

# 人民幣納入SDR 和國際化未來的展望

文 / 魏 艾

去（2015）年11月30日，國際貨幣基金會（IMF）執行董事會召開五年一度的特別提款權（Special Drawing Right, SDR）貨幣籃子組成的審議工作，批准人民幣納入特別提款權（SDR）貨幣籃子，將人民幣作為除美元、歐元、英鎊和日圓之外的第五種納入SDR的貨幣，新的貨幣籃子將於今（2016）年10月1日正式生效，這是IMF首次將新興市場和開發中國家貨幣納入SDR貨幣籃子。在人民幣納入SDR之前的8月31日，世界銀行在中國銀行間債券市場發行首批總額為5億SDR單位以人民幣計價的三年期金融債券，為全球債券市場提供了新的債券品種的選擇。與此同時，9月4~5日G20杭州峰會，在完善全球經濟金融治理，提高世界抗風險能力方面，成員國已就避免貨幣競爭性貶值和以競爭性目的盯住匯率達成共識。此一形勢的發展代表國際社會對中國大陸金融改革的認可，將促進大陸深化金融改革、擴大資本市場開放、推動人民幣國際化，更顯現出大陸積極參與全球經濟金融治理、增強經貿話語權的企圖心。但是大陸仍應積極致力於金融體制改革，消除國內政府債務，維持人民幣幣值的穩定，才能真正推進人民幣國際化。

## 一、人民幣匯率市場化改革進程

伴隨著中國大陸改革開放政策的推展，大陸經濟

逐漸與國際經濟體系相融合，而匯率政策也自然會影響大陸經貿形勢及其走向，並成為宏觀經濟調控的重要政策工具。但是國際上長期存在一些聲音強調人民幣被低估，也促使市場形成了人民幣對美元在中長期內將持續升值的看法。在此情勢下，人民幣以美元為參考指數但又強於美元的走勢，吸引包括熱錢在內的大量資本不斷流入中國大陸，推動外匯儲備快速上升，造成大陸經濟流動性過剩的現象，引發股市和房市飆漲，增添大陸宏觀經濟調控的困擾。

為使人民幣匯率儘量反映市場供需情況，自2005年7月大陸便開始推進人民幣匯率形成機制市場化的改革。迄今，人民幣市場化匯改進程已歷經四次重要的調整：2005年7月21日（浮動區間為0.3%）、2007年5月21日（浮動區間調整為0.5%）、2012年4月16日（浮動區間為1%）、2014年3月17日（浮動區間擴至2%）。但是每次浮動區間的擴幅，都引發大陸理論界和業界有關擴幅究竟是「政策合理」或是「市場合意」的廣泛爭論，顯現出人民幣匯率形成機制的改革無法擺脫「政策取向」的思路。

自2005年7月21日開始推進人民幣匯率體制改革到2015年7月這十年間，人民幣基本上呈現出對美元逐步升值且匯率彈性增強的特性。在此期間，人民幣對美元升值33%，遠高於其他主要新興市場經濟

體貨幣對美元升值的幅度。中國大陸經濟的高速增長和大量貿易順差是造成人民幣匯率升值的主要因素。

2015年8月11日大陸對人民幣匯率制度及提高人民幣國際化的重大改革，便是推動以形成新的人民幣參考指數—貨幣籃子指數，目的在於期能依靠貨幣籃子指數來穩定人民幣匯率。主要是由於大陸經濟增長下滑、經濟結構面臨轉型，再加上美元加息預期等，人民幣面臨貶值壓力，過去在人民幣升值階段流入的熱錢出現較大規模的外流，影響大陸金融體系的穩定。

但是必須指出的是，2005~2015年人民幣匯率走強期間，在國際貿易和投資中的使用量快速增加，離岸人民幣資產也不斷擴大，這些因素都加快了人民幣國際化進程，一些國家已經將人民幣資產納入外匯儲備。

## 二、近年來人民幣國際化政策和措施

按照IMF的規定，一國的貨幣加入SDR需要滿足兩個標準，其一貨幣發行國的出口貿易規模位居世界前列；其二該貨幣可自由使用（Freely Usable），即在國際交易支付中被廣泛使用和主要在主要外匯市場被廣泛交易，具體表現於透過貨幣在全球外匯儲備、國際銀行業負債、國際債務證券、跨境支付、貿易融資中的比重及在主要外匯市場交易量等指標來衡量。作為全球第二大經濟體和貿易大國的中國大陸，符合第一個標準是毋庸置疑的，因此，人民幣是否被認定是「可自由使用」的貨幣，便是能否被納入SDR的關鍵所在。

人民幣「可自由使用」與人民幣「可自由兌換」不是一樣的概念。「可自由使用」一詞是1978年IMF為了讓英鎊和法郎留在SDR貨幣籃子而採取的權宜之計，因為當時英國和法國都對跨境資本流動設限。因此，儘管人民幣還沒有實現可自由兌換，並且大陸仍進行資本管制，人民幣匯率形成機制市場化改革仍待深化，但這些都沒有成為人民幣納入SDR貨幣籃子的障礙，只有滿足IMF關於「可自由兌換使用」的標準

才是關鍵所在。

事實上，近年來大陸積極推動人民幣國際化的進程、跨境貿易人民幣結算金額快速增長、貨幣互換協議規模繼續擴大，資本項目下人民幣業務不斷突破，人民幣離岸市場發展迅速，這些政策和措施為人民幣成為SDR的貨幣籃子貨幣創造了良好的條件。

為了促進大陸外資企業的貿易和投資便利化，大陸於2009年7月開始，在上海等5個城市進行跨境貿易人民幣結算試點，首批試點企業365家。2010年6月境內試點地區擴大到北京等20個省區市，境外地域範圍從港澳和東協等地擴大到所有國家和地區，試點企業擴大到67,724家。2011年8月試點擴大到全大陸，至此跨境貿易人民幣結算不受地域限制，業務範圍涵蓋貨物貿易、服務貿易和其他經常項目，並逐步擴展至部份資本項目。據大陸方面的數據顯示，2015年8月，人民幣首次超越日圓，成為全球第四大支付貨幣。

2008年12月以來，大陸與周邊國家和地區擴大了貨幣合作，截至2015年5月，中國人民銀行已與韓國、馬來西亞等超過32個央行或貨幣當局簽署了本幣互換協議。透過本幣互換協議，人民幣可通過官方渠道進入這些經濟體的金融體系，促進人民幣結算和流通效率的提高。

在跨境直接投資人民幣結算方面，中國人民銀行自2010年以來積極推展人民幣境外直接投資個案試點。2010年10月，新疆首先推行跨境直接投資人民幣結算試點。2011年1月和10月，中國人民銀行先後公佈《境外直接投資人民幣結算試點管理辦法》和《外商直接投資人民幣結算業務管理辦法》，規定獲准的境內企業可以人民幣進行境外直接投資，境外的企業和個人也可按規定使用人民幣到大陸進行直接投資。

除了金融體制改革所做的努力之外，由於國際經貿體系和秩序基本上仍由歐美大國掌握的事實，近年來大陸也在人民幣納入SDR問題上與歐美國家積極溝通。最明顯的例證便是，2015年9月大陸國家主席習近平訪美時，中美雙方便曾針對人民幣若符合

人民幣納入特別提款權（SDR）貨幣籃子於2016年10月1日正式生效。



條件，美國將支持人民幣納入SDR的問題達成初步共識。

### 三、人民幣納入SDR的意涵和影響

特別提款權（SDR）是1960年代末期和1970年代初期美元危機（Dollar Crisis）爆發後，國際貨幣基金會（IMF）為拯救以美元為中心的布雷頓森林貨幣體系而創設的一種儲備貨幣工具。創設SDR的本意是為當時日趨緊張的國際儲備提供一種補充，彌補國際清償能力不足，以重建美元危機後國際貨幣體系的信心。

IMF成員國需交納會費，也即份額。份額認繳是IMF資金的核心。每個成員國被分配一定的份額，份額大致基於成員國在世界經濟中的相對地位。成員國的份額決定了其向IMF出資的最高限額和投票權，並關係到其可從IMF獲得貸款的限額，這就是普通提款權。

1969年9月，國際貨幣基金會（IMF）成員國繳

納基金份額的計算單位，由美元改為特別提款權。它是IMF分配給成員國的一種使用資金的權利，成員國在發生國際收支逆差時，可用它向IMF指定的其他成員國換取外匯，還可償付國際收支逆差或償還IMF的貸款，還可與黃金、自由兌換貨幣一樣充當國際儲備。因為它是IMF原有的普遍提款權以外的一種補充，所以稱為特別提款權。

SDR並不是一種貨幣，也不是對IMF的債權，而是對IMF成員國的（可自由使用貨幣的）潛在求償權。SDR是一種帳面資產，可用於國際支付，主要是在成員國的官方之間支付清算、借貸和還本付息。SDR的另一個使用方式是由IMF指定某一個成員國為需要兌換外匯的國家提供外匯，SDR只有兌換成外匯，其價值才能用於國際市場支付和清償。

在人民幣尚未納入SDR之前，SDR貨幣籃子中四種貨幣所佔的比重為：美元佔41.9%、歐元佔37.4%、英鎊佔11.3%、日圓佔9.4%。2015年12月1日，IMF宣布五年一次對於SDR計值貨幣籃子的

審議結果，對各種貨幣的權重做出調整：美元佔41.73%、歐元佔30.93%、人民幣佔10.92%、日圓佔8.33%、英鎊佔8.09%。人民幣納入SDR後所佔權重排在美元和歐元之後，位列第三。

人民幣納入SDR可以增加國際市場對人民幣的信心，使大陸老百姓手中的人民幣更加堅挺，同時也有利於企業跨境投資、在海外購買資源、技術和勞務等。這確實是人民幣國際化的重要里程碑，但是人民幣作為交易貨幣到儲備貨幣的轉化，繼續推進國際化的進程依然任重道遠。

人民幣納入SDR具有三大正面的意義：其一標誌著國際社會對中國大陸經濟和金融改革的認可，以及推進人民幣國際化進程的肯定；其二穩步推進人民幣國際化，可以增加國際對人民幣的信心，增加國際上人民幣的使用，不僅會在各國官方儲備貨幣裡增加人民幣，而且會有更多的人民幣資產配置；其三是有助於促進大陸金融改革。人民幣納入SDR意味著大陸要承擔更多國際貨幣責任，這也反過來要求大陸必須進一步推進包括匯率市場化在內的各項改革。儘管如此，這些正面的影響距離人民幣國際化的長期目標仍相去甚遠，而其關鍵仍在於中國大陸實體經濟的表現。

#### 四、人民幣國際化可能的發展和問題

人民幣納入SDR貨幣籃子之後，並不是IMF給人民幣國際化背書擔保，各國央行及國際市場投資者就會按照人民幣在SDR貨幣籃子中的權重來持有人民幣。明言之，國際貨幣基金會成員國在調整自身外匯儲備資產時，並不會參照SDR的構成。人民幣要想在國際儲備中佔一席之地，還是必須提昇其在國際應用中的接受度、便利性和流動性，這意味著大陸必須進行金融領域的改革，大規模開放國內金融市場，接受國際通行的金融規則，才有助於人民幣的國際化。

除此之外，根據IMF的數據，目前有38個國家和地區的中央銀行宣佈持有人民幣資產，總額約為

7,800億元人民幣，佔目前全球官方外匯儲備的比例大約為1.1%。美元所佔比例略低於64%，歐元佔21%，英鎊佔4.1%，日圓佔3.4%。很顯然的，人民幣在全球官方外匯儲備所佔比例還非常小。

人民幣納入SDR貨幣籃子短期間影響有限，但是在人民幣納入SDR過程中，大陸為推動金融市場開放、深化金融體制改革，提升金融體系競爭力所做的努力意義深遠。從長遠看，人民幣納入SDR將使大陸深化金融體制改革、擴大金融市場開放、推進資本項目可兌換、持續進行匯率形成機制改革，才能符合SDR每五年一次評審的條件，也才有助於穩步推進人民幣國際化。

在G20杭州峰會大陸積極推動五方面的工作，亦即擴大SDR的使用、加強全球金融安全網的建設、完善主權債務的重組機制、推動IMF份額和治理結構改革，以及改善資本流動的監測和應對。其中，在擴大SDR的使用，8月31日世界銀行在中國大陸發行5億元SDR債券（大約47億元人民幣），發行利率0.49%。SDR債券可自動分散風險，投資SDR債券相當於按一個權重投資了美元、歐元、人民幣、日圓和英鎊等5種貨幣。SDR記帳可減少匯率之間的波動性。大陸將來會積極在清算、發行、托管等環節為SDR債券和其他SDR計價的金融產品推進和發展。

在推進人民幣國際化方面，目前規劃的政策和措施有五：一是努力保持人民幣對一籃子貨幣的基本穩定；二是進一步推進現有跨境人民幣業務和政策框架，針對「一帶一路」和國際產能合作等發展策略，推動人民幣跨境投資業務的發展；三是推動金融市場雙向開放、支持優質境外發行主體在大陸發行人民幣債券、支持大陸金融機構和企業到境外發行人民幣債券，便利符合條件的境外機構投資者投資大陸的金融市場；四是繼續推進人民幣跨境支付系統，完善跨境人民幣清算；五是利用各種多邊雙邊對外金融機制，加強國際貨幣金融合作和宏觀經濟金融政策協調。

（本文作者為政治大學兩岸政經研究中心主任）