

人民币加入 SDR 货币篮子及其 对金融改革的影响*

郑联盛

[摘要]特别提款权(SDR)具有超主权货币的特性和制度基础,有利于完善国际货币体系,但是,其货币篮子的构成及定值机制已不再适应全球经济格局的演变和发展。2015年11月,人民币顺应趋势顺利加入SDR货币篮子,人民币加入SDR后的相关改革成为国际社会的重大关切。人民币加入SDR在中长期有利于人民币国际化、国内金融体系改革和国际货币体系的完善,其成本主要在于潜在的资本项目与市场开放可能引致的风险。人民币加入SDR后,国内金融体系存在的要素价格市场化、基础设施建设、资本项目开放、金融风险应对以及内外市场统筹等问题的改革的急迫性和统筹性更加凸显。总体而言,人民币加入SDR对于完善国内金融市场体系有重要促进作用。

关键词:特别提款权 货币篮子 人民币 金融改革

JEL分类号:E42 F02 F33

一、引言

国际货币体系的不合理性是本轮金融危机爆发的制度性根源之一(Truman,2010)。当前国际货币体系的不合理性主要体现在以美元为主导的国际货币体系存在的内在不均衡性和不稳定性。2008年美国金融危机爆发之后,国际社会对现行国际货币体系改革的呼声日盛。在二十国集团(G20)金融峰会的推动下,国际货币体系改革取得了一定的进展(G20,2009)。超主权货币在此次金融危机后成为国际货币体系改革的重要讨论议题。

建立一个超主权货币为主导的国际货币体系是实质性改变现有体系不合理性的一个重大改革(丁志杰,2010)。周小川(2009)指出,创造一种与主权国家脱钩、并能保持币值长期稳定的国际储备货币,从而避免主权信用货币作为储备货币的内在缺陷,是国际货币体系改革的理想目标。国际货币基金组织(IMF)总裁康德苏领衔、以主要经济体财政部及央行领导人和国际组织领导人组成的研究小组,于2011年2月初发布了一份系统性改革国际货币体系的建议,即“皇宫倡议”,总共涉及18条改革建议(Camdessus et al.,2011),亦提及国际储备货币稳定性问题。

从改革阻力、可操作性和基础设施匹配性上,特别提款权(SDR)具有超主权货币的特性和制度基础。IMF创立的特别提款权(SDR)是超主权货币的一个优先选择(王信,2011)。特别提款权是由一篮子货币组成的,基于IMF协定可以进行官方交易的储备资产。特别提款权代替美元主导国际货币体系,并不存在制度合法性问题。然而,在2015年11月前,特别提款权的货币篮子由美元、

* 郑联盛,中国社会科学院金融研究所,副研究员。本文是国家社科基金青年项目《西方国家金融危机与制度弊端分析研究》(批准号14CJL017)、国家社科基金重点项目《我国金融体系的系统性风险与金融监管改革研究》(批准号13AJY018)和国家社科基金重点项目《“十三五”时期我国的金融安全战略研究》(批准号15AJY017)的阶段性研究成果。作者感谢匿名审稿人富有建设性的意见和建议。文责自负。

欧元、日元和英镑四种货币加权组成。该货币篮子并没有真实反映世界经济力量格局的变化,特别提款权在官方和民间的使用范围非常有限。因此,特别提款权成为超主权货币仍存在技术、法律等方面的障碍(刘影,2014)。为了进一步提高特别提款权在国际货币体系中的地位和作用,推动国际货币体系改革,首先有必要对特别提款权的货币篮子进行调整,特别是将人民币纳入到 SDR 的货币篮子之中(王芳和涂永红,2015)。

金融危机之后,人民币是否加入 SDR 的货币篮子一度成为国际货币体系的热点议题。2010 年,IMF 每 5 年进行的常规审议中亦将其作为一个核心议题。然而,人民币由于不能“自由使用”而没能被纳入到 SDR 的货币篮子之中(郑联盛,2011)。此后,欧洲债务危机和美联储政策外溢效应一直是 G20 的核心议题,而国际货币体系改革以及 SDR 货币篮子调整问题并没有取得重大的进展(管涛等,2014)。2015 年 11 月,IMF 进行特别提款权机制的常规审议,人民币顺利被纳入 SDR 的货币篮子,并成为继美元、欧元之后第三大货币。

在过去 5 年多的时间中,人民币利率市场化、汇率形成机制改革、资本项目开放以及金融市场内外开放等都取得了积极进展,人民币“自由使用”程度大幅提高(周小川,2015)。人民币被纳入 SDR 的货币篮子顺应了全球经济金融体系的变化以及人民币国际地位提升、中国金融改革开放的历史趋势。本文在梳理 SDR 在国际货币体系中的作用的基础上,分析人民币加入 SDR 的利弊,并提出 SDR 货币篮子未来的改革方案,以及国内深化金融体系改革的建议。

二、布雷顿森林体系、特里芬难题与特别提款权

(一)布雷顿森林体系

第二次世界大战后期,全球经济基本处于崩溃状态,百废待兴。如何构建一个有利于汇率稳定、贸易发展和经济增长以及符合相关国家利益的国际货币体系成为英国和美国的重大战略考虑。与此同时,基于利益博弈和货币主导权的国际竞争亦秘而不宣地展开。英国为此提出了凯恩斯计划,而美国则提出了怀特计划。凯恩斯计划亦称为国际清算同盟计划,通过国际清算同盟发行全球统一的货币并恢复多边清算,主要目的有三个:一是通过统一货币的发行及份额分配来维持英国的地位;二是维系英镑的全球地位,与新霸主美元争夺领导权;三是争取与美国共同提供国际货币体系所需的基础设施等。怀特方案亦称为联合国平准基金计划,该计划实际上是对凯恩斯方案的针对性反驳,通过两个支柱来构建美国在新体系中的地位,国际贸易稳定基金和国际复兴计划,前者对应着国际货币基金组织,后者对应了国际复兴开发银行。特别是汇率稳定机制通过“双挂钩”机制来剔除英镑在新国际货币体系中的竞争权利,并以黄金储备的优势来奠定美元的霸主地位。

由于英美两国在二战后的实力此消彼长,美国成为新霸主已经是确定无疑的历史趋势,这也注定了凯恩斯方案的“破产”。1944 年 7 月 1 日,44 个联合国成员代表在美国新罕布什尔州布雷顿森林召开了联合国货币金融会议,讨论第二次世界大战后全球经济、贸易、复兴等相关计划。会议取得了重大进展,讨论通过了《国际货币基金组织协定》和《国际复兴开发银行协定》,而这两个协定是基于美国的怀特方案。两个协定的核心确立了以美国为中心的国际货币体系新秩序,开启了以主权货币作为全球储备货币的新纪元,布雷顿森林体系由此建立。

(二)特里芬难题

在布雷顿森林体系下,由于汇率保持稳定,且以美国为主导的国际援助发挥了重大作用,全球经济蓬勃发展起来,布雷顿森林体系为战后的繁荣奠定了基础性作用。但是,美元与黄金挂钩、其

他货币与美元挂钩的“双挂钩”机制本质上仍然是以主权货币作为核心的国际储备货币,这个储备地位的获得和维系要求美元保持长期的稳定或强势,这要求美国需要维持长期的贸易顺差;而美元作为结算及储备货币必然要求美元输出流动性,产生持续累积的贸易逆差,就此,美元难以避免“特里芬难题”。

20世纪60年代,随着欧洲和日本的复兴,国际贸易快速增长,美国贸易逆差大幅攀升,由于黄金储备的有限性,“双挂钩机制”遭遇信用危机,“特里芬难题”开始显性化,布雷顿森林体系摇摇欲坠。“特里芬难题”的解决实际上让学术界重新回归到“凯恩斯计划”的思维逻辑中。即使是特里芬本人亦认为,特里芬难题不仅是布雷顿森林体系的问题,亦是英镑-黄金金汇兑本位制度的重大制约。法国总统戴高乐认为这是美元“过度特权”(exorbitant privilege)的结果。

(三)特别提款权

“特里芬难题”和“过度特权”等问题引发了国际社会对美元储备地位及国际货币体系改革的广泛关注。美国认为,如果以黄金为储备基础提供清偿手段或储备货币,将实质减少美元的发行,并引发国际流动性和储备资产的不足,黄金本位不是国际社会的正确选择;而以法国为首的西欧六国强调,美元发行不是不足,而是过剩泛滥,应该建立一种以黄金为基础的新储备货币制度。1964年4月,比利时提出了一种折衷方案:通过IMF增加成员国的自动提款权,而不是创立新的储备货币,来弥补潜在的流动性和储备的不足(IMF,2015)。这个时期全球贸易失衡已经非常严重,贸易盈余国持有的外汇储备不断增长,从1960年的180亿美元急升至1970年的450亿美元(Cheng,1980),而且其中超过三分之二是美元资产。此时美元贬值压力十分明显,因此贸易盈余国尤其需要分散化投资其外汇资产。

1965年7月美国财政部长亨利·福勒提议就国际储备资产和完善国际货币体系召开国际会议进行协调,旋即形成了以“十国集团”和IMF为主导的国际协调平台。“十国集团”委托奥沙罗工作组(Ossola Group,1965)承担“应急规划”以对国际货币体系改革提出方案。工作组原则接受了比利时的方案,初步同意“创立新的储备资产,国际储备资产将由特意设立的新储备资产来替代(美元)”,随后修改形成了特别提款权的框架方案,即《国际货币基金组织特别提款权的融资便利纲要》。该方案于1967年9月IMF年会获得理事会通过,并要求执董会进行《国际货币基金组织协定》的相应修订工作。IMF于1968年3月提出了IMF协定的修改方案,但是由于法国等继续坚持以黄金为基础的储备货币制度而拒绝签字,IMF协定的修订被搁置(黄梅波和熊爱宗,2009)。1968年初,美元危机再次爆发,美元的储备货币地位受到了严重的冲击(Garber,1993)。在此背景下,提供充足的流动性和储备成为国际货币体系的重大任务,与特别提款权的储备货币方案相关的IMF协定修订终于在1969年7月获得通过,即国际货币基金组织协定第一次修正案。

1969年8月,IMF正式推出了特别提款权。1970~1972年IMF开始发行特别提款权,总共发行93.148亿单位,按会员国在IMF的基金份额的比例进行分配,其中美国分得最多,为22.94亿单位,占总额的24.63%。最初发行时每一单位等于0.888克黄金,与当时的美元等值。1979~1981年SDR第二次分配,总共发行121亿单位(IMF,2001)。其后IMF未进行SDR分配,直到2009年。

值得特别注意的是,此举提供了一种超主权货币,以摆脱特里芬难题。同时,外汇储备中过度集中的美元资产可以通过SDR多元化。基于此,理论和现实中SDR理应受到国际社会的极大欢迎。然而,实际情况是由于SDR存在一些内在缺陷,外汇储备持有国对SDR并不感兴趣(Bryant,2009)。一是当时国际社会对SDR的概念和机制十分陌生,尤其是发展中国家难以理解其在国际货币体系中的作用。二是SDR相对于全球外汇储备的规模较小,调节国际收支失衡的能力

有限。1970 年全球外汇储备为 450 亿美元,而 SDR 只有 75 亿美元,随后国际贸易和外汇储备快速增长,而 SDR 规模一直没有变化,SDR 的国际收支调节功能就变得更加有限了。三是 SDR 的使用仅限于货币当局,私人部门无法参与,流动性不强,不具备完善的国际货币职能。四是 SDR 提供的利率低于市场利率。政治因素亦是 SDR 无法顺利推行的的重要因素。特别是美国,当美元贬值或信用遭受重大质疑时,美国就显示出对国际货币体系改革及合作的意愿。但是,当美元走强时,对于此前的改革方案就淡漠处理,这实际上关系到美元霸权的问题。二战后期美国财政部长、“怀特方案”的幕后支持者摩根索就指出,不同国家之间的关系本质是追求权力、显示权力和扩张权力,而最为核心的中介就是货币与军事。

为了解决 SDR 不受欢迎的“技术”问题,IMF 进行了全面而深入的研究和讨论并得出结论:为了解决“特里芬难题”,以及摆脱特定力量的影响,SDR 不仅可以是美元的补充储备资产,并且完全可以成为美元的替代品(Substitution)(IMF,2001;Williamson,2009a)。尤其是 1971 年,美国放弃美元与黄金的挂钩机制,布雷顿森林体系崩溃,国际货币体系因缺少“名义锚”陷入一片混乱,急切需要新的储备货币加以替代。于是,1971 年秋季会议上 IMF 执董会提交国际货币体系改革新草案,其中的核心是发挥 SDR 在国际货币体系中的基础性作用并提议创立替代账户机制。替代账户机制是允许贸易盈余国将多余外汇储备集中到 IMF 的替代账户并获得 SDR。这个机制有两个重要的功能:一方面,短期内,贸易盈余国可以避免外汇储备过度集中于美元,同时可以扩大 SDR 的使用范围并提高收益率;另一方面,长期内,SDR 可以替代美元作为国际储备货币,缓释“特里芬难题”(Federal Reserve Bank of New York,1979)。至此,基于特别提款权以及替代账户机制的国际货币体系改革方案成为国际社会重大的关切,甚至有期待基于二者的推进能够构建新的国际货币体系。

三、特别提款权及其在国际货币体系中的作用

(一)特别提款权在国际货币体系中的演进

从特别提款权及相关机制的设计安排看,特别提款权的功能演进大致分为三个阶段:第一个阶段是 1969 年 SDR 刚刚创立之时,虽然其定位是创设一种新的国际储备货币,其目标是作为美元的一种补充储备(Supplement Reserves)(IMF,2001),用于维持外汇市场的稳定及减少对国际贸易和实体经济的影响。第二个阶段是 1971 年 IMF 执董会提出了替代账户机制,将特别提款权的发行与替代账户的准备机制相互结合,其目标是作为一种真正的储备货币,并且部分替代美元的地位。前两个阶段的方案设计和机制安排是科学的、巧妙的,但是,国际货币体系常常受到一个由金融权力所构成的霸权体系的支配,大国在其中秘而不宣地激烈角逐(张宇燕,2009),特别提款权及替代账户机制改革一直没有取得进展。第三个阶段是全球金融危机以来,特别提款权作为超主权货币的最直接形式得到了广泛的关注。在本轮金融危机爆发之前,Roubini and Setser(2005)就预言后布雷顿森林体系中的中心货币美元的发行不受约束,造成了全球流动性泛滥,将引发巨大的金融风险。美国金融危机的爆发和恶化表明,必须改革和完善国际货币体系,“推动国际储备货币向着币值稳定、供应有序、总量可调的方向完善,才能从根本上维护全球经济金融稳定”(周小川,2009)。特别提款权具有超主权储备货币的特征和潜力,以及相应的制度基础,特别提款权的改革和使用将深刻影响国际货币体系(张鹏和朱珠,2013)。本质上,第三个阶段是第二个阶段的延续,在 2008 年之后,特别提款权的份额扩大,且在 2015 年进行了货币篮子的调整。

(二)特别提款权在国际货币体系中的作用

1.特别提款权具有超主权货币特性且可能成为国际货币体系的新“锚”

从特别提款权的创立历史可以看出,特别提款权创立主要是为了补充国际流动性和储备的不足,部分替代美元国际货币的职能,设立初始就是基于超主权货币的考虑。虽然,目前特别提款权主要功能是计价单位和储藏手段,市场化程度低。但是,特别提款权及其设计框架符合国际储备货币的基础条件,可以为国际货币体系提供新的“锚”(乔依德和徐明棋,2011)。理论上,国际储备货币应该具备三个基础条件:一是币值具有稳定的基准及明确的发行规则;二是供给总量可以根据需求的变化及时、灵活调节;三是供给规模调整基于全球经济,超脱于单一经济体的基础和利益。综上,特别提款权基本符合国际储备货币的基础条件(郑联盛和张明,2015)。

2.特别提款权有利于解决国际货币体系的系统性和制度性缺陷

特别提款权有成为超主权货币的基础,其职能和地位的加强及提升,对于改善当前美元主导的国际货币体系所引致的制度性和系统性缺陷将起到重大作用。如果有更多货币加入到SDR中,使SDR的合法性和权威性获得提高,SDR将更有可能成为国际货币体系的新的名义锚(IMF,2011)。在当前国际货币体系下,美国无法解决“特里芬难题”,即无法在实现国内经济目标的同时,充分而适宜地满足全球经济对流动性和储备货币的需求(Williamson,2009b)。一旦特别提款权成为国际货币,将使美元摆脱超主权货币的职能约束而专注于国内经济目标,同时全球经济将具有新的流动性和储备机制,减少对美元的依赖。

3.特别提款权有利于国际货币体系的改革和职能的完善

特别提款权的常态化分配将会动态地体现世界经济中主要经济体力量格局的变化,并有利于国际货币体系的平稳运转。特别提款权应用范围的扩大相当于超主权货币职能的发挥,而特别提款权职能的发挥需要国际货币体系相关改革与之配合。比如,特别提款权发行机制需要相应的发行约束机制或储备机制,这将可能促进替代账户机制的建立和完善(郑联盛,2009)。另外,SDR的改革也将有利于国际货币治理结构体系的完善,比如在代表性、份额改革和领导人遴选等方面(张瑾,2013)。特别值得注意的是,特别提款权职能的发挥还需要建立健全相应的风险与危机应对机制,特别是最后贷款人制度(IMF,2001)。

4.特别提款权有利于国际金融合作

特别提款权是一个加权的货币篮子,也是一种相对稳定的汇率合作,如果货币篮子能够真实有效地反映世界经济的力量变化,特别是出口、交易(储备)和经济规模等指标,那么特别提款权将成为全球经济变化的指示器。各主要经济体在特别提款权中货币篮子和相关权重的多边合作与谈判,将成为国际金融合作的重大事项。特别提款权一旦成为广泛应用的超主权货币,成为金融合作的高级形式,对于稳定汇率、促进贸易和投资等都将具有积极的促进作用。即使特别提款权成为超主权货币面临长期性的诸多挑战,但是通过改革和合作,亦增加了国际货币体系合作交流的一个有效渠道(郑联盛和张明,2015)。

四、人民币加入特别提款权货币篮子的利弊分析

在国际货币体系深化改革和中国金融体系市场化改革的大趋势下,人民币加入SDR货币篮子可能只是时间早晚的问题(拉加德,2015)。2010年在IMF货币篮子的常规审议中,人民币由于不满足自由使用货币标准而无法“入篮”。在随后五年多的时间中,人民币利率市场化快速推进,汇率形成机制不断完善,资本项目有序开放,人民币的国际地位不断提升,2015年底人民币已经成

为第二大贸易融资货币、第四大支付货币和第六大外汇交易货币。2015年11月在IMF的特别提款权常规审议中,人民币顺利加入SDR,并成为继美元、欧元之后的第三大篮子货币,占比为10.92%。对于中国而言,就人民币加入SDR的成本和收益的权衡考虑,人民币加入SDR的成本较小,现实短期收益不明显,主要收益在中长期。

(一)人民币加入SDR的短期收益分析

人民币加入SDR的短期收益主要体现在对人民币的国际影响力、公信力的影响,以及释放出我国金融改革开放的积极信号:一是人民币加入SDR并成为第三大篮子货币,体现了我国在经济发展、金融改革中的成就以及在全球经济治理中发挥的重要作用,具有重要的象征意义,明显提升了人民币的国际地位。二是人民币被纳入SDR货币篮子体现了我国经济总体实力的提升。中国已经成为全球第二大经济体,作为国际货币体系的准储备货币,SDR没有纳入人民币影响其公信力,人民币加入SDR提高其代表性的同时亦强化人民币的信用水平。三是人民币被纳入SDR货币篮子充分体现了我国金融体系的改革成效。在过去五年中,人民币汇率形成机制改革、资本项目开放和人民币国际化卓有成效,人民币在国际金融市场体系的地位和作用明显提升,并释放出我国未来稳步推进金融市场开放等积极信号(郑联盛,2015)。

人民币加入SDR的中短期收益是象征性的,暂时不会给人民币和中国金融、经济及社会发展带来重大实质性收益。

首先,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发展。2009年IMF启动特别提款权创立以来的最大规模分配进程,使得特别提款权规模从214亿提升至2040亿单位(IMF,2009)。特别提款权总规模在2014年3月价值为3160亿美元(IMF,2014),随着美元的升值,2015年11月底,所有SDR的价值约为2850亿美元(IMF,2015),其规模尚不足全球外汇资产储备的0.5%,仅为外汇市场每日交易量的10%左右。

其次,SDR成为超主权货币的改革诉求主要来自国际社会中的新兴经济体,能否展开还取决于美国和欧洲等国家和组织的政治意愿。美国虽然表示支持人民币成为特别提款权的篮子货币,但奥巴马总统明确表示“没有必要创立一种新的全球货币”,美国不会支持特别提款权演化成为可以替代美元的国际货币。2013年11月和2015年3月,美国财政部在敦促美国批准IMF改革方案时主要提及出资分摊额和治理改革,而避而不谈超主权货币。2015年12月18日美国国会历经五年才批准IMF的改革方案。可以预期,SDR及替代账户机制等方面的改革将直接冲击美元和美国在全球经济体系中的地位,其改革将漫长且政治化。

再次,SDR有其自身的功能局限。在制度设计时,美国就提出SDR主要是为了补充美元流动性或储备的不足,为此应该将其主要用于IMF成员国官方部门之间的往来。这个“公共产品属性”的制度设计使得SDR仅有计价和储备功能,而没有交易功能(伯纳丝等,2012)。而且仅限于货币当局使用,私人部门无法参与,通过SDR来实现人民币国际化短期内成效较为有限。人民币加入SDR仅是SDR计价方式和定值结果的变化,并不必然导致SDR功能和国际货币体系的实质性调整。人民币加入SDR更多地是解决SDR货币篮子的代表性问题,而不是SDR职能性问题。

最后,超主权货币的制度体系尚未完善。与特别提款权紧密相关的制度安排是替代账户机制。在替代账户机制下,该账户发行SDR或者以SDR为主的债务凭证,参与该机制的会员国可以自由地用美元或者其他国际货币(比如欧元、英镑、日元、瑞士法郎等)购买替代账户的债务凭证获得相应债权,而替代账户获得的美元等国际货币将进行再投资,比如投资美国国债,所获得的收益用于支付会员国的债务利息(郑联盛,2016)。替代账户机制本质是一个基于SDR的全球外汇储备开放基金,是在IMF管理下的一个单一账户(MaCauley and Schenk,2014)。但是,就技术层面,替代账户所须进行的资产组成、资产规模、流动性和收益性等“替代”极其复杂,在未来较短的时间内,替

代账户机制很难获得实质性进展,这将直接约束 SDR 的发行机制。

(二)人民币加入 SDR 的中长期收益

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。人民币加入 SDR 的潜在实质性收益主要体现在中长期,包括三个方面:一是实质性推进人民币国际化;二是享受 SDR 超主权货币的权益,比如储备资产地位等;三是成为国际货币体系新的名义锚。实际上,这三个权益在一定程度上是人民币国际化的不同表现形式,即加入 SDR 与人民币国际化在政策目标上是一致的。但是,这三个收益是渐进且不确定的,取决于 SDR 能否成为超主权货币,SDR 只是超主权货币发展的“一线希望”。

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,将行使记账、计价、交易和储备等货币职能。人民币通过 SDR 而成为国际货币,其在国际市场上的需求将会大量增加,单独承担和行使国际货币的职能也会相应增加,比如人民币成为外汇交易市场的主要交易品种等。债券或将成为人民币国际化最为重要的核心资产品种。假设人民币国际债券全球占比 2%,即与日元相当,人民币国际债券规模将约为 4140 亿美元,与目前规模约 900 亿美元相比,人民币国际债券缺口将超过 3200 亿美元。假设人民币国际债券占全球的比重为 10.92%,人民币国际债券规模将为 2.26 万亿美元,缺口高达 2.17 万亿美元(郑联盛,2015)。2016 年人民币被正式纳入 SDR 货币篮子,2030 年人民币占 SDR 的比重可能达到 26.81%(石建勋和郑超洪,2014)。当然,这个预期与 SDR 能否成为国际货币直接相关,存在重大变数。

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了一个新的渠道。在美元公信力遭到严重质疑的情况下,国际货币体系改革和 SDR 成为超主权货币可能会取得一定的进展。人民币加入其中,不仅有利于 SDR 定值的长期稳定性,还有利于促进国际货币体系改革和中国提高在规则制定中的话语权(钱文锐和潘英丽,2013)。尽管 SDR 能否成为超主权货币存在重大变数,但是人民币作为 SDR 的篮子货币,将与美元、欧元、日元和英镑等同台竞技,为人民币参与国际货币体系提供了一个新的平台。

如果 SDR 成为国际货币,且其发行机制(比如替代账户机制)相应建立,则可能有利于中国外汇资产的多元化使用(赵冉冉,2013)。目前 SDR 尚未建立发行准备机制,即使成为国际货币仍然无法去除国际货币发行的无限制性和随意性。为此,如果 SDR 沿着超主权货币方向推进,相应的发行准备机制建立将同步进行。目前,最有可能成为发行准备机制的就是 20 世纪 70 年代提出的 IMF 替代账户机制。替代账户机制相当于用一个外汇储备资产池作为 IMF 国际货币(SDR)发行的准备(郑联盛,2011;2016)。对于作为最大的外汇储备国中国而言,将能更加主动地管理外汇储备资产。

总体而言,人民币加入 SDR 的货币篮子,最大收益是使得中国成为国际货币事务以及多边协调机制的主要参与者。而对于人民币国际化、享受 SDR 储备货币权益以及外汇资产的多元化使用等方面的收益在中短期内是不明显的,在中长期也要取决于 SDR 能否成为超主权货币,而这个存在较大的不确定性。为此,易纲(2015)认为,人民币加入 SDR 应该是一个“水到渠成、瓜熟蒂落的过程”。

(三)人民币加入 SDR 的成本分析

人民币加入 SDR 的直接成本相当有限,体现在对人民币需求的变化,进而对货币政策独立性和有效性的影响上。由于 SDR 尚不能直接用于交易和支付,即使 SDR 份额大幅增加以后,SDR 的需求和使用在短期内也是极其有限的。特别是向私人部门扩展的进程将非常缓慢,对人民币需求的有效影响几乎可以忽略,对人民币币值和货币政策独立性的直接影响甚微。2015 年 11 月底,所有 SDR 价值约为 2850 亿美元,人民币权重为 10.92%。这意味着 SDR 的决定将直接撬动各国央行

持有人民币的资产规模约 310 亿美元(郑联盛,2015)。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构成明显的影响,进而不会对实体经济产生明显的冲击。

值得注意的是,如果 SDR 成为超主权货币并且广泛使用,特别是直接用于货币当局和私人部门的支付和交易,那么 SDR 的需求量将呈几何级数增长,对人民币汇率、利率和货币政策有效性及独立性的影响将逐步显现。这些成本是金融体系改革、市场开放和人民币国际化的既有风险,而这几个方面亦是中国金融体系改革的既定目标。但无论如何,都应对这种风险做预案准备(郑联盛和张明,2015)。

人民币加入 SDR 实质性的成本之一在于利率市场化。虽然,上海银行间同业拆借利率(Shibor)的基准性不断提高,但仍然不是完全的市场化利率。如果人民币加入 SDR,人民币的利率市场化的进程可能会加速,这对以息差作为主要利润来源的银行业以至金融稳定可能会造成一定的冲击。同时,中国需要提供更加市场化的基准利率,这就要求银行间市场和国债市场更加完善,特别是信用利差机制和国债收益率曲线的建立。比如,SDR 利率计价主要是基于 3 个月期的国债收益率,而 2015 年 4 季度之前我国 3 个月期国债基本没有滚动发行的机制,也就是说 3 个月期的收益率曲线是不完整的。

人民币加入 SDR 实质性的成本之二在于汇率市场化。我国已经建立了相对完善的汇率形成机制,但汇率机制的透明度和弹性仍然有待提高。人民币加入 SDR 意味着人民币汇率的变化将会直接导致 SDR 价值的变化,从而引致 SDR 权益人的利益受到影响。鉴于 SDR 权益人都是货币当局,为此,中国汇率形成机制的透明度面临更加直接且多元的压力,现有机制的适用性可能受到制约。特别是 2015 年 8 月 11 日人民币中间价形成机制改革之后,人民币呈现了大幅波动的特征,且出现兑美元较强的贬值预期,对汇率相对稳定、资本市场稳定以及人民币资产估值稳定性等带来了较为明显的冲击。人民币希望加入 SDR 是“811”汇改的一个重要的动因,其所造成的一定负面影响是在预期之外的,这实际上就是一种成本。但是,中长期而言,加入 SDR 对于提高人民币汇率弹性和汇率机制的完善是有利的。

人民币加入 SDR 的实质性成本之三在于资本项目自由化和金融市场开放。此前,人民币可以在不实现完全可兑换的前提下加入了 SDR 的货币篮子,但制度的约束会逐步呈现,主要体现在资本项目自由化和金融市场开放两个方面。美国之所以支持人民币加入特别提款权的货币篮子,也是看到此举对美元地位的影响甚微,却可能有效加速人民币的资本项目自由化和金融市场开放。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(余永定,2013),这是人民币加入 SDR 成本中最需要警惕和防范的。“811”汇改以来,特别是人民币成为 SDR 货币篮子后,国际社会对人民币更加关注且对政策将出现更多的反馈,这对于我国内外两个市场的统筹以及资本项目开放等将带来潜在的实质性影响。基于系统性风险防范的现实要求,我们需要在人民币加入 SDR 的改革促进以及金融稳定的现实情况下进行权衡,应该在金融稳定的基础上审慎稳健地推进资本项目开放和金融市场开放。

人民币加入 SDR 的成本之四在于需要加快建设和完善金融体系。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,比如在我国发行 SDR 计价的债券及其他金融产品将面临法律和制度约束;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。

五、SDR 定值方式及货币篮子改革方案

特别提款权作为潜在的超主权货币,如能得到有效广泛的应用,将深刻影响国际货币体系。但

是,特别提款权仍然存在重大的技术不合理性,尤其是特别提款权的货币篮子仅包括美元、欧元、日元和英镑,难以全面反映全球经济的力量格局。

(一)特别提款权定值方式及货币篮子的变迁

特别提款权创立之初,其价值由黄金决定,规定35特别提款权单位等于1盎司黄金,即与当时美元黄金官方价格等值(余永定,2014)。在这一情况下,特别提款权既没有也不需要货币篮子进行定值,或其“货币篮子”只有一个货币,即美元。

特别提款权的定值方式随着布雷顿森林体系的崩溃而不断演进(Kenen,1994)。布雷顿森林体系崩溃带来了特别提款权对美元的大幅升值。1971年12月18日,特别提款权对美元大幅升值至1.08571美元,1973年2月特别提款权第二次大幅升值至1.20635美元(黄梅波和熊爱宗,2009)。布雷顿森林体系崩溃导致特别提款权定值方式的根本性改变。1973年在主要货币对美元自由浮动之后,特别提款权由于以黄金定价,其与美元的比价持续维持在1特别提款权=1.2美元高位,定值方式固化,特别提款权失去独立性。

美国政府宣布黄金与美元脱钩之后,国际货币体系陷入混乱。1972年7月IMF理事会任命一个由20人组成的委员会来负责国际货币体系改革的方案设计,这20个委员来自IMF20个执董区,这个委员会即是著名的“国际货币体系及其相关改革委员会”(C20)(Williamson,2009a)。1973年IMF秋季会议上,C20委员会提出了基于特别提款权和替代账户机制的国际货币体系改革方案,其中委员会认为特别提款权的定值方式缺乏弹性,建议用一篮子货币作为特别提款权的定值标准。

1974年7月,IMF正式宣布由于主要货币实现自由浮动,特别提款权与黄金脱钩,改由“一篮子”货币作为定值标准,至此,特别提款权货币篮子应运而生。此时,IMF规定货币篮子的组成货币为1972年前五年中在全球商品和服务出口总额中占比超过1%的IMF成员国货币(葛华勇,2010)。当时,符合要求的货币有16种:美元、马克、日元、英镑、法国法郎、加拿大元、里拉、荷兰盾、比利时法郎、瑞典克朗、澳大利亚元、挪威克朗、丹麦克朗、西班牙比塞塔、南非兰特以及奥地利先令。货币的权重根据商品和服务出口总额的相对大小设定。IMF每天根据外汇市场的行情,公布特别提款权的价格。

1976年7月,IMF对特别提款权的货币篮子进行首次调整,剔除丹麦克朗和南非兰特,加入沙特里亚尔和伊朗里亚尔,同时对篮子货币的权重也做了一定的调整。

1980年9月18日,IMF简化了特别提款权的定值方法。IMF认为,16种货币的定值方式过于复杂,不利于提高特别提款权的吸引力,将特别提款权的货币篮子简化为5种货币:美元、马克、日元、法郎和英镑,权重分别为:42%、19%、13%、13%和13%。欧元全面流通之后,马克和法郎由欧元替代,货币篮子由美元、欧元、英镑和日元4种货币组成(IMF,2011)。

(二)现行特别提款权定值方式及货币篮子

2005年11月IMF执董会明确,SDR货币篮子的组成货币及权重的两个原则(葛华勇,2010):一是篮子货币的选择。货币必须是IMF成员国货币或是成员国组成的货币联盟所发行的货币,该经济体在5年考察期内为全球4个最大的商品和服务贸易出口地,并且其货币为《基金组织协定》第30条第6款所规定的可自由使用货币(Freely Usable Currency)。二是货币权重的决定主要考察两个指标:该成员国或货币联盟的商品与服务的出口值和该经济体货币作为国际储备货币被其他经济体所持有的数量,贸易指标的比重大致占75%。当时符合这两个原则的主要经济体为美国、欧元区、日本和英国。

2011年特别提款权货币篮子遴选标准被进一步明确,执行自由使用货币和外汇储备的两个

标准(赵冉冉,2013)。对于自由使用标准,主要以在各国外汇储备中的比重、在国际银行债务中的比重、在国际债券中的比重以及即期外汇市场交易规模四个指标为衡量标准。对于外汇储备标准,主要考察在各国外汇储备中的比重、外汇衍生品及 OTC 市场的份额、恰当的利率市场工具以及即期外汇市场交易规模。

目前,特别提款权根据上述两个原则,其现行货币篮子由美元、欧元、日元和英镑组成,其价值由四种货币加权组成。IMF 每 5 年调整一次货币篮子及其权重。欧元流通后,马克和法郎被欧元替代,2001 年、2006 年以及 2011 年的三次调整仅涉及货币篮子的权重。2011 年 1 月 1 日实行的最新一次调整后,美元、欧元、日元和英镑的占比由 2006 年的 44%、34%、11%和 11%调整为 41.9%、37.4%、9.4%和 11.3%(IMF,2011)。而 SDR 的货币篮子币种及数量的调整一直没有进展,直到 2015 年。2015 年 11 月底,人民币成为特别提款权的第三大货币,货币篮子由 5 种货币组成,美元、欧元、人民币、日元和英镑组成,权重分别为:41.7%、30.9%、10.9%、8.3%和 8.1%,英镑取代日元成为 SDR 货币篮子中占比最小的货币。

(三)特别提款权现行定值方式的弊端

基于计算方便的简化理由,1980 年 IMF 调整货币篮子从 16 种简化为 5 种(欧元流通后变为 4 种)。这个理由十分勉强,不过由于特别提款权的影响力极其有限,IMF 调整货币篮子并没有引发广泛的关注和反对。但是,随着世界经济力量格局的变化,特别是新兴经济体重要性不断提高以及国际债务债权关系的演变,使得以美元、欧元、日元和英镑作为货币篮子的特别提款权定值方式的弊端逐步显现。

美国金融危机之后,特别提款权中的篮子货币对新兴经济体货币甚至部分发达经济体货币明显贬值。这意味着特别提款权的真实购买力是下降的,对提高特别提款权的公信力和吸引力不利。以美元为例,从 2009 年 3 月~2010 年 3 月,巴西、印尼、墨西哥、俄罗斯、土耳其等新兴经济体货币兑美元大幅升值 34.2%、33.6%、30.2%、20.1%、16.4%^①。如巴西雷亚尔仅对美元升值,就使巴西持有的特别提款权购买力下降 14%。再以澳大利亚元为例,从 2009 年 2 月底~2011 年 2 月底对特别提款权四种篮子货币分别升值 55.7%、46.1%、37.6%和 28%^②,其 SDR 购买力降低 42%。虽然 2009 年特别提款权的发行规模从 214 亿扩大至 2040 亿单位,大幅补充并加强了特别提款权作为国际清偿手段和储备货币的职能,但随着 SDR 篮子货币的相对贬值,其购买力大幅降低,意味着特别提款权作为国际清偿手段和储备货币职能在一定程度上缩水。

(四)SDR 货币篮子的改革方案

21 世纪以来,全球贸易和经济增长的格局已经发生了重大的变化,亟需调整 SDR 货币篮子。新兴经济体在经济增长、全球贸易和外汇储备等方面的地位不断提升,理应成为 SDR 的篮子货币,SDR 的货币篮子以及货币权重理应进行较大的调整。增补人民币等新兴经济体货币为新的组成货币具有比较广泛的共识,这是 SDR 机制改革的第一个问题。代表性问题在人民币加入 SDR 货币篮子后得到了缓释。

仅仅以出口标准衡量篮子货币的取舍显得过于简单化(石建勋和郑超洪,2014),重新制定篮子货币的选择标准是 SDR 货币篮子改革的第二个问题。特别提款权的货币篮子组成缺乏弹性,其遴选标准过于刻板。IMF 现任总裁拉加德认为,SDR 的货币篮子应包括与篮子货币具有重大相关性的货币,而不仅仅是四种(霍林格,2011)。2011 年虽然细化了货币选择的自由使用和外汇储备

① 原始数据来自 Bloomberg,升值幅度由作者计算。

② 同上。

的标准,但其量化指标及遴选程序尚未明确化。即使在2015年人民币加入SDR货币篮子,仍然是以原来的出口和货币交易标准作为遴选标准。

IMF执董会曾讨论将SDR货币篮子的选择标准调整为出口和GDP双重指标,前者反映经济开放度,后者体现经济体在全球经济中的地位。同时,可以考虑将货币篮子的币种扩大至12种,增加中国、加拿大、俄罗斯、巴西、韩国、印度、墨西哥和澳大利亚等币种。如果按此发展,SDR货币篮子不仅包括主要发达经济体的货币,还包括主要新兴经济体的货币。这不仅利于提高SDR的代表性、权威性和合法性,更利于扩大SDR在主要经济体的运用。周小川(2009)曾指出,“SDR定值的篮子货币范围应扩大至世界主要经济大国,也可将GDP作为权重考虑因素之一”。IMF的SDR货币篮子常规审议是五年一次,IMF亦表达了继续完善其货币篮子的改革设想。

六、人民币“入篮”凸显的金融问题

(一)自由使用货币标准

不管是仅从SDR货币篮子选择的出口标准,还是从出口与GDP双重指标看,人民币加入SDR几乎是顺理成章的(易纲,2015)。如是,2015年人民币非常顺利地加入了SDR货币篮子。但是,成为SDR货币篮子的组成货币除了需要满足出口和GDP等指标之外,IMF(2015)协定规定,特别提款权货币篮子的货币还应该满足自由使用货币(Freely Usable Currency)标准,这是一个货币成为SDR篮子货币的主要制度基础,也是人民币在上一次SDR机制调整中落选的制度制约。即使在2015年SDR常规审议中,对于人民币是否能够加入SDR货币篮子,不少国家代表和学者亦质疑人民币与自由使用货币的标准仍有距离。

IMF(2015)协定指出,要成为特别提款权的组成货币应该是IMF协定第30条第6款认定的自由使用货币。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,IMF做出暂时不会讨论人民币是否纳入特别提款权货币篮子的决定,其根源在于“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,即未能实现在全球市场自由流通”(新华社,2011)。乔普森(2011)指出“人民币的问题是自由兑换,而且中国的资本市场在很大程度上处于封闭状态……至少人民币被纳入SDR的那部分(相关的交易)应实现可自由兑换”。在这个逻辑下,自由使用基本等同于资本项目自由化问题。但是,自由使用的界定存在重大争议(易纲,2015),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。自由使用货币与自由兑换货币之间一定程度上存在模糊之处,然而,比自由兑换更加重要的是金融交易的开放,其在自由使用中的重要性更加凸显。而反思我国的金融市场体系,金融市场和交易对内对外开放仍然存在巨大的空间,人民币距离自由使用货币的确有较大的改革与完善空间。比如,2014年底,狭义人民币国际债券仅为5350亿元,截至2015年4月末,海外官方货币当局持有人民币资产仅仅为6667亿元(中国人民银行,2015)。

(二)金融要素价格市场化

从目前SDR改革的各种方案来看人民币加入SDR可以说是绝大多数方案的内容之一,已经成为国际社会的共识。Prasad(2015)认为2015年SDR将纳入人民币,这个预期在2015年底成为现实。人民币加入SDR严格意义上不存在制度障碍,但是可以发现,为了匹配SDR的计值我们需要在金融要素价格市场化形成机制方面加快推进。这不仅是人民币加入SDR的计值要求,更是发挥市场在资源配置中起决定性作用的内在要求。

一是利率市场化。人民币进入SDR货币篮子后,SDR的利率定值就会发生变化。SDR的利率

是根据货币篮子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 3 个月期国债利率以及 3 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。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,但是,其公信力仍然难抵国债。为此,2015 年 4 季度开始,我国 3 个月期国债开始实行滚动发行机制,这将有利于构建一条平滑有效的 3 个月期国债收益率曲线,同时,对于完善整个国债市场的期限结构和收益率曲线亦是有利的。

二是汇率市场化。目前中国实行的是以市场供求为基础、参考一篮子货币、有管理的浮动汇率制度。但是,人民币汇率形成机制的市场化程度仍然有待提高,弹性需要进一步强化。否则,人民币进入 SDR 货币篮子后,SDR 对主要货币的汇率定价将面临技术障碍。比如,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 货币篮子的构成就没有实质意义。再者,如果人民币缺乏弹性保持单边升值态势,SDR 亦会对主要货币升值,这将提高以 SDR 计价债务的偿还成本,约束 SDR 的使用范围。“811”汇改之后,汇率形成机制整体朝着市场化的方向发展,但是,由于市场波动加剧,特别是汇率市场、资本市场与人民币大类资产市场甚至内外金融市场的“共振”效应开始凸显,人民币汇率形成机制任重道远。汇率形成机制的完善是内外两个大局、两个市场和两种资源统筹的关键,只有完善、弹性的汇率机制,才能调节好内外经济的互动。

(三)金融市场开放

目前中国的金融市场的广度和深度仍有待提高。人民币成为 SDR 篮子货币后,对于人民币的需求将会提升,这就需要人民币资产规模大幅扩大,期限更加多元,市场更加开放。而当前市场上并没有充分的能力提供足够的人民币资产,特别是债券。这就要求我国深化金融市场体系建设,加快金融市场的内外互联互通,而金融市场体系的建设是金融发展以及发挥金融支持实体经济作用的基础设施(郑联盛,2015)。同时,如果包括人民币的 SDR 计价的金融产品被广泛运用,国内金融市场的建设和开放将面临较大技术压力,特别是交易和清算体系。不过,SDR 的运用是一个长期过程,技术压力不应成为硬约束。

七、人民币“入篮”的后续改革建议

从成本收益的分析出发,人民币加入 SDR 短期内对中国的成本和收益都不明显;从中长期看,收益高于成本,对中国有利。为此,中国应该内外统筹、战略先行、积极主动、循序渐进、风险可控地推进与人民币加入 SDR 货币篮子相关的后续改革。

首先,将人民币加入 SDR 提升至中国的全球金融战略高度。虽然人民币加入 SDR 仅是国际货币事务的一个技术问题,人民币加入 SDR 就短期而言象征意义大于实质,但对于中国全球金融战略则可能是历史性的,代表中国成为国际货币事务的主要参与者。中国需要内外统筹,战略主导,完善全球金融战略,统筹考虑人民币国际化、区域货币合作和国际货币体系改革,三箭齐发,使得全球金融战略更好地服务金融稳定大局,服务经济建设和改革开放大局。

其次,中国参与国际货币体系改革具有特定的利益诉求和参与重点。中国在参与国际货币体系改革中需要明确的利益诉求:一是核心利益方面,应该保障内部金融体系的稳定、发展和安全,保证货币政策独立性和有效性,保障储备资产的安全性、流动性和盈利性,并加强中国参与国际货币事务的参与权和主动性。二是在国际货币体系改革方面,中方应该重点关注超主权货币的建设及相关的汇率稳定机制以及国际货币发行机制。三是在风险管控方面,积极推进和完善金融风险防范机制及其相关的区域和全球金融风险预警防范机制,特别是宏观审慎框架、流动性管理机制

以及金融安全网,同时利用美国国会通过IMF改革方案的时间窗口,积极推进国际货币体系的治理结构改革,特别是IMF、世界银行和金融稳定理事会等的治理改革。

再次,中国应该积极主动推动SDR成为超主权货币:一是完善SDR的货币篮子,在人民币加入SDR的同时,可以倡导更多货币加入SDR,比如卢布、雷亚尔、卢比等主要经济体货币,提高SDR的代表性和权威性。尽管下次SDR货币篮子纳入其他货币的可能性很小,但这种倡议有助于增加中国的话语权。二是大力推进SDR定值方式,特别是篮子货币的选择标准和权重计算方式,推动出口、GDP双重指标标准,以在下次审议中提升人民币的权重。三是强力推进SDR的国际货币功能。

在强化SDR超主权货币功能方面,包括五个方面重要的内容:一是扩大SDR的使用范围,打破SDR仅用于官方储备的限制,扩展至私人部门,使之成为在私人部门交易的国际储备货币;二是扩大完善SDR的功能,打破SDR仅作为记账单位的限制,建立SDR与主要货币的清算机制,推动其成为国际贸易和金融交易广泛接受的支付、交易和清算工具;三是创设以SDR为计价单位的金融产品,建立相应的完善金融市场及制度,提高SDR金融产品的流动性,可以倡议IMF发行SDR计价的债券作为开端;四是建立完善SDR的计价货币职能,使其广泛应用于国际贸易、大宗商品和投资等领域,减少单一货币波动风险和冲击;五是建立完善SDR发行的准备机制,从人为计算币值向有以实际资产支持的方式转变,可以倡议重启替代账户机制作为SDR的发行准备。

从次,中国应该积极主动推进人民币加入SDR的后续改革。一方面,由于过去几年,利率、汇率等要素改革进展较快且卓有成效,人民币加入SDR后,由于计值的需求和国内改革的要求,利率市场化和汇率市场化可以深入推进。另一方面,人民币加入SDR要求更加开放的金融市场和资本账户,但是,金融市场和资本项目的开放对金融风险防控的能力要求较高,此类改革应该审慎稳妥推进。

最后,需要警惕相关的成本与风险。人民币加入SDR在中长期存在利率市场化、汇率市场化、资本项目开放和金融市场开放以及制度改革等风险与成本,同时还会面临政策独立性以及国际博弈压力。中国需要警惕相关的金融风险,特别是加入SDR后国际社会对国内经济金融货币政策压力。当然,利率市场化、汇率市场化以及金融体系改革和制度压力从中长期对中国是有利的,也是中共十八届三中全会全面深化改革对完善金融市场体系的基本要求。值得特别注意的是,在现有条件下,资本项目开放和金融市场开放的风险较大。人民币加入SDR货币篮子已成为既定现实,在未来的发展中,需要协调与资本项目和金融市场开放的关系,注重发达经济体政策的外溢效应,注重内外风险共振的冲击,建立更加统一、完善和有效的金融监管体系和宏观审慎管理框架,坚决守住不发生区域性和系统性风险的底线,确保金融稳定与安全。

参考文献

- 伯纳丝,阿吉斯、坎佩尔,代米恩、徐奇渊(2012):《应尽快让人民币加入SDR》,《国际经济评论》,第1期。
- 丁志杰(2010):《应积极推动人民币成为特别提款权篮子货币》,《现代国际关系》,第6期。
- 葛华勇(2010):《人民币应该进入特别提款权货币篮子》,《中国改革》,第10期。
- 管涛、赵玉超、高铮(2014):《未竟的改革:后布雷顿森林时代的国际货币体系》,《国际金融研究》,第10期。
- 黄梅波、熊爱宗(2009):《特别提款权与国际货币体系改革》,《国际金融研究》,第8期。
- 霍林格,佩吉(2011):《法国支持将人民币纳入特别提款权货币》,《金融时报》中文版,2011年2月15日。
- 拉加德(2015):《人民币加入SDR是时间问题》,http://finance.ifeng.com/a/20150323/13573847_0.shtml.2015-3-22。
- 刘影(2014):《人民币加入SDR问题研究》,《区域金融研究》,第1期。
- 钱文锐、潘英丽(2013):《SDR需要人民币:基于SDR定值稳定性的研究》,《世界经济研究》,第1期。
- 乔普森,巴尼(2011):《卡恩建议把人民币加入IMF货币篮中》,《金融时报》中文版,2011年2月11日。
- 乔依德、徐明棋(2011):《加强SDR在国际货币体系中的地位和作用》,《国际经济评论》,第3期。
- 石建勋、郑超洪(2014):《特别提款权定值货币新标准与人民币国际化》,《国际经贸探索》,第2期。

郑联盛：人民币加入 SDR 货币篮子及其对金融改革的影响

- 王芳、涂永红(2015):《应当积极推动人民币成为 SDR 组成货币》,《国际金融》,第 1 期。
- 王信(2011):《改革国际货币体系、进一步发挥 SDR 作用的前景分析》,《外交评论》,第 3 期。
- 新华社(2011):《IMF 称暂时不会把人民币纳入 SDR 篮子中》,http://forex.xinhua08.com/a/20110209/285023.shtml。
- 易纲(2015):《希望人民币在不远将来成为 SDR 的篮子货币》,中华人民共和国十二届全国人大三次会议新闻中心举行记者会,2015 年 3 月 12 日。
- 余永定(2013):《资本项目开放宜谨慎》,http://economy.caixin.com/2013-06-05/100537598.html.2013-6-5。
- 余永定(2014):《构建多极化储备货币体系与中国利益》,《第一财经日报》,2014 年 12 月 12 日。
- 张瑾(2013):《G20 框架内的国际货币基金组织改革》,《国际观察》,第 3 期。
- 张鹏、朱珠(2013):《建立基于特别提款权储备体系的实践选择》,《国际经济合作》,第 2 期。
- 张宇燕(2009):《角逐货币霸权》,《商务周刊》,2009 年 1 月 16 日。
- 赵冉冉(2013):《人民币国际化背景下我国推动人民币加入 SDR 的动机及路径》,《国际金融研究》,第 3 期。
- 郑联盛(2009):《替代账户机制:历史、含义与约束》,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工作论文, No. 09029.2009-3-4。
- 郑联盛(2011):《人民币加入 SDR 货币篮子的可行性分析和中国的政策选择》,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工作论文, No.2011W16.2011-9-5。
- 郑联盛(2015):《人民币加入 SDR 有利于深化金融改革》,《光明网》,2015 年 12 月 10 日。
- 郑联盛(2016):《替代账户:历程、机制、问题与改革前瞻》,《国际经济评论》,第 1 期。
- 郑联盛、张明(2015):《中国政府应强力推动人民币加入 SDR 吗》,《国际金融》,第 7 期。
- 中国人民银行(2015):《人民币国际化报告 2015》,2015 年 5 月。
- 中国新闻网(2015):《美国财长:不批准国际货币组织改革损害美国利益》,http://www.chinanews.com/gj/2015/03-20/7145116.shtml。
- 周小川(2009):《关于改革国际货币体系的思考》,http://www.pbc.gov.cn/detail.asp?col=4200&id=279.2009-3-23。
- 周小川(2015):《IMF 及 SDR 改革》,http://finance.ifeng.com/a/20150323/13573847_0.shtml.2015-3-22。
- Bryant, Ralph (2009): “G20 and Reform on International Monetary System”, Speech at The Asia-Pacific Finance and Development Institute (AFDI), March 25。
- Camdessus, M., A. Lamfalussy and T. Padoa-Schioppa (2011): “Reform of the International Monetary System: A Cooperative Approach for the Twenty First Century”, http://global-currencies.org/smi/gb/telechar/news/Rapport_Camdessus-integral.pdf.
- Cheng, H. (1980): “Substitution Account”, Federal Reserve Bank of San Francisco, March 17.
- Federal Reserve Bank of New York (1979): “A Substitution Account: Precedents and Issues”, *FRBNY Quarterly Review*, Summer.
- G20 (2009): “Declaration on Strengthening the Financial System”, http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009ifi.html.
- Garber, P. (1993): “The Collapse of the Bretton Woods Fixed Exchange Rate System”, NBER Working Paper, No.6876.
- IMF (2001): “Evolution of the SDR: Paper Gold or Paper Tiger”, http://www.imf.org/external/pubs/ft/history/2001/ch18.pdf.
- IMF (2009): “IMF Governors Formally Approve US\$250 Billion General SDR Allocation”, http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pr09283.htm.
- IMF (2011): “Enhancing International Monetary Stability——A Role for the SDR”, http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/010711.pdf.
- IMF (2014): “Special Drawing Rights”, http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.htm.
- IMF (2015): “Articles of Agreement of the International Monetary Fund”, http://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/index.htm.
- Kenen, P. (1994): *Managing the World Economy: Fifty Years after Bretton Woods*, Institute for International Economics.
- MaCauley, R. and C. Schenk (2014): “Reforming the International Monetary System in the 1970s and 2000s: Would an SDR Substitution Account have Worked?”, BIS Working Paper, No.444.
- Ossola Group (1965): “Report of the Study Group of Reserve Assets”, http://www.bis.org/publ/gten_b.pdf.
- Prasad, E. (2015): “The Dollar Trap”, Presentation on the Conference ‘Impact of Renminbi Internationalization on China’s Economy and Global Finance’, 2015.3.17.
- Roubini, N. and B. Setser (2005): “Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005–2006”, http://www.frbsf.org/economic-research/files/Roubini.pdf.
- Truman, E. (2010): “The International Monetary System and Global Imbalances”, Policy Brief No.10-04, Peterson Institute for International Economics.
- Williamson, J. (2009a): “Understanding Special Drawing Rights”, Policy Brief No.2009-11, Peterson Institute for International Economics.
- Williamson, J. (2009b): “Why SDRs Could Rival the Dollar”, Policy Brief No.2009-20, Peterson Institute for International Economics.

(责任编辑:马辰 赵一新)