

研究报告

中国：人民币成功加入 SDR

- 正如市场普遍预期, 国际货币基金组织 (IMF) 执行董事会于11月30日发布审查决定, 同意人民币加入特别提款权 (SDR) 货币篮子, 人民币在SDR的权重为10.92%, 该决定自2016年10月1日起正式生效。
- IMF还采取新的SDR权重确定公式, 这意味着中国会继续开展市场改革以提高人民币权重占比, 继而使资本账户和人民币到2020年实现可自由兑换。
- 虽然人民币成功加入SDR货币篮子带来了积极发展, 但我们依然保持我们对美元兑人民币的前景看法, 即预测美元兑人民币汇率在2015年年底和2016年年底将分别为6.40和6.45, 同时依然认为在2016年10月实施新货币篮子之前, 人民币发生大规模或大幅度贬值的概率比较低。

IMF同意人民币加入SDR

正如市场普遍预测, IMF执行董事会于11月30日 (亚洲时间12月1日) 审议 (每五年进行一次) 批准中国货币人民币加入SDR货币篮子, 作为第五个币种。该决定自2016年10月1日起正式生效。SDR货币篮子中的其他四种货币分别是美元、欧元、英镑以及日元。

由于没有预先设定阈值或基准, IMF认为该决定属于执行董事会的一种政策判断, 确定人民币已经符合IMF“协定条款对可自由使用货币的定义框架下以及定量指标下”的可自由使用标准。下次SDR审议将在2021年9月30日之前进行, 除非这一期间的发展变化显示有必要提前进行。

本次的决定为SDR货币篮子构成自1980年以来的首次大型变动, 当时货币篮子规模从16种货币减少至5种货币 (后来到了1999年, 又减少至当前的四种货币, 即使用欧元取代了德国马克和法国法郎)。

人民币加入SDR后的起始权重为10.92%，美元保留其原有权重41.73%，而欧元权重从之前的37.4%大幅下降至30.93%，如下表所示。在这一点，不应过分关注人民币的起始权重，毕竟SDR货币篮子的构成每隔五年就要审查一次。

SDR 货币篮子权重（占比%）								
	IMF/WB 年度会议召开时间	决定宣布时间	美元	欧元	英镑	日元	人民币	总占比
2016-2021 年*	2015 年 10 月 9-11 日	2015 年 11 月 30 日	41.73%	30.93%	8.09%	8.33%	10.92%	100.0%
2011-2015 年	2010 年 10 月 8-10 日	2010 年 11 月 15 日	41.9%	37.4%	11.3%	9.4%	0.0%	100.0%
2006-2010 年	2005 年 9 月 24-25 日	2005 年 10 月 28 日	44.0%	34.0%	11.0%	11.0%	0.0%	100.0%
2001-2005 年	2000 年 9 月 19-28 日	2000 年 10 月 12 日	45.0%	29.0%	11.0%	15.0%	0.0%	100.0%
1999-2000 年**	1998 年 9 月 29 日-10 月 8 日	1998 年 12 月 31 日	39.0%	32.0%	11.0%	18.0%	0.0%	100.0%

*SDR 权重自 2016 年 10 月 1 日开始正式生效；IMF 下次 SDR 审查会议将于 2021 年 9 月 30 日召开

** 欧元自 1999 年开始被引进 SDR 货币篮子；起始权重由德国马克（21%）和法国法郎（11%）两大货币权重构成。

数据来源：IMF；大华银行全球经济与市场研究部

新货币篮子将于 2016 年 10 月 1 日起正式生效（而不是通常情况下的将于 1 月 1 日开始正式生效），目的如下：

1. 避免 SDR 货币篮子在日历年末发生变化（此时交易量/流动性通常较低并可能引发过激的价格变动）；
2. 促进与 SDR 有关的操作继续平稳运行；以及
3. 允许有足够的时间进行投资组合调整。

进一步推动人民币国际化

SDR 决定必将给人民币以及全球金融体系带来象征性意义和实质性意义。

从象征性意义角度来讲，一方面，人民币加入 SDR 货币篮子将被视为 IMF 对中国在金融体系改革开放方面所做努力的一种认可，表明人民币拥有同美元以及欧元等国际储备货币相类似的地位。事实上，中国持续推动这方面的工作，并已经将资本账户和人民币可自由兑换目标纳入第十三个五年规划（2016-2020 年）。

另一方面，通过正式承认中国经济影响力正在不断上升以及人民币在全球金融市场中正发挥着越来越重要的作用，IMF 自身在全球上的地位也得到了加强。

实际上，由于人民币的地位已被提升到“国际储备货币”，SDR 决定将有助于推动人民币国际化，同时给外汇汇率带来积极影响。这意味着，各央行及其他资产管理需要调整其投资组合以适应以人民币计价的资产。然而，由于当前仍然缺乏优质的人民币资产，资产配置调整还需要一些时间，所以 SDR 决定给人民币汇率带来的积极影响很可能会很快消散。市场的注意力很快让位给即将到来的美国非农就业报告和 12 月中旬的美联储 FOMC 会议，因为二者属于更迫切的问题，同时应该会支撑美元。

除了同意人民币加入 SDR 货币篮子，IMF 在此次审查会议上还对篮子中的各货币采取了新的权重确定公式。新公式基于：

1. 发行国的出口价值；
2. IMF 其他成员国持有的以各篮子货币计价的储备数额；
3. 外汇市场交投金额；以及
4. 以各篮子货币计价的国际银行负债和国际债务证券。

虽然出口价值方面不存在任何问题，但中国会继续进行，甚至是加倍进行有关金融市场改革以及资本账户自由化的工作，以提升中国在各项金融市场有关指标上的表现，迎接将于 2016 年 9 月举行的下次 SDR 货币篮子审议会议。

我们重申，人民币不太可能出现大幅或持续贬值，理由是自 8 月 11 日人民币中间价改革后所采取的一系列措施表明，中国政府并不热衷于执行类似以邻为壑的策略，不仅如此，目前距离新 SDR 货币篮子实施时间还有很长一段时间，人民银行理应会更加的审时度势。

人民币开始确立国际储备货币地位

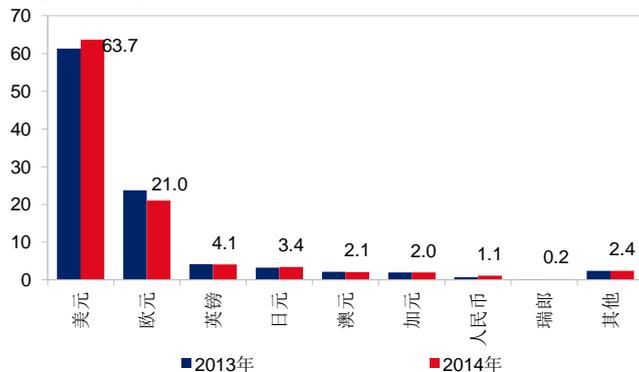
除了会带来汇率以及价格波动等短期影响外，一个值得更关注的趋势是中长期内人民币将如何改变自己的面貌。其中有一个问题是，人民币需要多久才可以赶上主要币种美元的水平。

从部分指标来看，人民币还有一段路要走。然而，伴随着中国与世界其他国家之间日益增加和紧密的贸易投资流，再加上中国自身的“一带一路”倡议，基于美元以及欧元等国际储备货币的经验，我们预期人民币在未来 5-10 年会逐步发展成为更广泛使用和交易的货币，而且肯定存在扩张势头。

截至 2014 年 12 月 31 日，IMF 的估算数据显示，全球外汇储备为 11.8 万亿美元，其中人民币的占比仅为 1.1% 左右，而美元的占比高达 64%。考虑到人民币国际化进程始于 2010 年，预计要想在 2020 年实现资本和货币可自由兑换，届时人民币至少要赶上英镑的占比（4%），即必须有额外的 3500 亿美元国际储备要分配给人民币。

官方外汇储备货币资产全球分配

在总额中的占比%

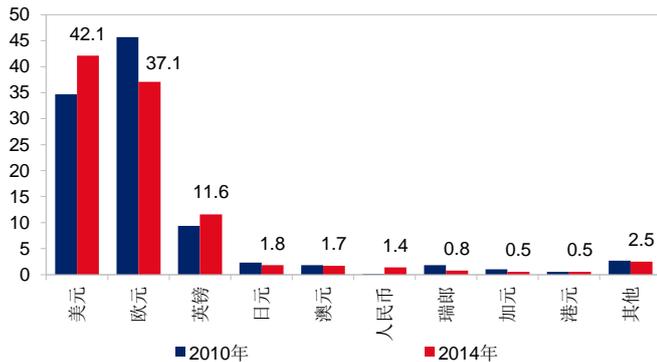


数据来源：IMF；大华银行全球经济与市场研究部预测

人民币当前这种微小分配额也体现在人民币债券的低发行量上，2014 年以人民币计价的债务债券仅占全球市场总债务债券额的 1.4%，而以英镑计价的债券份额却高达 12%。

国际债券发行量

在全球总额中的比重 (%)



数据来源: IMF; 大华银行全球经济与市场研究部预测

至于中国境内债券市场, 由于非居民的境内债券持有量为7350亿元, 只占到市场总额的2.5%左右, 与新兴市场相比, 该数据显得微不足道, 所以中国境内债券市场还有巨大的发展空间。例如, 在东盟的债券市场上, 境内政府债券的非居民持有量份额高达40%。自2009年以来, 中国中央政府每年仅发行大约1.4-1.8万亿元的债券, 为了满足各大央行及其他机构的需求, 中国中央政府需要显著提高债券发行量, 以增加优质人民币债券的供应。

中国: 在岸债券非居民持有量

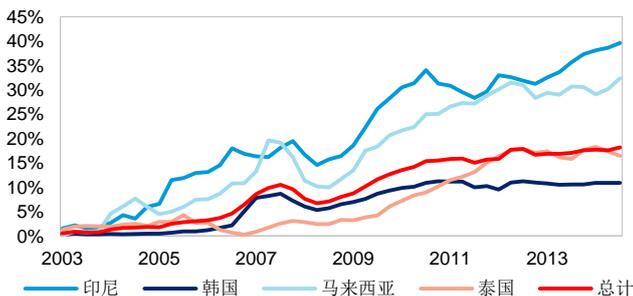
人民币十亿元

在在岸债券市场总额中的占比%



数据来源: CEIC; 中国央行; 大华银行全球经济与市场研究部预测

政府债券的外国持有量份额 (美元)



SDR 之后：中国和人民币下一步要怎么走？

在人民币加入SDR货币篮子的征途中，中国已经开展了二十多年的金融市场改革和资本账户可自由兑换相关工作。早在1993年召开的十四届三中全会上，中国就已经设定了“逐渐将人民币变为可自由兑换货币”的目标。从1994年1月1日起，中国实现人民币官方汇率与外汇市场汇率双重汇率并轨，官方汇率1美元兑换人民币5.8元，相较于1993年底的互换市场汇率1美元兑换人民币8.7元贬值了36%。同时取消外汇券的流通。

IMF同意人民币加入SDR货币篮子的这一利好结果，将会鼓励金融业进一步开放，促使中国国内市场进行更大更快的改革。反过来，这又能鼓励人民币在全球市场上得到更广泛的应用。其意义应该可以堪比中国在2001年12月加入世界贸易组织（WTO），对中国的制造业以及中国崛起为经济强国的影响不容小觑。就其本身而言，中国已经将资本账户和人民币可自由兑换目标纳入第十三个五年规划（2016-2020年）。

人民币汇率的短期上行可能只是昙花一现，理由如下：

1. 新SDR货币篮子要推迟到2016年10月1日开始正式实施；
2. 由于各大央行在国际储备管理方面都比较保守且普遍缺乏安全/优质人民币计价资产，所以人民币以及人民币计价资产在外汇储备中的初始占比很可能是渐进的且会被衡量；以及
3. 由于FOMC会议即将在2015年12月中旬召开，市场注意力将很快就会转移到美联储的加息问题上。

然而，我们也认为在未来1至2年内，人民币应该不会出现大规模或持续的贬值，不论是从基础国内经济数据、政治稳定、金融市场发展、债务还是资本流动动态来看。而且从国际政治以及IMF的角度来看，中国很难回到过去的单向升值（或贬值）趋势。

鉴于新SDR货币篮子的实施被推迟至2016年10月且SDR货币篮子构成审查会议每五年召开一次，中国不可能通过疲软货币或“货币战争”来提振出口或刺激国内经济增速。而且人行也充分认识到这种策略毕竟是徒劳无获的。中国央行在8月11日人民币汇率中间价改革之后所采取的一系列措施和行动也表明了官方对过激的人民币贬值预期的抑制。

因此，目前我们维持美元兑人民币汇率的预测，在2015年年底和2016年年底将分别为6.40和6.45。预计中国在2016年及以后会继续推动进一步的市场改革措施，而人民币交易区间或将扩大的可能性仍然存在，或从当前的2%扩大至3%。

更重要的是，这些市场改革开放进展连同全球市场的不确定性以及人民币单向升值趋势的结束，都会引发人民币汇率出现进一步的双向波动并更大的灵活性。这意味着，风险管理/控制和对冲现已成为业务运营过程中越来越关键的一个环节。

参考资料:

新闻稿: 国际货币基金组织执行董事会完成特别提款权审议, 同意人民币加入特别提款权货币篮子 (英), 2015 年 11 月 30 日

<http://bit.ly/IMF-20151130-press>

IMF: 2015 特别提款权审议答记者问 (英), 2015 年 11 月 30 日

<http://bit.ly/IMF-20151130-SDRqa>

IMF: 特别提款权资料概览 (英), 2015 年 11 月 30 日

<http://bit.ly/IMF-20151130-SDRfact>

IMF: 特别提款权一篮子货币审议资料概览 (英), 2015 年 11 月 30 日

<http://bit.ly/IMF-20151130-SDRCB>

中国人民银行欢迎国际货币基金组织执董会关于将人民币纳入特别提款权货币篮子的决定 (中), 2015 年 11 月 30 日

<http://bit.ly/pbc-20151130-SDR>

IMF: 对特别提款权价值评估办法的探讨 (英), 2015 年 8 月 3 日

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

中国人民银行: 人民币国际化报告 (中), 2015, 2015 年 6 月 11 日

<http://bit.ly/pbc-RMBintrpt-062015>



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。