

研究报告

中国：IMF 向人民币的 SDR 之路抛出“路障”

- 国际货币基金组织（IMF）政策文件提议将人民币纳入特别提款权（SDR）货币篮子的评审时间推迟至 2016 年 9 月，文件强调有关评估人民币是否符合“可自由使用”的标准仍有大量工作要做。
- 我们认为来自 IMF 的这一最新提议仅仅是推迟，而不是阻挠中国实现人民币被纳入 SDR 货币篮子的抱负，这一点在中国看来很是重要。
- 就目前而言，尽管我们依然认为人民币交易区间或将扩大且外汇波动也很有可能如年初般激烈，但我们依旧认为中国基本上会保持汇率稳定至 2016 年。与此同时，我们对美元兑在岸人民币汇率的预测保持不变，仍然是 2015 年第三季度末为 6.23、2015 年年底为 6.20。

IMF 欲将 SDR 评审时间推迟至 2016 年 9 月

IMF 原定于 2015 年底对 SDR 货币篮子的构成进行五年一次的评审，但其执行董事会近日就此事举行了一次非正式会议，并在会后（2015 年 8 月 3 日）发布了一份题为《特别提款权（SDR）估值方法评估——初步考虑》的报告。

报告中提议将中国人民币纳入 SDR 货币篮子的评审时间推迟至 2016 年 9 月 30 日，理由是一些 SDR 使用者担忧在一年的首个交易日（如果 IMF 在 2015 年底做出了肯定决定）引入新的货币篮子将增加他们的风险与成本。这种推迟也助于降低 SDR 使用者面临的不确定性，促进 SDR 相关操作顺利进行，同时允许有足够时间来对合约安排做出必要的调整，包括为应对 IMF 执行董事会或最终决定为 SDR 货币篮子增加一种新货币的情况而做出调整。

虽然中国满足了“出口”这一“入门要求”——出口份额是 SDR 货币篮子货币评选的一个主要标准，但报告围绕“可自由使用”这一关键标准提出了诸多问题——“可自由使用”这一货币评选标准于 2000 年确立，目的是承认基于 SDR 估值目的之金融交易的重要性。

IMF 对“可自由使用”的定义是：（1）在国际交易支付中被广泛使用；以及（2）在主要外汇市场被广泛交易。报告中列明了评估“被广泛使用”和“被广泛交易”定义的大量衡量工作。得出的主要结论是，人民币的“可自由使用”水平在很大程度上要低于大多数主要货币，虽然数据的不完整和不可用性掩盖了真实情况——IMF 表示其将会努力改善。

例如，关于“被广泛使用”的定义，2014 年，人民币在官方外汇资产（OFA）中的比重仅为 1.1%，排名第七，低于加元的 2%、澳元的 2.1%以及日元的 3.4%；2015 年第一季度，人民币在国际债务证券余额中的比重仅为 0.6%，排名第八，低于加元的 0.9%和澳元的 1.3%。

关于“被广泛交易”的定义，IMF 指出，2013 年国际清算银行（BIS）三年期调查报告显示，四大 SDR 货币（美元、欧元、英镑和日元）占外汇总成交量的 80%，而人民币仅占 1.1%（日均总成交量为 1200 亿美元），虽然较 2010 年的 0.4%（约合 340 亿美元）大幅上升，但还是落后于除 SDR 货币之外的瑞士法郎、澳元、加元以及墨西哥比索。该调查报告还显示，2013 年人民币在现货成交量中所占份额甚至低于 0.8%（约合 340 亿美元）。尽管 IMF 承认人民币在外汇成交量中的份额一直在上升，并预计到 2015 年人民币日均外汇成交量将达到 2500 亿美元（在净值-毛值基础上，而 BIS 调查报告采用的是净值-净值基础），但该数据依然低于 2013 年 BIS 调查报告中以下货币净值-毛值基础的类似数据：加元（约合 3040 亿美元）、瑞士法郎（约合 3490 亿美元）以及澳元（约合 5840 亿美元）。

此外，IMF 还强调，人民币在亚洲市场的交易较为活跃，在欧洲市场较为温和，但在欧洲市场收盘以及亚洲市场开盘期间（如在纽约市场）则显得“非常沉闷”。

仅仅是推迟，而不是阻挠

IMF 工作人员指出，虽然通过一系列工具人民币在国际上的使用正变得越来越普遍，且自 2010 年评审以来人民币的使用量和交易量均已大幅增加，但由于存在数据空白且缺乏充分分析（这将使 IMF 执行董事会未来在评估人民币是否可自由使用时会考虑更多因素），人民币依然尚未完全满足“可自由使用”标准。

IMF 工作人员表示，虽然中国自 2010 年以来进行了大量支持人民币国际化的政策改革，而且当局还打算采取进一步的措施，但这些改革的影响还未完全显现，而这些趋势则表明人民币国际使用量和交易量的增长还要持续很长一段时间，尤其是在中国还将实施进一步改革以开放在岸市场的情况下。

总体而言，这应该意味着国际货币基金组织（IMF）的这一最新提议仅仅是推迟，而不是阻挠中国实现人民币被纳入特别提款权（SDR）货币篮子的抱负。IMF 的报告还给出了执行董事会将不会在本年度评审时作出决定的理由，这与我们先前的论点一致，即人民币被纳入 SDR 货币篮子的概率为 60%，只是这一概率在本年度已经变为 0%。至于 2016 年，鉴于最终决定取决于 IMF 执行董事会的“定性评估”并需要 70% 的多数赞成票（此次 IMF 政策文件也多次提到这一点），我们依然认为人民币被纳入的概率为 60%。在 IMF 进行投票权改革之前，美国拥有最大的投票权份额，接近 17%，日本其次，为 6.2%，紧接着是德国，为 5.8%，而中国仅为 3.8%。

这对中国而言只是一个小小的挫折而已，它不会持续太久时间，因为我们相信中国会做出相应的政策调整和变更，以解决 IMF 提出的这些问题，尤其是在岸金融市场及工具的国际准入领域，这一点在报告中也有所详述（可参阅以下链接）。

从中国的角度来看，由于中国的经济规模庞大，中国需要扩大自身在全球金融市场的影响力并提供一种替代储备货币以削减美元在其自有外汇储备中的累积份额，所以人民币能否被纳入 SDR 货币篮子对中国而言极为重要。此外，中国还在利用 SDR 为其国内金融市场注入规则和竞争，这非常类似于 2001 年加入世界贸易组织（WTO）对中国的竞争力和经济发展所产生的影响。

现在，尽管我们依然认为人民币交易区间或将扩大（目前为 +/- 2%）且外汇波动也很有可能如年初般激烈，但我们依旧认为中国基本上会保持汇率稳定至 2016 年（因为 IMF 指出，中国的首要任务就是要保持 SDR 值稳定）。与此同时，我们对美元兑在岸人民币汇率的预测保持不变，仍然是 2015 年第三季度末为 6.23、2015 年年底为 6.20。

链接：

Review of the Method of the Valuation of the SDR —Initial Considerations, IMF, 3 Aug 2015

<http://bit.ly/IMFsdr-initialval2015>

Factsheet – Review of the Special Drawing Rights (SDR) Currency Basket, IMF, 4 Aug 2015

<http://bit.ly/IMFSDR-factsheet2015>

IMF Survey : IMF Work Progresses on 2015 SDR Basket Review, 4 Aug 2015

<http://bit.ly/IMFSDR-QA2015>

免责声明：本文分析的资料均来自公开的信息。尽管本文所含信息被认为是可靠的，但大华银行集团对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。同时，本文包含的意见和预测仅反映我们在本文分析发布时的意见，如有变更，恕不另行通知。大华银行集团可能持有本文提及的货币和金融产品的头寸，并有可能影响其中的交易。在达成任何拟定交易之前，读者应不依赖大华银行集团或其关联公司而独立确定交易的经济风险和价值以及法律、税务、会计特征和后果，并且读者须能够承担这些风险。本文及其内容是大华银行集团的专有信息及产品，不得复制或用于其他用途。本文以英文书写，中文版本且仅供参考。中、英文版本若有任何歧义，均以英文版本为准。

另，本文内容由新加坡大华银行提供，大华银行（中国）有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。