



逆風？順風！

人民幣加入 SDR 的可能前景及其直接影響分析

副總經理 鄂志寰

近日，國際貨幣基金組織 (IMF) 對 SDR 貨幣籃子組成的檢討正在深入進行，預計今年 10 月完成，2016 年開始實施。最近五年，人民幣貿易支付職能已躋身全球前列，投資及儲備職能亦見精進，可自由使用程度顯著提升，為其納入 SDR 貨幣籃子提供了有力的支持，使之成為一個只是“時間”問題的大概率事件。人民幣如期加入 SDR 將從政策驅動和市場引導兩個方面對人民幣國際化進程產生直接影響。

一、人民幣加入 SDR 的要件對標

國際貨幣基金組織每隔五年對 SDR 進行一次檢討，2010 年人民幣是唯一一隻被認真評估的貨幣，當時中國已滿足加入 SDR 的第一大要件，即在截止檢討結果生效前的 5 年間商品和服務出口值是全球最大之一。2010 年中國是全球第三大的商品和服務出口國，此後五年，中國的對外貿易總額持續攀升，2012 年達 25.42 萬億人民幣，列世界第二位，2013 年為 25.83 萬億人民幣，超過美國位列世界第一位，2014 年達 26.43 萬億人民幣，繼續保持世界第一排名，五年平均中國對外貿易額亦名列全球前茅。2014 年，中國 GDP 總量折合 10.38 萬億美元，為全球第 2 大經濟體；中國每年吸收的外商直接投資 (FDI) 僅次於美國，每年輸出對外投資 (ODI) 在 G20 中僅次於美國和日本，金額接近 FDI。顯然，中國實體經濟、貿易和投資增長為人民幣加入 SDR 提供了堅實的物質基礎，可以說，目前人民幣國際化程度遠遠滯後於中國經濟規模所能夠決定的水準。

加入 SDR 的第二要件是符合 IMF 在 Article XXX (f) 規定項下的自由使用 (freely usable, FU) 標準，即廣泛用於國際支付及在主要外匯市場上廣泛交易的程度，可以具體分解為四個指標：(1) 在 IMF 全球官方外匯儲備幣種構成 (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, COFER) 中的佔比；(2) 國際清算銀行 (Bank for International Settlements, BIS) 國際銀行

業負債即跨境存款統計；（3）BIS 國際債券市場統計；（4）BIS 全球外匯市場交易統計。

在以上四項指標中，人民幣強項是跨境存款和外匯市場交易，2014 年底離岸人民幣存款約為 2.8 萬億元人民幣，合 4400 億美元，比照 BIS 統計，僅次於四隻 SDR 貨幣的跨境存款數額；根據 BIS 進行的三年一度的外匯市場抽樣調查，人民幣是第九大交易貨幣，佔比為 2.2/200。截至 2014 年底，人民幣在外匯交易貨幣中排名第六位。

人民幣弱項則是作為外匯儲備的持有量和人民幣國際債券市場規模，一方面，COFER 迄今為止未單獨統計人民幣，全球各央行持有人民幣作為其外匯儲備歸入佔比為 3.1% 的“其他幣種”中；另一方面，2014 年底離岸人民幣債券市場餘額約為 4800 億元人民幣，約佔國際債券市場的 0.4%，水準偏低。

值得注意的是，在加入 SDR 的四大量化指標中，與離岸市場相關的指標佔有三席，表明離岸市場的發育程度與人民幣能否加入 SDR 息息相關。其次，加入 SDR 的評估本身並不是一個機械式對應的過程，IMF 強調其董事局將根據上述量化指標作出主觀判斷。結合前段時間 IMF 總裁 Christine Lagarde 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 內部評估應是大概率事件。

二、人民幣加入 SDR 的可能前景

根據上述分析，我們認為，IMF 關於 SDR 籃子貨幣可自由使用的要求重點在於國際使用和金融市場交易，不等同於該貨幣匯率是否自由浮動，或其資本項目是否實現完全可兌換。簡言之，即使人民幣尚未實現完全可兌換、仍實施資本管制、人民幣的匯率形成機制尚待完善等因素，都不是阻礙人民幣加入 SDR 的直接障礙。在近期離岸市場波動加大、離岸人民幣存款總量增長放緩、離岸債券市場交投趨淡的背景下，保持離岸人民幣存款增長和推動離岸債券市場發展具有重要的指標意義，值得特別關注。

目前，國際貨幣基金組織涉及 IMF 基金管治架構的重大事項需要 85% 以上票數支持，美國投票權為 16.75%，擁有對 IMF 重大決策的一票否決權。因此，人民幣滿足 IMF 的自由使用評估條件後，能否加入 SDR 可能還將受到美國政府對人民幣加入 SDR 的意見以及美國國會取態的影響。2011 年 IMF 改革方案受困於美國國會的實例表明，即使美國民主黨政府支持人民幣加入 SDR，共和黨控制的美國國會仍有可能不予授權放行，事實上形成美國行使否決權的局面。

綜合考慮上述因素，人民幣加入 SDR 可能出現以下情景假設：

其一：人民幣順利完成評估，IMF 建議人民幣加入 SDR，各成員國普遍支持，美國政府和國會均未反對，人民幣加入 SDR。

其二：人民幣順利完成評估，IMF 建議人民幣加入 SDR，各成員國普遍支持，美國國會單方反對，人民幣加入 SDR 面臨技術性障礙。

其三：IMF 2015 年檢討未能給出明確結論，但是，迫於人民幣國際化不斷取得廣泛影響所形成的壓力，IMF 無法完全拖延至 2020 年，而是有很大可能性在 2020 年之前另闢一個窗口重啟人民幣加入 SDR 檢討程式，這是最為不利的情形，人民幣國際化將受制於此，其市場認受性和國際市場地位等方面面臨變化。在這種情形下，預計到 2020 年中國經濟發展和金融開放進程將遠遠超過加入 SDR 所要求的基本條件，人民幣在國際儲備貨幣方面也將取得顯著進展，IMF 將面臨事後追認人民幣國際地位的尷尬局面，也是明智者所不樂見的結果。

因此，從目前情況看，出現第一或第二種情況為大概率事件，人民幣加入 SDR 是國際層面對人民幣國際儲備貨幣地位的正式認可，將對人民幣國際化產生積極推動。

三、加入 SDR 將對人民幣國際化產生積極的政策驅動效應

SDR 本身因數量少、比重小並不是一個真正國際化的超主權貨幣，其在國際金融市場的影響較為有限。人民幣加入 SDR 意義更多地體現在象徵層面。人民幣加入 SDR 意味著人民幣國際化的政策驅動力量由中國金融管理當局擴大到國際多邊機構，將進一步提升人民幣國際儲備貨幣地位，推動人民幣邁向真正的國際貨幣。

過去十年人民幣國際化發展歷程的首要特徵是政策驅動，尤其是人民幣離岸市場發展的每一個里程碑均是內地相關限制性規定放開的直接結果，從 2007 年中國人民銀行允許合資格的內地金融機構在香港發行人民幣債券啟動離岸點心債市場，到 2009 年以來跨境貿易人民幣結算為人民幣國際化打造堅實的貿易基礎；乃至 2011 年以來中央政府實施「人民幣合格境外機構投資者」（RQFII）並將其擴展至更大範圍推動人民幣在投資和交易領域的廣泛使用。最近的自貿區、滬港通以及“一帶一路”將繼續擴大人民幣在跨境貸款和跨境證券交易等方面的使用。

加入 SDR 的政策驅動效應表現為以下四個方面：

首先，加入 SDR 等同 IMF 正式為人民幣作為國際儲備貨幣背書，在人民幣還未實現可兌換、中國依然實施資本管制的情況下，這一背書十分可貴。明確人民幣的儲備貨幣地位與美元、歐元、日圓、英鎊四大貨幣等同，掃除全球各央行因為人民幣缺乏國際儲備貨幣地位而不能持有或具規模持有人民幣資產的技術障礙，使其在做好風險控制的前提下配置和持有人民幣資產，因此，可能會觸發全球央行和主權財富基金主動吸納人民幣資產的一輪浪潮。

其次，加入 SDR 將進一步促進人民幣在跨境貿易和投資結算等方面的使用，使其在原油、鐵礦石等國際大宗商品的定價中佔有更大的優勢，提高人民幣計價的比例。

第三，加入 SDR 有助於降低中國在海外借貸成本，推動中國企業走出去，未來即使中國經常帳出現赤字，人民幣作為國際儲備貨幣將為其在國際市場融資提供支援。

第四，加入 SDR 對於中國金融開放也有重要促進作用，證明了中國改革開放方向正確，也對完善外匯市場運行機制和資本帳開放形成進一步的倒逼動力，推動中國加快金融市場的開放進程。

四、加入 SDR 將帶來儲備資產配置需求

在政策驅動的同時，人民幣國際化發展的關鍵是市場需求的牽引力量。在人民幣國際化啟動初期，政策驅動佔比更高一些，而最近幾年，隨著離岸市場向全球擴展，人民幣產品和交易的市場需求在人民幣國際化中發揮越來越大的作用。加入 SDR 將為人民幣市場提供更多的儲備資產配置需求。

加入 SDR 初期可能新增人民幣市場儲備資產配置需求的數量可以做出如下簡單推算。根據 IMF 的統計，截至 2014 年四季度，全球外匯儲備總額為 11.6 萬億美元，扣除未披露幣種構成的 5.52 萬億美元，有 6.09 萬億美元分別配置了美元、歐元、日元、英鎊、瑞士法郎、加元和澳元以及其他貨幣的儲備資產，其中，加元和澳元是 2013 年 IMF 擴大 COFER 的統計幣種時增加的新幣種。以其在 2012 年底分別在官方外匯儲備（已披露幣種）1.4% 和 1.5% 的佔比為參考基準，2014 年第四季度已披露幣種構成的官方外匯儲備規模為 6.09 萬億美元，如果取 1.5% 作為最低比重要求，則約有相當於 913 億美元的儲備資產，以一美元兌 6.20 元人民幣換算，如果人民幣儲備資產達到 1.5% 的比重，則全球央行將持有約 5700 億

元的人民幣儲備資產。如果以該兩種貨幣在 2014 年四季度的儲備資產平均數額為標尺，則約有相當於 1100 億美元的儲備資產，則全球央行將持有約 6820 億元的人民幣儲備資產。因此，我們可以預計，加入 SDR 初期，將形成至少 6800 億元的人民幣儲備資產。這個數額遠遠超過目前離岸人民幣市場的貸款總量和債券餘額。

據統計，全球有超過 40 家央行或貨幣當局已經或正在準備把人民幣納入其外匯儲備，其配置人民幣資產可以選擇離岸市場、QFII、RQFII 和中國銀行間債券市場等四個主要渠道，約有瑞士、法國、日本、奧地利、澳洲及新加坡等 20 多家央行獲得了銀行間債券市場投資額度。根據公佈資料進行的不完全統計，目前各國中央銀行投資人民幣資產的額度合計約為 1400 億元。扣除各國央行已經配置的人民幣資產，考慮其他三個管道可能進行的人民幣資產安排，預計離岸市場將出現數以千億的人民幣儲備資產配置需求。

五、加入 SDR 將推動離岸人民幣市場金融交易類業務快速增長

加入 SDR 初期帶來的人民幣儲備資產配置需求將有很大部分體現在離岸市場，在離岸市場相關業務需求上升的同時，推動離岸人民幣市場金融交易類業務快速增長。

目前，離岸人民幣清算增長遠遠超過貿易結算增長，表明與投資相關的金融交易類業務成為離岸人民幣市場的主導業務。2014 年人民幣 RTGS 清算額達 170.3 萬億元，同期經香港銀行處理的人民幣貿易結算金額為 6.26 萬億元人民幣，儘管其增幅顯著並佔中國內地人民幣貿易結算的絕大部分，但其僅為人民幣 RTGS 清算額的一個零頭。

人民幣加入 SDR 將進一步推動與投資相關的金融交易類業務增長。其中，外匯交易活動在離岸人民幣市場的重要性持續上升。根據路透社的信息，目前倫敦交易的人民幣數量佔全球人民幣市場 44%，可交割外匯交易同比增長 127%，達到日均 424 億美元；除香港交易所提供人民幣期貨合約產品外，美國 CME、新加坡交易所及巴西期貨交易所均已推出人民幣兌美元及當地期貨產品。

總之，人民幣如能順利加入 SDR，將加速提升人民幣作為國際儲備貨幣地位，推動人民幣成為真正意義上的國際貨幣。同時，加入 SDR 也將推動中國金融市場的發展，加快外匯管理制度改革，實現資本項下人民幣可兌換。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

| 一. 本地生產總值 GDP | 2013 | 2014 | 2014/Q4 | 2015/Q1 |
|--|--------|--------|---------------|---------------|
| 總量 (億元) GDP(\$100 Million) | 20,961 | 21,446 | 6,127 | 5,724 |
| 升幅 (%) Change(%) | 2.9 | 2.3 | 2.4 | 2.1 |
| 二. 對外貿易 External Trade | 2013 | 2014 | 2015/3 | 2015/1-3 |
| 外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million) | | | | |
| 港產品出口 Domestic exports | 544 | 553 | 40 | 114 |
| 轉口 Re-exports | 35,053 | 36,175 | 2,921 | 8,246 |
| 總出口 Total exports | 35,597 | 36,728 | 2,961 | 8,361 |
| 進口 Total imports | 40,607 | 42,190 | 3,423 | 9,548 |
| 貿易差額 Trade balance | -5,010 | -5,463 | -462 | -1,187 |
| 年增長率 (%) YOY Growth(%) | | | | |
| 港產品出口 Domestic exports | -7.6 | 1.7 | -21.6 | -10.1 |
| 轉口 Re-exports | 3.8 | 3.2 | -1.5 | 2.5 |
| 總出口 Total exports | 3.6 | 3.2 | -1.8 | 2.3 |
| 進口 Imports | 3.8 | 3.9 | -2.7 | 1.4 |
| 三. 消費物價 Consumer Price | 2013 | 2014 | 2015/4 | 2015/1-4 |
| 綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%) | 4.3 | 4.4 | 2.8 | 4 |
| 四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units | | | 2015/4 | 2015/1-4 |
| 合約宗數 (宗) No. of agreements | 70,503 | 81,489 | 6,223 | 28,804 |
| 年升幅 (%) Change(%) | -29.9 | 15.6 | 3.5 | 44 |
| 五. 勞動就業 Employment | | | 2015/1-2015/3 | 2015/2-2015/4 |
| 失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands) | 11.84 | 14.95 | 12.73 | 12.75 |
| 失業率 (%) Unemployment rate(%) | 3.4 | 3.2 | 3.3 | 3.2 |
| 就業不足率 (%) Underemployment rate(%) | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |
| 六. 零售市場 Retail Market | | | 2015/3 | 2015/1-3 |
| 零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%) | 11.0 | -0.2 | -2.9 | -2.3 |
| 零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%) | 10.6 | 0.6 | 0.8 | 0 |
| 七. 訪港遊客 Visitors | | | | |
| 總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands) | 5,430 | 6,077 | 441 | 1,542 |
| 年升幅 (%) Change(%) | 11.7 | 11.9 | 8.7 | 4.9 |
| 八. 金融市場 Financial Market | | | 2015/3 | 2015/4 |
| 港幣匯價 (US\$100=HK\$) | 775.4 | 775.6 | 775.5 | 775 |
| H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$) | | | | |
| 貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%) | | | 2015/2 | 2015/3 |
| M1 | 9.7 | 13 | 4.2 | 27.5 |
| M2 | 12.3 | 9.5 | 8.3 | 11.9 |
| M3 | 12.4 | 9.6 | 8.3 | 11.8 |
| 存款升幅 (%) Change in deposits(%) | | | | |
| 總存款 Total deposits | 10.6 | 9.7 | 8.8 | 13.3 |
| 港元存款 In HK\$ | 5.1 | 9.3 | 6.3 | 16 |
| 外幣存款 In foreign currency | 16.2 | 10.1 | 11.2 | 10.7 |
| 放款升幅 (%) in loans & advances(%) | | | | |
| 總放款 Total loans & advances | 16.0 | 12.7 | 6.6 | 11.7 |
| 當地放款 use in HK | 13.8 | 12.1 | 4.3 | 13.8 |
| 海外放款 use outside HK | 21.4 | 14.2 | 12.1 | 13.6 |
| 貿易有關放款 Trade financing | 43.8 | -1.4 | -6.7 | -8.5 |
| 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 | 24,823 | 24,901 |