

研究报告

中国：人民币被纳入 SDR 进入倒计时

- IMF暗示中国人民币加入SDR货币篮子获得最新进展, 预期IMF执行董事会将于本月31日公布具体决定, 而产生积极结果的概率很可能已经超出了我们之前评估的80%。
- 利好结果将是对中国市场改革开放努力的一种认可, 类似于中国2001年加入WTO以及后来崛起为经济强国。
- 从中长期来看, 积极决定将利好人民币, 但短期上行可能不会持续太久, 还有可能会推迟, 原因是新货币篮子有可能会延后实施。因此, 我们继续预测美元兑人民币汇率在2015年底和2016年底将分别为6.40和6.45, 同时会密切关注人民币交易区间或将扩大。

IMF 释放令人鼓舞的信号

IMF总裁拉加德上周释放的信号大大提振了中国人民币被纳入IMF 特别提款权 (SDR) 货币篮子的概率。

拉加德于2015年11月13日发布声明, 支持IMF工作人员的分析结果, 即由于人民币满足了“可自由使用”货币的要求, 因而IMF工作人员建议执行董事会应该决定, 让人民币成为继美元、欧元、英镑和日元之后加入SDR货币篮子的第五种可自由使用货币。IMF工作人员同时认为, 中国当局已经解决了7月份提交给执行董事会的第一次工作人员分析报告中提及的所有剩余的操作性问题。

这种对人民币被纳入SDR货币篮子的明确支持确实是一个积极信号, 为此中国央行于2015年11月14日发表声明, 重申其对金融业改革开放抱有的决心, 以及人民币被纳入SDR货币篮子将有助于增强SDR货币篮子的代表性和吸引力。

人民币被纳入SDR货币篮子的概率有所提高

由于中国人民币依然满足SDR货币篮子的“出口标准”, 所以现在的主要问题变成人民币是否符合“可自由使用”条件 (即人民币能否在国际交易支付中广泛使用并在主要外汇市场中广泛交易)。

IMF执行董事会将于2015年11月30日举行开会讨论，以考虑这个问题并决定是否应该将人民币纳入SDR货币篮子。

IMF指出，在确定一种货币是否被广泛使用和广泛交易时，资本项目可兑换并非必要条件，因为可完全兑换的货币也不一定会被广泛使用和广泛交易。

如果执行董事会决定将人民币纳入SDR货币篮子，则新货币篮子将于2016年10月1日起开始生效。IMF表示，推迟新货币篮子生效时间的理由如下：

1. 避免在日历年末（届时交易量比较低）SDR货币篮子出现任何变化；
2. 促进SDR相关操作在目前SDR审查工作所产生不确定性高于通常水平的情况下，能继续平稳运行；以及
3. 在IMF执行董事会决定给SDR货币篮子新增一种货币时能拥有充足的调整时间。

人民币的下一步会发生什么？

为了能让人民币被纳入SDR货币篮子，中国已经进行了二十多年的金融市场改革和资本项目可兑换。在1993年召开的十四届三中全会上，中国设定了“逐渐将人民币变为可自由兑换货币”的目标。1994年1月1日开始实施双重汇率并轨（当时的官方汇率由1993年12月31日的5.80人民币/美元大幅贬值至1994年1月1日的8.70人民币/美元），并取消外汇券。

这些早期改革为中国后来的金融市场发展奠定了基础，其中包括2005年7月实施的汇率改革，2009年加快人民币国际化，逐步开放资本账户、实施QFII/QDII等计划以及2015年8月11日进行的人民币中间价机制改革。根据中国央行的统计，中国85%的资本账户已经可以在一定程度上进行兑换。

IMF如果释放利好SDR结果，则将肯定会被视为是对中国在市场改革开放道路上所做努力的一种认可。事实上，伴随着金融业的开放（借助SDR），国内市场改革将会加速。这与中国2001年12月加入WTO有着异曲同工之妙，都会对中国制造业以及中国崛起成经济大国有着重要作用。就其本身而言，中国已经在其第十三个五年规划（2016-2020年）期间设定了实现资本账户以及人民币完全可兑换的目标。

伴随着IMF的最新公告，人民币被纳入SDR货币篮子的概率肯定已经超出了我们之前评估的成功概率80%。然而，鉴于美国拥有最大的投票权份额16.74%，其次是日本（6.23%）和德国（3.81%），中国仅拥有3.81%的投票权份额，此事还存在一定程度的不确定性。

由于SDR货币篮子构成如想发生任何变化，都必须获得IMF执行董事会70%的选票，所以美国在执行董事会有着显著影响力。不管是什么情况，从几名美国官员近期发表的言论以及美国财政部最新公布的《国际经济和汇率政策半年度报告》中对人民币的温和语调来看，IMF执行董事会应该会在11月30日作出不具任何争议性的决定。

虽然从中长期来看，积极决定将利好人民币，但短期上行可能不会持续太久，还有可能会推迟，原因是：

1. 新货币篮子有可能会延迟至2016年10月1日起开始实施；
2. 上周末在巴黎发生的大规模致命恐怖袭击事件有可能引发新一轮的全球金融市场避险情绪，而这将利好美元资产；
3. 央行可能会在缓慢及逐步衡量人民币以及人民币计价资产在其外汇储备中的初步比例，理由是央行的外汇储备管理一般上趋向保守，而且市场上普遍缺少比较安全及优质的人民币计价资产；以及
4. FOMC会议即将于2015年12月召开，市场注意力会转向美国美联储的加息事件及对美元的影响。

据中国央行不完全统计，截至2015年4月末，境外央行或货币当局在境内外持有债券、股票和存款等人民币资产余额约6667亿元。这相当1075亿美元，仅占全球储备11.5万亿美元的一个微小部分。因此，即使本年度被纳入SDR货币篮子，人民币要想显著提高其在全球储备中的占比仍需时日。

另一方面，我们认为目前并不存在人民币出现大规模贬值或持久贬值的迹象，不论是从基础国内经济数据，政治稳定性，金融市场发展，还是债务或资本流动动态来看。

因此，我们继续预测美元兑人民币汇率在2015年底和2016年底将分别为6.40和6.45。进入2016年，我们预计中国还会采取进一步的市场改革措施，而人民币交易区间仍有可能从目前的2%扩大至3%或更高。至于在岸与离岸人民币汇率的差距，我们认为如果显著偏移于50-200个点的价差范围，则很可能会引起有关部门的重视，所以在过去几个月里当价差偏离太远时，中国央行总是毫不犹豫地出手干预汇市以平复过激的人民币贬值预期。

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，都会引发人民币出现进一步的双向波动及灵活性。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。

参考连接:

IMF: Statement by Ms. Christine Lagarde on IMF Review of SDR Basket of Currencies, 13 Nov 2015
<http://bit.ly/IMF-20151113-SDR-Lagarde>

PBoC's Response to IMF's Christine Lagarde's Statement on IMF Review of SDR Basket of Currencies, 14 Nov 2015
中国人民银行有关负责人就国际货币基金组织总裁拉加德关于 SDR 审查的声明答记者问
<http://bit.ly/pbc-20151114-SDR-note>

IMF: Q and A on 2015 SDR Review, 13 Nov 2015
<http://bit.ly/IMF-20151113-SDRQA>

IMF Factsheet: Special Drawing Rights (SDRs), 24 Sep 2015
<http://bit.ly/IMF-20150924-SDRfacts>

IMF: Review of the Method of the Valuation of the SDR—Initial Considerations, 3 Aug 2015
<http://bit.ly/IMFsdr-initialval2015>

PBoC: Report on RMB Internationalization 2015 (Chinese), 11 Jun 2015
央行：人民币国际化报告（2015 年）
<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。