

四、特別提款權(SDR)簡介

(一)國際貨幣基金成立之緣由

為使國際貿易及國際資金移動所產生的國際支付順利進行，19世紀開始，國際貨幣制度歷經金本位制度、布列敦森林制度及浮動匯率制度之更迭，其間並成立國際貨幣基金(International Monetary Fund, IMF)致力國際貨幣合作。

1. 國際金本位制度之建立與崩潰

(1)國際金本位制度(international gold standard system)

19世紀至20世紀初期採金本位制度³⁵國家之貨幣係以一定量的黃金來表示，且可依此固定比率兌換黃金。匯率則取決於各國貨幣含金量的多寡，亦即由固定平價(fixed par value)所決定，因此金本位制度又稱為固定匯率制度(fixed exchange rate system)。英國於1816年率先實施金本位制度，1870年以後，主要國家皆跟進實施。

1930年英鎊兌美元匯率

美元含金量 (1)	英鎊含金量 (2)	1英鎊兌美元之匯率 =(2)/(1)
1US\$=23.22 喱純金	1£=113.0016 喱純金	1£= US\$4.87

註：1 喱(grain)= 0.0648 克= 0.0023 盎司

³⁵ 廣義的金本位制度包括金幣本位(gold specie standard)、金塊本位(gold bullion standard)與金匯兌本位(gold exchange standard)三個階段的制度演變。金幣本位制度的本位貨幣為金幣，紙鈔可以自由兌換金幣；金塊本位制度的本位貨幣則為紙鈔，紙鈔兌換金塊有最低金額的限制，只有富人才有兌換的財力；金匯兌本位制度的本位貨幣也為紙鈔，不能直接兌換金幣或金塊，但是可以按固定匯率與其他金本位國家的本位貨幣(如英鎊、美元)自由兌換，間接與黃金維持等價關係。

金本位制度可以運作，仰賴三項基本規則：黃金可以自由進出口、各國貨幣與黃金維持平價關係、黃金存量與貨幣供給之間為等量關係且不可採取沖銷措施³⁶。金本位制度在以英鎊為主要國際貨幣的 19 世紀與 20 世紀初期運作良好，具有自動調節國際收支的功能：若國際收支有順差，則黃金流入使得貨幣供給增加、利率下跌，造成國內物價上漲，於是出口減少、進口增加，資金與黃金流出，使國際收支恢復平衡；反之亦然。

(2) 貨幣與黃金的兌換平價不易重訂、國際收支自動調整功能喪失，以及黃金供應量不足，致國際金本位制度崩潰

1913 年底，英、美、俄、德、法 5 國擁有全球黃金存量近七成，由於大部分黃金為少數國家持有，削弱了其他國家實施金本位制度的基礎。1914 年第一次世界大戰爆發，各參戰國為籌措軍費，大量發行紙鈔，並暫停紙鈔兌換黃金，禁止黃金出口，使得金本位制度無法運作。戰後部分國家則短暫恢復金本位制度。

1930 年代，由於全球經濟陷入大蕭條(Great Depression)，各國競相以提高關稅或貨幣貶值的手段，提振國內經濟。由於貨幣與黃金的兌換平價不易重訂³⁷，以及國際收支自動調整功能喪失³⁸，且黃金供應量不足，致 1930 年代後期國際金本位制度澈底崩潰。

2. 二戰後建立布列敦森林制度，並成立國際貨幣基金

(1) 各國簽署布列敦森林協議，成立國際貨幣基金，促進國際貨幣合作及匯率穩定

為解決各國匯率貶值競賽混亂及關稅障礙，以英、美為首的 44 國於 1944 年 7 月，在美國新罕布夏爾州(New

³⁶ 沖銷措施是一種央行的貨幣政策，用以調節貨幣總計數。例如，若市場資金寬鬆，央行可發行債券(央行定期存單)收回過剩的資金，以控制貨幣總計數於適當的水準。

³⁷ 第一次世界大戰後，英國維持戰前英鎊對黃金的平價，但相對於其他國家而言，英鎊對黃金的價值高估，使英國國際收支持續逆差；法國則大幅調低法郎對黃金的平價，國際收支出現順差。其他國家也有類似的情況，使得國際收支失衡成為普遍的現象。

³⁸ 第一次世界大戰後國際收支順差國家採取沖銷措施，對抗黃金流入引發的貨幣供給增加，而國際收支逆差的國家則採取管制進口，防止黃金外流與貨幣數量減少，致國際收支自動調整功能喪失。

Hampshire)布列敦森林市(Bretton Woods)舉行會議，期**建立新的國際經濟合作架構**，以避免 1930 年代大蕭條的匯價競貶重現。

1945 年 12 月，29 個國家簽署布列敦森林協議(Bretton Woods Agreements)，**成立國際貨幣基金(IMF)**，主要目的為**促進國際貨幣合作**、**增進國際貿易平衡發展**、**促進匯率穩定**、協助建立多邊支付系統，以及對面臨國際收支困難的會員國提供融資，目前**會員國高達 188 個**。

(2)國際貨幣制度改採布列敦森林制度，以黃金與美元為主要國際準備

布列敦森林制度(Bretton Woods system)又稱為新的金匯兌本位制度，係**以黃金為基礎**，**美元與黃金掛鉤**，**其他 IMF 會員國之貨幣則應以黃金**，或 1944 年 7 月 1 日美元所含的黃金重量及成色(純金每盎司 35 美元)**設定本國通貨之平價**，且將其通貨匯率維持在平價上、下各 1% 的水準。會員國僅能在國際收支發生長期不均衡時，方可經由與 IMF 諮商變更平價，因此該制度又稱「**可調整的釘住匯率制度**」(adjustable peg exchange rate system)。

(3)美國出現長期貿易逆差與美元幣值穩定衝突之「特里芬矛盾」

在布列敦森林制度下，**各國為發展國際貿易**，必須用美元結算與充當國際準備貨幣，**對美元的需求大增**，造成**美國必須長期維持貿易逆差**；而美元作為國際貨幣的前提須**保持美元幣值穩定**，及**美國必須實現國際收支平衡**等兩項條件，惟這兩項條件顯然**互相矛盾**。1960 年代，耶魯大學教授 Robert Triffin 指出此矛盾現象，因而稱為「**特里芬矛盾**」(Triffin's dilemma)。

(4)10 國簽訂史密松寧協定，放寬匯率波幅，美元對黃金貶值

面對「特里芬矛盾」，為避免外匯資產價值下跌，擔憂美元兌黃金平價可能貶值的國家開始**將持有的美元**

換為黃金³⁹。為因應黃金準備大量流失及減緩美元暴跌，美國總統尼克森於 1971 年 8 月 15 日，宣布實施新經濟政策，暫停美元對黃金之兌換，並放棄維持美元平價之義務。

為維持布列敦森林制度之可調整的釘住匯率，1971 年 12 月 18 日，10 國⁴⁰簽訂史密松寧協定(Smithsonian Agreement)，放寬匯率波動幅度，美元對黃金貶值 8%，由每盎司黃金 35 美元調整為 38 美元，惟美元與黃金不具兌換性；各國當日匯率波動幅度則由原來的平價上、下各 1%，擴大至新訂中心匯率上、下各 2.5%。

3. 布列敦森林制度瓦解，浮動匯率制度興起

史密松寧協定雖讓美元貶值，惟 1970 年代初期美國國際收支逆差仍持續擴大，市場瀰漫美元貶值之預期心理。1973 年 2 月起，投機客開始攻擊美元，美國雖數度關閉外匯市場，並於 2 月 12 日宣布美元由每盎司黃金 38 美元調整為 42.22 美元，貶值幅度達 10%，但拋售美元風潮並未停歇。至 1973 年 3 月，包括日本、西歐等主要國家陸續採浮動或聯合浮動匯率制度，布列敦森林制度宣告瓦解。

4. 國際貨幣基金致力於國際貨幣合作

布列敦森林制度瓦解後，全球金融秩序仍一片混亂，為重建國際金融秩序，IMF 於是提出國際貨幣制度改革，並於 1976 年簽訂牙買加協定(Jamaica Agreement)，允許各國在不影響全球貿易及經濟情況下可自由選擇匯率制度(包括自由浮動匯率、釘住匯率或管理浮動匯率)，IMF 則負有監督各會員國干預匯率之責任。

³⁹ 1965 年間，法國總統戴高樂即動用 1.5 億美元向美國兌換黃金，再派遣法國海軍將換得的黃金運回法國，主要係因戴高樂憂心，一旦美元失去黃金支撐，將使法國蒙受損失，故先下令將美元換成黃金，並搬回法國。

⁴⁰ 美國、英國、法國、西德、比利時、日本、加拿大、荷蘭、義大利、瑞典。

(二)國際貨幣基金創設 SDR

1960 年代，面對「特里芬矛盾」，學界與各國政府思考以**超越國家主權之貨幣**為核心的國際貨幣體系，**解決單一國家貨幣作為國際準備貨幣的內在缺陷**。有鑑於此，**IMF** 於 1969 年創設**特別提款權(Special Drawing Right, SDR)**，以彌補國際經濟金融發展所導致的黃金與美元準備不足。

1. SDR 創設之目的及通貨籃之形成

(1)SDR 主要用於補充會員國的國際準備，以及作為記帳單位

- **SDR 係用於補充 IMF 會員國官方準備的國際準備資產**。SDR 不是貨幣，也不是對 IMF 的債權，而是對會員國之可自由使用貨幣的潛在求償權。
- 為避免單一貨幣匯率大幅波動，**IMF、BIS 等國際機構採用 SDR 作為記帳單位**。
- **目前 SDR 未能在國際貨幣體系扮演重要角色**，主要係因：
 - ✓ **浮動匯率制度興起**，當初 IMF 為支撐布列敦森林制度所推出的 SDR，目前作為國際準備的重要性已大幅下降。
 - ✓ **國際金融市場蓬勃發展**，各國若欲增加國際流動性，可在國際金融市場取得主要國際貨幣計價之民間資本(如美元或美元資產等)，無需仰賴 IMF 的 SDR。

(2)SDR 通貨籃之形成

- 1969 年 **SDR 創設之初**，價值定為 1 單位 SDR 等於 **0.888671 公克純金**，當時相當於 1 美元。
- 受到各國採行**浮動匯率制度**影響，1974 年 SDR 價值改為以國際貿易比重前 **16 大國家之通貨**組成的標準籃 (standard basket)表示。
- 1981 年起，為順應全球經貿改變，SDR **通貨籃簡化**為由美元、西德馬克、日圓、英鎊、法國法郎 5 種貨幣組成。
- 1999 年歐元問世後，2001 年起，SDR 通貨籃即由**美元、歐元、英鎊及日圓**等 4 種貨幣組成，2011 年~2016 年 9 月 30 日**其權重**分別為 **41.9%、37.4%、11.3%和 9.4%**。

SDR 通貨籃中各幣別之權重

	%		
	2001年~2005年	2006年~2010年	2011年~2016年 9月30日
美元	45	44	41.9
歐元	29	34	37.4
英鎊	11	11	11.3
日圓	15	11	9.4

資料來源：IMF

2. 納入 SDR 通貨籃貨幣之審查標準

IMF 每 5 年審查 SDR 通貨籃貨幣種類及權重，以確保 SDR 能反映各貨幣在全球貿易和金融體系之相對重要性。

(1) IMF 之審查標準包括「輸出貿易規模」及「貨幣可自由使用」兩大項

「輸出貿易規模」條件為納入 SDR 基本門檻，「貨幣可自由使用」則需參考多項指標評估。

輸出貿易規模

- 該規模須為位居全球重要地位者。
- 衡量：商品及服務輸出 5 年平均值得全球商品及服務輸出總金額 5 年平均值得比重。

貨幣可自由使用

- 於 2000 年時納入審查標準。
- 衡量：廣泛用於國際交易之支付，以及外匯市場交易之主要貨幣。
- 參考指標：
 - 該貨幣占全球外匯存底之比重；
 - 以該貨幣計價之國際債務規模；
 - 該貨幣在國際外匯市場交易的規模；
 - 其他額外指標作為補充。

(2)SDR 通貨籃審查之投票機制

SDR 通貨籃審查主要採總投票權 70%通過。如有審查原則變更等重大異動則需要總投票權 85%通過⁴¹。

截至目前為止，SDR 通貨籃審查均採總投票權 70%通過。

2015 年 11 月底 IMF 會員國攤額及投票權
比重前 10 名之會員國

名次	國家	占全體會員國 攤額之比重 (%)	占全體會員國 投票權之比重 (%)
1	美國	17.68	16.74
2	日本	6.56	6.23
3	德國	6.12	5.81
4	法國	4.51	4.29
5	英國	4.51	4.29
6	中國大陸	4.00	3.81
7	義大利	3.31	3.16
8	沙烏地阿拉伯	2.93	2.80
9	加拿大	2.67	2.56
10	俄羅斯	2.50	2.39

註：IMF 的資金主要來自會員國的認繳攤額(quota)，各會員國的認繳額基本上由各該國相對其他會員國的經濟規模決定。IMF 則定期(通常為每 5 年)對各會員國攤額作全盤檢討，有必要時得調整之。會員國的攤額決定了該國投票權的大小，以及獲得融資的多寡。

資料來源：IMF

⁴¹ IMF 之重大事項決議須經總投票權 85%通過，美國投票權占 16.74%，足以否決重大議案，具「一票否決權」。

3. SDR 之價值計算

(1)SDR 通貨籃組成貨幣確定後，依據各幣別之權重及匯率波動程度，可換算 1 單位 SDR 包含之貨幣單位數(參見附件 1)。

(2)IMF 則依照通貨籃各組成貨幣之單位數與每日之市場匯率計算 SDR 價值，本年 12 月 4 日 1 單位 SDR 等值 1.38672 美元。

SDR 價值計算

幣別	2011年~2016年9月 各貨幣於SDR 通貨籃之權重 (1)	2011年~2016年9月 1單位SDR包含的 貨幣單位數 (2)*	2015/12/4匯價 (3)	相當美元 (4)=(2)×(3)
美元	41.9%	0.6600	1.00000 (美元/美元)	0.660000
歐元	37.4%	0.4230	1.08850 (美元/歐元)	0.460436
英鎊	11.3%	0.1110	1.51160 (美元/英鎊)	0.167788
日圓	9.4%	12.1000	1 / 122.85(美元/日圓)	0.098494
合計	100.0%			1 SDR=US\$ 1.38672

*：SDR 通貨籃中每種貨幣之單位數，係根據各幣別之權重及各幣別之匯率波動程度(至 2010 年 12 月 30 日止之前 3 個月的平均匯率)計算而得。

資料來源：IMF

4. SDR 之分配、使用及利息計算

(1)SDR 之分配

IMF 根據會員國之認繳攤額，按比例無償分配 SDR，作為會員國之國際準備。至今 SDR 共有 4 次分配紀錄，總規模 2,041 億 SDR(約 2,830 億美元)。

SDR 歷次分配情形

次別	分配時間	分配總額	目的
第 1 次	1970 年~1972 年 按年撥付	93 億 SDR	補充會員國準備資產 (一般性分配)
第 2 次	1979 年~1981 年 按年撥付	121 億 SDR	補充會員國準備資產 (一般性分配)
第 3 次	2009 年 8 月 28 日	1,612 億 SDR	減輕全球金融危機影響 (一般性分配)
第 4 次	2009 年 9 月 9 日	215 億 SDR	確保會員國間公平分配* (特別性分配)
合計		2,041 億 SDR，以 2015 年 12 月 4 日匯價 (1SDR=US\$1.38672)計算，約 2,830 億美元	

*：由於 1981 年以後加入 IMF 的會員國未獲得之前的 SDR 分配，故安排此次分配確保會員國獲得之分配額與其認繳攤額比例相當。

資料來源：IMF

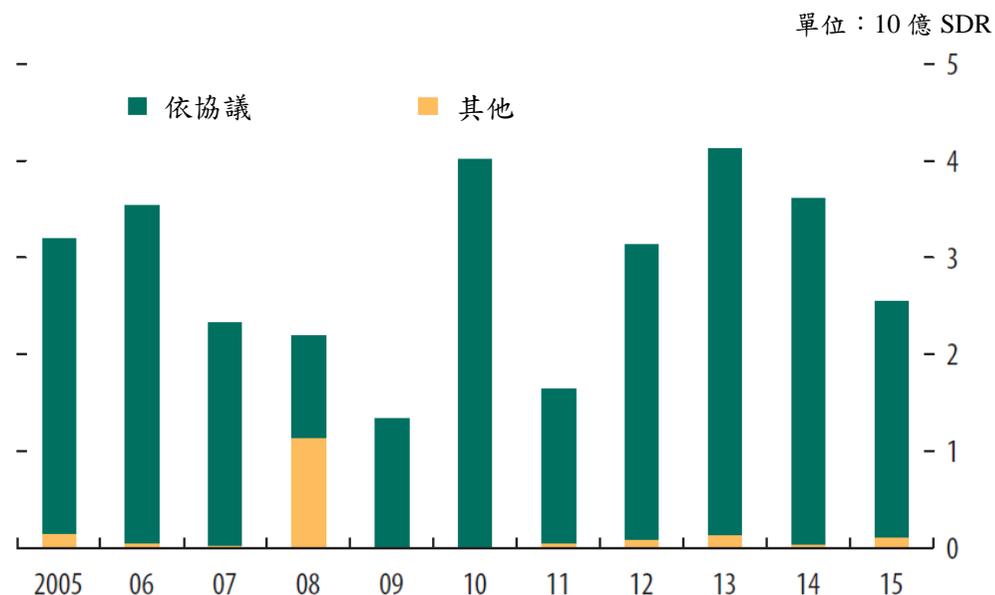
(2)SDR 之使用

會員國可依 IMF 之規定使用 SDR，除可用來平衡國際收支外，亦可支付債款或利息。

- 會員國間可自願性以 SDR 換取可自由使用之通貨。
- 會員國可將 SDR 售予 IMF 指定之會員國，換取可自由使用之貨幣。例如會員國國際收支嚴重逆差，可將 SDR 售予 IMF 指定國際收支穩健的會員國，換取外匯(如美元等)，償付國際收支逆差。
- IMF 統計 SDR 之交易情形顯示其交易額有限，近年均未出現明顯成長。

SDR 交易情形

(財政年度，至每年 4 月 30 日止)



資料來源：IMF

—經由 SDR 的交易，部分國家之 SDR 持有額與原累積分配額不等，如目前 SDR 累積分配額最高的美國，其持有額高於累積分配額。

SDR 分配額前 10 大國家及其持有額變化

單位：SDR、%

會員國	SDR 累積分配額 (1)	占比(%)	截至 2015 年 9 月底 SDR 持有額 (2)	持有額變化 (2)-(1)
美國	35,315,680,813	17.31	35,855,400,000	539,719,187
日本	12,284,969,838	6.02	13,042,000,000	757,030,162
德國	12,059,166,873	5.91	11,931,300,000	-127,866,873
法國	10,134,203,762	4.97	9,424,570,000	-709,633,762
英國	10,134,203,762	4.97	9,602,490,000	-531,713,762
中國大陸	6,989,668,494	3.43	7,457,140,000	467,471,506
沙烏地阿拉伯	6,682,495,468	3.27	6,305,790,000	-376,705,468
義大利	6,576,111,210	3.22	5,993,380,000	-582,731,210
加拿大	5,988,080,401	2.93	5,639,290,000	-348,790,401
俄羅斯	5,671,802,571	2.78	5,691,860,000	20,057,429
小計	111,836,383,192	54.80		
SDR 累積分配總額	204,070,286,635	100.00		

資料來源：IMF、IFS

(3)SDR 之利息計算

- SDR 機制係自我融資性質，IMF 對 SDR 之分配收費，然後用取得的費用來支付持有 SDR 的利息。
 - ✓ 如果會員國不動用原分配之 SDR，支付給 IMF 之費用即等於自 IMF 得到的利息。
 - ✓ 如果會員國的 SDR 持有額超過其分配額，超出之部分可自 IMF 獲取利息；反之，若低於分配額，則應對不足部分支付利息給 IMF。
- SDR 之利率由 SDR 通貨籃貨幣(目前為美元、歐元、英鎊及日圓)之「具代表性 3 個月期的貨幣市場利率」加權平均計算，於每週日早上更新公布。
- 受歐洲央行(ECB)實行負利率與日本央行持續實施寬鬆貨幣政策影響，歐元與日圓的短期利率雙雙降到負值，英鎊與美元利率水準亦接近零，IMF 自 2014 年 10 月 27 日起設定 SDR 利率下限為 0.050%，以避免主要國家因通縮風險與實施寬鬆貨幣政策，導致 SDR 出現負利率，目前 SDR 利率即為 0.050%。
- SDR 利率亦為 IMF 提供一般性貸款，向借款會員國收取利息，以及向提供資金的會員國支付利息之計算依據。

(三)人民幣符合國際貨幣基金審查標準，將納入 SDR 通貨籃

2009 年 3 月，中國人民銀行建議 IMF 充分發揮 SDR 國際準備的功能⁴²，嗣後更積極推動人民幣國際化，以期人民幣納入 SDR 通貨籃。本年 11 月底 IMF 宣布人民幣符合「輸出貿易規模」及「貨幣可自由使用」標準，將自 2016 年 10 月 1 日起納入 SDR 通貨籃。

⁴² 周小川(2009)，「關於改革國際貨幣體系之思考」，中國人民銀行，3 月 23 日。

1. 人民幣符合納入 SDR 通貨籃之審查標準

(1) 符合「輸出貿易規模」標準

人民幣於 2010 年 SDR 通貨籃審查時已達到「輸出貿易規模」標準。2010 ~2014 年，中國大陸的輸出規模持續位居**全球第 3**，高於日本和英國。

商品及服務輸出規模

2005 年~2009 年			2010 年~2014 年		
	金額 (10 億 SDR)	全球 占比 (%)		金額 (10 億 SDR)	全球 占比 (%)
歐元區	2,146	19.9	歐元區	2,662	18.3
美國	1,539	14.3	美國	1,985	13.6
中國大陸	833	7.7	中國大陸	1,533	10.5
英國	778	7.2	日本	731	5.0
日本	616	5.7	英國	707	4.8
加拿大	341	3.2	南韓	465	3.2

資料來源：IMF (2015), “Review of the Method of Valuation of the SDR,” *IMF Policy Paper*, Nov.

(2) 符合「貨幣可自由使用」標準

IMF 表示⁴³，自 2010 年對 SDR 通貨籃審查以來，人民幣在國際交易之支付及外匯市場交易均顯著增加，符合 SDR 通貨籃貨幣「貨幣可自由使用」標準中各項參考指標。IMF 並解釋「貨幣可自由使用」著重實際國際使用和交易，**不等同於自由浮動或完全可兌換**。

⁴³ IMF (2015), “Q & A on 2015 SDR Review,” Nov. 30。

— 人民幣在全球官方外幣資產之占比提高：2014 年全球占比已提高至 1.1%，使用國家亦增至 38 國，惟仍低於澳幣及加幣，排名第 7。

全球官方外幣資產主要持有貨幣

	2013			2014			
	金額 (10 億 SDR)	全球 占比 (%)	使用國 家數	金額 (10 億 SDR)	全球 占比 (%)	使用國 家數	
美元	2,701	61.3	127	美元	2,961	63.7	127
歐元	1,041	23.7	109	歐元	978	21.0	108
英鎊	187	4.2	108	英鎊	190	4.1	109
日圓	147	3.3	87	日圓	160	3.4	88
澳幣	98	2.2	79	澳幣	98	2.1	78
加幣	87	2.0	84	加幣	92	2.0	85
人民幣	29	0.7	27	人民幣	51	1.1	38
紐幣	11	0.2	27	瑞士法郎	11	0.2	69
其他	85	2.3		其他	93	2.3	

註：官方外幣資產包含外匯存底及其他如對居民之外幣債權等外幣資產，本表係 IMF 評估報告中自行調查，2014 年調查規模約 6.74 兆美元，與 IMF COFER 公布 2015 年第 2 季底全球外匯存底金額約 11.46 兆美元有相當差距。

資料來源：IMF (2015), “Review of the Method of Valuation of the SDR,” *IMF Policy Paper*, Nov.

— 以人民幣計價之國際債務規模增加

- ✓ 以人民幣計價之國際銀行債務規模上升：2015 年第 2 季全球占比達 1.8%，雖遠低於美元及歐元的 52.8% 及 28.5%，排名已進步至第 5，超越瑞士法郎。

各貨幣計價之國際銀行債務規模

	2010 年(第 2 季)		2015 年(第 2 季)	
	金額 (10 億美元)	全球 占比 (%)	金額 (10 億美元)	全球 占比 (%)
美元	13,064	48.7	美元	14,050 52.8
歐元	8,909	33.2	歐元	7,573 28.5
英鎊	1,719	6.4	英鎊	1,538 5.8
日圓	970	3.6	日圓	687 2.6
瑞士法郎	436	1.6	人民幣	479 1.8
			瑞士法郎	474 1.8
其他	1,721	6.4	其他	1,814 6.8

資料來源：IMF (2015), “Review of the Method of Valuation of the SDR,” *IMF Policy Paper*, Nov.

- ✓ **以人民幣計價之國際債券全球占比提高**：2015 年上半年之發行規模全球占比大幅成長至 1.0%，2015 年第 2 季之流通餘額占比則增加至 0.4%，排名均由 20 名以外進步至前 10 名內。

各貨幣計價發行之國際債券全球占比

各貨幣計價之國際債券餘額及全球占比

2010 年(1~6 月)			2015 年(1~6 月)			2010 年(第 2 季)			2015 年(第 2 季)		
	金額 (10 億美元)	全球 占比 (%)		金額 (10 億美元)	全球 占比 (%)		金額 (10 億美元)	全球 占比 (%)		金額 (10 億美元)	全球 占比 (%)
歐元	1,427	48.5	美元	1,331	45.3	歐元	9,038	46.4	美元	9,177	42.6
美元	973	33.1	歐元	1,039	35.4	美元	6,359	32.7	歐元	8,395	39.0
英鎊	259	8.8	英鎊	324	11.0	英鎊	2,002	10.3	英鎊	2,144	9.9
日圓	57	1.9	日圓	54	1.8	日圓	700	3.6	日圓	412	1.9
瑞士法郎	56	1.9	澳幣	42	1.4	瑞士法郎	359	1.8	瑞士法郎	299	1.4
澳幣	54	1.8	人民幣 (第 6 名)	28	1.0	加幣	287	1.5	澳幣	270	1.3
加幣	28	1.0	瑞士法郎	19	0.6	澳幣	248	1.3	加幣	183	0.8
瑞典克朗	15	0.5	瑞典克朗	18	0.6	瑞典克朗	68	0.4	瑞典克朗	107	0.5
港幣	15	0.5	港幣	16	0.6	港幣	67	0.3	人民幣 (第 9 名)	76	0.4
人民幣 (第 22 名)	0.7	0.0	加幣	11	0.4	人民幣 (第 21 名)	8	0.0	挪威克朗	65	0.3
其他	57	1.9	其他	52	1.8	其他	323	1.7	其他	422	2.0

資料來源：IMF (2015), "Review of the Method of Valuation of the SDR," *IMF Policy Paper*, Nov.

—人民幣在全球外匯市場交易規模大幅擴增：人民幣在即期與整體外匯市場交易之全球占比，分別由2010年的0.3%與0.4%，大幅提高為2013年的0.8%與1.1%。

主要貨幣在全球外匯市場之交易規模

即期外匯市場						整體外匯市場					
2010			2013			2010			2013		
金額 (10億美元)	全球 占比 (%)		金額 (10億美元)	全球 占比 (%)		金額 (10億美元)	全球 占比 (%)		金額 (10億美元)	全球 占比 (%)	
美元	1,188	39.9	美元	1,691	41.3	美元	3,370	42.4	美元	4,652	43.5
歐元	691	23.2	歐元	754	18.4	歐元	1,551	19.5	歐元	1,786	16.7
日圓	300	10.1	日圓	612	15.0	日圓	754	9.5	日圓	1,231	11.5
英鎊	213	7.1	英鎊	227	5.5	英鎊	511	6.4	英鎊	631	5.9
澳幣	111	3.7	澳幣	196	4.8	澳幣	301	3.8	澳幣	462	4.3
瑞士法郎	92	3.1	加幣	93	2.3	瑞士法郎	250	3.2	瑞士法郎	275	2.6
加幣	78	2.6	瑞士法郎	84	2.1	加幣	210	2.6	加幣	244	2.3
紐幣	22	0.7	墨西哥披索	57	1.4	港幣	94	1.2	墨西哥披索	135	1.3
韓元	21	0.7	紐幣	39	0.9	瑞典克朗	87	1.1	人民幣 (第9名)	120	1.1
瑞典克朗	19	0.6	俄羅斯盧布	37	0.9	紐幣	63	0.8	紐幣	105	1.0
人民幣 (第19名)	8	0.3	人民幣 (第11名)	34	0.8	人民幣 (第17名)	34	0.4			
其他	238	8.0	其他	268	6.5	其他	716	9.0	其他	1,048	9.8

資料來源：IMF (2015), “Review of the Method of Valuation of the SDR,” *IMF Policy Paper*, Nov.

—其他金融參考指標表現進步：2014年第3季~2015年第2季人民幣作為跨境支付貨幣或貿易融資貨幣之全球占比，分別大幅成長至1.1%及3.4%，其中在貿易融資的占比超越日圓及英鎊。

全球跨境支付主要使用貨幣

2010年第4季~ 2011年第3季		2014年第3季~ 2015年第2季	
全球 占比 (%)		全球 占比 (%)	
歐元	43.3	美元	42.7
美元	33.8	歐元	35.4
加幣	5.4	英鎊	4.1
英鎊	3.6	日圓	3.4
日圓	3.5	瑞士法郎	2.5
瑞士法郎	2.0	加幣	2.3
澳幣	2.0	澳幣	1.8
瑞典克朗	0.8	人民幣	1.1
丹麥克朗	0.7	港幣	1.0
人民幣	0.1	瑞典克朗	0.6
其他	4.8	其他	5.0

資料來源：IMF (2015), “Review of the Method of Valuation of the SDR,” *IMF Policy Paper*, Nov.

全球貿易融資主要使用貨幣

2010年第4季~ 2011年第3季		2014年第3季~ 2015年第2季	
全球 占比 (%)		全球 占比 (%)	
美元	80.6	美元	86.0
歐元	8.8	歐元	7.1
阿聯酋迪拉姆	5.9	人民幣	3.4
日圓	2.4	日圓	2.0
人民幣	1.1	瑞士法郎	0.2
英鎊	0.2	阿聯酋迪拉姆	0.2
瑞士法郎	0.2	英鎊	0.2
韓元	0.1	印度盧比	0.1
其他	0.7	其他	0.7

資料來源：IMF (2015), “Review of the Method of Valuation of the SDR,” *IMF Policy Paper*, Nov.

2. 通貨籃貨幣之權重依新公式計算

本次計算通貨籃各貨幣權重使用的公式為 2010 年審查時提出之備選方案，主要係提高金融變數的比重和範圍，改善原計算公式在金融面權重相對較低、範圍相對較窄等問題。

(1) 貿易與綜合金融指標具相同權重(各占 50%)，同時擴大金融指標的範圍，以確實反映各組成貨幣在金融交易之重要性。

SDR 通貨籃貨幣之衡量指標及權重

衡量指標	2015 年審查權重 ²
1. 貿易指標：輸出金額 (1/2)	50%
2. 綜合金融指標 (1/2)	50%
(1) 該幣別占外匯存底比重 (1/3)	16.67%
(2) 以該幣別計價之國際債務 ¹ (新增) (1/3)	16.67%
(3) 該幣別外匯交易量(新增) (1/3)	16.67%
合計	100%

註：1. 以該幣別計價之國際債務包含國際銀行債務及國際債券金額。

2. 貿易及綜合金融指標權重各占 1/2；其中外匯存底比重、國際債務、外匯交易量各占綜合金融指標的 1/3 (即占總權重的 1/6)。

資料來源：IMF

(2)根據新權重公式計算後，**人民幣之權重為 10.92%**，排名第 3 大。

2016 年 10 月 1 日~2021 年 SDR 組成貨幣之權重

衡量指標	貿易指標 (50%)	綜合金融指標 (50%)			各幣別新權重 ²
	輸出金額占比	該幣別之外匯存底 占比 (1/3)	外匯交易量占比 (1/3)	以該幣別計價之國 際債務占比 ¹ (1/3)	
指標權重	50.00%	16.67%	16.67%	16.67%	
美元³	26.05%	65.25%	54.80%	52.23%	41.73%
歐元	34.95%	25.49%	22.78%	32.43%	30.93%
人民幣	20.13%	1.11%	1.05%	3.00%	10.92%
日圓	9.60%	4.03%	13.57%	3.57%	8.33%
英鎊	9.28%	4.13%	7.80%	8.76%	8.09%
小計	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

註：1. 以該幣別計價之國際債務包含國際銀行債務及國際債券金額。

2. 各幣別新權重公式= $(1/2) \times (\text{輸出金額占比}) + (1/6) \times (\text{該幣別之外匯存底占比}) + (1/6) \times (\text{外匯交易量占比}) + (1/6) \times (\text{以該貨幣計價之國際債務占比})$ 。

3. 美元實際計算值較 IMF 公布值多 0.01%，日圓實際計算值較 IMF 公布值少 0.01%，主要係四捨五入的因素。

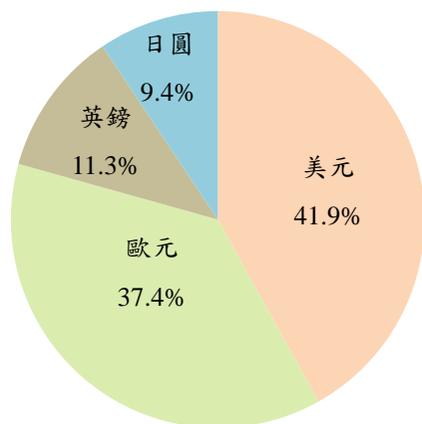
資料來源：IMF (2015), "Review of the Method of Valuation of the SDR," *IMF Policy Paper*, Nov.

3. 人民幣納入 SDR 通貨籃之權重為 10.92%，排名第 3 大

(1) 本年 11 月 30 日，IMF 宣布自 **2016 年 10 月 1 日起**，將人民幣納入 **SDR 通貨籃**，籃內**美元、歐元、人民幣、日圓及英鎊**之權重分別為 41.73%、30.93%、10.92%、8.33% 及 8.09%。

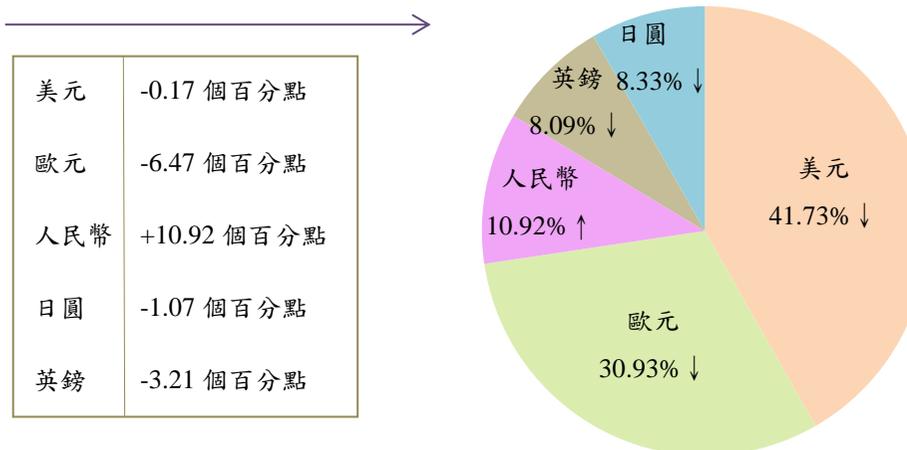
(2) SDR **現有通貨籃架構之適用時間延長至 2016 年 9 月 30 日**，主要係為確保與 SDR 相關的操作能順利進行，並協助使用者有緩衝時間進行調節。

2011 年~2016 年 9 月 SDR 組成貨幣與權重



資料來源：IMF

2016 年 10 月~2021 年 SDR 組成貨幣與權重



資料來源：IMF

(四)人民幣納入 SDR 通貨籃之可能影響

1. 對全球之影響：各界對中長期增持人民幣資產規模之看法分歧

- (1)SDR 規模約為全球外匯存底(本年第 2 季底約 11.46 兆美元)之 2.2%，且為會員國間之交易活動使用⁴⁴，短期對全球資金流動較不具影響力。
- (2)SDR 通貨籃貨幣之權重與該貨幣在全球外匯存底之占比並無直接相關。例如目前美元在 SDR 的權重雖僅占 41.9%，但在全球外匯存底之占比高達 63.8%，英鎊及日圓之占比與其在 SDR 之權重亦有差距，美元保有主要國際準備貨幣之地位(參見附件 2)。

主要貨幣在 SDR 權重與全球外匯存底占比

	美元	歐元	英鎊	日圓
2011年~2016年9月在 SDR所占權重	41.9%	37.4%	11.3%	9.4%
全球外匯存底占比 (2015年第2季底)	63.8%	20.5%	4.7%	3.8%

資料來源：IMF

- (3)IMF 給予人民幣國際準備貨幣地位，隨著中國大陸開放資本帳、改善金融市場深度及流動性，中長期或將鼓勵各國央行、主權基金或民間部門等逐步增持人民幣資產。惟各界預估未來全球外匯存底增持人民幣資產之金額差距甚大，從沒有實質影響至 1 兆美元，看法分歧。

⁴⁴ 僅有少數國家之產品或服務以 SDR 計價，如蘇伊士運河之通行費計算，參見 The Economist (2015), “The Yuan Joins the SDR: Maiden Voyage,” Dec. 5。

(4)未來各國央行或市場對**人民幣需求多寡**，仍取決於中國大陸**資本帳開放程度**及**市場對人民幣之信心**。

人民幣在全球外匯存底成長規模預估

機構	人民幣在全球外匯存底之可能占比或金額
中信證券(中國大陸)	沒有實質影響
Standard Chartered	增加約8,000億至1兆美元
JP Morgan	未來5年占比升至5%，增加約3,500億美元
Nomura	占比升至4%，達4,500億美元
Société Générale	未來5年占比升至4%，增加約2,100億美元

資料來源：整理自相關報告及外電

2. 對國際貨幣基金及 SDR 之影響：可強化 SDR 功能及影響交易之操作

(1)人民幣納入 SDR 使通貨籃更加平衡，亦提高 IMF 之代表性

—**人民幣**納入 SDR 通貨籃，將使**通貨籃多元化**，更具全球主要貨幣之代表性，有助**提升 SDR 作為國際準備資產之吸引力**。

—新興經濟體通貨首度納入 SDR 通貨籃，為 71 年來 IMF 的重大變化⁴⁵，有利於擴大新興經濟體在 IMF 的話語權，提高 IMF 的代表性。

(2) 人民幣納入 SDR 通貨籃亦可能影響 IMF 交易之操作

- 人民幣被認定為可自由使用貨幣，未來 IMF 與中國大陸之間的交易將可直接用人民幣進行。
- 人民幣於 2016 年 10 月 1 日納入 SDR 通貨籃生效時，將同時納入 SDR 利率之計算。由於目前人民幣之利率高於通貨籃其他貨幣之利率，屆時 SDR 利率可能會上升。惟 IMF 表示，將於 2016 年 4 月審議其收益狀況 (income position) 時，考慮 SDR 利率上升對 IMF 借款國、債權國之各種影響。

3. 對中國大陸之影響：加速金融改革步調

相較於先進經濟體，中國大陸金融市場的廣度與深度皆不足，惟近年為爭取納入 SDR，已積極推動人民幣利率及匯率的市場化、完善金融基礎建設及加速資本帳開放等改革。

中國人民銀行副行長易綱表示，人民幣納入 SDR 通貨籃，短期只是象徵意義，其效益長期才會顯現，為鞏固人民幣在 SDR 通貨籃的地位，中國大陸未來將加速推動改革步調⁴⁶：

- (1) 匯率形成機制將由管理浮動匯率制度往自由浮動匯率制度邁進，惟有時為穩定市場，仍有一些干預，以確保轉換過程漸進且穩健。
- (2) 未來資本流出入更為頻繁，將加強國際收支監控，強化人民幣與外幣之協調，並加強總體審慎管理。
- (3) 貨幣政策除繼續重視數量型工具外，將提高價格型政策工具的使用，如建立一個穩定的利率走廊(利率區間)等。
- (4) 持續改革金融機構、公司治理結構及內控等，並建設金融市場。

⁴⁵ 余東暉(2015)，「IMF 副總裁朱民細述人民幣入 SDR 內幕」，中國評論新聞網，12 月 2 日。

⁴⁶ 中國人民銀行(2015)，「中國人民銀行舉行人民幣加入特別提款權(SDR)有關情況記者會」，12 月 1 日。

(五)人民幣納入 SDR 有助於強化國際金融體系，惟美元國際地位短期仍難撼動

1. 人民幣納入 SDR 象徵性意義大於實質意義，惟能讓國際貨幣與金融體系更為穩固

- (1)前 Fed 主席 Bernanke 及日本財務大臣麻生太郎認為，人民幣納入 SDR 僅具象徵意義⁴⁷，將不會對全球經濟或金融交易造成直接衝擊⁴⁸。
- (2)IMF 執行長 Lagarde 表示，人民幣納入 SDR 對中國大陸加入全球金融體系是個重要里程碑，中國大陸持續深化改革，並與全球金融體系持續整合，將能讓國際貨幣與金融體系更為穩固⁴⁹。
- (3)長期而言，隨著中國大陸落實金融改革與開放，人民幣國際地位可望提升，國際貨幣體系可能朝向多元國際貨幣之架構邁進。

2. 人民幣之國際化需仰賴持續改革，惟中國大陸轉型過程亦可能影響 SDR 穩定性

- (1)BIS、多國央行及學界人士認為，中國大陸債券市場之深度與廣度不及先進經濟體，且人民幣尚不可自由兌換，中國大陸決策透明度不高，均影響人民幣在國際上的接受程度⁵⁰。
- (2)前 Fed 主席 Bernanke 認為，人民幣納入 SDR 通貨籃，並不代表人民幣能與作為國際貨幣的美元匹敵；至少在短期內，人民幣尚無法與美元並駕齊驅⁵¹。
- (3)前 IMF 中國大陸部門主管、康乃爾大學教授 Eswar Prasad 表示，人民幣能否成為像美元般的避險貨幣，有賴中國大陸實施經濟改革的同時，亦全面推動法律、政治及制度上的改革⁵²。
- (4)中國大陸正面臨經濟結構轉型與金融風險升溫等壓力，匯率及資本市場可能出現大幅波動。人民幣納入 SDR

⁴⁷ Bernanke, Ben S. (2015), "China's Gold Star," *Brookings*, Ben Bernanke's Blog, Dec.1。

⁴⁸ Chen, Sharon (2015), "Asian Central Banks Welcome Yuan's IMF Reserve-Basket Inclusion," *Bloomberg*, Dec.1。

⁴⁹ IMF (2015), "IMF's Executive Board Completes Review of SDR Basket, Includes Chinese Renminbi," *IMF Press Release*, Nov. 30。

⁵⁰ Chatham House (2015), *The Renminbi and the Changing Dynamics of the International Monetary System - Meeting Summary*, Oct. 22。

⁵¹ Bernanke, Ben S. (2015), "China's Gold Star," *Brookings*, Ben Bernanke's Blog, Dec.1。

⁵² Prasad, Eswar (2015), "The Chinese Renminbi Is Ready to Take Its Place on the Global Stage," *Financial Times*, Jun. 15。

通貨籃可能損及 SDR 之穩定性⁵³。

3. 美元的國際地位短期內仍難撼動

整體而言，人民幣納入 SDR 通貨籃代表 IMF 對中國大陸改革貨幣及金融體系努力的肯定，將可**激勵**中國大陸**加快推動金融改革及對外開放**，讓國際貨幣與金融體系更為穩固，**有利於中國大陸及全球經濟的穩定發展**。

惟人民幣國際化程度尚不足，在金融市場交易限制較多，持有人民幣資產之風險仍高於其他國際貨幣；因此，**人民幣納入 SDR 通貨籃並不代表各國央行或市場一定會增持人民幣資產**。未來各方對人民幣資產之需求，仍取決於中國大陸**資本帳開放程度及市場對人民幣之信心**。目前**美元**在 SDR 的權重雖僅占 41.9%，惟在全球外匯存底之占比高達 63.8%，短期仍將**維持主要國際準備貨幣之地位**。

⁵³ 德國之聲中文網(2015)，「德國智庫：人民幣『入籃』不是正確決定」，12月1日。

附件 1 SDR 通貨籃各貨幣單位數之計算

SDR通貨籃中每種貨幣之單位數，係根據各幣別之權重及匯率波動程度(3個月的平均匯率)，依以下公式計算而得，以2010年~2016年9月30日通貨籃為例：

$$\text{組成SDR之各幣別單位數之計算公式} \quad C_i = \left(\frac{W_i}{BEX_i} \right) \cdot \frac{\$/SDR}{\sum_{i=1}^4 \left(\frac{W_i}{BEX_i} \right) \cdot TEX_i}$$

W_i 表該貨幣所占權值(美元：41.9%，歐元：37.4%，英鎊：11.3%，日圓：9.4%)；

BEX_i 表該貨幣在基期(2010年10月1日至12月30日)兌美元之平均匯率(1歐元=1.359861美元，1英鎊=1.582868美元，1日圓=0.012113美元)；

TEX_i 為該貨幣在基期最後1營業日(12月30日)之兌美元匯率(1歐元=1.32500美元，1英鎊=1.54350美元，1日圓=0.012250美元)；

$\$/SDR$ 為SDR在基期最後1營業日(12月30日)之美元價值(1 SDR=1.54003美元)。

以英鎊為例，1個SDR的英鎊組成單位數應為

$$C_{\text{Pound sterling}} = \frac{0.113}{1.582868} \times \frac{1.54003}{\frac{0.419}{1} \times 1 + \frac{0.374}{1.359861} \times 1.32500 + \frac{0.113}{1.582868} \times 1.54350 + \frac{0.094}{0.012113} \times 0.012250} \cong 0.1110$$

利用上式，可得美元含量為0.6600、歐元0.4230、日圓則為12.1000。此含量在2011年~2016年9月30日間固定不變。

附件 2 國際準備貨幣

(一)什麼是國際準備貨幣？

國際準備貨幣係指可在國際間充當**交易媒介**、**計價單位**與**價值儲藏**的貨幣，如**美元**、**歐元**、**日圓**等皆為國際準備貨幣⁵⁴。

1. 交易媒介 (medium of exchange)

貿易結算或各項金融交易交割之用。

2. 計價單位 (unit of account)

可用以計算前述各項交易及國際商品價格的計價基礎。

3. 價值儲藏 (store of value)

外匯存底或國際投資者的跨國投資所需。

⁵⁴ 國際貨幣與國際準備貨幣的內涵略有差異，但國際貨幣多被用來做為國際準備貨幣之用，此處從較廣義的角度說明國際準備貨幣。

(二)主要國際準備貨幣簡史

1. 在 17 至 19 世紀，**荷蘭基爾德 gulden** (guilder)及**西班牙貨幣**(real de a ocho)均曾一度被用為主要國際貨幣。
2. 1588 年**英國**打敗西班牙無敵艦隊，並於 18 世紀末取代荷蘭成為**世界貿易中心**。
3. **英鎊**於 19 世紀成為主要國際貨幣，至 1945 年布列敦森林制度成立為止。



資料來源：World Bank (2011), "Multipolarity in International Finance," in *Multipolarity: The New Global Economy, Chapter 3, Global Development Horizons 2011*, World Bank

(三)美元成為主要國際準備貨幣

1. 美元取代英鎊成為主要國際準備貨幣

(1)美國於 1870 年前後，GDP 超越英國，並於 1919 年取代英國開始主導全球經濟。

(2)二戰期間，美元已與英鎊共享國際準備貨幣之地位，1945 年布列敦森林制度成立後，美元正式取代英鎊。

2. 布列敦森林制度之說明

(1)以黃金為基礎，美元與黃金掛鉤，其他國家再與美元掛鉤，又稱為新的金匯兌本位制度。

(2)1971 年 8 月美國總統尼克森宣布暫停美元對黃金之兌換，並放棄維持美元平價義務後，布列敦森林制度開始鬆動；1973 年 1 月初，日、歐等主要國家陸續採浮動匯率制度後，此制度瓦解。

3. 然迄今美元作為最主要國際準備貨幣之地位仍屹立不搖

(1)自 1973 年迄今，美元仍為國際貿易及金融交易最主要結算貨幣，各國國際準備仍以美元資產為主，比重仍達 60% 以上⁵⁵。

(2)近期美國財長 Lew 在人民幣納入 SDR 後表示，美元有良好理由仍為最主要國際準備貨幣，而美國亦將確保美元為主要國際準備貨幣之地位⁵⁶。

⁵⁵ 中國大陸已在 2013 年成為全球第一大商品貿易國(如加計服務貿易，至 2014 年止，美國仍為最大貿易國)；另經濟學人(2014 年 5 月 2 日)亦曾報導，如以實質 GDP 規模計算，中國大陸經濟規模或將於 2019 年超越美國。惟如以金融市場深度及廣度而言，中國大陸與美國仍有明顯差距，短期內，人民幣暫無法威脅美元地位。

⁵⁶ IMF 於 2015 年 11 月 30 日宣布將人民幣納入 SDR 通貨籃，此對人民幣成為國際準備貨幣具象徵性意義；惟各界預期，未來各國國際準備僅會逐步增持人民幣資產，國際貿易及金融交易以人民幣結算的比重亦僅會緩步上升。

(四)成為國際準備貨幣的條件

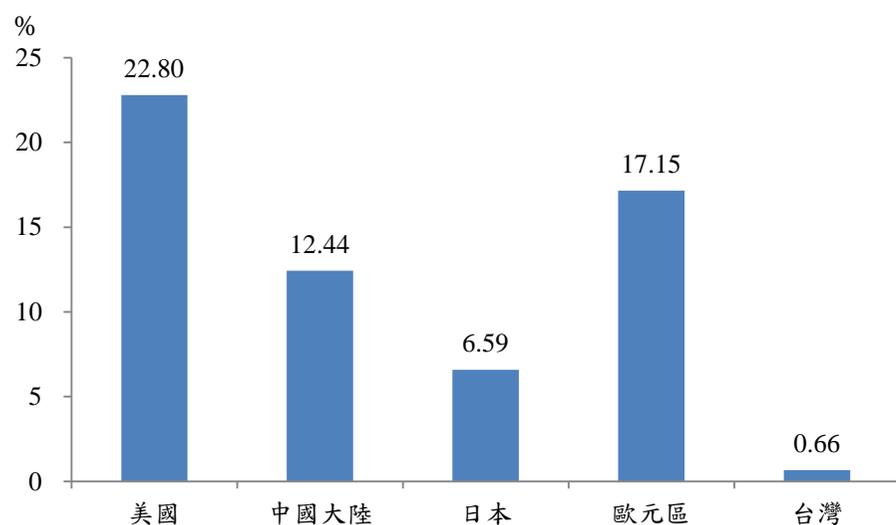
1. 經濟規模

一國經濟規模愈大，其產出、貿易與金融也愈大，其貨幣較易成為國際準備貨幣。

2. 開放與發達的金融市場

金融市場不僅需對外開放，沒有任何管制，而且必須十分深化與成熟。

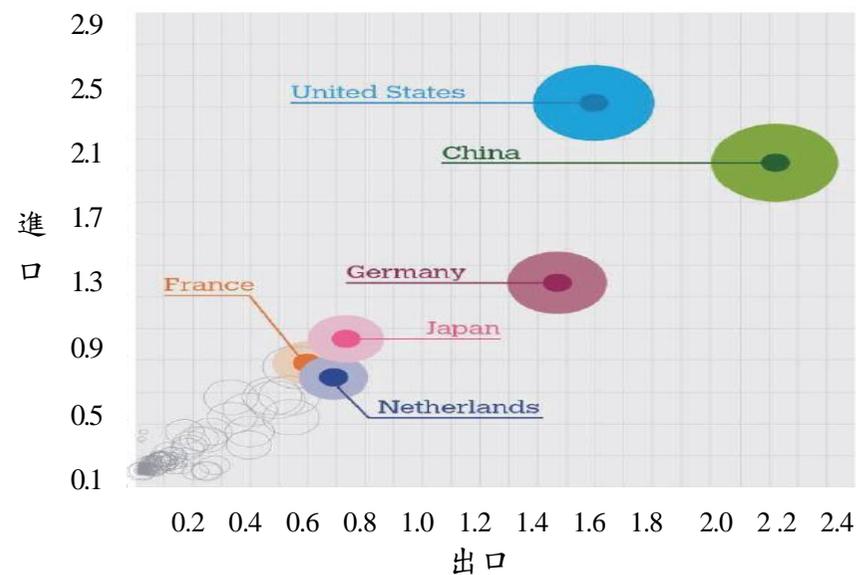
主要經濟體 GDP 占全球 GDP 比重(2013 年)



資料來源：IHS Global Insight

全球商品貿易規模(2013 年)

(單位：兆美元)



資料來源：WTO International Trade Statistics (2014)

3. 國際影響力(國力)

有足夠的**政治或軍事力量**，並進而影響到全球政經情勢。

4. 對通貨價值有信心

(1)通貨價值既指對內價值(通貨膨脹)，也指對外價值(匯率)。對**特定通貨價值愈有信心**，愈易成為國際準備貨幣。

(2)**完善的法律規範架構**，**政策透明度及可信度佳**，有利於投資者的持有信心。

5. 使用慣性

使用國際貨幣就像使用世界通用語言(lingua franca)一樣，愈多人使用，就會有更多人隨之跟進，美元即為一例。

(五)主要國際準備貨幣國家的好處

1. 自行決定利率，獲取利益

量化寬鬆(QE)政策壓低長期利率，等於變相汲取他國財富。如 2013 年底美國國際投資部位之國外資產約 21.96 兆美元，國外負債約為 26.54 兆美元，國外負債雖大於國外資產，2013 年美國的投資所得仍達 2,288 億美元。

2. 避免匯兌風險

(1)美國對外交易(出口、進口等)以美元為計價與交易貨幣，避免匯率變動風險。

(2)美國國外資產係以當地幣值計價，而國外負債則以美元計價。根據前述資料，若美元貶值 5%，美國即可獲利 1.10 兆美元。

3. 高超額利潤

哈佛大學教授 Rogoff 認為，美國因美元而每年獲取 3,000 億至 4,000 億美元利潤，約相當於美國一年的國防

預算⁵⁷。

4. 主要準備貨幣國家擁有前述過度的特權(exorbitant privilege)

(六)主要國際準備貨幣國家的代價

1. 無法直接影響匯率

(1)美元對外價位由其他國家決定，美國本身無法直接控制。

(2)但美國財政部可透過「國際經濟及匯率政策報告」或實施量化寬鬆貨幣政策(QE)等，促使他國貨幣對美元升值(即美元貶值)⁵⁸。

(3)美國亦可透過關稅或貿易談判等手段，促使他國貨幣升值。

—在1971年，美國尼克森政府曾對各項進口課以10%關稅，直至貿易夥伴貨幣升值為止。

—美國亦在目前的TPP協議中附帶匯率條款，以防止貿易夥伴操縱匯率取得貿易優勢。

2. 資金自由進出，不利經濟金融穩定

國際準備貨幣發行國必須完全開放金融帳，讓資金自由進出，而此易造成資產價格大幅波動，不利國內經濟穩定。

3. 拋售資產引發衝擊

外國政府或民間可能拋售國際準備發行國的資產，而對其經濟金融產生強大衝擊，但此舉也會對外國造成影響。

⁵⁷ Rogoff, K. (2011), “Dog Days for the Super Dollar,” *Project Syndicate*。

⁵⁸ 曾分別擔任美國總統經濟顧問、現皆於哈佛大學任教的兩位學者 Martin Feldstein 與 Jeffery Frankel 均於近年對美國操縱匯率提出針砭。見下頁專欄。

美國應停止對操縱匯率之指責爭辯

前美國總統 Reagan 的經濟顧問、現哈佛大學教授 Feldstein 指出：

■ 經常帳問題與貿易夥伴或貿易夥伴之匯率操縱無關

— 經常帳餘額是由國內情勢決定，與貿易夥伴無關，且對匯率之操縱不會改變一國的經常帳餘額。

■ 美國經常帳逆差的主因為國民儲蓄率過低

■ 美國寬鬆貨幣政策同樣具備壓低美元匯價之效果，不宜指責他國操縱匯率

— Fed 推出非傳統性貨幣政策的原意雖非為壓低美元匯價，但利率降低確實讓美元匯價低於原先應有水準。

— 美國財政部應將重心放在削減未來美國的財政赤字上，毋需再抨擊外國的經常帳順差。

資料來源：Feldstein, Martin (2014), “End the Currency Manipulation Debate,” *Financial Times*, May 15。

指導他國之前，宜先改善本國政策

前美國總統 Clinton 的經濟顧問、現哈佛大學教授 Frankel 指出：

■ 全球金融危機及對競爭性貶值之擔憂，促使呼籲國際協調之聲浪四起

■ 國際性政策協調時，各國常各自解讀政策或提出南轅北轍的解決方法

■ 指導他國之前，宜先改善本國政策

— 例如，美國不斷要求在國際貿易協定中加入禁止匯率操縱條款，即可能意圖使亞洲人成為美國勞工實質工資停滯不前困境的代罪羔羊。

— 指導他國之前，宜先改善本國政策，否則，呼籲國際合作所帶來的傷害恐將多過利益。

資料來源：Frankel, Jeffrey (2015), “The Trouble with International Policy Coordination,” *Project Syndicate*, Nov. 24; Frankel, Jeffrey (2015), “International Macroeconomic Policy Coordination,” *VoxEU*, Dec. 9。

(七) 朝向多元國際準備貨幣體系發展

1. 提供各國央行分散外匯存底資產配置的更多選擇，提高報酬並降低風險

2. 多元國際準備貨幣體系將較單一的國際準備貨幣制度更為穩定⁵⁹

(1) 在**多元準備制度下，不再是單一貨幣獨大**，發行國際準備貨幣國家的決策者會更注意到本身經濟體內部與外部不平衡的問題。

(2) 主要國際貨幣間的匯率變化方向不一，**可避免當前以美元為主的準備制度下常出現投機者的單向賭博(one way bets)**問題，有助於全球經濟體系的穩定。

3. 未來國際貨幣制度將逐漸演變為多元國際準備貨幣

(1) **金融科技發展發達**：交易者得以即時比較各貨幣幣值，且幣別轉換成本下降，單一國際貨幣所具有的自然獨占力，將因科技進步而改變。

(2) **全球經濟規模大、金融市場深化及流動性提高**：可允許一種以上國際貨幣的空間。

(3) **歷史經驗**：1914 年以前，當時曾出現三種主要國際貨幣：英鎊、法郎與馬克；在 1920 及 1930 年代則為美元與英鎊的世界；當前仍有 40% 的國際準備係以非美元形式持有，**未來國際貨幣制度發展為多元國際貨幣**，可能性很高。

⁵⁹ Eichengreen, B. (2010), “Managing a Multiple Reserve Currency World,” in Asian Development Bank (eds.) *The Future Global Reserve System: An Asian Perspective*, Asian Development Bank.