

No. 2603

研究报告

IMI

国际货币体系与主权债务面临的危机和挑战

Anoop Singh



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

國際貨幣網

<http://www.imi.org.cn/>

1937

国际货币体系与主权债务面临的危机和挑战¹

一、国际货币体系承压与渐进式修补不足

（一）体系承压的多重来源

国际货币体系正在经历系统性压力累积，而 IMF 改革已显著滞后。压力来自多个方向并同时显性化。全球债务水平处于历史高位，成为宏观层面的重要背景。地缘政治碎片化与保护主义抬头，使国际经济金融环境更难回到稳定预期之下。多边协调能力出现削弱，跨经济体政策对话与合作面临更高不确定性。全球金融安全网（GFSN）也呈现弱化迹象，危机时期的流动性支持与缓冲能力因此更受关注。

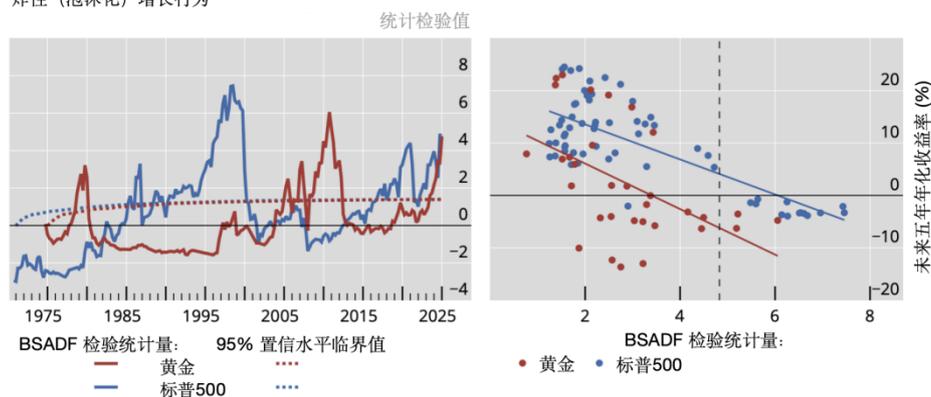
（二）资产价格同步走强提示风险环境变化

资产价格的异常表现为上述压力提供了一个金融市场侧面的注脚。BIS《季度评论》（2025年12月，第14页）图C1显示，美股标普500与黄金在近几个月出现同步走强，并在统计检验意义上进入“爆炸性行为”的区间。该图采用BSADF检验统计量识别价格序列是否出现爆发性特征。图C1.A表明，在过去至少50年里，黄金与美股进入该区间通常并不同步，而近阶段出现二者几乎同时进入的情况。图C1.B进一步呈现，当检验统计量处于较高水平时，随后五年期年化收益往往较低，甚至可能为负。图表同时提示，这类检验能够识别爆发阶段，但并不提供泡沫何时破裂的信息。

标普500指数与黄金存在泡沫风险（图表C1）

A. 黄金与标普500指数在过去50年中首次共同呈现出爆发性（泡沫化）增长行为

B. 爆发式价格通常与较低的未来回报率相关¹



¹ 基于图表 A 样本期间内超过 95% 临界值的观测数据。垂直虚线代表黄金和标普500指数最新 BSADF 统计检验值中的最大值。
数据来源：彭博社（Bloomberg）；伦敦证券交易所集团数据流（LSEG Datastream）；作者自算。

¹ 作者：Anoop Singh（乔治敦大学兼职教授，国际货币基金组织亚太部主任）

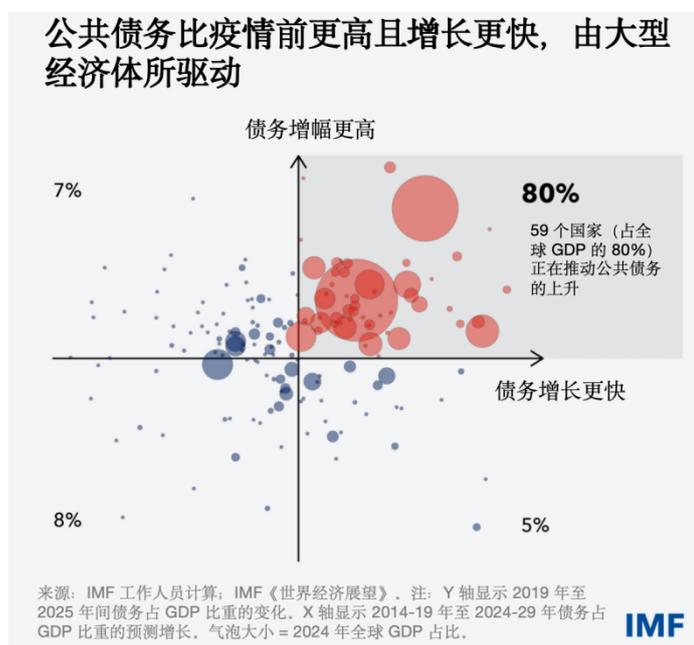
（三）渐进式修补不足，问题指向合法性与一致性

国际货币体系面临的挑战已经难以通过小幅修补来消化。体系安排与 21 世纪现实存在错位已成为报告的核心判断之一。多极化格局更为清晰，资本流动更具波动性，危机呈现反复出现的特征。IMF 仍处于国际货币体系的中心位置，但其作用受到多方面约束。问题的关键被概括为三个层面，即合法性、使命授权与政策框架的一致性。仅依靠渐进式工具调整，很难回应这些更根本的制度性议题。

二、全球公共债务高位与财政主导回归

（一）公共债务上升更快，覆盖面显著扩大

全球公共债务水平不仅高于疫情前，而且上升更快，推动力量主要来自体量最大的经济体。IMF 图表以气泡散点形式呈现这一变化。纵轴为 2019—2025 年债务/GDP 变化，横轴为 2024—2029 年债务/GDP 增速相对 2014—2019 年的变化，气泡大小代表经济体在 2024 年全球 GDP 中的份额。图表标注显示，约 59 个国家合计占全球 GDP 约 80%，正在推动公共债务上升。债务上行主要发生在发达经济体，相关风险的覆盖面更广，已不再局限于少数经济体。



（二）全球总债务高位运行，主权债券处于核心位置

全球债务的长期趋势与部门结构同样显示出“高位运行”的特征。IMF Global Debt Database 图表以全球债务占全球 GDP 的比例为口径，将债务分解为公共部门债务、居民部门债务与非金融企业债务，并标注关键年份。2019 年全球总债务约为 230%，2020 年疫情冲

击期间升至约 258%，2024 年约为 235%，呈现接近稳定但仍处高位的状态。图中同时标注 2024 年结构，公共债务约为 93%，私人部门债务约为 143%。在这一结构下，主权债券被明确置于金融体系核心的位置。

当前债务环境之所以更具危险性，首先体现在风险形态更复杂。危险性来自三个方面：

不透明性上升以及表外负债增加

内债主导特征更为突出

债权人结构进一步碎片化。

这些变化使债务风险更难以被完整识别，也使风险评估与应对更具难度。

（三）财政主导回归与中央银行信誉的公共品属性

“财政主导回归”被用来概括主权债务高位对宏观政策格局的影响。财政政策的重要性被描述为更偏结构性而非周期性。公共债务水平对货币政策的约束更为显性，货币政策空间在这一背景下面临更强限制。相关后果并不局限于单一经济体内部，而可能以跨境形式体现。例如在金融危机期间，美联储通过互换安排向市场提供美元流动性。中央银行信誉因此被强调为具有全球公共品意义的要素，其稳定性对国际货币体系运行具有更广泛影响。

三、对 IMF 的含义与一体化改革议程

（一）IMF 面临的压力

贸易政策领域的变化为多边合作环境提供了直观背景。图表显示，2015—2025 年贸易限制性与贸易扭曲性政策措施数量持续上升，并在后期显著抬升。另一张柱状对比图显示，相关指标在历史阶段处于较低水平，而在近年上升幅度明显，2021 年达到图中标注的高值。贸易紧张、关税与产业政策争议在此背景下更易外溢，跨境影响也更为突出。

IMF 面临的压力集中体现在三项功能薄弱环节。薄弱环节包括监督、危机贷款与储备资产创造（特别提款权，SDRs）。尽管存在不足，IMF 仍被界定为唯一具有全球覆盖范围与合法性的多边机构。改革因此不仅关乎单一机构效能，也关乎国际货币体系能否形成更一致的规则与工具组合。

债务重组中的债权人协调问题被视为当前改革的关键约束。协调机制“失灵”被归纳为多个具体表现。巴黎俱乐部已无法覆盖占主导地位的债权人。中国在巴黎俱乐部规范之外运作，使传统协调框架的适用范围受到限制。债券持有人与双边贷款人的并存，使“可比待遇”问题更难处理。G20 共同框架的表现不及预期，难以支撑高效、可预期的重组流程。由此得

到的关键信息是，如果债务重组机制不先修复，IMF 改革就不完整。

（二）改革的三大支柱

改革议程被提出为三个支柱，并强调需要形成统一推进的整体安排。第一支柱是公平与治理。份额分配与全球经济权重并不匹配，新兴经济体与低收入国家代表性不足。监督实践存在不对称性，尤其在债务与金融稳定相关议题上，发达经济体也存在需要被更一致对待的问题。第二支柱是更新使命。资本流动已主导宏观动态，溢出效应与全球流动性需要更明确的关注重点。IMF 需要朝“真正的全球最后贷款人”方向发展。与使命更新相配套的抓手，是重启并强化 IMF 多边磋商机制，使其作为协调工具服务于贸易紧张、关税与产业政策等关键议题，并回应跨境溢出效应加剧的现实。第三支柱是提升 SDR 的作用。SDR 发行并不频繁，SDR 在外汇储备中的占比与 SDR 持有合计仅约 7%。扩大 SDR 作用被视为将其建设为更可行储备资产的方向。2021 年 SDR 分配规模较大，但其使用仍受到可兑换性有限与市场深度不足的限制。SDR 需要被建设为应对系统性流动性冲击的工具，并在一定程度上降低各国对自我保险的依赖。

综合改革议程以四个方向收束。改革需要恢复 IMF 合法性，修复债务重组协调机制，强化全球流动性后盾，并减少碎片化、重建多边贸易合作。结论部分强调，改革国际货币体系不是可选项。全球债务、财政主导与债权人碎片化已显著削弱现行体系。债务重组约束成为影响 IMF 有效性的关键约束。世界经济已经改变，治理它的制度也必须随之改变。

编号	名称	作者
IMI Report No.2602	欧洲的地缘政治与经济挑战	David Marsh
IMI Report No.2601	全球视野下的中国跨境支付体系变迁	仇乙彤
IMI Report No.2535	地缘经济风险对中国的宏观影响	IMI
IMI Report No.2534	美元稳定币加快发展带来深刻警示	王永利
IMI Report No.2533	稳定币的经营模式、发展影响与监管框架	朱太辉
IMI Report No.2532	稳定币的发展历程、成败叙事及其对中国的启示	柏亮
IMI Report No.2531	关税博弈维度下的人民币汇率波动与趋势研判	陆利平
IMI Report No.2530	从“参与者”到“定价者”：人民币债市国际化如何乘势突围？	宗良
IMI Report No.2529	AI、大数据与区块链：财富管理的未来已来	田力
IMI Report No.2528	传统中国思想精英对货币形态本质特征及其功能的长期追问	何平
IMI Report No.2527	离岸金融视角下沪港国际金融中心协同发展思考	邓志超
IMI Report No.2526	低利率时代金融机构的韧性重塑之路	高昊宇
IMI Report No.2525	人民币汇率波动与美联储政策预期	管涛
IMI Report No.2524	人工智能如何重塑金融业	姜富伟
IMI Report No.2523	新时代全球财政债务管理如何破局？	Anoop Singh
IMI Report No.2522	稳定币的风险、挑战与中国对策	邓建鹏
IMI Report No.2521	现实世界中的货币流动性分析	王剑
IMI Report No.2520	地缘经济风险与全球产业链供应链格局再调整	IMI
IMI Report No.2519	人民币国际化指数（RII）：最新走势与世界货币格局变更	IMI
IMI Report No.2518	地缘经济风险对人民币国际化的深刻影响	IMI
IMI Report No.2517	金融制裁、地缘经济风险与全球支付体系	IMI
IMI Report No.2516	2025 人民币国际化课题成果发布稿：不断深化的地缘风险	IMI
IMI Report No.2515	银行报价基准利率的未来：基于 LIBOR 弃用的反思	IMI
IMI Report No.2514	提振消费如何发力扩内需	王微
IMI Report No.2513	贸易融资为中小企业融入全球供应链赋能	IMI
IMI Report No.2512	中国财富管理机构公募类产品保有规模指数报告 2024	IMI
IMI Report No.2511	《人民币国际化报告 2024》系列九：信息时代的供应链稳定与跨境支付安全性挑战	IMI



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn