

SDR 债券撼动美元世界？*

这次央行是认真的

2009年3月，人民银行行长周小川提出了在国际储备中扩大“特别提款权”（SDR）用途，从而降低对美元依赖程度的建议。该观点得到了包括俄罗斯、巴西等国的积极响应。时任法国总统的萨科齐也在不同场合多次表态，支持国际货币体系多元化。此后，联合国成立了斯蒂格利茨领衔的金融专家委员会（中国社会科学院余永定研究员是其中唯一的中国专家）。之后，委员会发布的《斯蒂格利茨报告》第五章，专门分析了全球储备体系和 SDR 的作用，同时提出要强化 SDR 的作用。

危机之后，弱化美元的作用似乎只是大家的一厢情愿。而实际情况恰恰相反，美元地位甚至还得到了一定的强化。理想与现实的差距，引发了对于 2009 年 3 月周小川行长讲话的猜想，美国舆论甚至提出了颇具有想象力的揣测：一种猜测认为，央行积累巨额外汇储备面临批评的声音，这种表态可以应对批评，表明央行非常重视、并且在认真研究这一问题。另一种猜测认为，当时伦敦峰会在即，周小川行长的表态，只是要表达中国对现行国际货币体系的不满，从而应对美国在其他方面的一些指责，比如中国巨额的国际收支顺差。

*本文已发表于《澎湃》。

不管是哪一种猜测，都没有认为中国是真的在把 SDR 当作一回事。当时，国际金融学界另一位著名的美国经济学家，Eichengreen 就说，“**如果中国认真(serious)想提升 SDR 的储备货币地位，那中国就应该采取措施创造 SDR 的流动性——特别是，中国应该发行自己的 SDR 计值的债券。**”

对美国来说，Eichengreen 教授的断言不幸地一语成谶——中国的 SDR 债券真的来了！2016 年 3 月 31 日，在 G20 国际金融框架高级别研讨会上，央行行长周小川表示，中国将于近期使用美元和 SDR 作为外汇储备数据的报告货币，并积极研究在中国发行 SDR 计值的债券。看来这一次，央行确实是认真的！

吸引力

在 3 月 31 日会上，周小川行长表示，SDR 有助于增强国际货币体系的稳定性和韧性。而且，SDR 债券作为一种篮子货币计值的债券 (basket bond)，确实有其内在优势。从历史上来看，一共出现过 4 种篮子债券：欧洲记账单位计值债券、欧洲货币单位计值债券、欧元债券，以及 SDR 债券。根据国际清算银行经济学家 Dammers 和 McCauley 对历史的总结，篮子货币的债券具有三个方面的吸引力：多元化配置、监管套利和收敛式交易 (convergence trade)。

其中，多元化配置的吸引力，主要针对零售市场上的个人投资者而言。例如，一般而言，每个金融市场都有其最低门槛，对于个人投资者而言，SDR 债券无疑降低了多元化配置资产的门槛。再如，中国政府尽管发债，但也难以同时找到以美元、日元、欧元等为计值的、期限相同的中国政府债券。因此，SDR 计值的中国政府债券就为这种多元化投资提供了一个选项。

不过，多元化配置资产的吸引力主要局限于零售市场。在批发市场上，对机构投资者而言，要接受 SDR 计值的债券仍有很大障碍。债券的机构投资者通常是养老基金或者保险公司，但是这些机构的负债通常是本国的货币，如果大量购买 SDR 债券将带来资产与负债两端的货币不匹配，从而带来货币错配风险*。

此外，监管套利和收敛式交易这两点，也是在欧共体、欧洲汇率协调机制等特定历史条件下才具有的好处，SDR 债券难以类比。比如，欧洲货币单位 (ECU) 计值的债券之所以能够带来监管套利的机会，是因为两个条件：其一，德国马克在 ECU 当中占据最大权重；其二，当时德国官方对于非居民投资马克债券实施了管制。这时候 ECU 债券就成了非居民投资马克债券的替代品，并成为监管套利工具。

但是在 SDR 债券当中，除了人民币，其他国家的金融市场都是完全开放的，而且人民币在 SDR 当中的权重还比较低。因此，即使从监管套利来说，SDR 债券的作用也不强。除非是亚洲货币单位 ACU 计值的债券，这时候人民币权重最大，倒是有可能实现与 ECU 债券类似的监管套利。

先天不足

篮子债券的先天不足，根源于其内在优势。首先，和多元化配置相伴生的还有 SDR 债券的复杂性、甚至不确定性。比如，人民币刚刚进入 SDR 篮子，今后 IMF 如果再次评估 SDR，发现货币权重需要调整、甚至需要引入新的货币。那么此前发行的 SDR 债券如何对汇率、利率进行计值？SDR 篮子调整的不确定性，将给 SDR 债券发行也带来不确定性，在无法解决这种不确定性的情况下，SDR 债券的期限结构可能偏向于中短期。

此外，多元化配置对机构投资者可能意味着更大的风险，因此投资者主要是个人投资者。而个人投资者的规模较小、甚至很多可能是一次性购买就持有到期——这导致了篮子债券缺乏流动性！而市场流动性进一步决定了交易成本、或者说买一卖价差。一个低流动性的市场，其变现面临的买一卖价差将会较高。此外，能否迅速变现，这在一定程度上也是资产安全性的应有之义。如果无法建立起 SDR 债券市场的流动性，那这个市场的发展空间也将比较有限。

实际上，前几十年的 SDR 债券市场并不成功。自 SDR 诞生以来，共有 13 支 SDR 债券，总值合计不到 6 亿美元。难怪国际清算银行经济学家 Dammers 和 McCauley 说，SDR 债券在债券市场上顶多也只是一个配角。事实上，目前除了欧元计值的债券之外，还没有哪一种篮子债券谈得上真正获得了发展。

SDR 债券：能否摆脱世界语的困境？

那么这次周小川行长提出的 SDR 债券，和以前有什么不同吗？

有！

过去的 SDR 债券发行主要是商业机构或者是小型政府，比如，瑞典南部的一个城市，或者是瑞士的一家手表企业。而这次确实不同，中国这个大块头开始考虑 SDR 债券了。Eichengreen 就认为，中国这样的国家如果发行 SDR 债券，是非常有意义的，其意义甚至远远大于中国从 IMF 购买 SDR 债券。因为中国的 SDR 债券是可交易的，有

可能形成相应的二级市场。

但是，由于前面提到的原因，SDR 债券至少在一开始（甚至可能在相当长时期内）都会缺乏流动性，因此中国发行 SDR 债券必然面临额外的、较高的成本，以补偿投资者将要面对的低流动性。但是 Eichengreen 认为这种成本其实是一种长期投资，这种投资有可能培育出一个更加稳定的国际货币体系。不过，民工君认为这应该算是一种风险投资（VC）。而且，这笔风险投资不仅需要中国这样的投资人，也取决于 IMF 自己能不能争气。还好，在 3 月 31 日的会上，IMF 总裁拉加德也回应了周小川行长的观点，表示将积极进行这方面的尝试。

但是 IMF 能在多大空间上推动 SDR 的使用，也面临着诸多挑战，Eichengreen 认为至少有两大障碍：其一，IMF 能不能成为 SDR 的做市商（market maker），与所有的国家和私人交易者进行交易，让 SDR 这个全球交易市场运转起来。IMF 的这个新角色，能否得到包括美国在内的成员国支持，这也是一个问题（美国的投票权超过 15%，而通过一项重要的决议需要 85% 以上的投票权）。其二，伴随的一个问题，当 SDR 真的成为国际金融市场的重要资产，那么就需要 IMF 能够为全球金融市场随时提供充足的 SDR 流动性——这实际上已经是一个全球央行的范儿了。现在看来还相当遥远。

最后，借用 Eichengreen 和 Frankel 教授的一个比喻：如果把货币体系比作语言体系，那么美元就是英语，SDR 就是世界语。世界语，由波兰籍犹太人柴门霍夫博士创造，综合了多种语言的规律、更能体现交流的平等性，但是却始终未能在全世界得到推广。SDR 能否避免世界语的困境？中国央行决心一试！

*说明：文中提到持有 SDR 债券可能带来货币错配问题，实际上对非美元国家金融机构而言，持有美元债券同样也可能会带来货币错配问题。但是至少由于以下两个原因，美元资产带来的货币错配问题相对较小：其一，机构投资者本身可能也面临美元负债，比如美元存款、美元计值的保费等债务合约，在这种情况下，投资美元债券并不会产生货币错配。而同时，机构投资者没有 SDR 负债，除非负债结构和 SDR 的货币分布相似，否则就会产生货币错配的风险。其二，国际金融市场上美元产品的流动性强，即使因为持有美元资产而面临货币错配风险，也容易找到低成本的对冲工具，而对于持有 SDR 资产产生的货币错配，其对冲操作的成本可能更高。

主要参考文献：

Barry Eichengreen (2009), “The World’s Top Currency Faces Competition: The Dollar Dilemma”, *Foreign Affairs*, Vol. 88, No. 5, pp. 53-68, September/October.

Barry Eichengreen and J Frankel (1996), “The SDR, reserve currencies and the future of the international financial system”, in M. Mussa, J. M. Boughton and P. Isard (eds), *The future of the SDR in light of changes in the international financial system*, IMF, Washington DC, pp. 366.

Clifford R. Dammers and Robert N. McCauley (2006), “Basket weaving: the euro market experience with basket currency bonds”, *BIS Quarterly Review*, pp 79-92, March.

约瑟夫·E. 斯蒂格利茨，联合国金融专家委员会成员，《斯蒂格利茨报告：后危机时代的国际货币与金融体系改革》，新华出版社，北京，2011年，第205—216页。

周小川，关于改革国际货币体系的思考，2009年3月23日，中国人民银行网站。

（笔者单位为中国社科院世经政所）

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。