

人民币加入特别提款权货币篮子：一个法律层面的思考

宋晓燕

(上海财经大学 法学院, 上海 200433)

摘要:人民币加入国际货币基金组织特别提款权货币篮子(Special Drawing Rights, 以下简称SDR^①), 是要在人民币资本项目尚未完全自由兑换的前提下, 通过IMF对中国在全球经济和金融市场中地位不断上升的认可, 推动更多国家选择人民币作为储备货币, 从而加速人民币国际化进程。根据SDR货币篮子定值框架实行的两个货币选择标准, 我国央行采取了一系列针对性举措, 有力地提高了人民币的“可自由使用性”。但加入之后中国货币政策的独立性、汇率政策框架的透明和稳定, 都需要通过国内法律完善和依托国际法来促进金融改革的制度化进程。

关键词: SDR; 可自由使用; 操作性问题; 央行独立性; 汇率干预

中图分类号: DF438.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2016)05-0116-13

一、引言

人民币加入国际货币基金组织特别提款权货币篮子(以下简称“入篮”), 历时六年^②, 被认为是近年来中国以货币国际化融入全球的最重要事件。国内评论多给予正面回应和高度评价, 当然也不乏从建设性角度提出问题和建议者。究竟如何看待人民币“入篮”, 其根本恐怕还是要回到国内金融改革和人民币国际化的大格局下, 来分析人民币入篮对我国的汇率市场、货币政策、资本项目可兑换所带来或将带来的影响。在此基础之上本文将进一步讨论, 我们距离人民币国际化所需要的市场和法律还有多远。

对于该问题, 已有成果基本是从对国内金融改革的影响来进行分析和阐述的, 为进一步展开法律问题的研究提供了良好的基础。

对于SDR与国际储备货币的关系, 有观点将SDR视为一种潜在意义的国际储备货币(周小川, 2009); 能够为全球流动性的不足提供调节(吴润萌和马伟, 2012)。但也有观点认为, SDR从创立初衷来看只是对当时美元国际流动性不足的补充, 而并非想取而代之(王任之, 2010; 李仁真和向雅萍, 2012)。SDR事实上只是一种低息信用额度(Aiyar S.S.A, 2009)。大部分观点倾向于认为SDR仍然欠缺而不能成为国际储备货币的能力。原因包括: 使用受限, 不能用来直接干预

收稿日期: 2016-06-20

基金项目: 国家社科基金重点项目自贸区金融法治问题研究(14AFX018)。

作者简介: 宋晓燕(1972-), 女, 安徽蚌埠人, 上海财经大学法学院教授, 博士生导师。

①在IMF官方网站和官方文件中, 用SDRs和SDR作为缩写的都有。前者多用于指被分配的特别提款权单位, 后者多用于指该制度。本文采后一种缩写方式。

②2010年对人民币加入特别提款权货币篮子进行过定值评估, 但由于第二个条件不能满足而未获通过。2015年再次对人民币“入篮”进行全面审核并予以通过。

外汇市场,也不能直接兑换为货币(Aiyar S.S.A, 2009);发行SDR的IMF并不是一个有效的全球中央银行,不像真正的国际储备货币背后都有中央银行的支持(Callanan J., 2010)。

关于人民币加入SDR的利弊分析,有以下观点:人民币加入SDR之后,面对人民币国际化中的困难,人民币将在跨境使用、国际投资、跨境资产管理等方面实现有力推进(涂永红和王芳, 2015; 王有鑫, 2015);有利于提升我国在国际货币体系中的话语权,加快国内金融领域改革(鄂志寰, 2015; 朱海斌, 2015; 田华伟, 2015);可以降低中国在海外的借贷成本,提高人民币在大宗商品上的定价权(鄂志寰, 2015; 王芳等, 2015; 涂永红和郭俊杰, 2015; 朱海斌, 2015)。但也有不少观点认为加入或者不加入SDR,象征意义要大于实质意义,仅代表IMF对中国经济、金融地位在全球提升的认可(李若谷, 2015; 彭兴韵, 2015; 朱海斌, 2015; 刘利刚, 2015; Marsh D., 2015);货币加入SDR并不是成为国际储备货币的充分条件(彭兴韵, 2015);加入之后人民币能否被更多国家接受,还是要看我国的长期实力。同时加入SDR对人民币国际化也带来了资本项目兑换和宏观调控方式转变的压力(鲁政委, 2015)。

关于一国货币加入SDR的法律框架,学者多从可自由使用标准来展开研究。有文章从人民币和世界主要货币在外汇市场交易、国际债券市场和在国际储备中的份额进行比较,分析人民币的差距(易宪容, 2015; 杨燕青和朱映臻, 2015; 齐凤晓, 2015);当然也有观点不赞成以人民币在外汇市场、国际债券市场交易和在国际储备中的份额为标准来评判人民币的入篮(王芳等, 2015; 朱海斌, 2015)。关于我国央行对此做出的努力,包括通过汇率中间价改革促进人民币加入SDR(胡俊英, 2015),中国银行间交易进一步开放、人民币跨境支付系统(CIPS)上线运行(易宪容, 2015)。

本文将在前述研究基础之上首先进一步分析人民币加入SDR的法律框架。SDR定值框架实行两个货币选择标准,一是出口额标准,二是可自由使用性标准。正是第二个标准的认定,最终决定了人民币是否可以成为SDR篮子货币。我国央行为了推动人民币“入篮”,采取了一系列措施来促进汇率利率市场化,以解决若干操作性问题。然而,每五年一次的评估使得我们不得不对这个问题一直保持警醒:应充分了解可自由使用性标准含义的具体指标的发展,了解人民币在国际市场中的发展和差距,以促进人民币在国际化进程中逐步拥有越来越高的可自由使用性。本文接下来重点研究在“入篮”之后如何保持货币政策独立性、汇率政策框架的透明和稳定以及提升人民币国际储备货币的职能,这些均涉及怎样从法律层面的完善来促进金融改革的制度化。本文将从三个方面展开分析:从央行独立性问题探讨货币政策独立性及其对币值稳定的影响;从汇率政策框架的透明和稳定的制度化建设来探讨汇率干预的国际法依据;通过国债市场法律问题的完善来提升人民币国际储备货币的功能。

二、人民币加入SDR的缘起

(一) SDR的国际作用

SDR由国际货币基金组织(IMF)创设于1969年,其性质是一种用于补充成员国官方储备的国际储备资产。布雷顿森林体系造就了直到20世纪60年代,由美国一国为全球提供储备货币,被认为是该体系的根本性缺陷——“特里芬难题”:如果美元供给不足,则全球会面临流动性危机;如果美元供给过多,则美元币值下降进而也带来各国储备价值的损失。以美元为核心的固定汇率制是布雷顿森林体系的核心,为维持该制度,IMF创设了SDR,以作为对美元储备的补充。

从性质而言,“特别提款权不是一种货币,也不是对货币基金组织的债权,而是对成员国

(可自由使用货币)的潜在求偿权。”^①SDR不能在国际贸易或其他交易中充当支付手段,仅相当于一种账面资产,也被称做“纸黄金”。其既不像黄金本身具有价值,也不像外汇是以一国的经济实力作为汇率影响的根本因素,而是仅以IMF的信用为基础来发行的。根据IMF的解释,SDR目前的功能首先是作为各国储备资产的补充,其次是可以同美元一样被作为记账单位,另外在IMF与其成员国间还具有融资功能^②。

从SDR的发行分配来看,迄今共进行了三轮。1970年开始的是第一轮^③。1970—1972年三年共分配93亿SDR。1978—1981年为第二轮共发行121亿SDR。2009年,IMF发行了1 826亿SDR,这是历史上第三轮、也是规模最大的一次发行^④。IMF成员国持有的SDR单位共计达到2 041亿(相当于2 850亿美元)。每一轮发行都根据成员国的份额进行分配,分配到的SDR是一种无成本、无条件的国际储备资产。

从SDR币值设定来看,1969年创设时1单位SDR币值等于1美元。随着固定汇率体系被打破,SDR定值标准也随之改变。1974年7月,IMF正式宣布特别提款权定值与黄金脱钩,改用16种货币作为定值标准^⑤。为了简化SDR定值方法、增强SDR吸引力,1980年9月18日,IMF又宣布将组成“一篮子”的货币简化为5种西方国家货币,即美元、德国马克、日元、法国法郎和英镑。2000年欧元取代德国马克和法国法郎,篮子货币至今便一直由美元、欧元、日元和英镑组成^⑥。2016年10月1日起增加人民币作为第五种篮子货币^⑦。

(二) 加入SDR有助于人民币国际化, 但并非充要条件

“在不少人看来,纳入SDR对于人民币国际化会有很大的推动。不过,纳入SDR对于一个货币成为全球性储备货币并非必要条件。瑞士法郎不是SDR货币篮子成员,但依然是全球最受肯定的高信誉储备货币之一。”^⑧2014年末配置到全部SDR货币的资金总计2 960亿美元,仅占全球储备资产的2%。与此同时,储备资产必须有充足的流动性,而SDR并没有这个作用,SDR无法发挥储备资产的首要功能,因此并非人民币加入SDR就立刻会引起各国实际增加人民币储备,这种权利并不要求SDR持有方真正地按比例计提人民币,在兑换自由货币时也未必非要兑换人民币。所以人民币在SDR的占比并不等于全球外汇储备中人民币占比,成为真正的全球性储备货币还要取决于人民币在交易支付、投资领域被全面接受。

央行之所以积极推进人民币纳入SDR,要放在人民币国际化的大背景下来分析。概而言

^①<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.htm>, 访问日期:2016年7月11日。会员国在发生国际收支逆差时,可用它向IMF指定的其他会员国换取外汇,以偿付国际收支逆差或偿还基金组织的贷款。

^②<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.htm>, 访问日期:2016年7月11日。

^③第一轮发行的原因是由于美国货币政策从紧,导致全球范围内外汇储备流动性匮乏。

^④2008年全球金融危机爆发,美元的地位再次受到冲击和质疑。为了缓解全球金融体系的流动性紧张,同时也希望通过将SDR分配给以往不曾分得SDR的新兴市场国家来更好地反映他们的经济地位,IMF做出了此次发行的决定。

^⑤这16种货币包括截至1972年的前5年中在世界商品和劳务出口总额中占1%以上的成员国的货币。之后随着世界出口总额的变化IMF也曾做过调整。

^⑥Review of the Method of Valuation of the SDR, IMF, October 26, 2010(即《基金组织执董会结束2010年特别提款权定值审查》); Criteria for Broadening the SDR Currency Basket, September 23, 2011(即《基金组织执董会讨论扩大特别提款权货币篮子的标准》)。

^⑦Review of the Method of Valuation of the SDR, IMF, November 13, 2015; 增加人民币之后五种篮子货币的权重将分别为:美元41.73%、欧元30.93%、人民币10.92%、日元8.33%、英镑8.09%。

^⑧“人民币走入SDR, 强势人民币任重道远”, <http://finance.caixin.com/2015-12-01/100880045.html>。

之,就是要在人民币资本项目尚未完全自由兑换的前提下,通过IMF对中国在全球经济和金融市场中地位不断上升的认可,推动更多国家选择人民币作为储备货币,从而加速人民币国际化进程。即使只具有象征意义,对中国政府而言也是极其重要的,加入即相当于对全球市场做出了表态:未来人民币等相关市场化改革仍将持续,因为SDR要求相关的篮子货币遵循市场原则,否则可能会由于影响SDR的稳定性而被淘汰出货币篮子。此举有助于提高各国央行持有人民币作为国际储备货币的积极性,通过IMF为人民币信用背书来增强人民币在国际贸易、投资结算等方面的国际市场地位,降低中国企业在国际市场上的融资成本,促进中国居民全球资产配置效率。当然,这些良好愿望如何得以实现,下文还要进一步分析。

三、人民币加入SDR的法律框架

IMF对SDR货币篮子的审议规则是每5年一次^①,审议时会讨论篮子货币的选择标准和权重等问题。随着人民币国际化进程的展开,为了推进人民币进一步跨境使用、促进各国政府更多地持有人民币储备货币,中国政府正式向IMF提出人民币“入篮”的申请。执董会于2010年进行了SDR定值审查,审查结论是:SDR篮子将继续由四种货币(英镑、欧元、日元、美元)组成。中国当时达到了出口标准,但人民币由于被判定为不能自由使用,即没有达到选择货币的第二个标准,未能进入SDR篮子。IMF于2011年重新探讨了货币选择标准。虽然有一些执董愿意考虑不同的货币选择标准,但大多数还是认为不应降低进入SDR篮子的门槛,应继续维持现行标准^②。经历了过去5年的改革发展,我国再次要求IMF对人民币能否进入SDR启动全面审核,并最终通过了投票表决。

(一) SDR货币选择标准的发展

SDR定值框架实行两个货币选择标准:(1)这些货币是基金组织成员(或包括基金组织成员的货币联盟)发行的货币,在比定值决定生效日期提前12个月截止的五年期间内,这些成员的货物和服务出口值是最大的;(2)这些货币须经基金组织确定,是符合第三十条(f)款的可自由使用货币(Free Usable Criteria, FUC)。

因此,第一个标准就是在过去5年内货物和服务出口额。这个有关规模的标准是为了反映国家在全球贸易中的相对重要性,确保它们有足够的能提供储备资产,并以此来限制篮子中的货币数目。根据“2000年决定”,如果要用某种货币取代篮子中的另一货币,必要条件之一是,某个其货币没有被纳入SDR篮子的成员或货币联盟的出口价值在有关期间内超过某个其货币被纳入篮子的成员或货币联盟,而且超过幅度至少为1%。

可自由使用性标准是为了保证纳入SDR篮子为最能够代表世界贸易和金融体系中使用情况的货币。这个标准于2000年被增列为选择货币的第二条标准,以衡量金融市场广度和深度的各种指标。

“可自由使用货币”一词的定义是《基金组织协定》规定的。第三十条(f)款把可自由使用货币定义为“经基金组织确定,(1)事实上在国际交易的支付中广泛使用和(2)在各主要外汇市场广泛交易的货币”。一种货币必须具备这个定义中的两个要素,即“广泛使用”和“广泛交易”,才能被确定为可自由使用。广泛使用要素的目的是保证有关货币可以直接用于满足某个基金组

^①特别提款权货币篮子五年期审查的依据是2000年10月11日通过的第12281-(00/98)G/S号决定(下文称为“2000年决定”)。

^②Criteria for Broadening the SDR Currency Basket, September 23, 2011.

织成员的国际收支需要,而广泛交易要素则是为了保证,该货币可以间接使用,即可以在市场上兑换成另一种货币,用以满足某个成员的国际收支需要,同时可以合理地保证,这样做不会产生重大的不利汇率影响。可自由使用货币不一定必须在所有外汇市场广泛交易,但必须在一个以上的主要外汇市场中交易^①。

执董会一直依靠量化指标来评估某种货币是否可以自由使用。在评估“广泛使用”程度时,重要因素包括货币在所持官方储备、国际银行负债和国际债务证券当中所占份额,而在评估“广泛交易”程度时,重要因素则包括在外汇市场上的交易量(即交投总额)。在2015年定值评估中,IMF又将货币在官方所持外币资产、国际债务证券发行量以及跨境支付和贸易融资中所占份额作为主要的补充指标,以反映动态的增长状况。这些指标对于人民币“入篮”起到了较好的证明作用。

(二) 我国央行的针对性努力

根据前述两个标准,我国央行采取了多种措施促使人民币满足第二个标准,同时针对货币“入篮”的操作性问题即如何帮助SDR使用方开展人民币业务也采取了很多方法。

1. 关于人民币满足可自由使用货币的量化成果

从“使用广泛性指标”而言,用各种使用广泛性指标衡量,SDR货币篮子中现有的四种货币仍然在国际交易中占有很大比例,与上次审查时一样,美元仍然远远领先于其他货币。人民币的国际使用程度尽管起点较低,但自从上次SDR定值审查以来不断上升,主要表现为:第一,官方外汇持有者已开始积累一些人民币资产,2014年持有的人民币资产相当于510亿SDR,超过前一年的290亿SDR,占官方外币资产总额的1.1%^②;第二,用人民币计值的国际银行负债达到很大数额。国际清算银行的国际银行负债数据仅将当前的四种可自由使用货币和瑞士法郎分开列报。这些货币在国际银行负债总额中占绝大多数。^③用人民币计值的国际银行负债截至2015年第二季度大约为4790亿美元,占总额的1.8%。^④第三,用人民币计值的国际债务证券的数额尽管起点很低,但正在增加。各SDR货币仍占证券的未清偿存量和新发行量的90%以上。2015年用人民币计值的国际债务证券的未清偿余额和发行额分别从2010年的几乎为0上升至总额的0.4%和1%,各位于第9位和第6位;^⑤第四,人民币在跨境支付和贸易融资中的使用量正迅速增加。SWIFT(环球银行金融电信协会)数据虽然覆盖不全面,但作为替代参数,可以显示在跨境交易中把货币用于支付的情况。根据2014年第三季度至2015年第二季度的SWIFT数据,各SDR货币占跨境支付的86%,人民币所占份额从2010年的0.1%增加至2015年1.1%^⑥,在贸易融资信用证的所占份额则达到3.4%^⑦。

^①Review of the Method of Valuation of the SDR, IMF, November 13, 2015.

^②IMF, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves survey. 基金组织的官方外汇储备货币组成(COFER)调查中指明的七种货币包括四种储备货币,以及加拿大元、澳大利亚元和瑞士法郎。其他国家货币都被放入“其他”之列。该年这七种货币的相应比例分别为:美元63.8%、欧元20.5%、英镑4.7%、日元3.8%、加元1.9%、澳元1.9%、瑞士法郎0.3%。

^③国际银行负债可以作为替代参数,显示银行及其客户使用国际货币的情况,但它仅反映未清偿的存量,因此可能反应迟钝,在货币的使用量迅速增加的情况下可能引发问题。

^④BIS Locational Banking Statistics. 单独列报货币的该比例分别为:美元52.8%、欧元28.5%、英镑5.8%、日元2.6%、瑞士法郎1.8%。如将中国香港行政特区、中国澳门行政特区和中国台湾省视为单独实体,用人民币计值的国际银行负债的上限大约为11390亿美元。

^⑤BIS Quarterly Review, Q2, 2015.

^⑥Review of the Method of Valuation of the SDR, IMF, November 13, 2015. 在人民币之前的其他货币比例分别为:美元42.7%、欧元35.4%、英镑4.1%、日元3.4%、瑞士法郎2.5%、加元2.3%、澳元1.8%。

^⑦美元比重最大,为86%,欧元7.2%排列第二,人民币则为第三。

从“交易广泛性指标”来看，人民币在全球外汇交投总额中所占比重已经从上次审查时的低起点迅速上升，人民币在各主要人民币交易中心的即期市场交易额按总净额计算，大约为800亿美元，其中500亿美元是离岸交易。以确认外汇交易的银行间电文为依据的SWIFT数据显示，从2013年第一季度至2015年第二季度，人民币总交易额增加了110%。不过按地区分列的外汇市场活动信息显示，人民币交易在亚洲最为普遍，在欧洲所占比重很小但正在上升，在北美的交易仍然很少。^①

2. 关于人民币成为SDR篮子货币的操作性问题

当确定一个货币是可自由使用货币并将被纳入特别提款权篮子时，会引起一些重要的操作性问题。这些问题包括：(1)必须保证基金组织成员及其代理人和其他SDR使用方(下文统称为“SDR使用方”)可以不受妨碍地使用人民币利率和汇率工具进行投资和对冲；(2)必须确定可以用于SDR定值和基金组织业务的由市场决定的汇率；(3)必须确定一个适当的人民币金融工具，将其纳入SDR利率篮子。央行采取的改革措施包括改善SDR使用方的市场准入、更多地由市场决定在岸利率和提高数据透明度等(汇率改革在下文专门阐述)。

首先，SDR使用方需要得到在岸外汇市场和人民币金融工具的充分准入，以便进行储备管理，包括能够对冲风险。2015年7月，央行放开了在岸固定收益市场对官方机构储备经理的准入，不再对外国中央银行、国际金融机构、主权财富基金和它们的代理人实行固定收益市场投资配额，它们还可以不受限制地使用固定收益衍生工具，并能够选择自己的结算代理人。此外，现在还可以通过电子手段进行交易和确认，有关账户、托管、交易和结算服务的程序也已经简化和标准化。2015年9月下旬，对同一批机构给予了在岸外汇市场的同样准入。这些措施与2015年7月的固定收益市场改革一样，一旦得到实际执行，应使SDR使用方能够不受妨碍地进行与基金组织有关的交易或其他储备管理操作^②。

其次，央行进一步采取措施，由市场来决定在岸利率。在以前所采取措施的基础上，央行于2015年10月23日宣布存款利率充分自由化(贷款利率已经充分自由化)。2010年6月，各大银行获准在遵守年度目标余额配额的情况下，“按市场利率”向家庭和非金融公司发行可转让定期存单，期限从1个月到5年不等，既可采用固定利率，也可采用浮动利率；2010年8月，取消了一年以上定期存款的利率上限。而在以前(2013年以来)只能向金融机构发行可转让定期存单。此外，财政部于2010年9月宣布，开始根据公布的日程安排每星期拍卖三个月债券，第一次拍卖于2010年10月初进行。之所以开展三个月国债的拍卖，是为了解决SDR篮子的参考利率这一技术性问题。

再次，央行在数据透明度方面取得了显著进展。SDR货币的发行者通常达到很高的数据透明度标准，尽管这并不是将货币纳入SDR篮子的正式标准。央行为此采取了若干步骤，包括：(1)宣布接受基金组织的数据公布特殊标准；(2)首次公开发表每季度实际GDP水平；(3)加入IMF官方外汇储备货币组成(COFER)调查，首次报告中国储备中一个有代表性部分的货币组成，并保证逐渐增加报告的部分所占比重；(4)首次向国际清算银行上报国际银行负债数据，并确认争取在2015年12月底之前加入国际清算银行的按地点编制的国际银行统计计划和基金组织协调的证券投资调查。

^①BIS, Triennial Central Bank Survey.

^②2015年9月22日，中国人民银行批准汇丰和中银香港在中国银行间债市发行10亿元和100亿元人民币金融债，这是国际性商业银行首次获准在银行间债市发行人民币债券。此举意在满足IMF关于SDR“可自由使用”的标准。

四、加入SDR之后亟待解决的重要法律问题

央行通过前述各方面改革,使人民币符合了SDR货币篮子法律框架的要求。但加入SDR并非终局性结果。IMF每五年一次的审议,意味着一种货币符合法律框架要求时可以加入SDR,不符合条件时也会退出SDR。IMF亦强调,“既然IMF的189个成员国愿意接受人民币作为SDR的一部分,那么中国在过去一年中对货币政策、利率、汇率的一系列改革必须要制度化,要经得起运营和操作的测试”^①。展望加入之后的中国金融改革,必然绕不开人民币利率、汇率市场化改革如何制度化,以及如何提升储备货币功能的重要法律问题。

(一) 货币政策独立性改革与央行独立性法律问题

2015年8月11日的“新汇改”是人民币加入SDR、进行市场化改革必要且重要的一步。过去,人民币汇率弹性增强主要体现在日波幅限制不断扩大,2014年3月15日扩大至2%,已基本可满足汇率日内波动需要。中间价的改革则一直滞后,由于做市商报价和权重等信息不公开,人民币中间价形成实质上是不透明的,央行保有较大的操作空间。货币加入SDR的操作性问题之一就是汇率,如果确定人民币为可自由使用货币,其被选择的代表性汇率将决定借款成员可以在基金组织购买交易中得到的人民币数额和可能要求它们在进行回购时获得的人民币数额。因此IMF需要的是一个透明而市场化的汇率定价机制,中间价改革就是针对这个问题的重要举措。

当汇率中间价改革真正启动,意味着有管理的浮动汇率制向市场化迈出了关键的一步。随着资本项目进一步开放,资本管制逐步放开,央行追求货币政策独立性的意图已非常清晰。根据蒙代尔—克鲁格曼三元悖论,资本自由流动、货币政策独立和固定汇率制度三者不能同时存在,追求前两个制度目标则必须放弃第三个目标。中国多年的实践也证实了这一点,固定汇率制下为了维持汇率稳定央行不得不动实施货币政策。那么现在的问题是,央行独立性问题对货币政策的制定、实施进而对货币稳定的影响,通过人民币加入SDR又重新摆在我们面前。央行独立性问题是指中央银行履行自身职责时法律赋予或实际拥有的权力、决策与行动的自主程度,主要是指中央银行与政府的关系。SDR篮子的四种货币,其本国央行都具有法律赋予的极高的独立性地位。这种法律地位可以用立法明确规定,可以用问责机关为立法而非行政部门来保障,也可以通过将稳定币值作为中央银行首要或唯一法定目标来实现。央行独立性之所以重要,在于其是货币稳定性的前提。一国政府追求的宏观经济目标,一般包括经济增长、充分就业、币值稳定和国际收支平衡这四项,其中唯有币值稳定和另外三项存在内在冲突,因为它们的实现必须依赖流动性的增加。如果没有约束,政府短期行为导向会使其选择牺牲币值稳定。这就是为什么几个储备货币国家都会用法律赋予央行独立性地位的原因。

在《中国人民银行法》第7条的规定中^②,“在国务院领导下”这几个字明示了中国央行从本质上缺乏独立决策权。客观而言,央行一直在努力提升自己的地位,2014年央行定向降准的举措,排除了财政部、发改委等有关降息的压力,可以理解为货币政策制定部门第一次完整性的对经济局势宏观判断的展示。独立性地位的法律缺失却使得央行的货币政策一再被绑架。危机之后,中央政府推出了四万亿元财政刺激计划,央行也随之实行宽松货币政策,多次下调存款准备金率。而针对农业、小微企业释放的1 000亿元再贷款,以及对保障房领域投入的3 000亿元

^①朱民:《人民币加入SDR,这是IMF、世界经济和中国的共赢》。<http://business.sohu.com/20151202/n429252449.shtml>, 2015年12月2日。

^②《中国人民银行法》第7条规定:“中国人民银行在国务院领导下依法独立执行货币政策,履行职责,开展业务,不受地方政府、各级政府部门、社会团体和个人的干涉”。

等,甚至被认为已经偏离了货币政策的轨道,成为财政政策的替身。SDR货币篮子要求的是币值稳定,不能给储备货币持有国带来过大的风险和成本。我国央行独立性问题将直接影响货币政策的目标、实施和效果。如果不能将币值稳定作为中央银行的首要目标,人民币的稳定性必然是5年之后IMF再次定值评估时考虑的重要因素。

(二) 汇率政策框架的制度化建设与汇率干预的国际法依据

1. 保持汇率政策框架透明、稳定的制度化建设

汇率中间价的改革是人民币加入SDR的重要市场化举措,获得了IMF的赞同。但是IMF也认为,如果在岸与离岸人民币的汇率出现大幅度差异,会给特别提款权使用方的操作带来更大的困难^①。IMF非常关注中国将如何长期保持汇率政策框架的透明与稳定。

在“811新汇改”之前,离岸(CNH)和在岸(CNY)汇率一直在逐渐趋同。然而,在央行于8月11日宣布用新方法确定人民币汇率中间价之后,由于股票市场也同时发生大幅度动荡,市场对经济增长非常担心,离岸与在岸汇率之间的差异急剧扩大^②。这样的利差突增给人民币使用方带来了不确定性,如果持续下去可能导致人民币交易的复杂性和相关成本的升高。在岸和离岸市场的无障碍准入应使成员国在最有利的条件下进行市场交易,从而降低其金融风险,但必须同时在两个单独的人民币市场进行操作,这可能意味着会产生一些额外的行政负担,对冲难度更大,成本更高。

央行采取了一系列的汇率干预措施。干预措施包括:一是动用外汇储备干预,即通过即期市场抛售外汇的直接干预和通过远期协议与掉期协议的间接干预,并取得了显著的效果。但从中长期来看,消耗外汇储备来维持汇率并不是有效且持续的做法。外汇储备的规模毕竟有限,外汇资产的持续流失会造成国内市场的流动性紧缩,引发短期利率上行,这与央行放松货币政策应对经济下行的目标相悖。二是通过资本项目进行干预。首先进一步推动资本项目开放,央行通过调整房地产外资准入政策扩大人民币购售业务范围、升级跨国公司外汇集中运营政策、取消企业发行外债的额度审批、降低参与跨境双向人民币资金池业务企业的门槛等方式来推动跨境人民币资本项目双向流动。短期来看,这些政策对于稳定即期汇率作用不大,但长期来看,资本项目的进一步开放为更加市场化的汇率奠定了基础。其次是加强对资本流出的监控,增强真实性审核,抑制非正常途径外汇流失。再次就是干预离岸市场,增加套利与做空成本。央行通过收窄CNH和CNY汇差,缩小套利空间;通过限制境内人民币向境外流通,使CNH拆借市场供不应求,离岸拆借利率大幅飙升,增加做空人民币的成本。采用政策包括暂停向离岸参加行提供跨境融资、离岸人民币清算行的境内债券回购交易停止、QDII停止新增、暂停个别外资行跨境业务及其参加行的境内外汇业务、对境外同业存款征收存款准备金等。用行政手段来稳定汇率、管制资本流动、打击境外离岸市场,似乎又背离了新汇改的市场化方向。已经有一些特别提款权使用方指出,中国央行针对一系列外汇衍生工具出台的一年无息准备金规定减少了在岸衍生工具市场的流动性,影响在岸市场的对冲^③。

^①基金组织借款人如果是按大大高于现行离岸汇率的在岸汇率收到人民币,与获得其他篮子货币的成员相比,可能会处于不利的地位。汇率差的大幅度波动还会使特别提款权使用方更加难以充分对冲其特别提款权的风险暴露。

^②大幅度汇率差持续了大约六个星期(平均为大约0.9%),随后短暂地缩小,恢复到早先的水平,然后再度出现幅度较大的波动。

^③2015年8月下旬,央行要求各银行将其远期外汇出售的20%存入在人行开立的无息账户,一年不取。这项措施会导致短期交易的成本高于较长期交易,自从其出台以来,远期市场的流动性大幅度下降。

人民币所完成的有管理的浮动汇率制度,改革了管理框架,获得了IMF的认同。IMF认为中国在保持这样的汇率政策不变的基础上,保持政策框架不变、维持框架的透明和稳定是特别提款权审批所要继续坚持的。上述的汇率干预措施,既有对汇率稳定、保持政策框架的努力,也有一些难以长期施行的、并不稳定的暂时性举措。透明、稳定才可以让储备货币持有者对该货币币值具有长期和稳定的预期。如何保持汇率政策框架的透明、稳定,仍需进一步探索。

2. 防范人民币汇率干预的国际法风险

如前文所述,我们看到了中国央行在面对汇率剧烈波动时的干预,其实国际货币基金组织也并未排除政府进行汇率干预的可能。目前的四种篮子货币均实行浮动汇率制,偶尔也进行干预^①。因为即使是这些货币,在一段时期内出现不确定性和偏离经济基本面的情况也不罕见^②。20世纪80年代的《卢浮宫协定》和《广场协定》是以市场干预消除被视为重大汇率失调的重要例子。这些期间的波动和政策干预没有对有关货币作为储备资产的使用情况产生长期影响。可见,汇率干预在IMF的框架下是完全允许的。但是,在对人民币汇率干预时应特别注意可能存在的国际法风险,即中国政府是否非法操纵了人民币汇率问题。

在中国政府是否操纵了人民币汇率的问题上,国内学者存在以下两种截然相反的观点。

一种观点认为,人民币汇率是由市场决定的,不存在政府操纵。有学者指出,“2005年7月21日,我国进一步改革人民币汇率形成机制……决定人民币汇率的基础是市场供求关系,人民币汇率反映了市场力量,中国政府不是人民币汇率的决定者或提供者。”^③另有学者持有同一观点,但理由有所不同。

另一种观点认为,中国政府(具体通过中国人民银行)干预了人民币汇率的形成。有学者对中央银行对外汇市场的干预做了实证检验,得出了以下基本结论:2005年7月汇率改革之前,我国采用变相的固定汇率制,中央银行每日公布人民币的汇率价格,并且不允许汇率过度波动。这一时期人民币汇率很大程度上是中央银行“自主定价”的结果。2005年8月之后,迫于国外舆论的压力,中央银行对外汇市场的政策性干预逐渐减弱,取而代之的是中央银行积极参与到人民币外汇的买卖中,通过影响市场上买卖双方的力量来间接决定人民币汇率的价格。中央银行此时实际上担当了市场上出清者的角色,被动地提供流动性和吸收流动性。^④

中央银行的干预对人民币汇率的形成有着重要影响。但一国政府对于汇率进行管理和某种形式的干预是广泛存在的,中国政府对于人民币汇率的干预是否构成《基金协定》中规定的汇率操纵,还要看其是否符合《基金协定》及相关法律文件的规定。在牙买加体系下,基金组织承认各成员国有选择汇率安排的自由,但《基金协定》第4条第1款规定成员国有义务建立相互间有秩序的外汇关系,该款第(iii)项要求各成员国应避免为阻止国际收支的有效调整或获得对其他会员国不公平的竞争优势而操纵汇率。但该规定是比较原则性的。2007年6月15日IMF执行董事会通过了《对成员国政策双边监督的决定》(简称《新决定》),废止了《1977年汇率政策

^①本次全球金融危机以来,日元是唯一发生重大官方外汇干预的特别提款权货币。2010年9月至2011年11月期间,日本当局进行了四次干预,以阻止日元升值,并在2011年东北地方地震之后加强干预。每次干预最多持续几天。这些干预没有对日元的波动性产生重大持续影响。

^②英镑于1992年脱离欧洲汇率机制,在一段时期内出现高度波动,英镑汇率达到新的水平。

^③韩龙:《人民币汇率补贴论:基于WTO补贴构成条件的审视》,《中外法学》2009年第3期,第413页;韩龙:《人民币汇率是否授予中国出口商以利益》,《法学论坛》2008年第11期,第71页;李晓鄂:《人民币汇率不构成出口补贴》,《世界贸易组织动态与研究》2012年第1期,第19页。

^④王雅杰、陈胜安、杨武挺:《外汇指令流、中央银行干预与人民币汇率的形成》,《经济研究导刊》2014年第14期。

监督的决定》。2007年《新决定》附件对有关汇率操纵的问题做了进一步澄清^①。从语言表述来看，《新决定》并不是在界定“操纵汇率”，而是在界定在什么情况下成员国“违反了IMF协定第4条第1款(iii)项的义务”。只有同时具有操纵行为(客观要件)及特定目的(主观要件)，才构成违反义务的行为；若只有操纵行为而不满足目的要求，则并不违反义务。由此看来，“操纵汇率”是一种中性的表述，不能想当然地视为违反义务的行为。只有在操纵汇率的成员国进一步具有“为阻止有效的国际收支调整或取得对其他成员国不公平的竞争优势”的目的时，才构成“非法操纵汇率”。

IMF指出，“2015年8月11日，人行宣布采用一个新的机制来确定每日参考汇率。新机制要求做市商的报价反映前一天的在岸人民币汇率收盘价、市场供求情况以及其他主要货币的走势。然而，计算每日参考汇率的机制本身没有被公布。此外，人行在市场接近收盘时为指导在岸汇率而进行干预的程度将对参考汇率和市场汇率都产生影响。”^②这段报告中的文字事实上提示了人民币汇率干预时应注意透明，尽量减少其他国家对央行操作空间的可能想象，以确保相应的干预具有充分的国际法依据。

(三) 提升国际储备货币职能与国债市场法律问题的突破

一国货币充分履行国际储备货币的职能，必须要以有良好深度的国债或其他流动性较强的债券市场为基础，因为储备资产的管理和投资，不一定追求极高的收益，但必须是安全性和流动性兼顾，在各类债券产品中，国债最符合这个要求。在实践中，各国持有的美元储备最多，当然会选择投资于美国国债市场，而全球外汇储备的增长也确实一直伴随着美国国债余额的扩张。^③为推进人民币成为国际储备货币，中国一直推动着债券市场的开放。目前已有346家境外机构获准进入银行间债券市场^④，其中“境外央行、国际金融组织、主权财富基金这三类机构通过备案即可运用人民币投资中国银行间债券市场；投资范围也大幅拓展，从仅限于债券现券交易拓展至债券回购、债券借贷，以及债券远期、利率互换、远期利率协议等衍生产品；取消了投资额度限制，参与的境外机构可自主决定投资规模”^⑤。除了这些提升人民币债券在岸市场储备功能的措施，也同时加大了离岸市场的力度。

但是，债券市场的规模和深度仍存在较大问题。根据中国人民银行发布的《2016年6月份金融市场运行情况》，截至6月末，债券市场总托管余额为57万亿元（在2000年时仅为26 518.5亿元），尽管总体规模上已有了很大的发展，但储备货币所要求的高安全性、高流动性的国债托管余额仅为10.7万亿元。就数据而言，和国际储备货币管理的巨大需求相比，中国国债市场的深度和规模仍有很大差距。因此，“要让人民币在将来发挥国际储备货币的职能，就要进一步发展中国

^①2007《新决定》中该部分原文为：1.《基金协定》第4条第1款(iii)项规定，“成员国应避免为阻止有效的国际收支调整或取得对其他成员国不公平的竞争优势而操纵汇率或国际货币体系”。该条款的措辞在本《决定》第二部分的原则A做了重复。下文旨在就此项规定的含义提供进一步指导。2.只有基金组织认定：(a)一个成员国在操纵其汇率或国际货币体系，并且(b)这种操纵是出于第4条第1款(iii)项具体规定的两种目的之一时，该成员国才违反了第4条第1款(iii)项的规定。

^②Review of the Method of Valuation of the SDR, IMF, November 13, 2015.

^③美国财政部统计，2007年至2014年间，国外持有的美国有价证券的量大幅上升，到2014年6月，国外持有的美国长期证券总量达到了约15.54万亿美元，较2007年的9.136万亿美元增长了6万多亿美元；其中，长期国债持有量达到了53 820亿美元，较2007年的19 650亿美元大幅增加34 170亿美元。进一步看，国外部门持有的美国长期国债量占美国长期国债余额的比重一直高于50%。

^④<http://www.chinabond.com.cn/d2s/index.html>，中国债券信息网，访问日期：2016年7月7日。

^⑤彭兴韵：《人民币国际化：功夫在SDR之外》，《上海证券报》2015年12月1日。

的债券市场,尤其是政府债券市场,逐步扩大中国政府债券的发行规模、丰富政府债券的期限结构。”在这个过程中,国债市场存在已久的法律问题显得越发突出,对债券市场发展的限制作用也日益明显,这些问题的系统性解决便显得尤为迫切。

然而市场培育和发展需要一个长期的过程。随着各类金融期货实践的发展,“我国期货市场日益需要制定一部能深入推动市场创新和有效规范市场主体关系(如财产关系、交易关系)的《期货法》”^①。2013年12月10日,全国人大财经委员会召开期货法起草组成立暨第一次全体会议,正式启动期货法立法工作。我国虽已制定了《期货交易管理条例》等期货市场相关的行政法规、部门规章等,但对许多基本的期货市场问题包括金融期货市场缺乏明确的界定,制约了期货市场功能的充分发挥。从对金融期货的立法考量而言,如何合理界定金融期货的定义、如何鼓励期货交易所和证券交易所对产品的竞争、如何保护金融期货投资者、如何平衡金融期货交易规则的特殊性和监管规则的特殊性等,都是需要在金融期货立法中予以考虑的问题。

五、结 语

人民币加入SDR,不会立刻引起各国实际增加人民币储备,人民币在SDR的占比并不等于全球外汇储备中人民币占比,成为真正的全球性储备货币还要取决于人民币在交易支付、投资领域被全面接受。然而在人民币资本项目尚未完全自由兑换的前提下,人民币加入SDR事实上是通过IMF对中国在全球经济和金融市场中地位不断上升的认可,有助于提高各国央行持有人民币作为国际储备货币的积极性,从而加速人民币国际化进程。通过人民币加入SDR的过程,我们可以看到央行为此做出的一系列改革举措,这些举措对我国的金融改革和人民币国际化具有重要的促进作用。但是,SDR要求相关的篮子货币遵循市场原则,否则可能会由于影响SDR的稳定性而被淘汰。加入之后如何继续使人民币满足可自由使用货币的标准,如何保持货币政策独立性、汇率政策框架的透明和稳定,便需要我国从法制建设的角度,重视其中存在的突出法律问题,进而促进金融改革成果的制度化发展。SDR货币篮子要求的是币值稳定,不能给储备货币持有国带来过大的风险和成本。我国央行独立性的问题将直接影响货币政策的目标、实施和效果。如果不能将币值稳定作为中央银行的首要目标,人民币的稳定性必然是5年之后IMF再次定值评估时考虑的重要因素。IMF同样也非常关注中国将如何长期保持汇率政策框架的透明与稳定。面对汇改之后出现的在岸和离岸汇差的急剧扩大,央行采取了一系列汇率干预措施。无论是汇率中间价改革还是汇率干预措施,都应保持稳定和透明,避免不必要的国际法风险。为推进人民币国际化进程,提升人民币国际储备货币比例,在加入SDR之后我国还应高度重视国债市场的发展,为各国际储备管理者提供人民币的高安全性和高流动性的管理工具。一方面要重点解决监管主体和程序的协调和透明问题。长期存在的多头监管人为地分割了中国国债市场,造成了很多复杂的后果,包括影响到二级市场的流动性。监管和管辖的繁复和不确定性也已经是国际储备管理者面临的一项非关税贸易壁垒。另一方面要从提供《期货法》立法的角度,完善金融期货品种,为国债市场的良性发展提供深度的避险对冲工具。

事实上,上述这些还只是人民币作为SDR篮子货币所要应对的法律问题。人民币加入SDR只是人民币国际化中的重要一步,人民币能否被广泛接受为国际储备货币,取决于人民币跨境使用和回流以及资本项目可兑换的运行质量,整个人民币国际化进程需要解决的法律问题因此而涵盖了从金融交易到金融监管的金融私法和公法的广泛领域。如何通过金融私法体

^①安毅、王军:《与〈期货法〉立法相关的若干重要问题探讨》,《证券市场导报》2015年第1期,第66页。

系的完善进一步提升金融交易的便利化, 如何通过金融审慎监管制度的建设防范和缓释人民币国际化中的风险, 这都需要在未来的研究中得到更多的关注。因此, 以人民币国际化促进金融改革的过程实质上是对国内金融法律整体的反思和提升。

主要参考文献:

- [1] 安毅, 王军. 与《期货法》立法相关的若干重要问题探讨[J]. 证券市场导报, 2015, (1).
- [2] 鄂志寰. 香港国际金融中心的经验[J]. 中国金融, 2015, (18).
- [3] 韩龙. 人民币汇率补贴论: 基于WTO补贴构成条件的审视[J]. 中外法学, 2009, (3).
- [4] 韩龙. 人民币汇率是否授予中国出口商以利益[J]. 法学论坛, 2008, (11).
- [5] 胡俊英. 贬值影响难持续, 新汇改力促人民币纳入SDR[J]. 现代经济信息, 2015, (15).
- [6] 刘利刚. 人民币面临升值压力[J]. 资本市场, 2015, (2).
- [7] 李晓鄂. 人民币汇率不构成出口补贴[J]. 世界贸易组织动态与研究, 2012, (1).
- [8] 李永博, 苑文博. WTO反补贴协定框架下人民币汇率问题探讨——以补贴构成要件为视角[J]. 保定学院学报, 2012, (4).
- [9] 李仁真, 向雅萍. 加强SDR作用的法律路径探析[J]. 武汉大学学报(哲学社会科学版), 2012, (3).
- [10] 李若谷. “一带一路”战略认识与中国企业“走出去”[J]. 清华金融评论, 2015, (9).
- [11] 鲁政委. 坚持汇率体制市场化改革方向[J]. 金融市场研究, 2015, (9).
- [12] 彭兴韵. 人民币国际化: 功夫在SDR之外[N]. 上海证券报, 2015-12-01(A01).
- [13] 齐凤晓. 人民币加入SDR货币篮子的国际化价值——基于“可自由使用”指标分析[J]. 现代商业, 2015, (23).
- [14] 田华伟. 人民币加入SDR货币篮子的影响与前景分析[J]. 内蒙古科技与经济, 2015, (17).
- [15] 涂永红, 王芳. 国际货币基金组织应调整筛选标准欢迎人民币加入特别提款权[J]. 国际金融, 2015, (7).
- [16] 王芳, 何青, 郭俊杰. 国际货币的全球分布与人民币国际化研究[J]. 上海金融, 2015, (5).
- [17] 王任之. 超主权货币: 知易, 行难[J]. 中国商界, 2010, (4).
- [18] 王雅杰, 陈胜安, 杨武挺. 外汇指令流、中央银行干预与人民币汇率的形成[J]. 经济研究导刊, 2014, (14).
- [19] 王有鑫. 人民币加入SDR综合效应评估[J]. 金融博览, 2015, (7).
- [20] 吴润萌, 马伟. 关于SDR作为国际储备货币相关问题的综述[J]. 中国外资, 2012, (12).
- [21] 杨燕青, 朱映臻. 人民币加入SDR进入倒计时[N]. 第一财经日报, 2015-11-19.
- [22] 易宪容. 人民币纳入SDR大“冲刺”[J]. 新产经, 2015, (11).
- [23] 张斌. 加快实现既定的人民币汇率形成机制改革目标[J]. 新金融评论, 2014, (3).
- [24] 张秉国, 周成跃, 杨政. 加快推进国债立法进程[J]. 中国财政, 2012, (24).
- [25] 周小川. 关于改革国际货币体系的思考[J]. 中国金融, 2009, (7).
- [26] 周剑超. 我国《国债法》立法刍议[J]. 法制与社会, 2010, (5).
- [27] 朱海斌. 人民币能否纳入SDR货币篮子[J]. 中国投资, 2015, (5).
- [28] Marsh D. China's SDR Push Raises Prospect of Shift into Renminbi Assets[N]. The Financial Times, 2015-08-04.
- [29] Aiyar S. S. A. Last Rites for the Dollar Are Premature[J]. USA Today Magazine, 2009, 138(2774): 14-17.
- [30] Callanan J. Covert Action in the Cold War: US Policy, Intelligence and CIA Operations[M]. London: I. B. Tauris, 2010.

The IMF's Approval for RMB to Join the Special Drawing Rights Basket: Thinking at a Legal Level

Song Xiaoyan

(*School of Law, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*)

Abstract: The IMF's approval for RMB to join the Special Drawing Rights basket means that we promote more countries to choose RMB as their reserve currency and thus accelerate the process of RMB internationalization through IMF's endorsement on constant rise in China's position in global economic and financial markets, on the premise that RMB could not be fully converted in capital account. According to two currency selection criteria carried out in the fixed value framework of the Special Drawing Rights basket, the People's Bank of China takes a series of targeted measures, and forcefully enhances the "freely usable" feature of RMB. But how to keep the independence of monetary policies and maintain the transparency & stability of foreign exchange rates policy framework after then in China needs to depend on the perfection of domestic law and the internationalization of financial reform relying on international law.

Key words: SDR; freely usable; operational issue; independence of a central bank; intervention on foreign exchange rates

(责任编辑: 海 林)

上接第(14)页

Looking for "the Logic of Human Nature" in the Principles of Economics: A Critique of Mises' Praxeology

Liu Qingping

(*Fudan Institute for Advanced Study in Social Sciences, Fudan University, Shanghai 200433, China*)

Abstract: Mises' praxeology presents an in-depth philosophic paradox: how could we get rid of misguiding and distortion of our normative value judgment and explore the logic structure of human being behavior that normative value connotation equally abounds from an as-it-is perspective? Although his answer has defects like a lack of value standards of good and evil, he has made original contributions which have great significance to the whole areas of humanities and social sciences including economics. In particular, he clearly distinguished between dimensions of fact & value, and meta value & normative value, which are confused by many western philosophers, so it is worthy of our in-depth reflection when exploring human being behavior, especially market exchange behavior, namely how to discuss the internal mechanisms of various market behavior including unequal exchange, and then reveal the origins of human nature in principles of mainstream economics like the invisible hand and marginal utility, through the introduction of basic standards of meta value that human being behavior like good & evil must resort to and according to the logic of human nature.

Key words: Mises; praxeology; logic of human nature; principle of economics; fact; value

(责任编辑: 海 林)