

（2）SDR 的货币篮子及其定值

1969 年创立时，SDR 直接同美元挂钩，1 单位 SDR 等值 1 美元。1973 年布雷顿森林体系解体后，SDR 的价值开始由一篮子货币决定。SDR 的篮子货币最初有 16 种货币。1980 年，IMF 将 SDR 货币篮子确定为 5 种——美元、英镑、日元、德国马克和法郎；2001 年，欧元取代德国马克与法郎，其他的货币种类不变。

IMF 每五年召开一次会议，确定 SDR 定价货币篮子中各类货币的相对比重，依据宗旨是长期提升 SDR 作为储备资产的地位。从 2000 开始，IMF 不再将经贸体量作为 SDR 入选篮子货币的唯一标准，候选国货币在金融市场的使用广度和深度亦是考虑指标。2015 年 IMF 采用新的综合金融指标衡量候选国：全球其他成员国（或货币联盟）官方储备资产中持有该货

币的情况，该货币的外汇交易量，该币种的国际银行负债总额以及以该货币发行的国际债券，各个部分在指标计量中的占比相等。IMF 于 2015 年 11 月 30 日宣布，人民币将于 2016 年 10 月正式作为第 5 种货币加入到 SDR 货币篮子，以促进国际经济、贸易和金融活动的发展。下次有关 SDR 货币篮子的 IMF 执行委员会例会将于 2021 年 9 月 30 日召开。

（3）SDR 作为计价单位或汇率锚

作为创设机构，IMF 自然会将 SDR 作为计价单位。到本世纪初，国际清算银行、非洲开发银行、亚洲开发银行、伊斯兰开发银行等十余家国际机构已将 SDR 作为帐户管理的计价单位。除国际组织以外，日本贸易振兴机构（JETO）还将 SDR 作为国际援助的计价单位。新西兰储备银行已将 SDR 作为本国国际储备的报告单位。

同时，一些国际法事务中也使用 SDR 作为计价单位，例如海事赔偿责任限制公约和蒙特利尔公约中都有 SDR 作为计价单位的实际运用。

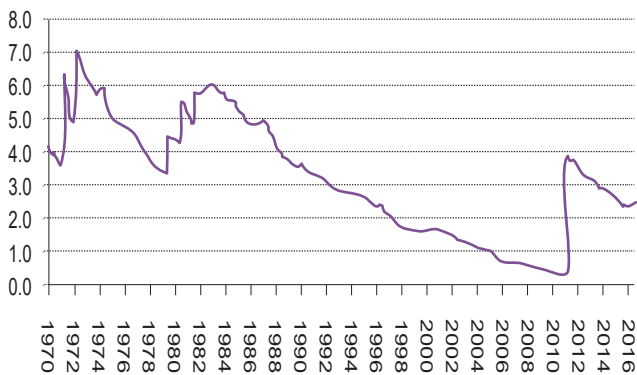
SDR 一度成为少数国家货币汇率的定值锚，这一安排有利于非关键货币国摆脱对单一

货币定值所带来的货币政策独立性的丧失。但随着全球汇率制度更倾向于弹性安排，汇率盯住 SDR 的实践国也在减少。

（4）SDR 在全球外汇储备中的相对地位

20 世纪 70 年代初的第一次 SDR 分配完毕后，SDR 占全球总外汇储备的比重最高于 1972 年初达到 7.1%，随后一路下滑到 1978 年末的 3.3%。1979 年开始的第二次 SDR 分配让 SDR 的全球外汇储备占比再次提升到 1982 年中旬的 6.1%，随后持续下降，到 2009 年 7 月，这一比例已降至 0.7%。2009 年的第三次分配，使得 SDR 在全球储备中的占比迅速跃升至 3.9%，但占比随后再次下降的趋势并未改变。到 2016 年第一季度末，这一占比已降为 2.5%（参见图 1）。布雷顿森林体系之后，浮动汇率制度、经济全球化程度不断加深使得国际储备资产迅速增长，而 SDR 的总量增长却无法适应全球储备资产的内生性增长需求，主权国家货币在国际储备体系中扮演的角色反而越来越重要。

图 1: SDR 在全球国际储备中的占比 (单位: %)



数据来源: IMF 数据库

G20 杭州峰会：人民币加入 SDR 与国际货币体系改革

G20 关注 SDR 和国际货币体系改革的力度随着金融危机变得日益频繁而不断增加。在 2009 年的伦敦峰会上，G20 提出应该进行新一轮 SDR 增发，向世界提供 2500 亿美元以增加全球流动性，IMF 于当年增发了 1826 亿单位的 SDR，根据每个成员国在 IMF 的份额分配给各成员国。2011 的戛纳峰会上，G20 表示 SDR 篮子货币的组成应继续体现各种货币在全球交易和金融系统中所扮演的角色，SDR 组成的评估应基于现有标准，并要求 IMF 进一步阐明这些标准，应该在 2015 年甚至更早时进行再评估。2015 的安塔利亚峰会上，G20 再次重申对于 SDR 货币篮子的评估，并期待完成对 SDR 估值方法的审议工作。G20 杭州峰会将于 2016 年 9 月召开，距离人民币正式加入 SDR 不到一个月。届时，G20 领导人对 SDR

作用有何方向性指示，值得期待。

1. 人民币加入 SDR 意味着什么？

IMF 在 2015 年底宣布人民币加入 SDR 货币篮子的消息掀起了一股“SDR 热”。这既是人民币国际化的机遇窗口，也是国际货币体系改革的重要里程碑。

（1）对于人民币国际化的机遇与挑战

人民币加入 SDR 预示着中国经济实力与改革成果得到了 IMF 与国际社会的肯定，是人民币国际化的机遇窗口，同时也意味着一定的挑战。人民币将于 2016 年 10 月 1 日正式加入 SDR 货币篮子，其份额将占到 10.92%，仅次于美元的 41.73% 和欧元的 30.93%，大于日元（8.33%）与英镑（8.09%）的份额。人民币加入 SDR 将通过倒逼国内改革与增强人民币的国际影响力两方面，进一步推动人民币国际化。一方面，国内的一系列金融改革提升了利率与汇率的市场化程度，有助于人民币在国际计价、国际结算以及投融资方面的使用；另一方面，人民币加入 SDR 货币篮子增加了人民币的国际公信力与信誉度，进一步鼓励各国央行

与主权财富基金持有人民币计价的资产，从市场机制提升人民币作为储备货币的地位。

但需要认识到的是，货币国际化是一个长期过程，最终必须得到国际市场自发的普遍认同与自愿采纳，短期内借助 SDR 的深化使用来大幅提升人民币的影响并不现实。同时，人民币加入 SDR 也会对维持人民币汇率和中国金融市场的稳定提出更多的挑战。汇率方面，会进一步倒逼中国外汇市场的改革，因此给汇率波动带来较大的不确定性，影响国际资本流动与国际贸易，给国内经济带来汇率风险。利率方面，要求中国的利率更加市场化，给中国银行业带来了相应的风险，也对宏观调控提出挑战。系统性风险方面，要求资本项目的进一步开放。这可能引发短期跨境资本的更大规模与更高频率的流动，甚至出现资本流动的突然逆转，对中国经济带来较大的系统性风险。

（2）对于未来国际货币体系的意义

人民币加入 SDR 首先使得 SDR 的代表性得到显著增强。伴随着中国作为世界第一贸易大国与 GDP 排名第二的经济大国，人民币在国际经贸支付、计价、投融资以及储备货币

方面的地位也在稳定上升。将人民币纳入 SDR 货币篮子使得 SDR 的 GDP 代表性超过全球 60%，出口量占世界的比重接近 90%，因此是保证 SDR 代表性的客观诉求。其次，人民币加入 SDR 将使得国际储备体系更加稳定。目前，全球主要的国际储备货币是美元、欧元、日元与英镑。但是由于金融危机、欧债危机以及这些国家宏观政策的局限性，其汇率的大幅波动都影响了储备货币体系的稳定性。正如中国人民银行行长周小川指出，“SDR 具备超主权储备的特征与潜力”，人民币加入 SDR 会加大储备货币的稳定性。因此，从代表性与稳定性两方面，人民币加入 SDR 会进一步推动国际货币体系向更加稳定与更富韧性的方向改革与演变。

2. 通过 SDR 改革国际货币体系

（1）SDR 对现有国际货币体系影响有限的原因

SDR 的创设的确为国际流动性提供了有益的补充，但这一精致的设计并未对现有的国际货币体系产生实质性影响。原因如下：

第一，SDR 不是一种货币，它所有功能的

实现均需依托现有的关键货币。SDR 是否充分发挥国际货币的职能，取决于能否保证在需要时，持有 SDR 的申请国能及时兑换到真正具有国际自由兑付功能的其他主权货币。目前最具广泛接受性的国际货币均被囊括在 SDR 货币篮子中，包括即将进入篮子的人民币，而这其中美元一直是最核心的货币。这一格局在未来很长的一段时期内都难以发生根本性的变化。因此，SDR 汇率问题、利率问题从根本上被紧紧地附着在关键货币的运行上。主要世界货币的相对力量变化会在 SDR 篮子权重、定值、利率等问题上得到反映，国际货币体系格局的变化仍然取决于关键主权货币之间的相互关系。

第二，SDR 的创设和分配不能满足国际货币内生性需求。作为一种补充性的储备资产，SDR 从总量和结构分布上并不能与国际流动性的内生性需求保持一致。SDR 总量的增加完全经由协商决定，数量上完全不具备信用货币的内生性扩张或收缩机制，且决策周期长。因此，国际储备扩张需求只能主要由其他主权货币来满足。另外，SDR 的分配过程中，获得更多分配的国家往往是关键国际货币国家。它们对流

动性补充的需求并不必依靠 SDR 这一工具，而渴望补充流动性的广大发展中国家却只能获得有限的分配。

第三，相应的基础设施不足。由于 SDR 功能的局限性，其配套基础设施也相对匮乏。一方面，目前 SDR 的利率由篮子货币的短期利率加权生成。由于 SDR 计值的金融资产十分有限，市场暂时还没有能反映 SDR 自身供需状况的收益率曲线。另一方面，SDR 尚无完备的支付清算体系，加上私人尚不能持有 SDR 资产，官方也不能直接用 SDR 入市干预金融市场，使得 SDR 无法承担广泛的国际支付功能。

（2）扩大 SDR 使用将有助于减轻储备货币发行国的负担

SDR 是一篮子货币的综合，提高其可信度、扩大其使用有助于提高各国的风险管理以及相互之间合作的有效性。扩大 SDR 的作用显然能有利于完善国际货币体系。

近几十年全球外汇储备快速增长与世界经济增长、全球经济结构调整有关，同时也与当前无规则的牙买加体系密切相关，非关键货币国家贮存一定规模的储备资产，以期确保其自

身在现有的国际货币体系中尽量保持主动性。扩大 SDR 使用，并使其更大范围地承担国际储备的职能，将有助于减轻储备货币发行国的负担，缓解“特里芬两难题”带来的困境。

（3）将 SDR 与 IMF 集中管理储备结合起来

如果 IMF 作为全球唯一以维护货币和金融稳定职责的国际机构，集中管理成员国的储备资产，这将比各国分散使用、各自为战更能有效地发挥储备资产的作用，对投机和市场恐慌起到更强的威慑，更利于国际金融体系的稳定。IMF 对于成员国宏观经济政策具有评估和监督的权力，并且多年的成功运行使得 IMF 具备相当的专业水平，通过提供合理回报，IMF 集中管理部分成员国外汇储备完全有可能实现。

IMF 集中管理成员国储备，也将是推动 SDR 作为储备货币发挥更大作用的有力手段。IMF 可以以市场化模式设立开放式基金，面向会员国发行以 SDR 计值的基金单位，会员国可以用现有储备货币自由认购，需要时再赎回所需的储备货币。IMF 集中储备管理未来可以投资于 SDR 计值有价值证券，从而扩大 SDR 市场本身的流动性。

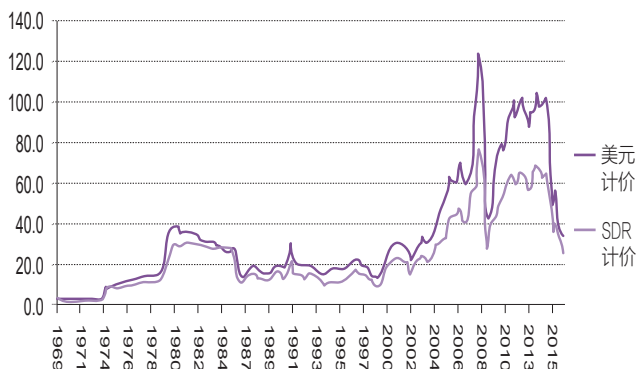
（4）推行 SDR 作为统计报告货币的使用，并拓宽 SDR 在国际贸易、证券发行、资产计价中的使用

2016 年 4 月起，中国人民银行已经将美元和 SDR 共同作为外汇储备的报告货币。以 SDR 作为外汇储备的报告货币，有助于降低主要国家汇率经常大幅波动引发的估值变动，更为客观反映外汇储备的综合价值，也有助于增强 SDR 作为记账单位的作用。应该鼓励更多的货币当局、国际机构甚至跨国公司积极使用 SDR 作为报告货币。

同时，积极推动在国际贸易、大宗商品定价和证券发行中使用 SDR 计价。不仅有利于加强 SDR 的作用，也能有效减少因使用主权储备货币计价而造成的资产价格波动及相关风险。

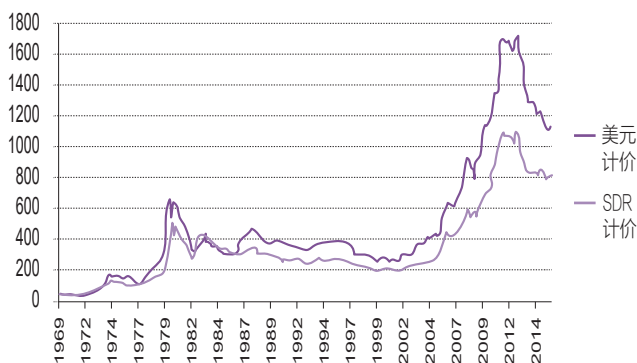
如果将石油和黄金换算成以 SDR 计价，虽然价格趋势没有发生改变，但价格变动的幅度明显变小（见图 2、图 3）。由 SDR 计价的石油和黄金的价格标准差明显低于由美元计价的水平，由 SDR 计价的标准差与均值之比也显著低于以美元计价的水平（见表 1）。这表明资产组合的风险分散原理使得篮子货币计价的稳定

图 2 分别以美元和 SDR 计价的石油价格
(单位: 美元、SDR)



数据来源: 西德克萨斯轻质原油季度末价格, 价格转换按 SDR 对美元季度内平均比价计算

图 3 分别以美元和 SDR 计价的黄金价格
(单位: 美元、SDR)



数据来源: 伦敦黄金季度末价格, 价格转换按 SDR 对美元季度内平均比价计算

表 1 以美元和 SDR 计价的石油、黄金的价格特征
(单位: 美元、SDR)

	美元计价 石油	SDR 计 价石油	美元计价 黄金	SDR 计 价黄金
标准差	28.12	17.72	402.59	255.85
均值	34.09	24.46	488.76	350.68
标准差 / 均值	82.5%	72.4%	82.4%	73%

数据来源: IMF 统计数据。西德克萨斯轻质原油季度末价格、伦敦黄金季度末价格, 价格转换按 SDR 对美元季度内平均比价计算

性更优于单一货币。

另外, IMF、其他国际机构或是会员国都可以积极尝试发行 SDR 计值的有价值证券。同时鼓励更多的货币当局、国际金融机构和跨国公司投资于 SDR 计值的金融资产, 形成一个更具流动性的 SDR 市场。

SDR 作为计值货币有利于加大其国际接受程度, 如果能将 SDR 扩大到国际间的贸易往来和金融交易中, SDR 就具备了更多的类货币职能。这有助于缓解国际货币体系面临的“特里芬两难”。

(5) 为拓宽 SDR 使用应积极创造的条件

第一, 进一步为完善 SDR 的流动性提供机制。包括探讨定期化的 SDR 分配, 以及建立

SDR 二级市场的流动性补充机制。并逐步推进以 SDR 计值的有色证券发行，和鼓励主权投资或私人投资者参与投资。不断提升 SDR 这一国际储备资产的流动性。

第二，适时完善 SDR 的市场基础设施，在提升 SDR 市场流动性的基础上，形成 SDR 的收益率曲线，并相应建立起 SDR 的支付清算体系。

第三，建立一个由主要货币国货币当局高官和知名学者组成的高级顾问团队，对 SDR 发展中的重点问题进行专项咨询。





作者：

张 涛

现任中国人民银行副行长，经济学博士。
曾任驻国际货币基金组织中国执行董事。

陶坤玉

2013 年于北京大学国家发展研究院博士毕业，现任中央财经大学金融学院助理教授。

胡志浩

现任国家金融与发展实验室全球经济与金融研究中心主任。主要研究领域为国际金融市场、金融结构与金融发展。

主编：第一财经研究院

出品：外文出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

国际货币体系改革与 SDR / 张涛, 陶坤玉, 胡志浩著.

— 北京: 外文出版社, 2016

(G20 与中国)

ISBN 978-7-119-10321-1

I. ①国… II. ①张… ②陶… ③胡… III. ①国际货币体系 - 货币改革 - 研究 IV. ① F821.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 179595 号

出版策划: 胡开敏

项目主编: 杨燕青

出版统筹: 于 瑛

项目执行: 熊冰頔

特约编辑: 王 韬 林纯洁 马 鑫 薛凯琳

责任编辑: 熊冰頔

装帧设计: 北京大盟文化艺术有限公司

内文排版: 北京维诺传媒文化有限公司

印刷监制: 冯 浩

国际货币体系改革与 SDR

张 涛 陶坤玉 胡志浩 著

©2016 外文出版社有限责任公司

出 版 人: 徐 步

出版发行: 外文出版社有限责任公司

地 址: 中国北京西城区百万庄大街 24 号 邮政编码: 100037

网 址: <http://www.flp.com.cn> 电子邮箱: flp@cipg.org.cn

电 话: 008610-68320579 (总编室)

008610-68327750 (版权部)

008610-68995852 (发行部)

008610-68996064 (编辑部)

印 刷: 北京飞达印刷有限责任公司

经 销: 新华书店 / 外文书店

开 本: 787mm × 1092mm 1/32

字 数: 12 千

版 次: 2016 年 8 月 第 1 版 第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-119-10321-1

定 价: 38.00 元

版权所有 侵权必究 如有印装问题本社负责调换 (电话: 68996172)