

RMB, SDR, and Triffin Dilemma

De-Xing Guan (官德星, 國立台北大學經濟學系)

December 4, 2015

最近有同學問我關於人民幣 (renminbi, RMB) 加入 IMF 特別提款權 (*special drawing right*, SDR) 的相關問題, 這是一個重大的國際金融事件, 值得仔細探討, 我想在此做一個簡要的說明, 提供給有興趣的同學參考, 詳細的說明得要好幾倍的篇幅甚至是一本書的長度才能說清楚, 那當然不是這篇短文所能完成的了!

金本位與美元的崛起

金本位的黃金時代從 1870s 開始,¹ 但第一次世界大戰使交戰各國先後脫離金本位, 打亂了國際貨幣體系, 英國於是在 1922 年 4 月召開熱那亞會議 (Genoa Conference), 希望能建立一個以英鎊釘住黃金, 其它國家釘住英鎊的金匯本位 (gold-exchange standard) 制度, 使英鎊成為其它國家的外匯準備, 但並未完全成功, 只好在 1925 年於財政大臣邱吉爾 (Winston Churchill) 主導下, 又回到一戰前一英鎊兌 4.86 美元的金本位制, 直到 1931 年因經濟大蕭條再度脫離為止。

美國在 1933 年羅斯福 (Franklin Roosevelt) 當選總統後不久便退出了金本位, 但為了穩住美元的價位, 還是不停購入黃金, 直到 1934 年年初一盎司黃金兌換 35 美元為止。在接下來的第二次世界大戰中, 歷史再度重演, 只是角色互換, 這次美國準備讓英國在熱那亞的金匯本位制敗部復活: 由美元以 35 的價位釘住黃金, 其它國家以固定匯率釘住美元, 使美元成為國際儲備貨幣。為了制衡這個由美國財政部次長懷特 (Harry Dexter White) 提出的方案, 英國在 1944 年 7 月派出凱因斯 (John Maynard Keynes) 作為全權代表, 前往美國參加顯然是熱那亞會議翻

¹ 英國實質進入金本位是在 1717 年, 當時的鑄幣局長牛頓 (Isaac Newton) 將金銀比價固定以防止白銀外流到亞洲, 結果白銀在商人套利下反而不斷外流, 使英國人民開始改用黃金為主要貨幣, 但法律上正式承認黃金為支付工具和償債標準則遲至 1821 年才確定, 這是因為在 1797-1821 這段期間, 受拿破崙戰爭影響, 銀行暫時停止兌換黃金。至於其它歐美國家則到 1870s 才進入金本位, 譬如德法兩國都是在普法戰爭結束後才進入金本位, 而美國在南北戰爭後一直在金銀複本位之間擺盪, 直到 1900 年金本位法 (Gold Standard Act) 通過才正式確立金本位制度, 細節請參考: Barry Eichengreen, *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, 2nd edition, 2008, Princeton University Press, Ch.2, 這是研究國際金融史很好的入門書, 可惜沒有中譯本。

版的布列敦森林會議 (Bretton Woods Conference)，只是這次的主角由英國變成美國。經濟實力永遠是支撐貨幣價值最重要的因素，二戰將結束時，英國國力已不足以阻擋美元直登國際貨幣霸主的寶座，但也不希望熱那亞會議的美國版真的實現，畢竟獨享貨幣霸權的利益實在太大了，於是凱因斯提出一個折衷方案，那就是成立一個類似國際央行的國際清算聯盟 (International Clearing Union)，然後發行一個名為“bancor”的國際貨幣，以防止美元可能的獨佔地位。當時懷特曾經提出一個由美國主導，稱為“unitas”的國際貨幣作為替代方案，最後英美雙方經過幾番折衝，終於決定採用美元獨自釘住黃金的版本，但也同時成立國際貨幣基金 (IMF) 和世界銀行 (World Bank)，算是一種妥協吧！然而“bancor”卻從此消失。美元霸權在這所謂的“布列敦森林體系 (Bretton Woods System)” 1946 年生效後正式確立，即使在 1971/8/15 美國總統尼克森 (Richard Nixon) 終止這個體系，不再承諾以 35 美元兌換一盎司黃金，美元的霸權也未因此而消失，反而因為和金本位脫鉤，使得霸權更加穩固，這使得包括中國在內的許多國家都想擺脫美元的桎梏，於是人民幣國際化便成了中國經改的重要目標之一。

凱因斯與特里芬悖論

1946-1971 的布列敦森林體系是金本位的最後一站，之後所有國家幾乎都使用不可兌換黃金或白銀的紙幣 (fiat money)，貨幣和金銀終於正式脫鉤。反對布列敦森林體系的學者主要有兩位，一位是芝大的傅利曼 (Milton Friedman)，另一位則是耶魯的特里芬 (Robert Triffin)，傅利曼因為是浮動匯率的支持者，所以他會反對固定匯率的布列敦森林體系，並不令人意外；而特里芬反對的理由則和凱因斯有關，² 其實早在 1947 年這個比利時經濟學家就已經提出警告，他認為以無發行限制的美元去釘住有數量限制的黃金是不可能持續下去的，這便是著名的“特里芬悖論 (Triffin Dilemma)”，也是我們這一節要討論的主題。

凱因斯認為在資金自由移動的前提下，一國的央行必須在內部安定和外部安定之間做取捨，也就是穩定的物價和穩定的匯率，二者只能擇一：物價上升通常伴隨貨幣貶值，反之，通膨降低卻會帶來貨幣升值，³ 有一好沒二好是也！特里芬認為布列敦森林體系也難逃這個天生的兩難缺陷，這是因為美元沒有供給的限制，但黃金卻受開採量的侷限，不能無限擴張，因此當聯準會因為要刺激景氣而大量發行美元時（譬如實施量化寬鬆 (QE)），金價便會上揚，但我們無法用金礦

² 凱因斯在 1922 年以曼徹斯特衛報 (The Guardian) 特派記者的身分參與了熱那亞會議，會後他將相關心得發表在該報，後來和其它文章集結成冊，便成為傅利曼稱讚過的凱因斯寫得最棒的書：《A Tract on Monetary Reform》(Macmillan, 1923)，而在這本書第四章提出的後來被稱為“不可能的三合一 (impossible trinity)”的想法，和特里芬的推論頗有相似之處。

³ 凱因斯是用購買力平價 (PPP) 作為推理基礎，這和後來的 Mundell-Fleming 模型都隱含了在 1999 年被克魯曼 (Paul Krugman) 稱為“impossible trinity”的重要理論。

的產量去限制美元的供給，因為美元釘住的黃金價位沒有必要永遠固定在 35 美元，有需要時是可以變動的。反之，如果聯準會非常守規矩，絕不多印超過黃金數量所能容許的美鈔，謹守 35 美元兌一盎司黃金的價位，看起來好像一切都步上正軌，但其實不然，因為黃金的數量其實跟不上全球經濟發展的脚步，當各國經濟不斷成長時，緩步上升的黃金存量愈來愈不足以提供市場交易所需的流動性，會逐漸形成通縮，聯準會遲早還是會被迫多印鈔票！所以若聯準會釘得住和黃金的匯率，那麼便釘不住物價，可能導致通縮，但若不想物價下跌，那就得多印鈔票，可是如此一來，美元和黃金的固定匯率便難以維持，這和凱因斯在 1923 年書中的推論是十分類似的！

SDR 與人民幣的崛起

美國因為二戰後政府支出不斷擴張，在 1960s 末期出現了約 8% 的通膨，於是各國都悄悄降低外匯準備中美元的比例，以減少匯兌損失，IMF 見機不可失，立刻在 1968 年推出一個以 16 個國家貨幣為組成分子的一籃子通貨 (a basket of currencies)，並在 1969 年正式啟用，稱之為 SDR，可用來充當各國外匯準備中除美元之外的另一個選項，然而 SDR 除了這個功能外，絕大多數的市場交易都不能用它來支付，⁴ 因此市場接受度甚低。為了解決這個問題，IMF 在 1981 年試圖建立一個 SDR 的市場，並將成分國減為五國，⁵ 以降低市場運作的交易成本。可惜時機選得不對，因為 1970s 美國因兩次石油危機而導致嚴重通膨，新上任的聯準會主席伏克爾 (Paul Volcker) 採取緊縮性貨幣政策，使利率大幅上升到 20% 的水準，這使美元的需求大增，因此嚴重壓縮了 SDR 的成長空間，在 1981 年第一季 SDR 兌美元就貶值了 7%，從此 SDR 便乏人問津！⁶

SDR 畢竟不是凱因斯心目中的國際通貨“bancor”，它極小的流動性使它的市場需求甚低，因此很難形成氣候和美元抗衡，既然如此，為什麼中國要積極入籃呢？理由很簡單：為人民幣真正的國際化鋪路！中國和 1922 年的英國一樣，都希望自己的貨幣能廣為世界各國接受，而不只是限縮在 SDR 的架構下，只能拿來支付通過蘇伊士運河的過路費，或是充當極小部份的外匯準備，然而由於中國採行的是資金管制和幾近固定匯率的制度（人民幣每天只能在均價上下各 2% 的區間波動），因此國際對人民幣的接受度不高，這也是為什麼中國在 2010 年申請加入 SDR 時會被打回票的主要原因！一個真正的國際貨幣必須具備能在市場自

⁴ 為了擴大 SDR 的使用範圍，各國同意蘇伊士運河的過路費可以用 SDR 來支付，但這只是極少數可以使用 SDR 的例子之一。

⁵ 包括美英法德日等國，在歐元區成立後，又自動減為四種成分貨幣，即美元、英鎊、歐元、日圓；2015/11/30 IMF 通過人民幣加入 SDR 這個一籃子貨幣（所謂“入籃”），成為第五種成分貨幣。

⁶ 細節請參考：Barry Eichengreen, *Exorbitant Privilege*, Oxford University Press, 2011, Ch. 6 (中譯：囂張的美元，高寶，2012)。

由交易，遵行浮動匯率制度，以及資金能自由在國內和國際流通等條件，目前的中國幾乎無一符合，所以加入 SDR 是短期間人民幣國際化的一個捷徑，也是必經之路，因為透過入籃這個動作，可以增加國際對人民幣的需求，對其國際化以及增加中國在國際社會的影響力不無小補。

然而有利必有弊，IMF 會同意資本和外匯市場還很封閉的中國加入 SDR，這表示背後必有一些政治和經濟的動機，而中國也得投桃報李，才能繼續得到 IMF 的支持。IMF 得到中國龐大的資金挹注，並得以制衡美元霸權（別忘了 IMF 近年來都是法國人掌權），而我個人認為中國應該會在近期加速推動以 SDR 計價的資產，尤其是債券，在香港或上海發行，而 IMF 必然樂觀其成，這一方面可以擴大 SDR 的市場範圍，完成 IMF 1981 年的未竟志願，另一方面，中國也可藉此加快上海金融自由化，國際化的速度，使其在 2020 年能成為亞洲的金融中心，這是延續滬港通，上海自貿區以來的一貫思維，想必中國應該也是這樣想的。如果 SDR 計價債券能大量發行，以人民幣計價的中國國債和公司債也可順勢推出，如此人民幣便可順理成章地進入國際社會，逐漸成為可以和美元分庭抗禮的貨幣。以上當然是中國的如意算盤，但福禍相倚之理自古皆然，貨幣這檔事也不例外！

禍兮，福之所倚；福兮，禍之所伏

短期而言，人民幣在入籃後應該會有較大的貶值壓力，一是因為中國最近經濟趨緩，人民幣本應看貶，但如前所述，人民幣匯率每天只有上下 2% 的波動區間，因此貶幅被壓縮了，但在入籃後必定要逐步開放匯市，因此波動區間會逐步放寬，人民幣貶幅加大自然可期；其次，由於中國採固定匯率，而美國升息在即，因此美元短期看漲，這意味著人民幣短期看貶，因此只要人民幣繼續釘住美元，那麼強勢美元必然帶給人民幣短期間的貶值壓力。那麼都沒有好處嗎？當然不是！如果中國能利用加入 SDR 的機會加速金融改革，逐漸開放其資本和外匯市場，那麼不僅人民幣的國際接受度會大幅提升，中國也可順勢逐漸轉向浮動匯率制度，長期而言，中國的金融市場才能和國際接軌，以人民幣計價的金融商品才有銷路，若能如此，則人民幣後市可期。所以是福是禍，看漲看跌，完全取決於中國改革開放的決心與速度，福禍只在一念之間啊！中共繼續執政的合理性完全奠基於經濟是否能持續成長，一旦經濟衰退，甚至硬著陸，中國境內必然會騷動不安，所以中共可能是全世界最拚經濟的執政黨，然而經濟發展要靠市場的開放，否則 SDR 是不足以讓人民幣變成真正的國際貨幣的，弔詭的是：市場不開放，經濟衰退，執政無正當性；市場愈開放，中共的控制能力和範圍會被逐漸限縮，最後也得面對政黨輪替，鞠躬下台！解開這個弔詭最好的方式自然是在經濟發展後也能逐漸將權力分享出去，緊抓不放的結果，什麼也得不到，台灣的政治人物也能體會這個道理嗎？我不知道，我只知道施比受更有福，實事求是，少說多做吧！