

郑联盛

zhengls2013@163.com

张明

zhangmingcass@vip.126.com

中国政府应该强力推动人民币加入 SDR 吗？*

摘要：人民币能否在 2015 年加入 SDR 货币篮，是目前国内外备受关注的问题。西方国家与 IMF 则可能以人民币尚不能“自由使用”为由，敦促中国政府加快资本账户开放。本文认为，“自由使用”这一标准缺乏法律与现实依据，更多是政治博弈的结果；人民币加入 SDR 的收益主要在中长期，且存在较大的不确定性；人民币加入 SDR 的直接成本虽然较小，但潜在冲击不容低估；人民币加入 SDR 货币篮最终只是时间问题，中国政府不必急于一时；在当前中国系统性风险不断累积的背景下，中国政府不应强力推动人民币加入 SDR，尤其不应该用资本账户开放与人民币加入 SDR 做交换。

* 本文即将发表于《国际金融》。作者郑联盛为中国社科院金融所副研究员、张明为中国社科院世经政所副研究员。

一、引言

近期，IMF 的国别评估认为人民币汇率不再显著低估，这被市场解读为是 IMF 支持人民币在今年加入 SDR 货币篮的积极信号。但如此同时，美国国内有声音表示，人民币目前距离“自由使用”还有很大距离，呼吁美国与 IMF 应该进一步向中国施压，要求中国加快资本账户开放。今年以来，中国央行领导人表态，要在今年年内实现资本账户的基本开放。

早在 2010 年，人民币就曾由于不满足“自由使用货币”的标准，而没能被纳入到 SDR 的货币篮之中。时至今日，该标准仍是人民币是否能被纳入 SDR 货币篮子的关键制约。事实上，“自由使用”标准缺乏法律和现实的依据，更多是政治博弈的结果。

笔者认为，从整体而言，人民币加入 SDR 的收益主要在中长期，且存在较大的不确定性；人民币加入 SDR 的直接成本虽然较小，但潜在冲击不容低估；人民币加入 SDR 货币篮最终只是时间问题，中国政府不必急于一时；在当前中国系统性风险不断累积的背景下，假定西方国家和 IMF 仍以人民币自由兑换和资本项目自由化作为前提条件，那人民币是否加入 SDR 货币篮子需慎重考虑。

本文剩余部分的结构如下，第二部分分析人民币加入 SDR 的现实障碍，第三部分人民币加入 SDR 的潜在收益；第四部分讨论人民币加入 SDR 的潜在成本；第五部分为结论。

二、人民币加入 SDR 的现实障碍

（一）人民币加入 SDR 的最大“障碍”在于人民币不满足“自由使用货币”标准

一个货币成为 SDR 篮子货币主要有两个标准：一是经济重要性标准，特别是出口；二是自由使用货币标准。人民币完全满足重要性标准，但是，IMF 协定指出，要成为 SDR 的组成货币应该是 IMF 协定第 30 条第 6 款认定的自由使用货币（Freely Usable Currency）。自由使用货币需要符合两个认定标准：一是被广泛使用于国际交易的支付活动；二是在主要外汇市场上广泛交易。2010 年人民币之所以没有纳入 SDR 货币篮子，是因为“人民币在外汇交易或其他金融市场交易中都尚未成为被广泛使用的货币”，“人民币不能自由兑换，而且中国的资本市场在很大程度上处于封闭状态”。在这个逻辑下，自由使用基本等同于人民币自由兑换。但是，自由使用的界定存在重大争议，国际交易和外汇交易的“广泛使用”并没有以自由兑换为前提。

（二）自由使用货币标准既缺乏法律基础，又违背既有经验

从上一轮 SDR 评估中可见，人民币加入 SDR 的前提条件是人民币实现可自由兑换。但是，自由使用并不意味着自由兑换（Freely Convertible Currency），将自由兑换（特别是资本项目下的自由兑换）作为自由使用的必要要求是不合理的。

首先，自由兑换作为自由使用的必然要求缺乏法律基础。从 IMF 协定以及特别提款权货币篮子的选择标准看，都没有使用“自由兑换货币”。2005 年 IMF 执董会在明确特别提款权的遴选标准仍然继续使用“自由使用货币”。甚至，IMF 协定中没有对成员国的资本项目责任做出任何规定，IMF 仅对经常项目可兑换做出规定（第 8 条款），而中国的经常项目早已实现可兑换。自由兑换是基于国际收支中的资本项目自由化而言的，而自由使用是基于商品贸易和外汇交易而言的，将自由兑换作为自由使用的必然要求，是混淆定义范畴的做法。

其次，将资本项目自由兑换作为必然要求有违 IMF 协定。IMF 协定没有对成员国的资本项目责任做出任何规定，更没有对资本项目下的自由兑换责任做出相关规定。相反地，IMF 协定第 6 条款规定，国际货币基金组织不能要求成员国必须实现资本账户的“可兑换”。

再次，特别提款权货币篮子的调整并非一定要动用 IMF 协定。IMF 协定规定特别提款权的定值方法由执董会决定：根据 IMF 协定第 15 条第 2 款的规定，确定特别提款权的定值方法由 IMF 执董会以总投票权 70% 的多数决定；如果要改变定值的原则或根本改变应用实施中的原则，则应经总投票权 85% 的多数同意。如果各方对自由使用货币的范畴存在质疑，可以经由 IMF 执董会投票决定，如果超过总投票权 70% 同意人民币加入，那自由使用货币的分歧自然迎刃而解。

第四，特别提款权的发展历史表明其篮子货币并不必须是可自由兑换货币。特别提款权最初货币篮子包括 16 种货币，其中很大部分甚至不满足自由使用货币之要求（比如在外汇市场广泛交易），部分货币甚至尚未实现经常项目下的自由兑换。再以日元为例，从特别提款权正式发行开始，日元就是其篮子货币，而日本直到 1997 年才实现资本项目完全可兑换。

（三）人民币加入 SDR 会遇到一些技术障碍，但都不是难以克服的问题

人民币加入 SDR 会遭遇利率和汇率市场化定价机制两个约束，但都不是硬约束。技术障碍之一是利率市场化。一旦人民币进入 SDR 的货币篮子，那 SDR 的利率

定值就会发生变化。SDR 的利率是根据货币篮子的组成货币的每周货币市场利率进行加权计算的。目前 SDR 利率是以美、日、英三个月期国债利率以及三个月期欧洲央行回购利率四者加权而得。由于人民币的利率尚未市场化，这将是 SDR 利率定值的技术障碍之一。但是，近期上海银行间同业拆借利率（Shibor）的基准性不断提高，可作为人民币基准利率的一个替代。

技术障碍之二为汇率市场化。如果人民币汇率不是由市场决定，而是钉住或者软钉住美元，那人民币就近似等同于美元，人民币加入 SDR 对于改善 SDR 货币篮子构成没有实质意义。不过，随着人民币汇率形成机制市场化日益改善，这个技术问题将不再构成硬约束。

三、人民币加入 SDR 的潜在收益

（一）人民币加入 SDR 的中短期收益不显著

一方面，SDR 作为国际货币的职能是极其有限的，中短期内不可能取得实质性进展，这严重限制 SDR 的价值和人民币加入的收益。2009 年 IMF 启动 SDR 创立以来的最大分配进程，规模从 214 亿提升至 2040 亿单位，但是，SDR 总规模在 2015 年 3 月 17 日价值为 2800 亿美元，不足全球外汇资产储备的 0.5%。

另一方面，SDR 是否能成为超主权货币取决于美国和欧洲等的政治意愿。基于美元霸权，美国不希望 SDR 演化成为可以替代美元的国际货币，亦不希望人民币成为国际货币。2009 年 IMF 改革的方案至今未获得美国国会的批准。虽然，SDR 调整不需要美国国会批准，但是，美国可以通过不批准 IMF 治理改革，使得 SDR 改革无法取得实质性进展。

人民币加入 SDR 的收益在短期内主要在于人民币的国际影响力和公信力。目前，SDR 货币篮子只有美元、欧元、英镑和日元，如果人民币被纳入 SDR 货币篮子，将明显提升人民币的信誉度，对于稳定人民币价值和推进人民币国际化是有帮助的。

（二）人民币加入 SDR 的长期收益面临较大的不确定性

人民币加入 SDR 长期利于人民币国际化、国际货币合作以及外汇资产多元化，但是存在重大不确定性。

第一，人民币加入 SDR 的最大收益在于促进人民币国际化。SDR 一旦成为超主权货币，人民币通过 SDR 将更加国际化。有研究指出，假定人民币短期内被纳入 SDR 货币篮子，2030 年人民币占 SDR 的比重可能达到 27%。但是，这个收益与 SDR 能否成为国际货币直接相关，存在重大变数。

第二，人民币加入 SDR 为中国参与国际货币体系的改革与合作提供新机制。虽然，SDR 是否成为超主权货币存在重大变数，但是，如果人民币成为 SDR 的组成货币，将与美元、欧元、日元和英镑等同台竞技，SDR 机制相当于为中国参与国际货币事务提供一个新的平台。

第三，如果 SDR 成为国际货币，且其发行机制相应建立，则可能有利于中国外汇资产的多元化使用。目前 SDR 的发行尚未建立发行准备机制，如果 SDR 沿着超主权货币方向演进，那相应的发行准备机制将同步进行。目前，最有可能成为发行准备机制是 IMF 在上世纪 70 年代末提出的替代账户机制，该机制下成员国可以用发行的 SDR 来替换美元、欧元等外汇资产，这有利于中国外汇资产多元化配置。

综上所述，人民币加入 SDR 的收益主要体现在长期的可能收益，即实质性推进人民币国际化，开辟国际货币金融合作新机制，以及促进外汇储备多元化。但是，这三个收益主要取决于 SDR 能否成为超主权货币，而这个可能性存在极大的不确定性。

四、人民币加入 SDR 的潜在成本

（一）人民币加入 SDR 的直接成本并不明显

人民币加入 SDR 的直接成本是并不明显。中短期内，人民币加入 SDR 的直接成本相当有限，人民币加入 SDR 不会对人民币汇率形成机制和货币政策独立性造成明显的成本，不会对实体经济产生明显的冲击。由于 SDR 尚不能直接用于交易和支付，即使 SDR 份额大幅增加之后，SDR 的需求和使用在短期内也是极其有限，特别是向私人部门扩展进程将非常缓慢，进而对人民币需求的有效影响几乎可以忽略，为此对人民币币值和货币政策独立性的直接影响甚小。

（二）人民币加入 SDR 的潜在冲击不容忽视

然而，人民币加入 SDR，可能会给国内金融市场体系带来较大的潜在冲击，这些冲击还可能叠加，最终甚至与一些国内既有风险相互交织，以至于酿成系统性风险。

冲击之一在于利率市场化的进程不得不加速。如果人民币加入 SDR，迫于国际压力和 SDR 运行的要求，人民币利率市场化进程可能要加速，这对以息差作为主要利润来源的银行业和金融稳定可能会造成一定的冲击。

冲击之二在于汇率形成机制不得不更加市场化。人民币加入 SDR 意味着人民币汇率变化将会直接导致 SDR 价值变化，外部关注的提高将使得人民币汇率形成机制的透明度面临更加直接而多元的压力，现有机制的适用性可能受到冲击。当然，这个风险也可以看做是对人民币汇率形成机制改革的倒逼，是好是坏还值得讨论。

冲击之三在于资本项目自由化和金融市场不得不加速开放。即使人民币可以在不实现完全可兑换的前提下加入 SDR 的货币篮子，但是，资本项目自由化和金融市场开放的压力将日益呈现。而短期内资本项目自由化和金融市场开放的成本收益性较难确定，这是人民币加入 SDR 风险中最需要警惕和防范的。

冲击之四在于金融体系改革不得不加快。在多项市场化要求下，中国金融市场、金融法律和金融体系的建设需要加速，比如在华发行 SDR 计价的债券及其他金融产品将面临制度和法律约束；如果 SDR 的交易和支付功能得以实现，并在私人部门使用，建立基于 SDR 的支付清算体系也是重要的建设内容。

综上所述，人民币加入 SDR 会对利率市场化、汇率形成机制、资本项目自由化、金融市场开放和金融体系改革增加外部压力。诚然，这些改革开放举措是我国全面深化改革体制改革、完善金融市场体系的不得不做的。但是，根据仔细考量按照自己的节奏来做，与在外部压力下被迫来做，在风险涵义方面是截然不同的。我们尤其需要防范为了加入 SDR 而加速资本项目开放所引致的风险。

五、结论

人民币是否加入 SDR 货币篮子仍受“自由使用”货币标准的制约，但是，人民币加入 SDR 货币篮子并不存在法律、经验和技术的硬约束，更多是西方发达国家制约中国特别是美国维系其美元霸权和对己有利的国际货币体系的政治借口。

2015 年是否人民币是否加入 SDR，不应成为中国政府强力推动的问题，而是一个水到渠成顺其自然的问题。由于中国经济实力提升，全球化水平不断深化，人民币的地位和作用将日益提高，人民币加入 SDR 货币篮子只是时间问题，不用急于一时。

应该重视人民币加入 SDR 的潜在成本与风险。人民币加入 SDR 可能使得中国政府面临政策独立性与国际压力，中国政府则需要警惕相关的金融风险。在当前国内外环境下，资本项目开放和金融市场对外开放的风险较大，中国应把握资本项目开放的主动性。资本项目问题事关重大，SDR 问题小事一桩，二者不应作为相互交换的条件。

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。