



人民幣加入 SDR 的分析

高級經濟研究員 戴道華

國際貨幣基金組織 (IMF) 將於今年 5 月份開始其五年一度檢討 SDR 貨幣籃子的非正式程序，至 10 月份時料將有結果，其決定將於 2016 年開始執行。由於中國金融改革和人民幣國際化在過去幾年的進展，市場對於人民幣在這一次檢討中能夠晉身 SDR 貨幣籃子普遍持樂觀態度。不過，要達此目標，人民幣先要達到 IMF 關於可自由使用貨幣的各項准標，另外還需克服美國可能行使否決權的障礙，前者較為樂觀，後者就仍然存在不確定性，而且從美國國會過去幾年遲遲沒有投票通過授權美國政府參與 IMF 改革的情況來看，它才是最難打通的一環。

要滿足的條件

2010 年 IMF 在檢討 SDR 貨幣籃子時其實花了不少篇幅就人民幣是否符合加入的條件進行研究和分析，而且人民幣是其報告中唯一一隻被慎重考慮的候選貨幣。要加入 SDR，一隻貨幣要滿足兩大條件，一是在截止檢討結果生效前 12 個月的 5 年期間其商品和服務出口值是全球最大之一，由於 SDR 貨幣籃子包括美元、歐元、英鎊和日圓，換言之中國的商品和服務出口至少要高於英國和 / 或日本。這一條件中國在 2010 年已經滿足，IMF 的報告指中國當時已是全球第三大的商品和服務出口國。條件之二是一隻貨幣要符合 IMF 在 Article XXX (f) 規定底下的自由使用 (freely usable, FU) 標準，IMF 當時的評估認為人民幣並未滿足該條件，故維持 SDR 籃子原來四隻貨幣的組合不變。

值得指出的是 IMF 的報告明確指出一隻貨幣可自由使用指的是其國際使用和交易，不同於該貨幣匯率是否自由浮動或完全可兌換。換言之，人民幣還沒有完全實現可兌換、中國仍然實施資本管制乃至人民幣的匯率形成機制等其實都不是人民幣能否加入 SDR 的直接障礙，滿足 IMF 關於可自由使用的標準才是關鍵所在。對此，IMF 要看的是一隻貨幣是否被廣泛用來作國際支付，以及是否在主要

外匯市場上被廣泛交易。就此，IMF 參考了四個量化指標。

指標之一是 IMF 自身編制的全球官方外匯儲備幣種構成統計（Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, COFER），該統計顯示四隻 SDR 貨幣在 2010 年時佔全球已披露幣種構成的官方外匯儲備 96.1% 的比重，而人民幣則未能作單獨統計，歸入佔比為 3.8% 的其他幣種內。指標之二是國際清算銀行（Bank for International Settlements, BIS）所編制的國際銀行業負債統計，四隻 SDR 貨幣在 5 年的統計期內佔去 91.7% 的比重，同樣，人民幣也未能作單獨統計，歸入佔比為 7.3%（2009 年）的其他貨幣裏。指標之三是 BIS 所編制的國際債券市場統計，四隻 SDR 貨幣在 5 年的統計期內佔去 94.6% 的比重，人民幣國際債券市場的佔比只有 0.06%（2009 年），低於佔比超過 1% 的瑞士法郎、澳元和加元。指標之四是 BIS 所編制的全球外匯市場交易統計，四隻 SDR 貨幣在 2007 年至 2010 年統計期內佔比降至 77.6%，而人民幣所佔外匯交易的比重則只有 0.1%，低於佔比超過 1% 的瑞士法郎、澳元、加元、港元和瑞典克朗。

IMF 也是自 2000 年才開始使用這些評估標準，到 2010 年評估人民幣時其實不過使用了 10 年和三次檢討，而期間人民幣國際化也作出了不少努力，包括央行持有、貿易結算、離岸市場發展等，另外中國在資本賬戶開放、放寬資本管制方面也有不少進展，但離 IMF 可自由使用的標準還有距離。那麼 5 年之後的今天情況又如何呢？

基本達標

如果 IMF 在今年的檢討中繼續沿用 2010 年時的標準，人民幣達標的機會應該說顯著增加。首先，在出口方面，中國是全球第一大商品出口國、第五大服務出口國，兩者加總穩居全球第三大商品和服務出口國地位，僅次於歐盟和美國（歐元和美元）。其次，根據 SWIFT 統計，人民幣是全球第二大貿易融資貨幣、第五大支付貨幣，而前四大支付貨幣恰好是 SDR 籃子貨幣。

接下來便要看 IMF 所參考的四個量化指標。COFER 目前還沒有把人民幣單獨進行統計，根據 COFER 在 2013 年開始對加元和澳元單獨進行統計時其在全球已披露幣種構成的官方外匯儲備當中佔比各為 1.5% 判斷，目前全球央行持有人民幣作為其外匯儲備的比重是低於這一水平的，被歸入佔比為 3.2% 其他幣種（2014 年第 3 季）裏。但考慮到目前全球有超過 40 家央行或貨幣當局已經或準備把人民

幣納入其外匯儲備，它們可循離岸市場、QFII、RQFII 和中國銀行間債券市場四個渠道購入人民幣資產，全球超過 20 家央行包括瑞士、法國、日本、奧地利、澳洲及新加坡等獲得了銀行間債券市場投資額度等，相信 1.5% 的比重水平可以很快達到。

BIS 所編制的國際銀行業負債統計至今也沒有把人民幣單獨進行統計，但該統計主要指的是跨境存款，根據中國自身的統計，在 2014 年底時離岸人民幣存款達到 2.8 萬億元人民幣之多，其中香港就有 1.2 萬億元人民幣（含存款證），以 1 美元兌 6.20 元人民幣換算，規模逾 4400 億美元，對比 BIS 的統計，恰好也是僅次於四隻 SDR 貨幣之後的第五大幣種。在全球外匯市場交易方面，BIS 的統計顯示人民幣是第九大交易貨幣，佔比為 2.2/200。相對比較薄弱的是人民幣的國際債券市場，一來 BIS 在最新統計中沒有單獨把人民幣列出，二來根據離岸人民幣債券市場餘額在 2014 年底時約為 4800 億元人民幣來推算，它僅相當於整個國際債券市場的 0.4%。

據此，人民幣的強項在於出口、貿易結算和支付，在跨境存款和外匯市場交易量方面也具一定地位，相對薄弱的是作為外匯儲備被持有的數量以及人民幣國際債券市場。但央行持有量與人民幣是否加入 SDR 其實部份互為因果，IMF 應該考慮這一點，因為它如果不給人民幣作為國際儲備貨幣背書，是會影響部份有嚴格要求的央行持有人民幣的決定的。而人民幣國際債券市場的建設發展很快，在岸市場的開放也進展很快。另外，上述量化指標也非機械式運用，IMF 也強調了其董事局主觀判斷的重要性。結合近期 IMF 總裁 Christine Lagarde 在訪問中國時指人民幣加入 SDR 只是時間而非是否的問題來判斷，人民幣國際化在過去幾年取得的進展應該說基本達到 IMF 關於可自由使用的標準，通過 IMF 內部評估的機會不小。

值得注意的是，IMF 在 2011 年提出了用新的儲備資產的標準而非自由使用的標準來衡量一隻貨幣是否納入 SDR，以便更容易擴大 SDR 籃子貨幣。新的標準將參考四個指標：外匯現貨市場的交易量、外匯衍生產品市場和場外衍生產品市場的交易量、市場化的利率工具和 COFER，其中兩個指標有別於前。IMF 對新標準進行了情景分析，推算到 2015 年時各主要貨幣在全球的比重，其結果顯示人民幣要達到准入的標準，在各個市場領域需要比別人高得多的增長，而到了 2015 年，加元和澳元在不少領域均排在人民幣之前。考慮到 COFER 已把加元和澳元單獨進行統計，這甚至意味著加元和澳元有機會先於人民幣納入 SDR。據此，新的標準未必

最有利於人民幣，但 IMF 在今年的 SDR 檢討中是採用新還是舊的標準就不得而知。

美國的否決權

過了自由使用的技術關，人民幣加入 SDR 還要過美國否決權一關，這包括兩個層面，一是美國政府對人民幣加入 SDR 的取態，二是美國國會的取態，前者相對較為容易爭取，後者目前就難以樂觀。

IMF 的決策分三個層次，涉及基金運作的普通決策如批准貸款計劃等只需要過半（50% 以上）票數；至於涉及基金運作根本改變的決策如 IMF 設施設計、改變 IMF 貸款利率 /SDR 利率、IMF 預算等需要 70% 以上的絕大多數票才能通過；而最高層次的涉及基金管治架構如修改基金章程、改變執行董事數目、加入新成員、增加配額、重新分配 SDR 等就需要 85% 以上的票數支持。目前美國擁有 16.75% 的投票權，亦即它擁有對 IMF 最重大決策的否決權。人民幣加入 SDR 涉及 SDR 貨幣籃子的改變，會觸發許多相關條例的修訂，相信屬於需要 85% 以上票數支持才能通過的重大決策，因此美國的取態關鍵。

美國三權分立，在組織架構上，美國總統有權委任美國駐 IMF 的理事、候補理事、執行董事和候補執行董事，美國財政部被授權負責管理美國在 IMF 的代表和事務。在實務上，美國財長往往被提名成為美國駐 IMF 理事，美國聯儲局主席就成為候補理事。而根據美國法律，美國國會擁有對美國參與 IMF 事務的授權和撥款的權力，這包括美國在 IMF 的配額和投票份額的改變等。

IMF 在 2010 年對 SDR 貨幣籃子的檢討在內部評估階段已經判斷人民幣尚未符合可自由使用的標準而建議維持原狀，該決定不涉及美國是否行使其否決權。到了今年，IMF 再次檢討 SDR 貨幣籃子組成之際，基於上述人民幣國際化所取得的綜合進展，如果通過 IMF 的內部評估，就要付諸表決，美國是否行使否決權是第一關。今年 3 月底，美國財長 Jacob Lew 在年底中美戰略對話之前訪問中國，與總理李克強會面，會面當中中國向美國提出了支持人民幣加入 SDR 的呼籲。會後，美國財長在回到美國出席於三藩市舉行的一個活動中發言，明確指人民幣要符合加入 SDR 的條件，中國就需要進一步放寬資本管制，實現利率市場化，以及推進匯率市場化，其立場偏向強硬。考慮到今年中國政府工作報告中明確提出穩步實現人民幣資本項目可兌換，存款保險制度將在 5 月份推出等，相信在 IMF 年底前正式檢討 SDR 貨幣籃子之前，中國有關的資本賬戶開放和利率市場化等改革措施

還會陸續推出，條件會更為成熟。

但是，就算美國政府不行使否決權，同意支持 IMF 提出的人民幣加入 SDR 貨幣籃子，其決定還需美國國會授權確認才能生效。在這一方面，還要面臨不小的挑戰。在 3 月底美國財長的訪問當中，總理李克強再次敦促美國支持 2011 年 IMF 的改革決定。這一改革主要有四個方面內容：（1）把 IMF 的配額擴大一倍；（2）把擴大後的配額的 6% 轉移給新興市場，中國會成為 IMF 第三大持股人，金磚四國會全部進入頭十大持股人的行列；（3）IMF 執行董事局全部選舉產生，而非有部份委任；（4）歐洲讓出兩個執行董事職位給新興市場。這一改革給予新興市場更大的參與空間，其中中國的投票權重可從 3.81% 增加至 6.0%。至於美國，其投票權會從 16.75% 略微降至 16.5%，但就仍然可以保留其否決權。這一改革是 G20 的共識，其中美國政府也予以支持，但根據美國的法律就需要美國國會的授權才能通過，然而時至今日美國國會仍然遲遲未予放行，令美國的行政和立法機構在 IMF 改革決策當中持相反意見，就連美國的盟友對此也頗為不滿。以此實例來判斷，就算美國民主黨政府支持人民幣加入 SDR，但共和黨控制的美國國會有機會像對待 IMF 2011 年改革一樣不予授權放行。其結果與美國行使否決權無異。

可能的影響

不過，即使出現這一結果，其影響也可能相當有限。人民幣在現階段加入 SDR 相當於 IMF 給人民幣的國際儲備貨幣地位背書，有助於其國際化的進一步深化，就算美國國會可能不予授權放行，但如果 IMF 本身建議人民幣加入 SDR，各成員國絕大多數予以支持，美國政府也不反對的話，那麼美國國會的阻撓只是技術性的障礙，其實不影響市場對人民幣國際儲備貨幣地位的認可，加上中國有關的改革努力有目共睹，相信對人民幣投資活動的影響也會有限。IMF 每五年檢討一次 SDR 貨幣籃子，下一次是在 2020 年，但從現在到 2020 年相信人民幣國際化和中國金融開放所取得的進展將遠遠超過加入 SDR 所要求的基本條件，屆時人民幣作為國際儲備貨幣的實早已超出了 SDR 所能賦予的名。據此，對 IMF 而言，2015 年也是一個微妙的窗口，如果 SDR 不能在今年納入人民幣，其市場認受性和地位也會受到影響。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一. 本地生產總值 GDP	2013	2014	2014/Q3	2014/Q4
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	20,961	21,446	5,456	5,733
升幅 (%) Change(%)	2.9	2.3	2.7	2.2
二. 對外貿易 External Trade	2013	2014	2015/2	2015/1-2
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
港產品出口 Domestic exports	544	553	29	74
轉口 Re-exports	35,053	36,175	2,254	5,327
總出口 Total exports	35,597	36,728	2,283	5,401
進口 Total imports	40,607	42,190	2,642	6,127
貿易差額 Trade balance	-5,010	-5,463	-359	-726
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
港產品出口 Domestic exports	-7.6	1.7	-10.9	-2.5
轉口 Re-exports	3.8	3.2	7.5	4.7
總出口 Total exports	3.6	3.2	7.2	4.6
進口 Imports	3.8	3.9	-0.9	3.9
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	4.3	4.4	4.6	4.3
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units			2015/3	2015/1-3
合約宗數 (宗) No. of agreements	70,503	81,489	6,211	22,581
年升幅 (%) Change(%)	-29.9	15.6	48.4	61.4
五. 勞動就業 Employment			2014/11-2015/01	2014/12-2015/02
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	11.84	14.95	12.1	12.2
失業率 (%) Unemployment rate(%)	3.4	3.2	3.3	3.3
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.5	1.5	1.6	1.5
六. 零售市場 Retail Market			2015/2	2015/1-2
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	11.0	-0.2	14.9	-2.0
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	10.6	0.6	18.2	-0.3
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	5,430	6,077	541	1,102
年升幅 (%) Change(%)	11.7	11.9	22.4	11.6
八. 金融市場 Financial Market			2015/1	2015/2
港幣匯價 (US\$100=HK\$)	775.4	775.6	775.3	775.4
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)				
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	9.7	13	18.3	4.2
M2	12.3	9.5	10.3	8.3
M3	12.4	9.6	10.4	8.3
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	10.6	9.7	10.9	8.8
港元存款 In HK\$	5.1	9.3	11.4	6.3
外幣存款 In foreign currency	16.2	10.1	10.5	11.2
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	16.0	12.7	10.0	6.6
當地放款 use in HK	13.8	12.1	9.3	4.3
海外放款 use outside HK	21.4	14.2	11.6	12.1
貿易有關放款 Trade financing	43.8	-1.4	2.3	-6.7
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.0000	5.0000	5.0000	5.0000
恆生指數 Hang Seng index	23,306	23,605	24,507	24,823