

2009 年 4 月 9 日

宏观经济研究

德邦证券研究所
陆兴元 CFA
luxy@tebon.com.cn
86-21- 6876 1616

特别提款权能否成为储备货币

摘要

特别提款权是国际货币基金组织于 1969 年创立的一种储备资产,用以预防国际流动性短缺的风险。

特别提款权暂无法取代美元的储备货币地位,这主要是由于美国对 IMF 的控制力度很强,SDR 不能作为交易货币,其信用风险大于美元等。

周小川行长此次在 G20 峰会前夕提出对国际储备货币的讨论,目的并不是要提升特别提款权的地位,而是要为人民币创造更广阔的国际舞台。

G20 峰会前夕,中国央行行长周小川在央行网站上发表了题为《关于改革国际货币体系的思考》的署名文章,指出必须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,以解决金融危机暴露出的现行国际货币体系的一系列问题。在中国的呼吁下,国际货币基金组织 IMF 的特别提款权 SDR 再次引起了世界的关注。

4 月 2 日, G20 伦敦峰会闭幕。在会后进行的新闻发布会上,英国首相布朗表示, G20 峰会决定向 IMF 注资 5000 亿美元,其中中国提供 400 亿美元,欧盟提供 1000 亿美元,日本提供 1000 亿美元。一时间, IMF 俨然成为了全球经济信心和资本的加注器。IMF 与 SDR 能成为世界经济的救市主吗?

一、特别提款权(Special Drawing Right, SDR)

1、特别提款权背景介绍

特别提款权(Special Drawing Right, SDR),是基金组织于 1969 年创立的一种储备资产,用以预防国际流动性短缺的风险。特别提款权依据成员国在基金组织份额中所占比重而“分配”(分发)给它们。从创立以来,已向成员国分配总共 214 亿特别提款权,其中 1970-72 年期间分配 93 亿特别提款权, 1979-81 年期间分配 121 亿特别提款权。

目前,特别提款权作为储备资产的用途有限。其主要功能是作为基金组织和一些其他国际机构的记账单位,并作为结算欠基金组织债务的付款方式。特别提款权不是货币,也不是对基金组织的债权,而是对基金组织成员可

自由使用货币所具有的潜在权利。

特别提款权持有者可通过两种方式用特别提款权换取此类货币：第一，通过成员国之间的自愿性交换安排；第二，由基金组织指定对外头寸良好的成员国用可自由使用货币向对外头寸不良的成员国购买特别提款权。

2、特别提款权汇率

特别提款权的价值基于一篮子主要国际货币的加权平均值。计价方法每五年检查一次。上一次检查于 2005 年 11 月完成，基金组织执董会决定对定值货币篮子作出变更，生效日期为 2006 年 1 月 1 日。

下表为设立至今，各货币权重。

	1969/7-1974/6	1974/7-1978/6		1978/7-1985/12		1986/1-1990/12		1991/1-1995/12		1996/1-2000/12		2001/1-2005/12		2006/1-	
货币	比重	比例	数量	比例	数量	比例	数量	比例	数量	比例	数量	比例	数量	比例	数量
黄金（克）	0.888671														
美元		0.33	0.4	0.33	0.4	0.42	0.54	0.42	0.452	0.4	0.572	0.39	0.582	0.45	0.577
德国马克		0.125	0.38	0.125	0.32	0.19	0.46	0.19	0.527	0.21	0.452	0.21	0.446	0.29	0.426
日元		0.075	26	0.075	21	0.13	34	0.15	33.4	0.17	31.8	0.18	27.2	0.15	21
法国法郎		0.075	0.44	0.075	0.42	0.13	0.74	0.12	1.02	0.11	0.8	0.11	0.813	0.29	0.426
英镑		0.09	0.045	0.075	0.05	0.13	0.071	0.12	0.0893	0.11	0.0812	0.11	0.105	0.11	0.0984
加拿大元		0.06	0.071	0.05	0.07										
意大利里拉		0.06	47	0.05	52										
荷兰盾		0.045	0.14	0.05	0.14										
比利时法郎		0.035	1.6	0.04	1.6										
瑞典克朗		0.025	0.13	0.02	0.11										
澳大利亚元		0.015	0.012	0.015	0.017										
丹麦克朗		0.015	0.11												
挪威克朗		0.015	0.099	0.015	0.1										
西班牙比塞塔		0.15	1.1	0.015	1.5										
奥地利先令		0.01	0.22	0.015	0.28										
南非兰特		0.01	0.0082												
沙特阿拉伯里亚尔		0.03	0.13												

[illegible]

注：由于德国马克和法国法郎已被欧元所取代，上表中的灰色部分表示为欧元。

3、特别提款权利率

特别提款权利率是这个篮子中各种货币的市场上短期工具利率的加权平均值。每星期计算一次，成为计算基金组织常规融资利率以及向基金组织债权成员国所支付利率的依据。

二、特别提款权暂无法取代美元的储备货币地位

特别提款权诞生至今已经有 40 年了，在这期间，美元的储备货币地位依然稳固。特别提款权在国际储备总额中，1971 年占 4.5%，1976 年下降到 2.8%，1982 年重新增加到 4.8%，十几年来基本上没有什么进展。2009 年末，发行在外的特别提款权的金额约相当于 3200 亿美元，占世界外汇储备总额的 4.83%。而同期，美元占到世界外汇储备的 64%，欧元占 26.5%，日元占 3.3%。

未来,特别提款权要成为世界主要储备货币依然困难重重,这主要是由于:

1、美国对 IMF 的主导地位。

下表列出了 IMF 主要成员国 SDR 的分配比例和投票权比例。

IMF 成员国	配额（百万 SDRs）	配额（所占百分比）	投票权（票数）	投票权（所占百分比）
美国	37149.3	17.09	371743	16.79
日本	13312.8	6.13	133378	6.02
德国	13008.2	5.99	130332	5.88
法国	10738.5	4.94	107635	4.86
英国	10738.5	4.94	107635	4.86
中国	8090.1	3.72	81151	3.66
意大利	7055.5	3.25	70805	3.2
沙特阿拉伯	6985.5	3.21	70105	3.17
加拿大	6369.2	2.93	63942	2.89
俄罗斯联邦	5945.4	2.74	59704	2.7
荷兰	5162.4	2.38	51874	2.34
比利时	4605.2	2.12	46302	2.09
印度	4158.2	1.91	41832	1.89
瑞士	3458.5	1.59	34835	1.57
澳大利亚	3236.4	1.49	32614	1.47
墨西哥	3152.8	1.45	31778	1.43
西班牙	3048.9	1.4	30739	1.39
巴西	3036.1	1.4	30611	1.38

韩国	2927.3	1.35	29523	1.33
委内瑞拉	2659.1	1.22	26841	1.21
瑞典	2395.5	1.1	24205	1.09
其余 165 国	60081.4	29.14	637067	28.78

从 IMF 的决策机制上看，国际货币基金组织衡量成员国投票权大小的因素大概有四个，包括国内生产总值、贸易开放程度、经济多样化程度以及外汇储备数量。照此计算，美国仍会拥有大把的投票权。

而根据 IMF 的议事规则，IMF 重大议题都需要 85% 的通过率，而美国在 IMF 中占有 16.83% 的投票权，因此美国实际享有一票否决权。

这也就决定了设立在华盛顿的 IMF 受制于美国的程度之大是不允许它采取大规模的行动去损害美元地位的。

2、特别提款权不能作为交易货币。

目前，特别提款权只是一种记账货币，不能直接进行采购或投资。如果要使用 SDR，必须先与其他成员国交换成可兑换货币。而使用美元则相当方便，美元作为国际交易货币的地位还不能替代。国际贸易中没有人会用特别提款权去标价，而拥有美元的投资者可以方便地买到美国的股票和债券。

3、特别提款权的信用风险大于美元。

国际货币基金组织的目的，是为陷入严重经济困境的国家，提供协助。对于严重财政赤字的国家，基金可能提出资金援助，甚至协助管理国家财政。而受援助国需要进行相应的改革。

IMF 从成立以来的收入模式高度依赖来自向金融危机国家贷款活动的收入。因此，若这些经济陷入困境的国家无法归还 IMF 的援助贷款，IMF 同样面临损失乃至破产的风险。支撑 IMF 信用的是其各成员国缴纳的外汇及黄金储备。若各金融危机国均出现大面积违约，IMF 的破产风险依然是存在的。

而美元的背后是由美国这个国家的所有资产，包括其黄金储备，以及美国企业的经营税收来进行支撑的，其安全性大于特别提款权。

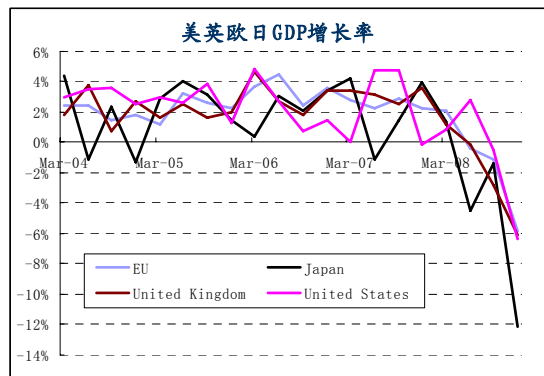
4、特别提款权的本质是信用货币篮子

目前，特别提款权是以欧元、日元、英镑和美元组成的“一揽子货币”定值的。当前的加权比例为：

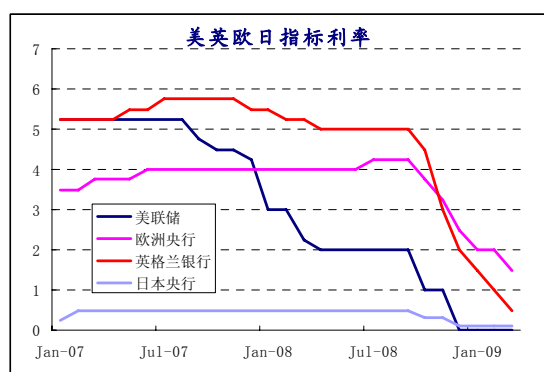
货币	组成一个特别提款权的每一种货币数量	加权比例 (%)
欧元	0.426	29
日元	21	15
英镑	0.984	11
美元	0.577	45

从上表中可以看到，美元和欧元对 SDR 的影响最大，两者合计达到 74%。若西方主要经济国家的币值不稳定，特别提款权的币值稳定就无从谈起。

因此，如果用美元储备换入 SDR，实质上就是换入了一揽子货币，由对美元的风险分散为若干其他货币的风险。



但其他发达国家境况也不容乐观。左图为西方主要国家经季节调整后年化 GDP 增长率走势图。2008 年四季度，美国季度年化 GDP 增长率为-6.3%，日本-12.1%，英国-6.1%，欧元区 15 国-6.2%，均呈现出大幅收缩。



为了刺激经济增长，各国大幅放松货币政策，至 2009 年 3 月末，美联储的利率目标为 0%-0.25%，日本为 0.1%，欧洲为 1.5%，英国为 0.5%。4 月 2 日欧洲中央银行宣布将欧元区主导利率降低 0.25 个百分点，即从 1.50% 下调至 1.25%。而美国、日本、英国都已进入零利率时代，未来这些国家很可能将继续以定量宽松政策来扩张货币。

因此，从这个角度来看，储备 SDR 只能将美元风险部分分散到欧元、英镑和日元，并不能规避信用货币贬值的风险。

三、中国政府的真正意图是推动人民币国际化

周小川行长此次在 G20 峰会前夕提出对国际储备货币的讨论，目的并不是要提升特别提款权的地位，而是要为人民币创造更广阔的国际舞台。

1、中国对 IMF 注资持审慎态度。

就象前面所谈到的，特别提款权有其自身的问题，最关键的是美国对于 IMF 的控制力很强，美国不会凭空为自己制造一个竞争对手。除非美国在这个问题作出很大让步，对 IMF 的现有组织架构进行大刀阔斧的改革，否则中国是不太可能去趟这滩浑水。

自英国首相布朗在 G20 峰会上表示，中国将向 IMF 注资 400 亿美元后，中国方面尚未单独出面证实对 IMF 计划中的注资。据媒体透露，中国将通过购买国际货币基金组织(IMF)发行的特别提款权(SDR)债券，来向后者注资 400 亿美元。由于债券有到期赎回机制，若中国以购买债券的方式注资，其风险将小于直接注资。这也表明中国对 IMF 注资态度谨慎。

2、通过货币互换，扩大人民币的使用范围。

近期中国人民银行先后与韩国央行签署了 1800 亿元框架协议，与中国香港特区金管局签署了 2000 亿元正式协议，与马来西亚央行签署了 800 亿元正式协议，与白俄罗斯央行签署了 200 亿元正式协议，与印度尼西亚央行签署了 1000 亿元正式协议。3 月 29 日，与阿根廷中央银行签署了 700 亿元框架协议。至此，中国已与六个国家或地区签署了总额 6500 亿人民币的

双边本币互换。

过去中国与这些国家的贸易过程中，大量使用美元作为结算货币，通过货币互换，这些国家可以使用人民币来支付货款，进行结算。从而绕过美元，扩大了人民币的使用范围。

3、推动跨境贸易人民币结算试点。

国务院总理温家宝 4 月 8 日主持召开国务院常务会议，决定在上海市和广东省广州、深圳、珠海、东莞等 5 个城市开展跨境贸易人民币结算试点。使用人民币结算对于外贸企业的最大好处是减少了汇率变化带来的定价成本，可以在贸易谈判中一次性锁定价格，从而帮助企业分散汇率风险，减轻企业压力。同时，这也将使人民币逐步成为区域结算货币，是中国最终实现人民币国际化的重要一步。

4、将上海建设成为国际金融中心

国务院总理温家宝 3 月 25 日主持召开国务院常务会议，审议并原则通过关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业、建设国际金融中心和国际航运中心的意见。会议提出，到 2020 年，将上海基本建成与我国经济实力和人民币国际地位相适应的国际金融中心、具有全球航运资源配置能力的国际航运中心。这则消息已经大致提出了人民币国际化的时间表，即到 2020 年人民币要基本实现国际贸易货币、投资货币、储备货币。

从中国政府近期的一系列举措中可以看出，中国政府此时引发对国际储备货币的争论，其目的在于削弱美元在国际储备货币中的影响力，从而为人民币在国际舞台上争取一席之地。

总部

德邦证券股份有限公司
上海市福山路 500 号
城建国际中心 26 楼
电话：021-68761616

上海

德邦证券股份有限公司
凉城路营业部
上海市虹口区凉城路 479 号
电话：021-65299887

德邦证券股份有限公司
浦东南路营业部
上海市浦东南路 500 号
国家开发银行大厦 10 楼 C 座
电话 021-58887251

德邦证券股份有限公司
志丹路营业部
上海市志丹路 158 号
电话：021-56078154

德邦证券股份有限公司
岳州路营业部
上海市虹口区岳州路 58 号
电话：021-65015533

北京

德邦证券股份有限公司
光华路营业部
北京市朝阳区光华路 14 号
嘉都大厦 A 座 4 层 409
电话：010-65089558

广州

德邦证券股份有限公司
体育西路营业部
广东省广州市体育西路 189 号
城建大厦 11 楼
电话：020-38796656

TEBON 德邦证券

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司就不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券股份有限公司所有。未获得德邦证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。