

中国：瞄准特别提款权货币篮子

- 随着经济规模的日益扩大，中国成为最大贸易国后经济地位渐高。中国的目标是让人民币在 2015 年国际货币基金组织评审时被纳入特别提款权货币篮子，这将进一步加快人民币的国际化进程以及扩大人民币的使用范围。
- 不过，现在尚不能确定今年的评审能否做出肯定的决定，因为中国毕竟尚未满足国际货币基金组织在 2011 年规定的所有四项要求，所以，我们估计人民币在 2015 年加入特别提款权货币篮子的概率为 60%。
- 由于中国一直在密切关注特别提款权货币篮子，所以人民币大幅贬值的风险很低，而我们对美元兑人民币汇率的预期依然维持在 2015 年第二季度末为 6.22 以及 2015 年年末为 6.20（目前为 6.20）。我们还预期中国央行今年会进一步扩大人民币交易区间，或将从 2%扩大至 3%。

摘要：中国寻求加入特别提款权货币篮子

中国今年的关键举措之一就是让人民币获准加入国际货币基金组织特别提款权货币篮子。特别提款权货币篮子目前由美元、欧元、英镑和日元四种货币构成，是国际货币基金组织于 1969 年创设的一种国际储备资产，用以弥补其成员国的国际储备不足。国际货币基金组织每隔五年就对特别提款权进行一次评审，而最新一次评审的决定应在今年年底作出。

由于中国正在推进资本账户开放和人民币国际化，如果国际货币基金组织及国际社会能支持人民币加入特别提款权货币篮子，则将进一步加速上述进程，并扩大人民币在国际金融体系中的接受范围。从中国的角度来看，国际货币基金组织在评审时若能作出肯定决定，则将是对中国在近 20 多年来为融入全球金融体系所做的努力的认可，并让中国在国际金融事务中发挥更大的话语权。

可以肯定的是，中国在全球经济中的地位正在不断上升，并已成为最大贸易国之一，这意味着中国的货币应成为储备货币的候选币种。从这方面来讲，尽管还有许多工作需要做，但中国也已逐渐开放其用于资金流入流出的资本账户并加强其国内金融市场的弹性。

中国今年能加入特别提款权货币篮子吗？有观点认为，中国尚未满足国际货币基金组织在 2011 年规定的所有四项要求，尤其是候选货币须作为储备货币而被广泛持有的条件，所以现在仍不能确定评审能否作出肯定决定。我们预期人民币在 2015 年被纳入特别提款权货币篮子的概率为 60%，这取决于多种

因素，包括国际货币基金组织执行委员会的评估等，但该等评估主要由发达经济体主导，且目前尚未实施 2010 年达成的配额改革。

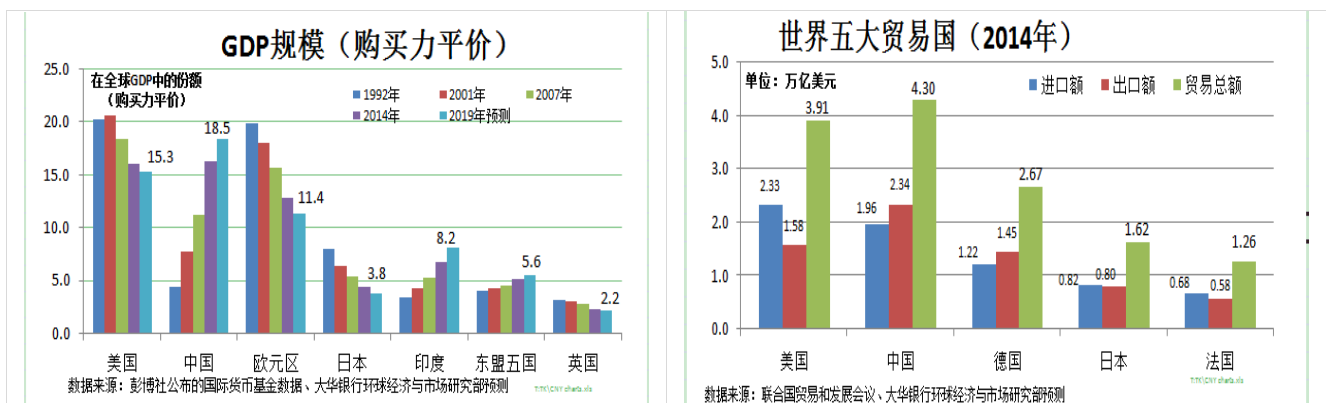
鉴于中国紧盯特别提款权，人民币出现大幅贬值的风险相对较低，因为一旦发生大幅贬值，势必会威胁到人民币成为储备货币的可能性。2015 年年初，美元兑人民币汇率曾暴跌至 6.274，为近三年来最低水平，一度引发市场对人民币可能大幅贬值的高度担忧。此外，鉴于中国外汇储备规模已达到 3.7 万亿美元，不存在支持人民币大幅贬值的基本面因素。因此，我们仍预期美元兑人民币汇率在 2015 年第二季度末报 6.22 以及在 2015 年年末报 6.20。更值得注意的是人民币逐渐的国际化和市场化的形成会带来人民币汇率更大的波动。因此投资者在管控汇率风险时需尤其谨慎处理。我们仍然预期人民币交易区间在今年会从 2% 扩大至 3%。

到目前为止，中国进展如何？

作为全球的经济贸易大国之一，中国近三十年来一直以惊人的速度在崛起。按照国际货币基金组织的购买力平价 (PPP) 来衡量，中国的经济规模已大幅扩大：在 20 世纪 90 年代初，中国经济占世界经济的比例还不足 5%，但这一比例到 2014 年就已上升至 16.3%，预计到 2020 年还将上升至 20%。与此同时，美国的经济规模预期将稳步下降：20 世纪 90 年代初至 21 世纪，美国经济占世界经济的比例接近 20%，但到 2020 年，预计这一比例将下降至 15%。如图表所示，值得注意的是，虽然印度经济的扩张速度较慢且预计到 2020 年还不足中国的一半，但中国和印度的经济规模在 20 世纪 90 年代初时是很相似的。

作为一个贸易大国以及全球最大的出口国，中国 2014 年进出口总值世界排名第一，达 4.3 万亿美元。然而，就进口贸易额而言，中国仍落后于美国，2014 年进口额依然相当于排名第三和第四的德国和日本两大进口国的进口贸易额的总和。

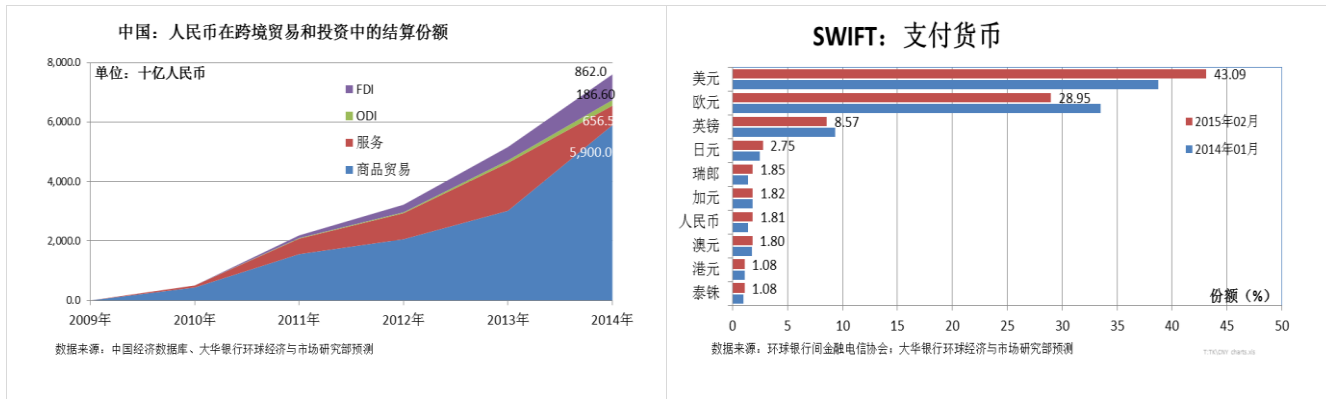
与此同时，中国的经济实力和贸易实力的影响还渗透到金融领域，最明显的影响是中国加强与世界其他地区的金融联系，具体表现为近几年人民币的国际化以及资本账户的开放。



使用人民币作为支付和贸易结算货币的活动也已显著增加。例如，以人民币结算的跨境商品服务贸易额在 2009 年之前几乎为零，但到 2014 年就增长至 6.5 万亿元人民币，约占中国总贸易额的 25%。以人民币结算的外国直接投资和对外投资额同样也出现了大幅上升（见下图）。

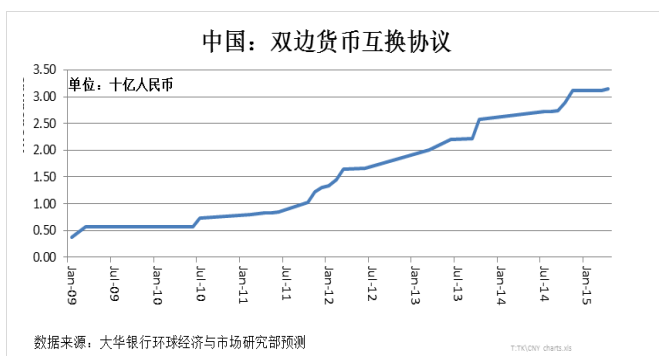
据环球银行间金融电信协会 (SWIFT) 的支付数据显示，人民币现已成为世界上第七大支付货币，占比为 1.8%。虽然这个占比值看起来很小，甚至可以说是微不足道，但与世界排名第四的日元相比仅相差 1

个百分点。随着人民币的持续国际化以及使用范围的不断扩大，人民币赶上日圆的份额基本上是指“日”可待，甚至可以追上英镑。然而，要想挑战世界上最大的两种支付货币欧元和美元，中国还要花很长一段时间。



在促进跨境支付以及强化中国与其他经济体之间的融合和双边关系时，建立人民币清算安排将发挥重要作用，并将利好企业和金融市场。迄今为止，中国已在全球 14 个国家和地区建立了离岸人民币中心，交易时区从东亚一直延伸至北美西海岸（温哥华和多伦多于 2015 年 3 月合设北美第一处人民币清算中心）。此外，中国还与多家外国央行签订了双边货币互换协议。如下图所示，至 2015 年 4 月，互换规模已达到 3.15 万亿元人民币，而该互换流程于 2008 年底开始时的规模仅为 1800 亿元人民币。

然而，对于中国政府而言，更重要的是要加强国内金融领域的发展，尤其是银行业，以便保持足够的弹性和韧性，以应对因金融自由化及资本流动性加大时所带来的不可避免的新压力。一种新的主要货币融入全球金融体系意味着国内冲击将更容易跨界。在这方面，值得注意的是，除了其他措施外，中国当局还正在着手实施银行存款保险制度（自 2015 年 5 月 1 日起生效）以及地方债务重组，以提高国内金融体系的弹性。



国际货币基金组织特别提款权为何物？

特别提款权（全称“Special Drawing Rights”；亦称纸黄金），是国际货币基金组织 (IMF) 于 1969 年创造的一种用于弥补成员国官方储备不足的国际储备资产。特别提款权的价值根据由 4 种主要国际货币构成的货币篮子（截至 2015 年 4 月）确定，且可以交换可自由使用的货币。截至 2015 年 3 月 17 日，已向成员国创设和分配 2040 亿特别提款权（约相当于 2800 亿美元）。

特别提款权既不是货币，也不是对国际货币基金组织的债权，而是对国际货币基金组织成员国的可自由使用货币的潜在索取权。特别提款权的持有者可以通过两种方式以其持有的特别提款权换取这些货

币：一是通过成员国之间的自愿交换安排；二是通过国际货币基金组织指定对外收支健强的成员国，对外收支薄弱的成员国可以将手上的特别提款权兑换成硬货币。除了可以作为补充性储备资产，特别提款权还可以作为国际货币基金组织及其他国际组织的记账单位。所以，应该清楚的一点是，特别提款权本身并不是“钱”，它只能履行“记账单位”以及“保值”的功能，却并不能充当支付商品服务以及偿还债务的“交换媒介”角色。

目前，特别提款权货币篮子由欧元、日元、英镑和美元四种货币构成。特别提款权的价值每日依据伦敦市场中午的外汇牌价计算四种货币各自兑换美元值的总和后确定。特别提款权加权值公布在国际货币基金组织的网站上 (https://www.imf.org/external/np/fin/data/rms_sdrv.aspx)。

特别提款权货币篮子的构成是每五年评审一次，或当国际货币基金组织发现确保特别提款权能反映货币在世界贸易金融系统中的相对重要性的保证条件发生改变时，国际货币基金组织会在更短时间间隔内进行评审。这种非“五年一审”的情况在1998年就发生过。当时国际货币基金组织必须评估将崭新的欧元纳入特别提款权货币篮子，以取代以不存在的德国马克和法国法郎。

特别提款权货币篮子权重（份额%）

	国际货币基金组织/世界银行 年会召开时间	决定宣布时间	美元	欧元	英镑	日元	合计
2011-2015	2010年10月8日至10日	2010年11月15日	41.9%	37.4%	11.3%	9.4%	100.0%
2006-2010	2005年9月24日至25日	2005年10月28日	44.0%	34.0%	11.0%	11.0%	100.0%
2001-2005	2000年9月19日至28日 1998年9月29日	2000年10月12日	45.0%	29.0%	11.0%	15.0%	100.0%
1999-2000*	至10月8日	1998年12月31日	39.0%	32.0%	11.0%	18.0%	100.0%

*欧元于1999年加入特别提款权货币篮子，成立后的权重由德国马克（21%）和法国法郎（11%）一起构成。

数据来源：国际货币基金组织、大华银行环球经济与市场研究部预测

2011年，国际货币基金组织执行委员会制定了一国货币被纳入特别提款权货币篮子需满足的四个条件。第一，该国货币应能在外汇市场上活跃交易；第二，应该存在基于交易所的活跃市场以及场外外汇衍生品；第三，该国须有市场化下产生的利息工具；及第四，该国货币应该能作为外汇储备资产而被广泛持有。（详情请参阅：《国际货币基金组织执行委员会探讨扩大特别提款权货币篮子范围的标准》，国际货币基金组织公开信息通知第11/137号，2011年11月11日：<https://www.imf.org/external/np/sec/pn/2011/pn11137.htm>）。

考虑到正在进行的人民币国际化努力，中国很可能能够满足活跃交易以及外汇衍生品可用性前两个标准，而国内利率市场也将在2015年年底之前开放（继2015年5月1日实施存款保险制度后）。最后一道外汇储备条件对中国来说会比较棘手，因为这确实是一个鸡生蛋还是蛋生鸡的问题：货币需要作为外汇储备资产而被广泛持有后才能被纳入特别提款权货币篮子，但外国央行一般会增持某国的货币是因为该货币已被纳入特别提款权货币篮子里。因此，这可能是一个具有争议性的条件，可能要到年底才能做出具体决定。

2015年的世界银行集团和国际货币基金组织年会将于2015年10月9日至11日在秘鲁首都利马举行。如上表所示，决定很可能是在年会结束后大约一个月内揭晓，但也可能因为某些具体情况而拖到年底给出，如欧元于1999年被纳入特别提款权货币篮子就发生在1998年底。

中国迈向人民币资本账户可兑换的步伐

早在 20 多年以前，中国就已启动了人民币资本账户可兑换的路程，即 1993 年 11 月中共第十四届三中全会就制定了“逐步使人民币成为可兑换货币”的目标。

在 1996 年实现经常项目可兑换后，中国制定了资本账户可兑换的目标。但这一追求两次被打断：第一次是 1997 年的亚洲金融危机，第二次是 2008-2009 年的全球金融危机。

不过，可兑换工作在很大程度仍然随着逐步人民币自由化而持续取得进展，如人民币可兑换成外国直接投资和对外直接投资；已对境外人员的贸易信贷和贸易相关要求实行以登记为基础的管理，且只有外债仍然采用配额管理；已推出并完善了合格境外机构投资者（QFII）和合格境内机构投资者（QDII）计划。此外，中国还扩大人民币在跨境贸易和跨境投资中的使用，在全球 14 个国家和地区建立了离岸人民币中心，与外国央行签署双边货币互换协议并建立自由贸易区（如 2013 年建立的上海自由贸易试验区）以及跨境股票连接（如 2014 年底开始的“沪港通”）等等。

做出如此动作的目的很明显是想实现某种形式的资本账户完全可兑换，而且中国央行指出，目前有超过 85%（即 40 项里的 35 项）的中国资本账户属于国际货币基金组织分类下的完全或部分可兑换。剩下的 15% 仍然不可兑换，包括个人跨境投资以及境外机构在国内市场上发行股票及其他金融工具等。在中国央行看来，人民币正在接近资本账户完全可兑换。

根据中国的计划，当前五大不可兑换的项目会在 2015 年逐步自由化，这将使人民币变成可更自由使用的货币。

中国将采取以下步骤：

- 1) 对个人：将设立跨境投资渠道，包括开展具有试验性质的合格境内个人投资者（QDII2）计划；
- 2) 对即将到来的“深港通”计划：将允许境外投资者在国内市场上发行金融产品，但衍生品除外；
- 3) 对外汇管理规定：将予以修订，以取消大多数情况下的事前批准规定以及事后监控制度；
- 4) 对外国机构投资者：将进一步放开中国资本市场准入条件；
- 5) 对人民币：将进一步促进其国际化使用，消除不必要的政策壁垒并提供必要的基础设施。

人民币被纳入特别提款权的意义

人民币如能获准进入特别提款权货币篮子，将是人民币向国际化迈出的一大步，并可提高人民币作为国际贸易投资货币的使用范围和接受程度。此外，鉴于特别提款权本身就是一国外汇储备的一部分，人民币如能获准进入特别提款权货币篮子还能让人民币成为除美元、欧元、英镑以及日元等储备货币以外的一个有力选项。

由于中国是一个大型消费国，人民币如能获准进入特别提款权货币篮子除了可以让人民币成为储备货币，还可以让人民币在定价大宗商品时充满竞争力。此外，人民币越广泛使用、越国际化，中国企业通过贸易投资进行海外投资就越容易、成本也越低。

就在特别提款权货币篮子中的权重而言，表中值得注意的是，英镑的份额在整个期间一直相当恒定，但日圆的份额却一直在稳步下滑，这与日本经济影响力不断减弱有关。因此，人民币被纳入特别提款权货币篮子时很大可能会损害日圆和英镑的权重（利益），但对欧元和美元的影响不大，具体情况取决于新构成成员的准入权重。我们预估人民币 10% 至 15% 的权重将成为新特别提款权货币篮子的一个良好起点。

人民币在 2015 年特别提款权货币篮子评审中获得肯定的机会是多少？现阶段这仍然是个未知数，因为有观点认为中国尚未满足国际货币基金组织在 2011 年列出的所有要求，尤其是有关外国央行需持有显

著份额的人民币外汇储备的条件。至于这个标准，这确实是一个鸡生蛋还是蛋生鸡的问题，即货币需要被作为外汇储备资产而被广泛持有后才能被纳入特别提款权货币篮子，但外国央行只会增加已是特别提款权货币篮子中的货币的持有量。

我们预估人民币在 2015 年被纳入特别提款权货币篮子的概率为 60%，这要取决于国际货币基金组织执行委员会的评估等因素。但该等评估主要还是由发达国家主导，因为国际货币基金组织尚未实施已在 2010 年就通过的配额改革。

至于人民币汇率本身，由于中国在着眼于特别提款权货币篮子的努力，其出现大幅贬值的风险无疑已经大大减少。因为货币大幅贬值肯定会危及货币成为储备货币的可能性。此外，鉴于中国的外汇储备规模已达 3.7 万亿美元，不存在支持人民币走软的基本面理由。**所以，我们仍预期美元兑人民币汇率在 2015 年第二季度末报 6.22 以及在 2015 年年末报 6.20（目前报 6.20）。**更值得注意的是人民币逐渐的国际化和市场化的形成会带来人民币汇率更大的波动。因此投资者在管控汇率风险时需尤其小心。我们仍然预期人民币交易区间在今年会从 2%扩大至 3%。

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。