



特别提款权定值方法审查

2015年11月13日

概要

本文为五年一次的特别提款权定值方法审查提供依据。本次审查内容包括特别提款权货币篮子的构成、规模和加权以及用于决定特别提款权利率的金融工具。

本文的分析依据执董会今年7月初步考虑本次审查时进行的非正式讨论。考虑到执董们的意见，保留了加入特别提款权的两个货币选择标准。由于中国继续符合出口标准，本文的一个关键焦点是评估人民币是否符合第二个标准，即能否被认定为可自由使用货币。

本文阐述了2010年审查特别提款权以来人民币不断扩大的国际使用和交易。各种指标显示，人民币在国际交易中的使用虽然起点较低，但已经显著增加。本文还发现，人民币在外汇市场交易的活跃程度已大大提高，具有足够的市场深度，能够支持基金组织成员国可能实施的操作规模，而不会对汇率造成显著影响。

中国当局已采取一系列广泛的措施，进一步促进基金组织和成员国的人民币操作，相关措施涉及基金组织工作人员今年7月确定的所有领域。这些步骤包括，允许基金组织成员国和代表它们的代理机构进入在岸固定收益市场和外汇市场。在岸和离岸市场最近出现的波动突出显示出一些操作上的挑战，但成员国能够利用其中最为有利的市场，从而减轻了成员国由此受到的影响。

工作人员建议执董会认定人民币为可自由使用货币并将其纳入特别提款权篮子。尽管法律框架规定了一种货币若要被认为定可自由使用必须符合的标准，但评估具体货币时对这些标准的运用最终需要政策判断。工作人员认为，根据基金组织协定中的可自由使用货币定义的含义，人民币可以被视为广泛使用和广泛交易。人民币市场也足够发达，能够提供市场决定的汇率、基准利率和对冲工具，满足基金组织、成员国和特别提款权的其他使用方的操作需要。工作人员认识到仍存在一些操作性挑战，但认为它们能得以解决。

工作人员建议将特别提款权篮子扩大到五种货币。保留现有的四种货币（英镑、欧元、日元和美元），增加人民币，这将维持篮子结构的稳定，同时使篮子能在更大程度上代表全球贸易和金融体系中使用的货币。采用五种货币篮子所增加的复杂性预计将是有限的，基金组织、成员国和特别提款权的其他使用方能够应对。

在评估出口选择标准和货币加权方面，工作人员建议，将适用于货币联盟的基于货币的方法扩展到所有货币。这一建议认识到，鉴于特别提款权的目的（与“可自由使用货币”概念的目的并不相同），用于货币选择的经济变量（除可自由使用标准外）和货币加权应反映货币而非成员国的特征。

工作人员还建议，调整决定特别提款权篮子货币权重的公式。建议的加权公式将解决长期以来一直存在的现有公式的缺陷，对贸易和金融指标赋予相等的权重，金融指标包含更广泛的金融变量。

工作人员建议，将中国国债三个月基准收益率作为特别提款权利率篮子的人民币计值利率工具。对于构成特别提款权篮子的其他货币，用于决定特别提款权利率的工具将继续以三个月政府证券收益率为基础。

工作人员建议，新的特别提款权篮子及人民币作为可自由使用货币从 2016 年 10 月 1 日起生效。2015 年 8 月，执董会已经批准将现有特别提款权篮子的有效期延至 2016 年 9 月 30 日。将可自由使用决定的生效日定为未来的一个日期，有助于给基金组织、成员国和特别提款权的其他使用方留出足够时间，以便对这些变化进行调整。

最后，工作人员建议，与过去的做法相一致，特别提款权篮子确定后将保持五年。相应地，并且在执董会早些时候将现有特别提款权篮子有效期延至 2016 年 9 月后，对特别提款权定值方法的下一次审查将在 2021 年 9 月 30 日之前进行，除非这期间的发展变化表明有必要更早进行审查。

Sean Hagan、Siddharth
Tiwari 和 Andrew
Tweedie
批准

本文由财务部、法律部以及战略、政策和检查部牵头的跨部门工作人员小组撰写，亚太部、信息交流部、货币与资本市场部、秘书部和统计部做出了贡献。

目录

I. 导言	6
II. 货币选择标准所依据的指标	7
A. 出口标准	7
B. 可自由使用标准	10
III. 操作性问题	20
A. 最近为改善市场准入和提高数据透明度所进行的改革	20
B. 汇率问题	21
C. 特别提款权篮子的参考利率	24
IV. 人民币评估	26
V. 特别提款权篮子的规模	28
VI. 加权公式	29
A. 背景	29
B. 建议采用的加权公式	33
VII. 特别提款权利率篮子审查	37
A. 现行特别提款权利率工具审查	37
B. 特别提款权利率篮子中可能以人民币计值的工具	38
C. 人民币纳入特别提款权篮子可能产生的影响	38
D. 未来的工作	39
VIII. 过渡问题	39
A. “可自由使用”决定的生效	40
B. 货币篮子中的货币量	41
IX. 建议执董会采纳的决定	41

专栏

1. 特别提款权篮子的货币选择标准	8
2. 特别提款权定值框架：货币法和成员法	10
3. 中国最近在资本管制和国内金融市场方面实行的改革	20
4. 中国的汇率管理：波动和干预	24
5. 3个月利率的代表性人民币金融工具	27
6. 备选加权公式：执董会讨论记录	31

图

1. 货物和服务出口	9
2. 官方储备	12
3. 国际银行负债	13
4. 国际债务证券未清偿余额	14
5. 国际支付	16
6. 贸易融资（信用证）	16
7. 日交易量	19
8. 人民币即期在岸 (CNY)和离岸(CNH) 汇率	23
9. 中国的在岸利率	27
10. 备选特别提款权定值——与实际特别提款权的差异	35
11. 特别提款权利率及其组成部分	36
12. 特别提款权利率	37
13. 根据远期利率估计的特别提款权利率	38

表

1. 货物和服务出口	9
2. 官方储备	12
3. 官方外币资产	12
4. 国际银行负债	13
5. 国际债务证券未清偿余额	14
6. 国际债务证券发行额	14
7. 跨境支付	15
8. 贸易融资（信用证）	15
9. 全球外汇市场交投总额的货币组成	17
10. 各地区交易中心的人民币日均交易额，2015年4月	18
11. 以往特别提款权审查中出口和储备持有的权重	31
12. 全球贸易名义价值和金融指标	32

13. 基于现行公式的货币权重	33
14. 备选加权公式——50%出口+50%综合性金融指标	34
15. 建议方法下的货币权重	35
16. 示意性货币量	38

附件

一、数据问题	45
二、高频货币交易数据：交易量、流动性和市场弹性分析	52
三、关于特别提款权定值和特别提款权利率的主要决定	58
四、中央国债登记结算有限公司计算中国国债收益率曲线的方法	63

I. 导言

1. 本文件为特别提款权货币篮子定值方法五年期审查提供依据。¹ 本文讨论了特别提款权篮子的货币组成和加权方法。根据以往的做法，本文还探讨了用于确定特别提款权利率的金融工具（特别提款权利率篮子）。执董会一般比生效日期提前一段时间就特别提款权定值方法做出决定，以便提前通知有关各方并完成可能需要的任何磋商。当前的特别提款权货币篮子的有效期截止于 2016 年 9 月 30 日。²

2. 执董会于 2010 年进行了上一次特别提款权定值审查，并于 2011 年重新探讨了货币选择标准。³ 2010 年审查得出的结论是，特别提款权篮子将继续由四种货币（英镑、欧元、日元、美元）组成。中国当时达到了出口标准，但人民币由于被判定为不能自由使用，即没有达到选择货币的第二个标准，未能进入特别提款权篮子。2011 年，虽然有一些执董愿意考虑不同的货币选择标准，但执董们强调，不应降低进入特别提款权篮子的标准，他们当中的大多数都赞成维持现行标准。执董们普遍同意在评估可自由使用货币时所考虑的指标，同时强调，不应机械地运用这些指标，在确定可自由使用性时必须在很大程度上依靠判断。执董们认为，篮子中的货币应保持较少的数目，以避免给特别提款权使用方增加不必要的成本和复杂性，同时商定，不事先决定确切的货币数目。

3. 本文所载工作人员的评估和提议是以执董们于今年 7 月在初步审议本次审查时进行的非正式讨论为指导。⁴ 执董们当时提供的指导是，现行特别提款权货币选择标准仍是适当的，不需要考虑改动。由于中国仍然符合纳入特别提款权篮子的出口标准，执董们认为应侧重审查是否可把人民币确定为可自由使用货币，从而根据现行的特别提款权定值框架将其纳入特别提款权篮子。执董们认为，为了进行可自由使用性评估，在考虑执董会于 2011 年核准的指标之外，还应考虑工作人员提出的补充指标。执董们还请工作人员制定关于改变加权公式的提议，以解决方法问题和更好地体现金融交易的相对重要性。

4. 2015 年 8 月，执董们批准延长现行特别提款权篮子的有效期，使其在 2015 年 12 月 31 日至 2016 年 9 月 30 日期间保持有效。这次延期是为了确保特别提款权业务的继续顺利开展，这既是因为有特别提款权使用方此前表示担心，如果在 2016 年初实行新的货币篮子，将使其暴露于更大风险和面临更高成本，也是考虑到在篮子中纳入新货币的可能性引起了高于寻常的不确定性。⁵

5. 本文结构如下。第二章讨论了货币选择标准，并为有关的指标和分析提供了最新数据，用以进行可自由使用性评估。第三章讨论了人民币是否符合为帮助基金组织的业务顺利进行所必需的要求。

¹ 特别提款权货币篮子五年期审查是依据 2000 年 10 月 11 日通过的第 12281-(00/98) G/S 号决定（下文称为“2000 年决定”）进行的。

² 见《[基金组织执董会批准将特别提款权现行货币篮子的有效期延至 2016 年 9 月 30 日](#)》，新闻稿第 15/384 (9/19/2015)号。

³ 见《[基金组织执董会结束 2010 年特别提款权定值审查](#)》，公共信息通告第 10/149 号；《[基金组织执董会讨论扩大特别提款权货币篮子的标准](#)》，公共信息通告第 11/137 号。

⁴ 见《特别提款权定值方法审查——初步考虑》，FO/DIS/15/116 (7/16/2015)。下文将该文件称为“7 月文件”。

⁵ 见《特别提款权货币篮子——建议延长特别提款权定值有效期》，SM/15/209 (8/4/2015)。

第四章载有工作人员的以下评估意见：考虑到前几章的分析，可否确定人民币为可自由使用货币，因此将其纳入特别提款权篮子。第五章讨论了到底是应该使人民币在特别提款权篮子中取代某个现有货币，还是应该扩大篮子，是其包括五种货币。第六章讨论了对加权公式的修改，第七章探讨了特别提款权利率篮子的组成，第八章讨论了与采用一个新货币篮子有关的问题。第九章开列了提议做出的决定和适用的多数。

II. 货币选择标准所依据的指标

6. 本章提供了最新资料，说明纳入特别提款权篮子货币的标准。工作人员参照执董们于今年 7 月举行的非正式讨论，提议保持出口标准和可自由使用货币标准，将其作为在进行特别提款权篮子估值的时候所使用的两个货币选择标准（专栏 1）。

A. 出口标准

7. 最大出口者的排名自上次审查以来大致保持不变。表 1 和图 1 中的数据反映出，在评估出口标准时对所有国家改为采用货币法（见下文第 8 段），并确认欧元区和美国仍然是最大的出口者。⁶中国仍然是第三大出口者，因此符合纳入特别提款权篮子的出口标准。日本和英国分别排名第四和第五，二者之间差距不大。下一个最大的出口者在出口份额方面则与前一个差距较大。

⁶ 工作人员提议修改 2000 年决定，以表明该标准不仅适用于货物和服务的出口，而且根据长期惯例，适用于贷方收入。

专栏 1. 特别提款权篮子的货币选择标准¹

特别提款权定值框架实行两个特别提款权货币选择标准：特别提款权篮子由四种货币组成：(a) 这些货币是基金组织成员（或包括基金组织成员的货币联盟）发行的货币，在比定值决定生效日期提前 12 个月截止的五年期间内，这些成员的货物和服务出口值是最大的；(b) 这些货币须经基金组织确定，是符合第三十条(f)款的可自由使用货币。

在为特别提款权篮子选择货币时，出口历来发挥着重要作用。这个有关规模的标准是为了反映国家在全球贸易中的相对重要性，确保它们有足够的能提供储备资产，并限制篮子中的货币数目。根据 2000 年决定，如果要用某种货币取代篮子中的另一货币，必要条件之一是，某个其货币没有被纳入特别提款权篮子的成员或货币联盟的出口价值在有关期间内超过某个其货币被纳入篮子的成员或货币联盟，而且超过幅度至少为 1%。

可自由使用性标准是为了保证，纳入特别提款权篮子的是最可代表世界贸易和金融体系中的使用情况的货币。这个标准于 2000 年被增列为选择货币的第二条标准，以考虑到衡量金融市场广度和深度的各种指标。虽然自 1985 年以来采用了金融变量来大致确认货币加权的方向，但这些变量不是特别提款权定值方法所采用的正式标准。

“可自由使用货币”一词的定义是《基金组织协定》规定的。第三十条(f)款把可自由使用货币定义为“经基金组织确定，(一)事实上在国际交易的支付中广泛使用和(二)在各主要外汇市场广泛交易的货币”。一种货币必须具备这个定义中的两个要素，即“广泛使用”和“广泛交易”，才能被确定为可自由使用。广泛使用要素的目的是保证，有关货币可以直接用于满足某个基金组织成员的国际收支需要，而广泛交易要素则是为了保证，该货币可以间接使用，即，可以在市场上兑换成另一种货币，用以满足某个成员的国际收支需要，同时可以合理地保证，这样做不会产生重大的不利汇率影响。可自由使用货币不一定必须在所有外汇市场广泛交易，但必须在一个以上的主要外汇市场中交易。

执董会一直依靠量化指标来评估某种货币是否可以自由使用。执董们在 2011 年的讨论中强调，不应机械地运用各项指标，在确定可自由使用性时，最终需要在很大程度上依靠根据《基金组织协定》为可自由使用货币所下定义做出的判断。执董们广泛同意，在评估广泛使用程度时，重要因素包括货币在所持官方储备、国际银行负债和国际债务证券当中所占份额，而在评估广泛交易程度时，重要因素则包括在外汇市场上的交易量（即交投总额）。² 执董们在 2015 年的非正式讨论中普遍认为，工作人员提出的补充指标是适当的。这些指标包括货币在官方所持外币资产、国际债务证券发行量以及跨境支付和贸易融资中所占份额。

为了评估某个成员的货币的广泛使用程度，所考虑的国际交易是基金组织成员之间的交易。鉴于可自由使用概念的目的在于保证，一个成员如在某项基金组织安排下购买另一成员的货币，将能够直接或间接将该货币用于满足自己的国际收支需要，因此，第三十条(f)款下的国际交易的含义被解释为“成员之间的交易”。正如 7 月文件所述，这些交易不包括同一成员境内的交易或该成员居民之间的交易，但包括一个货币联盟不同成员之间的交易。然而人们意识到，在一个成员境内进行的某些支付有可能是国际交易引起的。

¹ 7 月文件详细讨论了特别提款权定值的法律框架。

² 见《扩大特别提款权货币篮子的标准》，SM/11/265 (9/23/11)；《代理主席的总结——扩大特别提款权货币篮子的标准》，BUFF/11/140 (11/4/11)。

表 1. 货物和服务出口
(五年平均数；在全球总额中的百分比)^{1/}

2005-09			2010-14		
	SDR bn	%		SDR bn	%
Euro area	2,146	19.9	Euro area	2,662	18.3
United States	1,539	14.3	United States	1,985	13.6
China, Mainland	833	7.7	China, Mainland	1,533	10.5
United Kingdom	778	7.2	Japan	731	5.0
Japan	616	5.7	United Kingdom	707	4.8
Canada	341	3.2	Korea	465	3.2
Korea	296	2.8	Singapore	401	2.7
Singapore	269	2.5	Canada	395	2.7
Switzerland	269	2.5	Russia	388	2.7
Russia	268	2.5	Switzerland	388	2.7
<i>Memo Item:</i>					
China 2/	874	8.1	China 2/	1,618	11.1

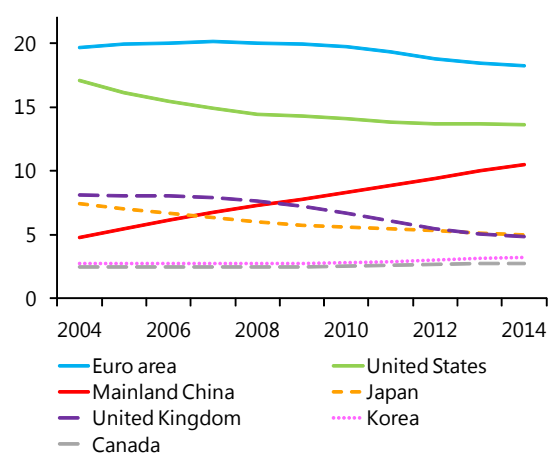
Sources: IMF, World Economic Outlook; IMF, Direction of Trade Statistics; Census and Statistics Department, Hong Kong SAR; and IMF staff calculations.

1/ Includes income credits. Intra-euro area exports are excluded.

2/ Includes Mainland China (CH), Hong Kong SAR (HK), and Macao SAR (MO).

Exports of goods between these three regions are excluded. Exports of services between CH and HK until 2013 are excluded. Income credits between CH and HK cannot be excluded for 2010-14 as no geographical breakdown is available after 2009. Exports of services and income credit between MO and other regions are not excluded due to lack of data.

图 1. 货物和服务出口
(五年平均数；在全球总额中的百分比)^{1/}



Sources: IMF, World Economic Outlook; IMF, Direction of Trade Statistics; Census and Statistics Department, Hong Kong SAR; and IMF staff calculations.

1/ See notes to Table 1.

8. 为了根据选择货币的出口标准进行评估和确定货币权重，工作人员提议，把 2000 年以来适用于货币联盟的货币法推广适用于所有货币（专栏 2）。⁷ 在启用欧元之后，工作人员提议为特别提款权定值采用货币法，即，用于选择货币和确定权重的经济变量应反映货币的特点，而不是成员的特点。⁸ 按照这个方法，对执董会决定进行了修订，以明确规定，对于货币联盟，所定义的出口不包括货币联盟内部的贸易，在加权公式中用来衡量储备组成的所持货币指的是成员们所持不属于货币联盟一部分的货币。但是，当时没有明确讨论一个国家使用一种以上货币的情况，而且对于不涉及货币联盟的情况，该决定的措辞继续指的是基金组织成员。工作人员考虑到把某种货币作为储备资产的需求主要反映了发行该货币的地区的经济状况，认为对于一个国家在其境内使用一种以上货币的情况，也有理由适用对货币联盟采用的方法所依据的基于货币的原则。对于中国而言，这意味着所评估的出口将是发行人民币的中国大陆的出口，不包括发行其自己货币的香港行政特区、澳门行政特区和中国台湾省的出口。正如表 1 的备忘项所述，这一变化对出口排名没有影响，因此对人民币根据出口标准所具备的资格也没有影响。下文第六章讨论了这一变化在确定权重方面的影响。

⁷ 为作出这一调整，需要修改 2000 年决定。根据可自由使用标准进行的评估继续采用成员法（见专栏 1 和专栏 2）。

⁸ 见《特别提款权定值方法审查》，SM/00/180 (7/24/2000)。

专栏 2. 特别提款权定值框架：货币法和成员法

虽然第三十条(f)款所载可自由使用货币的法律定义规定采用成员法，但出现了**对特别提款权定值框架的其他要素是采用货币法还是成员法的问题**。正如专栏 1 所述，可自由使用标准的评估是针对基金组织成员国，这符合可自由使用概念的目的，第三十条(f)款下的“国际交易”意味着“成员国之间的交易”（另见 7 月文件的专栏 1）。但是，对于特别提款权定值框架中的其他要素（即出口选择标准和用于确定权重的指标），有必要决定是采用成员法还是货币法，因为该框架没有规定一个明确的方法。有关决定应该以使用这些指标的**目的为指导**。根据货币法，出口标准和货币加权指标的评估将针对以所涉货币为法定货币的地区来进行。

在 2000 年之前，特别提款权定值框架采用的是成员法。对于货币选择标准（货物和服务出口）和货币加权所使用的指标（货物和服务出口以及官方储备）都是以成员为基础进行评估。

2000 年定值决定进行了两个主要变动。第一，扩大了货币选择标准的范围，新列入了一项要求，即被选中纳入特别提款权篮子的货币须经执董会确定为符合第三十条(f)款的“可自由使用货币”。第二，工作人员在启用欧元的背景下提议，对用于选择货币和确定权重的出口和储备指标不再采用成员法，而改为采用货币法。正如在当时的讨论中所述，这一方法最好地体现了特别提款权作为其一篮子组成货币产生的储备资产所起的作用，因为把篮子中每种货币作为储备资产的需求主要反映了发行这些货币的地区的经济状况。人们根据这些考虑因素商定，在根据出口标准进行评估和确定货币权重时，一个货币联盟的货物和服务出口将不包括联盟成员之间的贸易。同样，2000 年决定明确规定，在确定货币权重时，仅采用货币当局在货币联盟之外所持货币。2000 年工作人员文件对这些问题的讨论侧重于处理货币联盟问题，没有明确讨论某个成员国（例如中国）使用一种以上货币的情况。2000 年决定继续明确规定，对不属于货币联盟的成员采用成员法。¹

工作人员在此背景下提议，在选择特别提款权货币和确定货币权重时全面采用货币法（可自由使用性评估除外）。这个方法符合在 2000 年阐明的理论依据和总方针，根据该依据和方针，选择货币和确定权重时所采用的经济变量应反映货币的特点而不是成员的特点，对发行一种以上货币的成员所采用的方法应该与对货币联盟所采用的方法相同。因此，提议修订特别提款权定值方法，在今后对选择货币的出口标准和用于确定货币权重的变量采用货币法。

¹ 根据该决定，以前的工作人员通常采用成员法列报中国的数据。但是，为 2000 年定值审查编写的工作人员文件还列报了中国大陆的数据（其中不包括香港行政特区、澳门行政特区和中国台湾省），并指出，这样的列报方法符合 2000 年采用的货币法。

B. 可自由使用标准

9. 本节就可自由使用性评估提供了说明。可自由使用标准有两个要素：有关货币(一)事实上在国际交易的支付中广泛使用；(二)并在主要外汇市场上广泛交易（专栏 1）。为评估这两个要素采用了量化指标。然而，为了确定可自由使用货币，最终需要执董会根据这些标准进行政策判断。以下介绍的各项指标包括执董会于 2011 年批准的指标以及 7 月文件提出的一些补充指标和数据来源。后者有助于扩大货币覆盖面，除了存量之外还反映流量，提供更及时的外汇交投总额数据，并反映更多方面的国际货币使用情况。最后，关于广泛交易货币的一节分析了外汇交易的高频数据，以评估各种货币的市场流动性和弹性。

10. 正如 7 月文件所述，虽然各项指标是有用的替代参数，可为评估一种货币在国际交易支付中的使用情况及其在各主要外汇市场上的交易情况提供信息，但它们都有一些需要考虑在内的缺陷。理想的情况是，在评估使用广泛性时，可以参照国际收支和国际投资头寸的货币组成，而在评估广泛交易情况时，可以计算出一个成员在各个外汇市场兑换通过一项基金组织交易所收到的货币的成本，并了解市场价格对这种兑换做出的反应。本节提出的指标是替代参数，而出于若干原因，在对其进行判读时应该保持谨慎：在各项指标下所采用的方法并非总是符合第三十条(f)款对国际交易的定义；这些

指标只是部份反映了国际货币使用情况的有关方面；执董会于 2011 年所批准的用于评估使用广泛性的金融指标都是未结清存量指标，在对货币使用趋势的变化做出反应时比较迟钝。⁹

11. 为第三十条(f)款的目的，国际交易指的是成员之间的交易，以符合可自由使用概念的目的（专栏 1）。只有成员之间的交易才可作为国际交易，其中不包括一个成员的居民之间的交易，即使该成员发行不同的货币。这个方法最好地表明，基金组织成员可否把某种货币直接用于满足自己的国际收支需要。与此同时，人们认识到，为一个成员的居民之间的某些交易进行的支付具有国际性质。7 月文件的附件三讨论了可能导致通过香港行政特区、澳门行政特区和中国台湾省或在这些地区内部进行用人民币计值的交易，而不是在世界其他地区与中国之间进行这些交易的各种因素，并讨论了这可能对关于人民币国际使用情况的评估所产生的影响。7 月文件还确认，其他国际金融中心的其他货币也出现类似问题。工作人员在 7 月文件之后进行的工作得出结论认为，由于数据限制，这些与国际交易有关的国内交易所占比例无法衡量。关于在评估人民币是否可自由使用货币时所采用的指标，该文件既提供了可以得到的关于整个成员的数据，又（在备忘项中）把香港行政特区、澳门行政特区和中国台湾省作为国际实体对待。根据其中后一个方法提供的数据代表人民币国际使用额的绝对上限。

使用广泛性指标

12. 用各种使用广泛性指标衡量，特别提款权货币篮子中现有的四种货币仍然在国际交易中占有很大比例。与上次审查时一样，美元仍然远远领先于其他货币，用所有指标衡量，欧元也占有很大份额。指标显示，其他两种可自由使用货币，即日元和英镑的国际使用程度虽然较低，但仍然比重很大，与上次审查时的水平相当。

13. 多种多样的指标显示，人民币的国际使用程度尽管起点较低，但自从上次特别提款权定值审查以来不断上升。最新的指标所显示的情况与 7 月文件发表时相比大致没有变化，但当时发现的一些数据缺口已被弥补。¹⁰

- **官方外汇持有者已开始积累一些人民币资产。**官方储备反映出储备经理在持有货币作为储备资产，以可以将其用于干预目的方面的偏好。由于人民币不在基金组织的官方外汇储备货币组成(COFER)调查(表 2; 图 2)中分开指明的七种货币之列，工作人员对成员的官方外币资产进行了一次调查，其中既包括储备资产，也包括没有列入储备的其他外币资产(见附件一)。对于这两次调查都覆盖的货币，其调查结果与 COFER 调查的数据非常接近。关于人民币，130 个调查问卷答复者中有 38 个报告说持有该货币，2014 年持有的人民币资产相当于 510 亿特别提款权，超过前一年的 290 亿特别提款权，占官方外币资产总额的 1.1% (表 3)。¹¹

⁹ 这些指标可能包括那些在根据第三十条(f)款界定广泛使用的货币时，不被视为国际性的交易，而且反而排除了一些根据该规定被视为国际性的交易。例如，关于国际债务证券的指标不包括私人非居民持有的国内债务(官方部门持有的债务基本上反映在关于储备的指标当中)。该指标尤其没有把私人非居民持有的大约 2 万亿美元的美国国库券包括在内。

¹⁰ 自从 7 月文件发表以来，得到了以下数据：官方外汇储备(COFER)、国际债务证券(未偿数额和发行额)、SWIFT(环球银行金融电信协会)跨境支付和贸易融资数据、截至 2015 年第二季度结束的国际银行负债额；2015 年 4 月各区域委员会的外汇交易额。国际清算银行提供了补充数据，工作人员采用了这些数据来计算用人民币计值的国际银行负债和国际债务证券，同时把香港行政特区、澳门行政特区和中国台湾省作为国内实体。附件一说明了每个指标所反映的概念、数据来源、覆盖范围、时间性和其他技术细节。

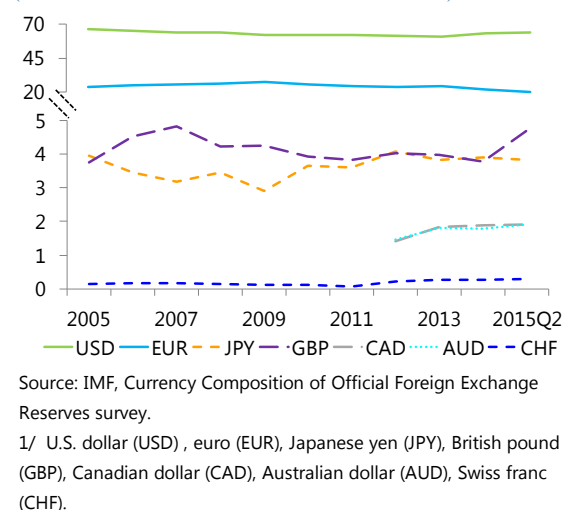
¹¹ 这次调查与 COFER 调查一样，是在严格保密的情况下进行，除非披露保密信息，否则无法排除香港金融管理局或澳门金融管理局可能报告的任何所持人民币资产。

表 2. 官方储备
(在可划分币种外汇储备中所占百分比)

	2010:Q2		2015:Q2	
	SDR bn	%	SDR bn	%
USD	2,026	62.5	3,022	63.8
EUR	850	26.2	972	20.5
GBP	135	4.2	222	4.7
JPY	103	3.2	182	3.8
CHF	4	0.1	91	1.9
AUD 1/		n.a.	90	1.9
CAD 1/		n.a.	14	0.3
Other	122	3.8	147	3.1
Unallocated	2,454	43.1	3,408	41.8

Source: IMF, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves survey.
1/ The Australian dollar and the Canadian dollar were not separately identified in COFER surveys until June 2012.

图 2. 官方储备
(在可划分币种外汇储备中所占百分比)^{1/}



- 用人民币计值的国际银行负债达到很大的数额。国际银行负债可以作为替代参数，显示银行及其客户使用国际货币的情况，但它仅反映未清偿的存量，因此可能反应迟钝，在货币的使用量迅速增加的情况下可能引起问题。国际清算银行的国际银行负债数据仅将当前的四种可自由使用货币和瑞士法郎分开列报。这些货币在国际银行负债总额中占绝大多数，但用其他货币计值的这类负债正在增长，当前占总额的8%以上（表 4；图 3）。基金组织工作人员根据国际清算银行提供的更多数据进行的计算以及新加坡和中国台湾省发表的数据显示，用人民币计值的国际银行负债大约为 4790 亿美元，占总额的 1.8%（详细情况见附件一）。如将香港行政特区、澳门行政特区和中国台湾省视为国际实体，用人民币计值的国际银行负债的上限大约为 11390 亿美元。

表 3. 官方外币资产
(在全球总额中所占百分比)

	2013			2014		
	SDR bn	%	Reporting countries	SDR bn	%	Reporting countries
USD	2,701	61.3	127	2,961	63.7	127
EUR	1,041	23.7	109	978	21.0	108
GBP	187	4.2	108	190	4.1	109
JPY	147	3.3	87	160	3.4	88
AUD	98	2.2	79	98	2.1	78
CAD	87	2.0	84	92	2.0	85
RMB	29	0.7	27	51	1.1	38
NZD	11	0.2	27	11	0.2	69
CHF	10	0.2	73	11	0.2	29
NOK	9	0.2	45	9	0.2	40
Other	66	1.9		73	1.9	

Source: IMF staff survey of members.

表 4. 国际银行负债
(占全球总额的百分比)^{1/}

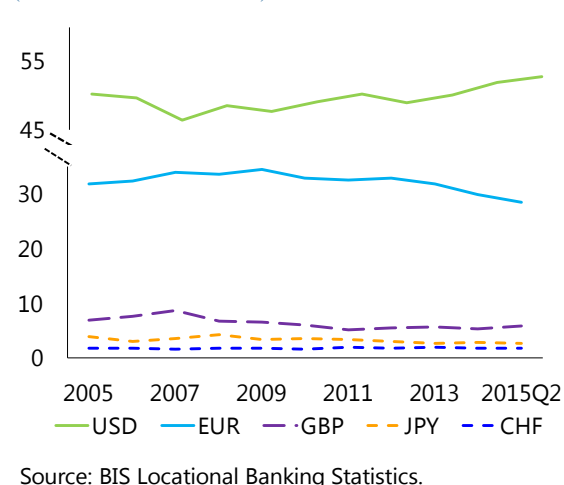
	2010:Q2		2015:Q2	
	US\$ bn	%	US\$ bn	%
USD	13,064	48.7	14,050	52.8
EUR	8,909	33.2	7,573	28.5
GBP	1,719	6.4	1,538	5.8
JPY	970	3.6	687	2.6
CHF	436	1.6	474	1.8
Other	1,721	6.4	1,814	6.8
			<i>Memo item:</i>	
			RMB 2/	1,139

Sources: BIS Locational Banking Statistics; IMF staff calculations based on BIS data; Haver Analytics; and national sources.

1/ Hong Kong SAR, Macao SAR, and Taiwan Province of China are treated as domestic.

2/ Amount for RMB if Hong Kong SAR, Macao SAR, and Taiwan Province of China were treated as international.

图 3. 国际银行负债
(占全球总额的百分比)



- 用人民币计值的国际债务证券的数额尽管起点很低，但正在增加。国际债务证券是一个替代参数，显示国际债务市场中的货币使用情况，优点是其货币组成比国际银行负债更为广泛，而且除了未清偿存量之外，还可以得到关于发行额的统计数字。然而，国际债务证券与国际银行负债一样，并不反映可自由使用概念所设想的所有方面的国际货币使用情况。¹²各特别提款权货币仍占证券的未清偿存量和新发行量的 90% 以上。用人民币计值的国际债务证券的未清偿余额于 2015 年上半年占总额的 0.4%，发行额从 2010 年微不足道的数额上升至总额的 1%（表 5；表 6；图 4）。如将香港行政特区、澳门行政特区和台湾省视为国际实体，用人民币计值的国际债务证券的上限大约为 1180 亿美元，用这个指标衡量的发行额则为 330 亿美元。

¹² 国际债务证券不反映由于非居民投资于本地发行的证券所引起的跨境投资，而这种投资由于跨境发行与投资之间的联系在几十年来的削弱，已变得日益重要，对于各种储备货币来说尤其如此，因为本地用这些货币发行的债务通常在非居民所持债务中占很大份额。见 Branimir Gruić 和 Philip Wooldridge，《国际清算银行债务证券统计的强化》，国际清算银行季度报告，2012 年 12 月，第 63–76 页。

表 5. 国际债务证券未清偿余额
(占全球总额的百分比)^{1/}

2010:Q2			2015:Q2		
	US\$ bn	%		US\$ bn	%
EUR	9,038	46.4	USD	9,177	42.6
USD	6,359	32.7	EUR	8,395	39.0
GBP	2,002	10.3	GBP	2,144	9.9
JPY	700	3.6	JPY	412	1.9
CHF	359	1.8	CHF	299	1.4
CAD	287	1.5	AUD	270	1.3
AUD	248	1.3	CAD	183	0.8
SEK	68	0.4	SEK	107	0.5
HKD	67	0.3	RMB	76	0.4
NOK	51	0.3	NOK	65	0.3
21st RMB	8	0.0			
Other	272	1.4	Other	422	2.0
<i>Memo item:</i>					
RMB 2/	12		RMB 2/	118	

Sources: BIS Quarterly Review; and IMF staff calculations based on BIS data.

1/ Hong Kong SAR, Macao SAR, and Taiwan Province of China are treated as domestic (based on residency of issuers).

2/ Amount for RMB if Hong Kong SAR, Macao SAR, and Taiwan Province of China were treated as international.

表 6. 国际债务证券发行额
(占全球总额的百分比)^{1/}

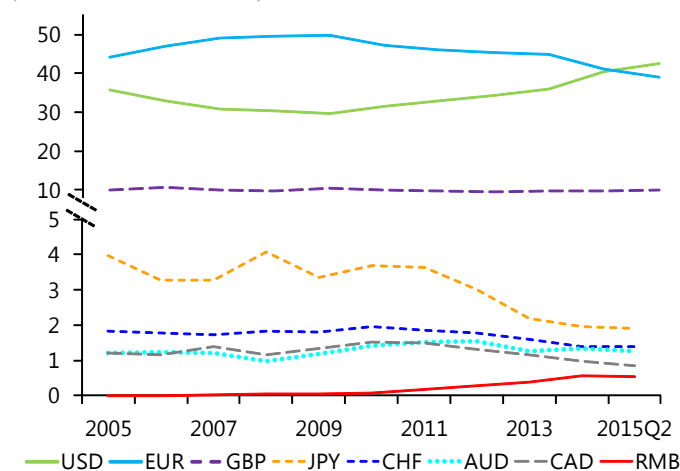
2010: Jan-Jun			2015: Jan-Jun		
	US\$ bn	%		US\$ bn	%
EUR	1,427	48.5	USD	1,331	45.3
USD	973	33.1	EUR	1,039	35.4
GBP	259	8.8	GBP	324	11.0
JPY	57	1.9	JPY	54	1.8
CHF	56	1.9	AUD	42	1.4
AUD	54	1.8	RMB	28	1.0
CAD	28	1.0	CHF	19	0.6
SEK	15	0.5	SEK	18	0.6
HKD	15	0.5	HKD	16	0.6
NOK	12	0.4	CAD	11	0.4
22nd RMB	0.7	0.0			
Other	45	1.5	Other	52	1.8
<i>Memo item:</i>					
RMB 2/	0.7		RMB 2/	33	

Sources: BIS Quarterly Review; and IMF staff calculations based on BIS data.

1/ Hong Kong SAR, Macao SAR, and Taiwan Province of China are treated as domestic (based on residency of issuers).

2/ Amount for RMB if Hong Kong SAR, Macao SAR, and Taiwan Province of China were treated as international.

图 4. 国际债务证券未清偿余额
(占全球总额的百分比)^{1/}



Source: BIS quarterly review.

1/ See notes to Table 5.

- 人民币在跨境支付和贸易融资中的使用量正迅速增加。SWIFT（环球银行金融电信协会）数据虽然覆盖不全面，但作为替代参数，可很接近地显示在跨境交易中把货币用于支付的情况，因此与可自由使用概念下的国际交易定义非常一致。各特别提款权货币占跨境支付的 86%。人民币在过去四个季度（2014 年第三季度至 2015 年第二季度；表 7；图 5）中所占份额增加至 1.1%，相比之下，在 2010—2011 年度的份额为 0.1%。在关于贸易融资信用证的 SWIFT 数据中，美元的比重极大，为 86%。¹³在截至 2015 年第二季度末的一年时间中，用人民币计值的信用证所占份额为 3.4%，相比之下，2010—2011 年度为 1.1%（表 8；图 6）。如把香港行政特区、澳门行政特区和台湾省视为国际实体，用人民币计值的支付和贸易融资的上限分别占 SWIFT 全球总额的 1.3%，占贸易融资额的 8%。

表 7. 跨境支付
(占全球总额的百分比)^{1/}

2010:Q4–2011:Q3		2014:Q3–2015:Q2	
EUR	43.8	USD	42.7
USD	34.1	EUR	35.4
CAD	4.4	GBP	4.1
GBP	3.7	JPY	3.4
JPY	3.5	CHF	2.5
CHF	2.0	CAD	2.3
AUD	2.0	AUD	1.8
SEK	0.8	RMB	1.1
HKD	0.7	HKD	1.0
RMB	0.1	SEK	0.6
Other	4.9	Other	5.0
<i>Memo item:</i>			
RMB 2/	0.1	RMB 2/	1.3

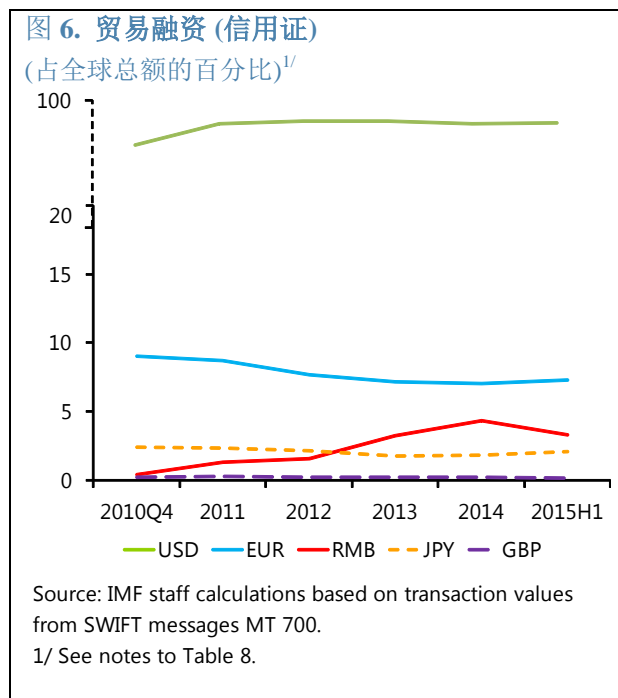
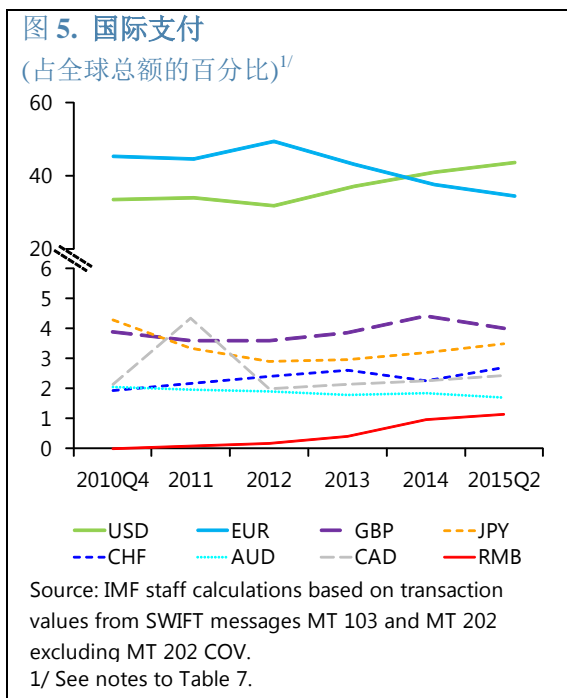
Source: IMF staff calculations based on transaction values from SWIFT messages MT 103 and MT 202 excluding MT 202 COV.
1/ For RMB, Hong Kong SAR, Macao SAR, and Taiwan Province of China are treated as domestic.
2/ Share for RMB if Hong Kong SAR, Macao SAR, and Taiwan Province of China were treated as international.

表 8. 贸易融资 (信用证)
(占全球总额的百分比)^{1/}

2010:Q4–2011:Q3		2014:Q3–2015:Q2	
USD	81.9	USD	86.0
EUR	8.9	EUR	7.2
AED	4.4	RMB	3.4
JPY	2.4	JPY	2.0
RMB	1.1	CHF	0.2
GBP	0.2	AED	0.2
CHF	0.2	GBP	0.2
KRW	0.2	INR	0.1
Other	0.7	Other	0.7
<i>Memo item:</i>			
RMB 2/	3.3	RMB 2/	8.0

Source: IMF staff calculations based on transaction values from SWIFT messages MT 700.
1/ Cross-border letters of credit are letters of credit between two different countries. For RMB, Hong Kong SAR, Macao SAR, and Taiwan Province of China are treated as domestic.
2/ Share for RMB if Hong Kong SAR, Macao SAR, and Taiwan Province of China were treated as international.

¹³ 正如 7 月文件指出的那样，使用信用证来显示贸易融资的货币组成时有一些局限。这种局限在亚洲国家之间更为常见，而且各项指标不包括公司之间的贸易信贷，但这种信贷在贸易融资中占很大比例，在先进经济体之间较为普遍。尽管如此，为了评估这个市场区隔的动态，SWIFT 发表的各项指标被视为一个关键的数据来源（见国际金融体系委员会，《贸易融资：发展变化与问题》，CGFS 文件第 50 号。



交易广泛性指标

14. 2013 年 4 月的国际清算银行三年期中央银行调查显示，当前的几种特别提款权货币仍然占了全球外汇市场中的大部分交投量。这些货币继续占交投总额的大约 80%，美元和日元所占比重自 2010 年的上次调查以来有所上升，欧元和英镑所占比重则有所下降（表 9）。

15. 最新的地区和国家调查确认，人民币在全球外汇交投总额中所占比重已经从上上次审查时的低起点迅速上升。2013 年的国际清算银行调查显示，人民币在交易量中所占份额自 2010 年以来大幅度增加（表 9），已达总交易额的 1.1%（日均交易额为 1200 亿美元）和即期交易额的 0.8%（340 亿美元），但是，考虑到人民币外汇活动的发展速度，据信这条信息现在已经相当过时。然而，有可能使用可以得到的截至 2015 年 4 月底的地区和国家调查数据来了解更新的情况，尽管这些数据的覆盖面较窄。数据显示，人民币在六个地区交易中心的日均交易额按总净额计算为 2500 亿美元，这六个交易中心在 2013 年的国际清算银行调查中占全球人民币市场的 90%（表 10）。^{14, 15} 虽然无法得到所有货币的可充分比较数据，但这个数字将使人民币的全球交易额仅次于四种可自由使用货币以及澳元、加元和瑞士法郎。¹⁶ 人民币在各主要人民币交易中心的即期市场交易额按总净额计算，大约为 800 亿

¹⁴ 考虑到最新的地区调查数据，按总净额计算的人民币全球交易额数字可能略微高于 7 月文件中的工作人员估计数，即 2500 亿美元。在 2013 年 4 月的国际清算银行三年期调查中，人民币在其余报告国家中的交易额大约为 160 亿美元。

¹⁵ 采用国际清算银行三年期调查的方法，对具体市场的外汇交易额数字进行了调整，以避免重复计算全球市场中的两个调查答复者分开报告的交易（按总净额计算）。各项地区调查与国际清算银行的调查尽管大致可比，但在方法上也有一些差异。还对国际清算银行的总体全球外汇交易额数字进行了调整，以避免重复计算不同市场所在地的调查答复者之间的跨境交易（按总净额计算），但无法对地区调查数据进行这样的调整，原因是没有对市场之间的交易进行匹配。因此，表 10 列报的数额与表 9 中的数额之间没有直接可比性。在 2013 年 4 月的国际清算银行调查中，通过净额-净额调整，使人民币的交易额比总净额数字减少 23%，这与净额-净额调整对其他主要货币交易额的影响大致相似。

¹⁶ 根据国际清算银行调查，加元、瑞郎和澳元在 2013 年 4 月按总净额计算的交易额分别为 3004 亿美元、3490 亿美元和 5840 亿美元。

美元，其中 500 亿美元是离岸交易。以确认外汇交易的银行间电文为依据的 SWIFT 数据显示，从 2013 年第一季度至 2015 年第二季度，人民币总交易额的增加了 110%。¹⁷

表 9. 全球外汇市场交投总额的货币组成
(占全球总额的百分比)^{1/2/}

	Spot				Total							
	2010		2013		2010		2013					
	US\$ bn	%	US\$ bn	%	US\$ bn	%	US\$ bn	%				
USD	1,188	39.9	1,691	41.3	3,370	42.4	4,652	43.5				
EUR	691	23.2	754	18.4	1,551	19.5	1,786	16.7				
JPY	300	10.1	612	15.0	754	9.5	1,231	11.5				
GBP	213	7.1	227	5.5	511	6.4	631	5.9				
AUD	111	3.7	196	4.8	301	3.8	462	4.3				
CHF	92	3.1	93	2.3	250	3.2	275	2.6				
CAD	78	2.6	84	2.1	210	2.6	244	2.3				
NZD	22	0.7	57	1.4	94	1.2	135	1.3				
KRW	21	0.7	39	0.9	87	1.1	RMB 120	1.1				
SEK	19	0.6	37	0.9	63	0.8	NZD	105	1.0			
	19th	RMB	8	0.3	11th	RMB	34	0.8	17th	RMB	34	0.4
Other currencies	238	8.0	268	6.5	716	9.0	1,048	9.8				

Source: BIS, Triennial Central Bank Survey.

1/ Nominal or notional daily average amounts in the month of April. Total includes spot transactions, outright forwards, foreign exchange swaps, currency swaps, options, and other products.

2/ Because each transaction involves two currencies, the nominal amounts by definition sum up to twice the total turnover for all currencies.

¹⁷ 这个每月数据是以 SWIFT 的 FIN 电文服务网络中确认外汇交易的电文（300 型电文）为依据。由于数据覆盖面问题，在不同货币之间进行全面比较的空间受到限制。

表 10. 各地区交易中心的人民币日均交易额，2015 年 4 月
(10 亿美元)

Regional center 1/ 2/	Overall turnover (Total)	RMB turnover (Total)	RMB turnover (Total) %	Increase since April 2013 %	RMB turnover (Spot)
London 3/	2,481	44.7	0.9	83.9	14.5
New York 4/	881	n/a	n/a	n/a	n/a
Hong Kong 5/	385	93.0	12.1	88.0	18.9
Singapore 6/	381	51.0	6.7	207.0	17.4
Tokyo	363	2.2	0.3	218.0	0.9
Australia	136	n/a	n/a	n/a	n/a
China (on-shore) 7/	77	61.7	40.0	36.9	29.4
Canada 8/	75	0.2	0.2	424.0	n/a

Sources: Regional foreign exchange committees; national sources; and IMF staff calculations.

1/ Adjusted for local but not cross-border inter-dealer double-counting (net-gross basis). Because each foreign exchange transaction involves two currencies, the nominal turnover across all currencies adds up to twice the total FX turnover for each center. Turnover shares are expressed out of 100 percent.

2/ Unless otherwise stated, the increase in nominal RMB turnover is relative to BIS 2013 Triennial Survey net-gross figures.

3/ Nominal RMB turnover figure is an estimate based on published shares for RMB turnover. RMB turnover ranked 10th among currencies traded in London. Spot turnover is based on CNH/USD currency pair only. A separate Bank of England survey targeting U.K.-resident institutions known to be active in the RMB market shows daily average RMB turnover in Q2-2015 of \$54 billion and spot RMB turnover of \$20 billion (based on the average USD/GBP spot exchange rate over the sample period).

4/ RMB turnover in New York has not been considered substantial enough to be separated from other currencies.

5/ Based on an ad hoc survey conducted in mid-2015 covering 58 financial institutions. The results have been extrapolated to approximate the positions of all 60 institutions covered in the BIS April 2013 Triennial Survey.

6/ RMB turnover is based on a separate monthly survey with a larger sample size compared to the semiannual survey for total FX turnover. The increase in RMB turnover is based on unadjusted data (gross-gross basis) and is relative to July 2013 data. RMB spot turnover is based on unadjusted data (gross-gross basis).

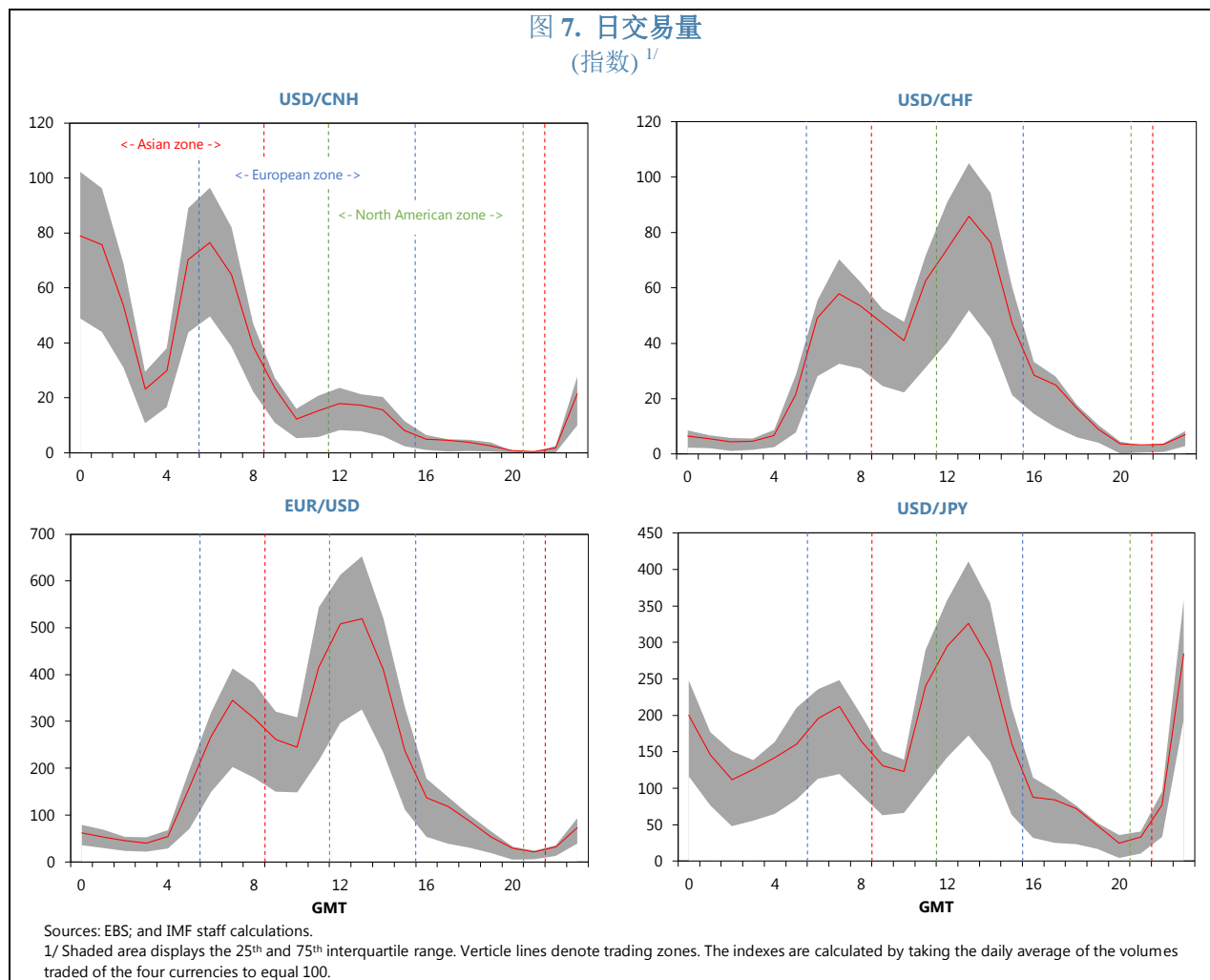
7/ Turnover for China refers to a PBC survey covering all banks reporting in mainland China. The increase in RMB turnover is based on April 2013 figures for the PBC sample. July 2015 total RMB turnover was USD 72.9 billion, 41.3 percent of the overall USD 88 billion turnover.

8/ Nominal RMB turnover figure is an estimate based on published shares for RMB turnover.

16. 按地区分列的外汇市场活动信息显示，人民币交易在亚洲最为普遍，在欧洲所占比重很小但正在上升，在北美的交易仍然很少。正如 7 月文件所解释的那样，由于广泛采用电子交易，外汇交易地点与实际客户所在地之间的联系已经削弱，在某个特定市场下单的交易可以在其他地方为客户执行。因此，最好的办法是按全球三大时区（亚洲、欧洲和美洲）的汇总交易来分析各交易中心的外汇交易额数据，这些数据可以显示这些时区的总体流动性。人民币是亚洲交易最多的货币之一，工作人员估计，香港行政特区、新加坡和中国大陆大约占全球人民币交易额的四分之三。¹⁸人民币交易也正在伦敦迅速增加，虽然仍占全部市场的不到 1%，但是按绝对数字计算，现在的日均交易额超过 400 亿美元。北美的人民币交易仍然很少。EBS 交易平台上的每小时外汇交易数据确认了这一交易情况，在亚洲市场营业时间，离岸人民币（CNH）交易量很大，这段时间也与欧洲交易日的头几个小时相重叠（图 7）。离岸人民币的每小时交易额与 EBS 平台上瑞郎对美元的交易情况相似。各种特别提款权货

¹⁸ 工作人员的估计是以表 10 中的人民币交易额数字为依据，而对于无法得到最新人民币交易额数据的市场，工作人员采用了 2013 年国际清算银行三年期审查中按总净额计算的按国家分列的人民币交易额数字。

币的交易额通常在非高峰时间继续保持较高的水平，但即使是这些货币，其交易额也在北美交易时间即将结束时急剧下降，直至亚洲开盘。



17. 有一个交易平台提供的详细交易数据显示，离岸人民币/美元的市场流动性与其他主要货币对子的很相似。为了从另一个视角分析市场流动性，工作人员使用上文所述 EBS 交易平台上的外汇交易高频数据和附加二所载这类数据，对一个货币对子样本进行了分析。¹⁹ 编制了若干指标来反映执行交易的成本（出价-要价的价差和实际交易成本），并衡量市场对订单流量的弹性（订单流量的价格影响和订单流量的价格收益反转情况）。平均而言，离岸人民币/美元货币对子交易的执行成本很低，接近美元/日元和美元/欧元货币对子的执行成本，尽管交易之间的执行成本变化较多，时区之间的差异也比较大，而且在这个样本中比若干其他货币的情况好。同样，人们发现，离岸人民币/美元的市场弹性在所分析的货币对子当中是最强的之一。尽管汇率受各种因素的影响，但分析发现，离岸人民币/美元货币对子的价格影响和收益反转情况对净买入/卖出压力的敏感度低于其他主要货币的敏感度。考

¹⁹ 根据 2013 年的三年期调查，EBS 和路透社交易配对平台占全球即期市场的大约 15%。由于网络的外在因素，特定货币对子的交易一般集中于特定的交易平台。在所分析的货币中，澳元、英镑和加元在 EBS 平台上的交易份额相对而言低于国际清算银行的三年期调查数据。

虑到对各种货币的数据覆盖面有所不同，而且 EBS 平台仅能代表全球外汇市场的一部分，在判读这些结果时应该谨慎。

III. 操作性问题

18. 正如 7 月工作人员文件所述，在确定一个货币是可自由使用货币并将起纳入特别提款权篮子时，会引起一些重要的操作性问题。这些问题包括：(一) 必须保证基金组织成员及其代理人和其他特别提款权使用方（下文将这些群体统称为“特别提款权使用方”）可以不受妨碍地使用人民币利率和汇率工具进行投资和对冲；(二) 必须确定可以用于特别提款权定值和基金组织业务的由市场决定的汇率；(三) 必须确定一个适当的人民币金融工具，将其纳入特别提款权利率篮子。本章介绍了工作人员对在满足这些要求方面所取得进展的最新评估，侧重于自 7 月讨论以来的各项发展。

A. 最近为改善市场准入和提高数据透明度所进行的改革

19. 中国当局采取了一套多种多样的措施来进一步帮助特别提款权使用方开展人民币业务，这些措施涵盖了工作人员在 7 月指出的所有领域。7 月以来所宣布的改革措施包括改善特别提款权使用方的市场准入、更多地由市场决定在岸利率和提高数据透明度（专栏 3）。

20. 正如上文所述，特别提款权使用方需要得到在岸外汇市场和人民币金融工具的充分准入，以便进行储备管理，包括能够对冲风险。以下步骤显示在这方面取得了重要进展：

- 今年 7 月，当局放开了在岸固定收益市场对官方机构储备经理的准入。不再对外国中央银行、国际金融机构、主权财富基金和它们的代理人实行固定收益市场投资配额，它们还可以不受限制地使用固定收益衍生工具，并能够选择自己的结算代理人（专栏 3）。此外，现在可以通过电子手段进行交易和确认，而且有关账户、托管、交易和结算服务的程序已经简化和标准化。这些措施加在一起，使特别提款权使用方可以基本上不受妨碍地进入在岸固定收益市场，并使他们能够不受限制地开展自己的储备管理业务。

专栏 3. 中国最近在资本管制和国内金融市场方面实行的改革

中国当局最近几个月来实行了若干政策改革。以下列举的行动符合当局更广泛的政策改革议程，其目的既是为了支持人民币的国际化，也是为了加强宏观金融稳定，方法是逐渐采取步骤发展运行中的市场，改为由市场决定价格和利率以及建立健全的政策框架。¹

增加了清算行按照在岸汇率为离岸实体进行交易的配额。从 8 月 18 日开始，离岸实体可以采用在岸汇率进行服务贸易和直接投资交易（以前仅限于货物贸易）。对这些交易所收款项的外汇兑换实行的 90 天期限已经取消。

扩大了公司的跨境现金池安排。9 月 5 日，中国人民银行（人行）放宽了参加这些安排的资格标准和降低了参加门槛（二者以年销售额和业务持续时间为基础），使更多的公司能够选择精简集团内部的现金转移和流动性安排。这项措施使关联母公司和子公司之间的集团金库业务能够进一步一体化，从而使双向跨境流动更加便利。

当局推出了准备金平均考核法，以促进流动性管理。从 9 月 15 日开始，对法定准备金的遵守是以 10 天期间的平均比率为基础。此外，银行的每日准备金比率不得低于法定比率 1% 以上。由于平均计算期间较短，这项措施不大可能立即对流动性产生影响，但该段期间今后可能延长。

9 月 23 日，人行批准外国金融机构通过中国银行间债券市场在岸发行人民币证券。以前仅允许非金融公司通过银行间债券市场筹借在岸资金。头两个获准在岸发行的非居民金融机构是：汇丰银行设在香港行政特区的分支和中国银行(香港)，发行上限分别为 10 亿人民币元和 100 亿人民币元。

今年 10 月启动了跨境银行间支付系统（CIPS）。这个新的工具为清算和结算跨境人民币支付提供了一个精

简的平台，最终还将准许离岸参与者使用。

人行已使国内存款利率充分自由化。在以前所采取措施的基础上，于 10 月 23 日宣布充分自由化。今年 8 月取消了一年以上定期存款的利率上限。在 6 月，各大银行获准在遵守年度目标余额配额的情况下，“按市场利率”向家庭和非金融公司发行可转让定期存单，期限从 1 个月到 5 年不等，既可采用固定利率，也可采用浮动利率。在以前(2013 年以来)，只能向金融机构发行可转让定期存单。贷款利率已经充分自由化。

充分落实了允许储备经理及其代理人进入国内固定收益市场和外汇市场的措施。

- 7 月 14 日，当局宣布，在人行登记的外国中央银行（以及主权财富基金和国际金融机构）可以自行选择在中国银行间债券市场(CIBM)的投资规模以及回购、债券出借、债券远期交易、利率掉期和远期利率合约的投资规模。有关准则允许这些海外官方机构选择人行或是某个在人行登记的结算代理人自己进行交易和结算。
- 9 月 30 日，官方部门储备经理及其代理人获准通过三个渠道中的任何一个参与在岸外汇市场，这些渠道包括：委托人行作为代理人、使用银行间外汇市场成员作为代理人、作为外国成员直接参加银行间外汇市场。这些机构可以执行外汇交易和对冲所有期限的外汇风险，没有关于持有某项标的人民币资产或表明需要使用所涉金融工具的事先规定。

¹ 见“中华人民共和国：2015 年第四条磋商工作人员报告”，SM/15/178 (7/8/2015)。

- **9 月下旬，对同一批机构给予了在岸外汇市场的同样准入。**这些投资者现在可以根据已知汇率，直接与在岸商业交易对手谈判和进行即期外汇交易和衍生金融工具外汇交易。这些机构还获得允许对冲所有期限的外汇风险，没有任何关于持有某种人民币标的资产或显示需要使用有关金融工具的规定。这些措施与固定收益市场改革一样，一旦得到实际执行，应使特别提款权使用方能够不受妨碍地进行与基金组织有关的交易或其他储备管理操作。

21. 当局还采取了进一步措施，更多地由市场来决定在岸利率。今年 10 月，人行宣布存款利率充分自由化（专栏 3）。此外，财政部于 9 月宣布，开始根据公布的日程安排每星期拍卖三个月债券，第一次拍卖于 10 月初进行。

22. 此外，中国当局在加强数据的公布方面取得了显著进展。特别提款权货币的发行者通常达到很高的数据透明度标准，尽管这并不是将货币纳入特别提款权篮子的正式标准。中国当局最近在这方面采取了若干步骤，包括：(一) 宣布接受基金组织的数据公布特殊标准；(二) 首次公开发表每季度实际 GDP 水平；(三) 加入 COFER 调查，首次报告中国储备中一个有代表性的部分的货币组成，并保证逐渐增加报告的部分所占比重；²⁰ (四) 首次向国际清算银行上报国际银行负债数据，并确认将争取在 2015 年 12 月底之前加入国际清算银行的按地点编制的国际银行统计计划和基金组织的协调的证券投资调查。

B. 汇率问题

23. 用特别提款权为基金组织成员货币定值的过程分为两个步骤：²¹

- i. 首先是根据特别提款权篮子中各种货币等同美元的固定数额来确定每天的美元特别提款权

²⁰ 已同意在 2 至 3 年时间内逐步增加到全部公布。

²¹ 更详细的说明见附件三。

价值，为此采用的是同一来源、同一时间的汇率。²²

- ii. 随后计算所有其他成员的货币的特别提款权价值，为此采用的是这些货币对美元的“代表性”汇率和用上文所述方法计算的美元特别提款权价值。²³

随后采用得出的成员货币的特别提款权价值（即特别提款权汇率）来确定成员们在基金组织中的财务地位，并确定在基金组织业务和交易中收取或被要求提供的货币数额。²⁴ 如果确定人民币为可自由使用货币，其代表性汇率将决定借款成员可以在基金组织购买交易中得到人民币数额和可能要求它们在进行回购时获得的人民币数额。采用这些汇率时所依据的是基金组织交易中的“等值”原则，即，无论提供何种货币，也无论提供这些货币的是哪些成员，成员们都应该得到同样的特别提款权价值。

24. 工作人员确认，为了确定特别提款权的美元价值，可以得到某个基于市场的人民币离岸汇率。与英格兰银行的讨论显示，有可能在伦敦午间提供基于市场的人民币对美元离岸汇率，办法与已经为当前的特别提款权篮子货币所采用的办法相似。此外，纽约联邦储备银行和欧洲中央银行作为英格兰银行以外的后备提供者，已确认在必要时也能够提供人民币离岸汇率。

25. 工作人员还与中国当局磋商，确定了一个基于市场的在岸汇率，可以用来取代当前的人民币代表性汇率。当前的人民币对美元的代表性汇率是在岸固定汇率，即，中国外汇交易系统（CFETS）每天在上午 9 时 15 分宣布的汇率中间价。正如 7 月文件所指出的那样，这个汇率不是以实际市场交易为基础。CFETS 每天五次根据实际市场交易来计算在岸人民币/美元的基准汇率，并作为一项提高透明度的重要措施，从 2015 年 8 月 24 日以来公布这些汇率。²⁵ 今后建议采用 CFETS 每天公布的下午 4 时（北京时间）人民币对美元参考汇率作为代表性汇率，因为这个汇率的采集时间是市场流动性非常强的时间，因此，该汇率一般能够代表在交易日实际发生的交易。这个时间也比较接近为确定特别提款权的美元价值而采集汇率的伦敦中午时间，因此一般会限制这些汇率之间因时间引起的差异。中国当局同意，这是代表性汇率的适当选择。第九章载有一项关于新的代表性汇率的决定。²⁶

²² 《附则及条例》的附则第 O-2(a)条，见附件三。在大多数工作日，为此目的采用的是伦敦午间市场汇率。

²³ 欧元的代表性汇率是欧洲中央银行发表的下午 2 时 15 分汇率，日元的代表性汇率是日本央行在东京市场收盘后确定的当天最大一笔银行间交易所使用的汇率。英镑的代表性汇率是每日 SDR 计算所采用的伦敦午间汇率。

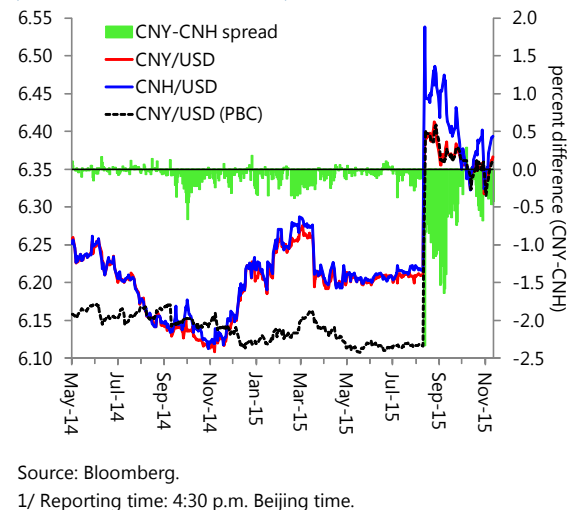
²⁴ 对欧元和日元而言，伦敦午间汇率和代表性汇率会出现差异，原因是采集这些汇率的时间不同。因此，在基金组织业务和交易使用的这两种货币的 SDR 汇率与每日 SDR 定值所内嵌的它们的汇率之间存在一些差异。在过去 5 年，欧元和日元的这些差异分别平均为 0.1% 和 0.2%。英镑没有这种差异，因为伦敦午间汇率就是其代表性汇率。

²⁵ 中国外汇交易系统目前在上午 10 时、11 时、下午 2 时、3 时和 4 时公布在岸人民币/美元参考汇率。8 月 24 日之前，只有该系统的成员能够看到这些参考汇率。

²⁶ 执董会由于通过这项决定，将满足《基金组织协定》第十九条第 7(c)款以及基金组织《附则及条例》附则第 O-2(c)条的规定，即，基金组织应就如何确定一个成员的货币的汇率征求该成员的意见。

26. 7月以来的各项发展突出表明，仍然存在离岸人民币(CNH)和在岸人民币(CNY)汇率之间出现重大差异的风险。²⁷在最近出现市场动荡之前，离岸和在岸汇率一直在逐渐趋同，以致市场参与者们认为，尚存的差异微不足道。然而，在人行于8月11日宣布，用新方法确定人民币汇率中间价之后，并由于股票市场发生大幅度动荡，而且市场对经济增长非常担心，离岸与在岸汇率之间的差异急剧扩大（图8和专栏4）。大幅度汇率差持续了大约六个星期（平均为大约0.9%，相比之下，在做出上述宣布之前，2015年的汇率差为0.1%），随后短暂地缩小，恢复到早先的水平，然后再度出现幅度较大的波动。

图8. 人民币即期在岸(CNY)和离岸(CNH)汇率(每1美元兑换的人民币)^{1/}



27. 如果在岸与离岸人民币的汇率今后再度出现大幅度差异，会给特别提款权使用方的操作带来更大困难，但若干因素减轻了这一影响。例如，基金组织借款人如果是按大大高于现行离岸汇率的在岸汇率收到人民币，与获得其他篮子货币的成员相比，可能会处于不利的地位。汇率差的大幅度波动还会使特别提款权使用方更加难以充分对冲其特别提款权风险暴露。然而，由于最近出台改革措施，允许特别提款权使用方不受妨碍地进入在岸和离岸市场，这些困难会大大减弱。这些使用方因此应能够在条件最有利的市场进行交易，虽然这会意味着需要在在岸和离岸市场都建立银行关系，开立账户，从而在一定程度上增加操作的复杂性以及交易和行政成本。中国作为一个发行可自由使用货币的成员，将有义务与基金组织和其他成员合作，在与基金组织有关的交易中把人民币兑换成其他可自由使用货币。²⁸在出现市场压力的时候，这项义务尤为重要。更为普遍地讲，当前促使在岸和离岸市场更加一体化的改革措施应能在今后减少汇率差急剧扩大的风险，尽管最近的事态发展也着重表明，必须保持沟通良好、渐进的改革轨迹，并避免在政策上走回头路。

专栏4. 中国的汇率管理：波动和干预

中国的法定汇率制度是有管理的浮动汇率制。人行致力于把在岸人民币/美元即期汇率保持在不超过中国外汇交易系统(CFETS)确定的每日参考汇率的 $\pm 2\%$ 的波幅内。¹CFETS在确定这一汇率时，部分依据是做市商提供的一组报价。2015年8月之前，实行的程序给予很大的斟酌处理权，常常导致汇率中间价与前一天的汇率收盘价之间有一定差异。因此，虽然无法得到人行的外汇市场干预数据，但市场报告显示，干预很常见，在岸人民币/美元汇率显示的波动程度一般很低。

当前的各种可自由使用货币实行浮动汇率制，同时偶尔进行干预。本次全球金融危机以来，日元是唯一发生重大官方外汇干预的特别提款权货币。2010年9月至2011年11月期间，日本当局进行了四次干预，以阻止日元升值，并在2011年东北地方地震之后加强干预。每次干预最多持续几天。这些干预看来没有对日元的波动性产生重大持续影响。

然而，即使是这些货币，在一段时期内出现不确定性和偏离经济基本面的情况也不罕见。英镑于1992年脱离欧洲汇率机制，在一段时期内出现高度波动，英镑汇率达到新的水平。1980年代的《卢浮宫协定》和《广场

²⁷ 离岸和在岸人民币汇率之间的差异反映出仍然残存着资本账户限制。中国当局已表示，打算逐渐进一步放开资本账户管制。

²⁸ 关于在购买交易中进行合作的义务，见第五条，第3(e)(C)款。

协定》是进行协调的市场干预，以消除被视为重大的汇率失调的重要例子。这些期间的波动和政策干预没有对有关货币作为储备资产的使用情况产生长期影响。

2015年8月11日，人行宣布采用一个新的机制来确定每日参考汇率。新机制要求做市商的报价反映前一天的在岸人民币汇率收盘价、市场供求情况以及其他主要货币的走势。然而，计算每日参考汇率的机制本身没有被公布。此外，人行在市场接近收盘时为指导在岸汇率而进行干预的程度将对参考汇率和市场汇率都产生影响。今年8月下旬，当局做出一项规定，要求各银行将其远期外汇出售的20%存入在人行开立的无息账户，一年不取。这项措施会导致短期交易的成本高于较长期交易，自从其出台以来，远期市场的流动性大幅度下降。

¹ 这个波幅于2005年7月21日开始实行，当时的幅度为 $\pm 0.3\%$ 。波幅随后经过三次扩大：2008年5月17日扩大至 $\pm 0.5\%$ ，2012年4月14日扩大至 $\pm 1\%$ ，2014年3月17日扩大至 $\pm 2\%$ 。至于其他一些在岸人民币双边汇率，包括对欧元、日元和英镑的汇率，人民币的交易在当前每日人民币中间汇率的 $\pm 3\%$ 的幅度内波动。

28. 鉴于上文所述以及同特别提款权使用方进行的讨论，工作人员认为操作上的困难是可以应付的。在与工作人员的讨论中，特别提款权使用方一般欢迎当局最近为改善在岸外汇市场和人民币金融工具的准入而采取的措施。此外，那些已经积极参与在岸市场的特别提款权使用方指出，所宣布的使有关账户、托管、交易和结算服务的程序简化和标准化的措施很重要。一些特别提款权使用方表示，在岸与离岸市场之间的差异有可能引起困难，但普遍认为这些困难是可以应付的。关于在岸市场中的对冲，一些特别提款权使用方指出，最近针对一系列外汇衍生工具出台的一年无息准备金规定减少了在岸衍生工具市场的流动性(见专栏4)。²⁹当前没有积极参与在岸市场或在岸业务非常有限的特别提款权使用方表示，为了扩大其在岸市场活动的范围，事先需要很长的准备时间。

C. 特别提款权篮子的参考利率

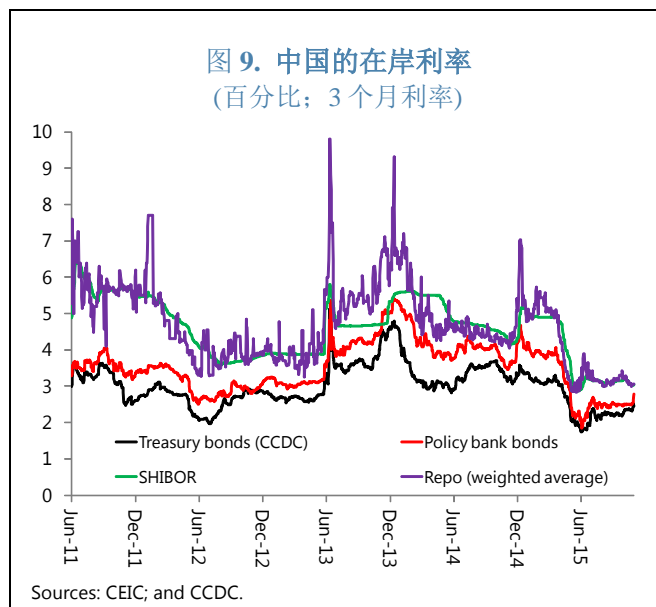
29. 纳入特别提款权利率篮子的金融工具应符合某些长期以来所要求的特点。³⁰执董会在以前的审查中尤其商定，这些金融工具应该：(一)广泛代表某一具体货币的投资者能够实际运用的一系列金融工具，而且其利率应能对相应货币市场中基本信用状况的变化做出反应；(二)具有与特别提款权本身的官方地位所类似的风险特点，也就是说，具备最优质的信用风险特性，该特性与市场中可以得到的政府票据的特性相似，如果没有适当的官方票据，则与最优质金融工具的金融风险相似。这些金融工具还应体现储备经理做出的实际储备资产选择，例如与金融工具的形式、流动性和期限有关的选择。按照这一指导，当前特别提款权利率篮子中的所有金融工具都是以3个月政府债券的收益率为基础(见第七章)。

30. 工作人员评价了一系列人民币利率工具，以确定其是否适于被纳入特别提款权利率篮子。这些工具包括：上海银行间同业拆放利率(SHIBOR)；商业银行定期存单(CD)利率；银行间回购利率；人行债券、三大国有开发银行发行的政策银行债券和财政部发行的国库券的收益率。工作人员发现，SHIBOR、回购利率和CD利率都不反映主权信用风险，而且其中后两个利率并非总是密切地跟随基本的货币市场状况发生变化。人行债券自2013年以来便不再发行，因此无法成为可行的候选工具，而政策银行债券虽然被广泛视为具有间接的主权担保，但是其收益率通常超过期限相似的国库券。

²⁹ 当局强调，根据计划，这项外汇准备金规定是暂时性的。此外，该准备金规定不适用于官方储备经理。

³⁰ 见《特别提款权定值方法审查》，SM/10/292(10/26/10)。

31. 工作人员认为，国库券的 3 个月基准收益率是最适合纳入特别提款权利率篮子的利率。这个利率可以每天从中央国债登记结算有限责任公司（CCDC，见附件四）公布的国库券收益曲线中观察到。这个主权收益率的风险特点与特别提款权篮子中的其他工具最为直接可比。直到最近，由于市场一般是买入和持有性质，财政部并不经常首次发行 3 个月债券，而且短期债券的交易量低于较长期债券。然而，市场参与者们表示，感兴趣的投资者已经可以购得这些资产，而由于最近开始定期拍卖 3 个月债券，这个期限的债券的市场流动性将逐渐增加（专栏 5 讨论了将有助于加强国库券市场的更多措施）。此外，近年来 CCDC 3 个月基准国库券收益率的各种变化显示，这种收益率对在岸市场中基本信用状况的变化所做反应大致上是灵敏的（图 9）。在这个背景下，工作人员提议将其用作特别提款权利率篮子中有关人民币的利率。中国当局同意这一评估意见。一旦通过每周定期发行 3 个月国库券取得经验，可在适当时候考虑用这些证券的直接市场报价取代基准收益率。



专栏 5. 3 个月利率的代表性人民币金融工具

现有的国库券 3 个月基准收益率看来是可能采用的特别提款权利率篮子金融工具的适合利率。CCDC 公布所有有关期限的政府债券的每日收益率。用于估计这些收益率的数据来自一系列期限的金融工具的二级市场交易，并来自市场参与者的报价和估计数。这些收益率、所采用的收益曲线方法和交易量看来是稳定的，被市场用来进行定价交易。收益曲线代表中央银行可以便利地进行投资的主权资产。虽然市场倾向于买入和持有，而且不易得到交易数据，但商业银行中介机构报告说，在顾客提出要求时，适当期限范围内的资产并不难购买。

通过更加经常地发行国库券，将确保利率的稳定性。近年来，财政部仅在每年的最后一个季度发行 3 个月国库券。市场参与者们指出，几乎每天都在发行新的较长期中央政府债券，并实行有竞争力的定价。通过每周发行 3 个月(和 6 个月)国库券，将有助于增加这些期限的债券的市场流动性，校准二级市场中的定价，并支持储备经理及其代理人根据需要调整头寸规模的能力。

更多的日历数据也将有所帮助。已经在公开发表每年发行重要期限的债券和每季度发行所有期限的国库券的日历。虽然仅在每次拍卖时提前五个工作日宣布出售的债券和国库券数量，但除了情况特殊，否则数量相对稳定，因此，市场大致了解出售数量。如果提供更多日历数据，大致说明每季度将出售的债券总量及其各种期限，将有所帮助。

通过进一步加强短期流动性管理和货币政策框架，将有助于改善短期货币市场的运作。这些措施可以包括：加强最近出台的准备金平均考核法框架；在管理流动性方面从依靠法定准备金比率改为依靠公开市场操作；提供更清晰的指导，说明短期批发货币市场目标利率和可以用来评估备用融资机制的条件。这些要素一旦到位，3 个月主权收益率将受公开市场操作、货币市场目标利率今后的预期走势和由此导致的资产组合调整的影响。最近取消贷款—存款比率上限和放开存款利率的措施是在这方面采取的值得欢迎的步骤。

其他流动性措施和交易措施也可有所帮助。非常短期收益曲线的陡峭（隔夜期限与 14 天期限之间的利差可达到 150 个基点）在过去显示，尽管较为收紧的市场条件在最近使收益曲线变得较为平缓，但市场对可靠获取流动性的机会感到非常不肯定。如果采用较为清晰的短期货币政策利率，同时加强操作结构和流动性管理，将有助于为货币市场收益曲线提供一个支点，减少某些引起利率波动的原因，并促使交易量增加。通过落实准备金平均考核法和收窄利率通道，也将有助于改善货币市场的运作。此外，最近向各国央行及其代理人开放 CFETS 的措施应会使交易更加便利。

IV. 人民币评估

32. 本部分评估了根据现行特别提款权定值方法，人民币是否达到了加入特别提款权篮子的标准。鉴于中国符合出口标准，评估重点考察人民币是否能成为《基金组织协定》（专栏 1）所定义的可自由使用的货币。如果人民币作为一种可自由使用的货币加入特别提款权篮子，已有关键资金操作特征能在何种程度上推动基金组织、各成员国和其他特别提款权使用国家继续进行通畅的金融运行，本部分对此也进行了评估。

33. 自由使用的货币是指基金组织确定该货币“事实上在国际交易支付中被广泛使用”并“在主要外汇市场上被广泛交易”。³¹正如在 7 月份文件中所讨论的那样，基金组织工作人员的审查以及执董会的最终决定都考虑了多个量化指标，以确定是否可认为某货币符合可自由使用货币的定义。诚然，我们不能僵化的使用这些指标，是否符合自由可使用的标准最终要求执董会判断。³²从根本上讲，这是一项需在法律框架范围内作出的政策判断，要符合基金组织金融运行背景下，可自由使用这一概念

³¹ 《基金组织协定》第三十条(f)款。

³² 见扩大特别提款权货币篮子的标准，SM/11/265，和《代理主席的总结——扩大特别提款权货币篮子的标准》，BUFF/11/140。

的目标和宗旨。³³1978年，人们曾认为有多种货币在不同程度上满足了可自由使用的标准，人们对如何权衡长期和短期可自由使用货币的种类持有不同观点，在首次确定可自由使用的货币之前，显然需进行上述政策判断。³⁴本部分其他内容列述了基金组织工作人员建议执董会决定将人民币作为可自由使用货币时所考虑的因素。

34. 近年来，国际交易中对人民币的使用在原来较低基准上有了大幅上升。尽管评估中所使用的所有指标都显示了这种情况，由于中国在全球贸易中所占的巨大份额和其他各种因素，人民币在跨境支付中使用最为频繁，但以人民币计值的国际金融指标也有所上升并且达到了较高水平。人民币的国际使用程度说明，目前成员国越来越能够直接使用该货币满足国际收支平衡需求。其他背景信息也支持该观点，如人民币掉期额度全球网络上升，离岸清算中心和中国大陆之间的人民币支付业务迅速上升。³⁵

35. 另外，人民币在外汇市场上的交易要更活跃的多。2010年主要区域外汇市场资料表明，人民币是亚洲市区内交易最频繁的货币之一，欧洲时区交易日第一部分中人民币交易同样有着合理深度，但北美时区的人民币交易依然非常薄弱。七月份文件中曾提到，尽管基金组织资金操作中人民币潜在转换后占市场周转额的比例可能高于现行的四种可自由使用货币，但在每天交易额中仍然只占有限的部分。另外，对来自电子交易平台的关于外汇交易的高频数据进行了补充分析，虽然覆盖范围有限，但分析显示执行人民币交易的成本相对较低，而且三个主要时区中有两个时区之间存在大量市场流动性。综上所述，人民币市场的发展深度已经能够在不引起汇率巨大变化的情况下，承担基金组织成员国在合理时限内进行的交易规模。

36. 在近期改革和中国经济影响力上升的推动下，人民币国际化稳步推进。国际贸易量大的大型经济体支持储备货币，这一趋势说明人民币需求应一直存在。尽管近期股市调整等关键事件可能影响近期人民币国际化的进程，但中国在全球和直接投资中日益重要，非本国居民认识到了用人民币开票和支付所带来的好处，市场基础设施也正在改善，这些因素为扩大人民币跨境使用提供了根本支撑。避免政策逆转，坚持通过渐进改革促进经济市场化的路子，对保持和进一步扩大人民币国际化进程有着重要意义。尽管会造成剧烈的市场波动，但各国当局近期都采取行动，实现之前的改革承诺。

37. 可自由使用货币还有望满足必要需求，以促进基金组织各项资金操作的平稳运行。尽管根据可自由使用货币的定义或特别提款权货币的选择标准，第三部分讨论的操作问题并不是正式要求，但执董们过去曾表示希望哪种货币纳入特别提款权篮子，都要考虑这些问题。³⁶另外，这方面的不足之处可能说明某货币的使用或交易还不足以将其定为可自由使用货币，或说明希望以某具体货币交易的

³³ 可自由使用这一概念旨在确保从基金组织购买的货币可直接用于满足成员国的国际收支平衡需求，或与其他货币的市场兑换间接使用，在但后一种情况下要合理确保不产生严重的负面汇率影响。有些成员国的本国货币无法自由使用，但当本国货币被选为即基金组织交易货币时，它们必须使本国货币符合要求，在这种情况下，可自由使用这一概念的目的在于确保此类成员国能从本国储备中直接提供可自由使用的货币，或在不受损失的情况下通过外汇市场获取该货币。见《可自由使用货币》，SM/77/273（11/18/77）和《扩大特别提款权货币篮子的标准》，SM/11/265。

³⁴ 可自由使用货币，SM/77/273、“可自由使用货币”的法律概念，SM/77/267（11/9/1977）和EBM/77/172（12/19/77）。

³⁵ 离岸清算中心参与中国实时全额结算系统，并调节离岸和在岸银行之间人民币与其他外国货币的汇兑，见七月份文件附件四。

³⁶ 见EBM/00/98和EBM/11/103-1。

成员国将面临巨大成本。具体而言，货币使用和交易活跃程度应足以产生基于市场的汇率、适用于特别提款权利率篮子的利率工具和外汇和利率对冲工具的深度流动市场。

38. 中国当局在解决七月份文件所提出的各项资金操作问题方面已经取得了重大进展。中国针对七月份工作人员确定的每个领域都采取了行动。在岸债券和外汇市场准入已完全向基金组织成员国储备管理人、国家金融机构、主权财富基金以及它们的代理机构放开；相关账户、贸易和结算程序已经简化和标准化。因此，特别提款权使用国家已能充分进入在岸市场，在无严重阻碍的情况下开展基金组织相关和储备管理交易。每周发行的三月期国债应继续提高在该期限内的流动性，并确保二级市场收益反应在岸货币市场情况，但是第三部分列出的其他措施将帮助进一步改善货币市场的运行。当局采取了加大数据披露力度的措施，这将使储备管理者和其他投资人能根据更丰富的信息作出关于人民币敞口的决定。

39. 同时，近期的发展变化凸显出一些仍未解决的操作性挑战，但这些挑战对成员国的影响在多种因素的作用下得到缓解。七月份文件中提到，资本账户受到某些限制并不妨碍可自由使用该货币，只要该货币“事实上在国际交易支付中被广泛使用”，并“在主要外汇市场上被广泛交易”。因此，人民币在岸和离岸汇率利差本质上不会妨碍评估。但是，像近期发生的利差凸增给人民币使用方带来了不确定性，如果持续下去可能导致人民币交易的复杂性和相关成本的升高。在岸和离岸市场的无障碍准入应使成员国在最有利的条件下进行市场交易，从而降低它们的金融风险，但必需同时在两个单独的人民币市场金融操作，这可能意味着会产生一些额外的行政负担，对冲难度更大，成本更高。如果基金组织宣布人民币可自由使用，那么中国有义务与基金组织和其他成员国协作实现人民币与其他可自由使用货币的兑换，这也应有助于确保即使在市场压力下也能执行基金组织相关操作。

40. 出于以上考虑，基金组织工作人员最后认为，执董会有充分理由决定将人民币作为可自由使用货币。分析显示，人民币在国际支付中的使用大幅增长，工作人员认为其使用规模已经达到了可自由使用货币定义中“事实上可广泛用于国际交易支付”的标准。在涵盖三个交易时区中两个的外汇市场上，人民币活力也大大增强，能够承受基金组织资金操作所设计的交易规模。工作人员判断，多时区交易水平是目前认定人民币可“在主要外汇市场上被广泛交易”的依据。尽管认识到仍存在一些操作上的挑战，工作人员认为这些挑战是可以应对的。出于以上考虑，工作人员提议执董会将人民币加入可自由使用货币清单，并纳入特别提款权篮子。

41. 决定人民币作为可自由使用货币的标准同样适用于其他货币。对人民币的审查是在特别提款权的一次审查中进行的，而不是对可自由使用货币的整体审查，因此在现阶段不必对其他货币进行综合审查（因为只有人民币达到了出口方面的标准）。七月份文件中提到，如果执董会要求进行更全面的审查，那么确定人民币是否为可自由使用货币的标准将也适用于其他货币。根据该标准，第二部分所探讨的各项指标说明，还可能确定其他货币为可自由使用货币。

V. 特别提款权篮子的规模

42. 本部分探讨了对特别提款权篮子内货币数量的考虑。1980年，特别提款权篮子从包括16种货币降为只包括五种，在这个过程中，执董会权衡了货币篮子代表性目标及其构成的稳定性。³⁷以前认

³⁷ 见《替代账户——特别提款权审查和利率篮子货币数量选择和变更时间》SM/80/60 (3/13/80)。

为篮子内的货币种类越多就越能反应全球交易情况，而数量越少，其构成就越稳定（货币排名和货币篮子构成变动的可能性较低），也更容易复制（降低特别提款权使用国家的使用成本和复杂性）。另外，那时认为货币篮子与利率篮子保持一致是提高特别提款权作为储备资产吸引力的重要因素。2011年，执董会重新考虑了这个问题，并认同随着特别提款权的演变，货币篮子中应保持相对较少的货币，以避免增加使用国家不必要的成本和使用复杂性，同时货币种类应能充分反映货币在国际交易中的使用情况。³⁸

43. 如果执董会同意将人民币纳入特别提款权篮子的建议，那么工作人员提议扩大篮子中的货币种类。如果篮子中继续只保持四种货币，篮子构成将遭受稳定性风险，因为第四和第五大出口国（分别为日本和英国）的出口份额相近，相对排名逐渐转换。同时，它们与第六大出口国（韩国）之间存在巨大差距。因此，考虑到上文所述的稳定性原则，工作人员没有发现此次区分第四和第五大出口国的意义所在。

44. 篮子中包括五种货币比包括四种货币更具有代表性。第二部分的各项指标表明，五种货币能在国际交易中占更大比例。以往五种货币篮子的操作经验也表明，将一种货币加入篮子的行政负担是有限且可以承担的。执董会在判断人民币是否符合可自由使用标准时，应考虑到这也就是在保持现有四种货币的情况下将人民币作为第五种货币加入特别提款权篮子的原因之一。

VI. 加权公式

45. 执董会曾呼吁审查特别提款权篮子中货币权重的确定方法。执董们早已认识到了现行方法的缺陷，包括在考虑国际金融流动逐渐上市时金融变量权重相对较低、流动（出口）和存量（储备）内生加权，以及没有反映私营金融活动的变量公式。1985年以来，工作人员在特别提款权审查文件中探讨了上述问题，包括可能的补充性金融指标（专栏 6）。2010年审查结束时，执董们欢迎制定工作计划，考察贸易和金融指标在确定特别提款权篮子中货币权重中的作用和补充性金融指标的作用。³⁹在七月份的非正式讨论中，许多执董再次呼吁审查加权方法。

46. 在工作人员以往审查工作的基础上，本部分提出了一个新的加权公式供执董会审议。新备选公式旨在解决长期以来对现行公式的一些顾虑，同时保持简洁、透明和货币权重的大致稳定。具体而言，该提议将扩大金融变量所展的币种及其代表性，偏离现行公式所得出的内生权重。针对货币加权所使用的变量，工作人员还提议将 2000 年货币同盟通过的基于货币的方法扩展到所有货币，并相应修改《2000 年决定》中的货币加权公式。⁴⁰

A. 背景

47. 特别提款权篮子中货币权重的现行决定方法是于 1978 年通过的。根据该公式，审查前五年内货币发行国的出口和其他国家储备所持有的各种货币数量相加得出各项权重。⁴¹出口意在反映该货币

³⁸ 见《基金组织执董会讨论扩大特别提款权货币篮子的标准》，第 11/137 号公共信息公告。

³⁹ 《代理主席总结——特别提款权定值方法审查》，BUFF/10/159（11/17/10）。

⁴⁰ 见第 8 段和专栏 2。

⁴¹ 第 5718-(78/46) G/S 号决定，于 1978 年 3 月 31 日通过。该公式首次用于 1980 年。

再世界交易系统的重要性，国际储备体现其国际金融系统中的重要性，并反映出特别提款权作为补充储备资产的作用。《2000年决定》引入欧元，并通过了针对货币同盟的基于货币的方法，根据该方法，货币选择所依据的经济变量和货币权重的确定旨在反映货币特点而非成员国特点。在此基础上，欧元区进出口和储备持有净值用于货币选择和计算欧元在特别提款权篮子中的权重。

48. 七月份文件指出早已发现现行公式的缺陷：

- 贸易和金融变量的相对比重。公式以内生方式产生了一个较高但总体下降的出口比重，2010年该比重相当于储备的三分之二 / 三分之一（表 11）。以往工作人员文件已经强调该分配与大规模国际资金流动及其日益重要的作用难以匹配（表 12）。⁴²国际收支的两个构成部分难以直接对比，因为出口按总量衡量，而资金账户流动是按净值衡量。但是，在全球金融危机爆发前的二十年里，每年的资金流动大致相当于每年的出口额。进一步讲，外汇市场交投总额反映了国际收支双方的情况，显示出金融交易比贸易交易大几个量级（表 12）。另外，由于可能用别的货币开货单，出口可能反映不出某货币在国际贸易交易中的使用情况。⁴³

专栏 6. 备选加权公式：执董会讨论记录

自1978年针对现行公式首次展开讨论后，现行执董们已经讨论了备选加权公式，包括备选金融变量。¹当时有些执董表示担心储备作为公式中卫衣的金融变量无法恰当反映各货币在国际金融交易和国际资产持有中的重要性，但也承认存在数据局限性。

1985年、1990年和1995年的《特别提款权定值方法审查》中使用了补充性金融变量，衡量贸易和金融变量的相对重要性。²执董们注意到出口和储备水平相加低估了资金流动的相对重要性，并认同在考虑金融部门相对于对出口的权重时应评估补充性金融指标。同时，金融变量通常确定了只根据出口和储备得出的整体货币排名。因为这些变量仍不能完全覆盖所有货币，当时大家都认为在计算权重时不能直接使用这些变量。

在2000年的审查中，说明性加权情景中显然包括补充性金融变量。基于国际清算银行数据的外部债券、货币和外部银行负债的已发行股票用于构建纳入说明性公式的补充性金融变量。该公式含有贸易、储备和该新综合金融部门变量的固定权重。考虑了以下两种情况：

- 50% 出口 + 25% 储备 + 25% 补充性金融变量
- 33.3% 出口 + 33.3% 储备 + 33.3% 补充性金融变量

执董们欢迎就补充性金融变量展开讨论，但也提出了当前的数据缺陷，包括新成立的欧元区数据缺陷。

工作人员在扩大了 2005 年审查所列说明性公式中的补充性金融变量。除了 2000 年审查中使用的各项指标，工作人员还使用了以发行的场外衍生品量和外汇市场交投量。所使用的两个综合性金融变量分别是：各货币占 IBL 比重的简单均值、IDS 和场外衍生品（指标 A）和各货币占外汇市场交投量的比重（指标 B）。工作人员提出了以下情况：

⁴² 见《特别提款权定值方法审查》SM/00/180，和《特别提款权定值方法审查》SM/05/391（10/28/2005）。

⁴³ 尽管过去曾考虑了贸易结算时货币计值这一用途，但由于数据局限并没有使用该方法（见《特别提款权定值方法审查》，SM/00/180 和《特别提款权定值方法审查》SM/10/292 附件三）。数据局限仍妨碍考察在贸易中使用货币开货单的情况或出口结算。

	Exports	Reserves	Indicator A	Indicator B
Scenario I	50%	25%	25%	0%
Scenario II	33.3%	33.3%	33.3%	0%
Scenario III	50%	25%	0%	25%
Scenario IV	33.3%	33.3%	0%	33.3%

- 金融指标 A: 50% 储备 + 25% 外汇交投量 + 25% (IBL+IDS)
- 金融指标 B: 33.3% 储备 + 33.3% 外汇交投量 + 33.3% (IBL+IDS)

两个备选公式列出了上述指标，并赋予它们与出口相等的权重。审查结束时，执董们欢迎就货币权重的决定方法制定工作方案，考虑贸易和金融指标的相对作用和考虑补充性金融变量的范围。

¹ EBM/78/46 (3/31/78).

² 所考虑的指标包括主要外汇市场的货币交投量、单个货币在国际资本市场上的作用以及货币在国际贸易结算中的相对重要性。

- 金融变量范围。执董会注意到，尽管将储备用作金融变量能充分反映特别提款权作为储备资产的属性，但这种做法并没有考虑到过去十年迅速增长的私营部门资金流动（表 12）。⁴⁴
- 概念性缺陷。根据现行公式，出口和储备的权重是通过每年总出口流动和年末储备存量相加内生得出的。尽管该公式能得出长期相对稳定的权重，但从概念上难以理顺。另外，由于现有数据不完全反映储备的货币覆盖面，因此储备权重被低估。

49. 为了解决这些缺陷，以往审查中探讨了备选加权方法，并探索了补充性金融变量的作用（专栏 6）。补充性金融变量包括 IBL、IDS、场外衍生品和外汇市场交投量。在过去审查中，工作人员在这些指标的基础上构建了金融变量，并制定了备选公式。在备选公式中，金融变量与出口按照固定权重结合，以扩大金融变量的覆盖范围，并从贸易平衡转为金融变量平衡。在 2010 年审查中，工作人员重点关注两个备选金融指标，这两个指标由储备、外汇交投量、IBL 和 IDS 构成，固定权重为 50%。在此分析的基础上提出了下文的备选加权方法。

表 11. 以往特别提款权审查中出口和储备持有的权重（百分比）

Review	Exports	Reserve Holdings
1974	100 1/	-
1978	100 2/	-
1980	77.2	22.8
1985	79.5	20.5
1990	78.3	21.7
1995	76.7	23.3
1998	74.0	26.0
2000 3/	70.2	29.8
2005	70.2	29.8
2010	66.8	33.2
<i>Memorandum Items:</i>		
Average (1980–2010)	74.1	25.9

Source: IMF staff calculations.

1/ The weight of the U.S. dollar was set at 33 percent, about 50 percent higher than its share of exports.

2/ The weight of the U.S. dollar was set at double its calculated weight to reflect its importance in world financial affairs. The difference between 100 percent and the weight of the U.S. dollar was allotted to the remaining currencies in proportion to countries' shares in exports.

3/ For the 2000 review, the relative weights are based on end-1999 reserves data and 1995–99 average exports data.

⁴⁴ 见《代理主席总结——特别提款权定值方法审查》，BUFF/05/195（12/2/2005）。

表 12. 全球贸易名义价值和金融指标
(10 亿特别提款权, 长期平均)

	1990–94	1995–99	2000–04	2005–09	2010–14
Trade Indicator					
Exports 1/	1,969	3,655	6,225	10,760	14,587
Financial Flows from the BOP 2/	1,664	3,827	6,281	10,269	7,949
Financial Stocks					
International Banking Liabilities (BIS)	5,457	7,172	9,431	16,518	18,044
International Debt Securities (BIS)	1,349	2,519	5,117	9,714	12,726
International Reserves (COFER) - allocated	n/a	882	1,388	2,492	3,848
International Reserves (COFER) - allocated + unallocated	700	1,137	1,867	4,147	7,076
Estimated annual FX Market Turnover 3/	n/a	144,501	177,796	337,226	461,097

Sources: IMF, *International Financial Statistics*; BIS; IMF, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves survey; and IMF staff calculations.

1/ Exports of goods and services, including income credits.

2/ Includes assets and liabilities for direct investment, portfolio investment, financial derivatives, and other investments.

3/ Daily FX market cross-border turnover annualized by multiplying the daily value by 250, the approximate number of working days in the U.S. calendar.

B. 建议采用的加权公式

50. 表 13 列出了在现行公式下得出的货币权重并根据更新数据按照基于货币的方法进行了调整。在当前包括四种货币的篮子中, 美元权重与 2010 年审查中相比将有大幅提高, 说明它在储备中的比重上升, 其内生权重自上一次审查以来有所提高。欧元和日元权重略低, 英镑权重下降约 2.5 个百分点。如果如该文件所提议的那样将人民币纳入篮子, 那么建议根据基于货币的方法决定其权重, 而公式中使用的变量按照中国大陆水平衡量, 即香港特区、澳门特区和中国台湾省数据作为国际变量 (专栏 2)。在此基础上, 现行公式下中国的权重为 13.65%, 其他四种货币的权重相应降低。⁴⁵

⁴⁵ 基于成员国的方法包括香港特区和澳门特区的出口, 根据这一方法, 得出区域内出口净值后, 人民币权重将为 14.30%。

表 13. 基于现行公式的货币权重 1/

	2010 SDR Review weights	Four-currency basket Based on allocated reserves	Five-currency basket Based on allocated reserves 2/	Memo item: Five-currency basket based on alloc. + unalloc. reserves 3/
U.S. dollar	41.9	45.05	38.90	44.66
Euro	37.4	37.06	32.00	30.67
British pound	11.3	8.84	7.63	6.90
Japanese yen	9.4	9.06	7.82	7.02
Renminbi			13.65	10.75
Total	100.0	100.01	100.00	100.00
<i>Relative share of exports and reserves</i>				
Exports		62.7	67.8	53.4
Reserves		37.3	32.2	46.6

Sources: IMF, *International Financial Statistics*; and IMF staff calculations using data in Table A.3.

1/ Based on exports of goods and services and income credits, and official reserves held by monetary authorities outside the country or monetary union that issues the respective currency.

2/ RMB held in reserves is set at zero, since it is not identified in the COFER survey.

3/ Unallocated reserves are assumed to have the same currency composition as allocated reserves. RMB held in reserves is set to zero, since it is not identified in the COFER survey.

51. 以往审查中，加权公式使用的是 COFER 调查所报告的已分配外汇储备，未反映未分配储备和人民币的持有情况。不包括未分配储备导致储备作用被低估。由于未参加 COFER 国家储备的迅速积累，未分配储备在总储备中的比重上升到约 42%（中国最近决定加入 COFER，并承诺逐渐提高汇报储备比重，此举有望扭转这一趋势）。因此在内生确定出口和储备权重的现行公式下，储备的隐含权重大大低于 COFER 国家覆盖范围更广的情况下的权重。表 13 的最后一列说明了这一影响——在包含五种货币的篮子中，储备的隐含比重是 32.2%（在包括四种货币的篮子里是 37.3%），而在包含未分配储备的情况下该表中是 46.6%。完善 COFER 的储备覆盖面还将影响现行公式下的货币权重。比如，简单假设未分配储备的货币分配大致反映出已分配储备的货币分配，那么人民币在篮子中的比重将从 13.65% 下降至 10.75%。

52. 工作人员根据 2010 年审查中的分析，探索现行加权公式缺陷的解决之道。

- 赋予出口和金融变量同等权重将更好地反映国际资金流日益重要的作用（表 12）。这种做法保留了较高的出口权重，因此保持了现行公式的连续性，还将避免当前将存量和流动相加的做法，出口和金融变量权重由执董会选择，而不是根据两个变量的相对规模内生决定。
- 扩大储备以外的金融变量覆盖范围将更好地反映不同资金流动的状况，采用了用于可自由使用货币评估的指标。由于储备不能充分反映金融交易中货币使用的深度和广度，特别是私营部门交易，它们将与其他执董会批准的指标，如 IBL、IDS 和外汇交投量结合形成一种综合的金融指标。工作人员提议将该综合性金融指标平均分为正式部门衡量指标（储备）和使用执董会批准指标的私营部门衡量指标。

53. 该方法结果如表 14 所示。2010 年审查的工作人员文件也讨论了这一方法。该方法确定出口和金融变量的权重各为 50%，用包括 2011 年执董会批准的可自由使用指标的综合金融指标代替储备。

具体而言，表 14 列出了储备仍保持较大权重时的结果（如金融部门权重的 50%，因此也确保了与现行公式的连续性）。金融指标的剩余权重平均分为外汇交投量（用于衡量可自由使用货币的广泛交易这一特性）和私营部门国际金融活动货币使用指标（包括 IBL 和 IDS 之和）。⁴⁶。

表 14. 备选加权公式——50% 出口+50% 综合性金融指标 1/

	Four-currency basket	Five-currency basket (with data gaps for RMB) 2/	Proposed approach: Five-currency basket (with estimates for RMB data gaps) 3/
U.S. dollar	46.46	43.09	42.72
Euro	35.38	30.94	30.75
British pound	8.96	7.78	7.74
Japanese yen	9.20	7.97	7.95
Renminbi		10.22	10.85
Total	100.00	100.00	100.01

Source: IMF staff calculations using data in Table A.3.

1/ Financial Indicator A assigns a 50 percent weight to shares in international reserves, 25 percent weight to shares in FX turnover and 25 percent weight to shares in international financial activity, defined as the sum of international banking liabilities and international debt securities.

2/ RMB held in reserves and RMB-denominated IBL are set to zero, since the usual data sources do not include RMB.

3/ OFA survey results are used to fill in data for RMB held in reserves. RMB-denominated IBL is a staff estimate based on national sources and BIS data. See Section II and Annex I for details.

54. 该方法有两种变体。如前所述，目前 COFER 不涵盖人民币储备，国际清算银行数据库中也没有人民币计值的 IBL。因此，如果只依据 COFER 和国际清算银行评估这些指标，那么五个指标中有两个指标的人民币比重为零。表 14 中间一列描述了通过该方法得出的货币比重。但是，考虑到 OFA 调查中具备大致可比的储备中人民币估计，工作人员根据国际清算银行数据和各国提供的数据中也可能估算出大致可比的人民币计值 IBL 数据，因此工作人员提议使用这些估计数据作为现有数据源的补充。表 14 的最后一列显示了该做法得到的结果。

⁴⁶ 表 14 中的指标与 2010 年工作人员文件中的金融指标 A 对应（1/2 储备、1/4 外汇交投量、1/4 (IBL+IDS)）。

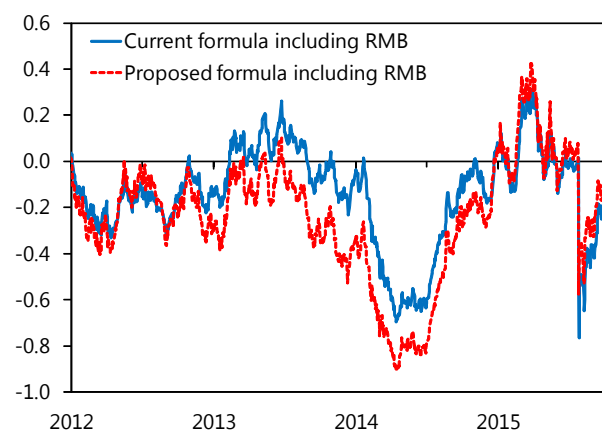
55. 工作人员提议采取该方法的第二种变体（表 14 最后一列）。这样将解决以往审查中发现的加权公式的不足之处，提高金融变量权重以更好地反映资金流在国际交易中的作用（相对于出口而言），扩大金融变量范围以反映正式和私营金融指标，事先设定公式中的变量权重，而不是通过不协调的流动和存量相加得出。该方法还将保持公式中出口的较高权重（50%）和金融指标中储备的较高权重（50%），以保持现行方法的延续性。⁴⁷另外，该提议将使用最佳可用数据估计，包括使用备用数据来源弥补人民币的数据缺口。⁴⁸公式将保持简单透明，并使货币权重的大致稳定。

56. 建议采用的公式基本不影响特别提款权的属性。对现行特别提款权篮子的回溯测试模拟表明，如果自上次审查以来就采取建议的公式，美元表示的特别提款权价值基本保持不变（图 10），其波动也基本不变。如果人民币也纳入篮子，则将得到类似的结果，这可能是因为除人民币以外所有货币自 2013 年以来相对于美元大幅贬值，而人民币则温和升值。展望未来，随着更基于市场的汇率制度的建立，人民币纳入货币篮子将产生更大的影响。

57. 根据《2000 年决定》，根据公式计算货币权重的结果进到最接近的百分点，或以方便为要。在 2010 年审查中，根据现行决定规定的灵活性，加权公式的结果进到十进制，而不是最接近的百分点整数，避免了像以往审查要求的那样进行调整，从而使权重之和为 100%。在本次审查中，工作人员提议将加权公式的计算结果保留小数点后两位，建议进行调整，将对篮子中各货币相对权重的影响降到最低，但要确保权重之和为 100%。⁴⁹这样一来，美元权重将略降（从 42.72% 将为 42.71%，见表 15）。作为一个法律问题，且为与前例保持一致，工作人员所提议在建议方法下将美元权

图 10. 备选特别提款权定值——与实际特别提款权的差异

（现行货币篮子，按水平）



Sources: Bloomberg; IMF, International Financial Statistics; and IMF staff calculations.

表 15. 建议方法下的货币权重

	Unadjusted	Adjusted 1/
U.S. dollar	42.72	42.71
Euro	30.75	30.75
British pound	7.74	7.74
Japanese yen	7.95	7.95
Renminbi	10.85	10.85
Total	100.01	100.00

Source: IMF staff calculations using data in Table A.3.
1/ The U.S. dollar's weight is adjusted down by 0.01 percentage point to ensure that weights sum to 100.00 percent.

⁴⁷ 在 2010 年审查中，工作人员文件列出的第二种金融指标只将金融部门权重的三分之一赋予储备（外汇交投量和 IBL 和 IDS 之和分别各占三分之一）；见专栏 6。与工作人员提议相比，该关于相对货币权重的备选方法将产生适度影响：在包含五种货币的篮子中，美元权重将为 41.73%，欧元为 30.93%，英镑为 8.09%，日元为 8.33%，人民币为 10.92%。

⁴⁸ 见关于权重计算中数据缺口处理的附件一。

⁴⁹ 如果进到最接近的百分点，货币权重之和为 101%，如果取到最接近的小数点后一位，则总值为 99.8%。

重调低 0.01 个百分点，构成了特别提款权定值方法的变化，并需 70% 的投票权表决通过。为了避免在以后审查中只因相对微小的取整调整就需 70% 的投票权表决通过，工作人员建议修改特别提款权定值决定中的取整制度，以批准上下调整，确保篮子中所有货币的权重之和为 100，同时将对货币权重的影响降到最低。

VII. 特别提款权利率篮子审查

58. 特别提款权利率在基金组织资金操作中发挥着关键作用。该利率是计算以下利息的依据：各成员国对基金组织通用资源借款应付的利息、成员国作为基金组织债权人其有偿债权人头寸应得到的利息以及成员国持有的特别提款权应收到的利息和它们获得特别提款权分配应付的利息。它还是减贫和增长信托基金下多个借款协定的利率。最后，该利率也是基金组织投资账户中所投资资金的基准。

59. 自上次审查以来，特别提款权利率篮子发生了两个主要变化。2014 年 10 月确定特别提款权利率底线为五个基点，以确保在接近零利率的环境下符合《基金组织协定》，并解决与责任分担机制运行相关的各种问题。⁵⁰自设定以来，该下限制基本发挥了约束作用（图 11）。另外，2015 年 1 月 1 日，欧元代表利率变更为欧洲中央银行（欧洲央行）发布的 AA 级及以上的欧元区中央政府公债的三个月即期利率。⁵¹

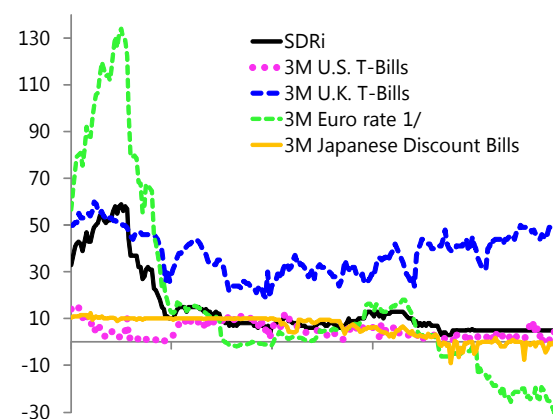
A. 现行特别提款权利率工具审查

60. 第三部分提到，执董会曾认同特别提款权利率篮子种的金融工具应具备某些特定的特点。在前文提到的可能以人民币计值工具的相关问题方面，本部分重点考察现行特别提款权篮子货币工具是否依然具备这些特点。

61. 在包括四种货币的现行特别提款权篮子中，用作代表利率的基准利率如下：

- 美元——三个月期美国国库券市场利率；
- 欧元——欧洲央行发布的评级为 AA 及以上的欧元区中央政府公债三个月即期利率；
- 日元——三个月期日本贴现国库券市场利率；和
- 英镑——三个月期英国国库券市场利率。

图 11. 特别提款权利率及其组成部分（基点）



Sources: IMF Finance Department; U.S. Treasury; Bank of England; European Central Bank; and Bank of Japan.

1/ The benchmark rate for the euro was the Eurepo rate until December 31, 2014. Since January 1, 2015, the benchmark rate is now an estimated three-month rate for euro area central government bonds, as calculated by the ECB, and covering bonds with a rating of AA and above.

⁵⁰ 见《近期特别提款权利率下降——影响和对 T-1 规定的拟议修订》，SM/14/278 (10/16/2014)

⁵¹ 见《基金组织执董会修订特别提款权利率篮子》，第 14/601 号新闻发布稿（12/23/2014）和《特别提款权利率篮子——提议变更欧元代表利率和修订 T-1 规定》，SM/14/330 (12/15/2014)。欧洲央行根据建模算法估算出利率曲线，该算法将根据曲线计算得出的利率和按照实际贸易和承诺定额衡量得出的利率平方差降到最低。模型使用了前几天的参数作为优化过程的起始价值，在极少数情况下，利率发生剧烈变化之后，可调整起始价值确保更契合利率曲线。

62. 本文件未提议改变代表利率篮子中现有四种特别提款权货币的工具。工作人员与现行特别提款权篮子货币的发行国当局展开磋商，探讨在计算特别提款权利率时应使用的恰当基准利率。工作人员同意各国当局的以下观点：

- 美国当局认为三月期美国国库券仍是特别提款权利率篮子的恰当工具。
- 欧洲央行认为评级为 AA 及以上的中央政府公债三月期即期利率仍是欧元作为特别提款权货币最恰当的利率。
- 英国当局认为鉴于执董会所采用的标准，三月期英国国库券仍是最适合特别提款权篮子的工具。
- 日本当局确定三月期日本贴现国库券仍符合纳入特别提款权利率篮子的标准，而且是最恰当的工具。

B. 特别提款权利率篮子中可能以人民币计值的工具

63. 第三部分提到，如果人民币加入篮子，工作人员已经确定 CCDC 发布的三月期中国国库群基准利率是最恰当的人民币计值工具。是否具备恰当的利率工具时决定特别提款权篮子货币构成时需考虑的重要因素，因为自 1980 年以来，货币和利率篮子一直保持一致。⁵²根据第三部分的讨论，三月期主权债券利率符合对利率篮子工具的要求。中国当局认同该评估。

C. 人民币纳入特别提款权篮子可能产生的影响

64. 与特别提款权篮子目前所含货币的利率正常化产生的影响相比，预计将人民币纳入特别提款权篮子之后可能产生相对适度的影响。尽管关键节点的利率环境不会直接影响对特别提款权篮子货币的选择，衡量人民币纳入篮子后对特别提款权利率的影响可能有助于基金组织成员国和其他特别提款权使用国家做好适应新篮子的准备。如果三个月期中国国库券的利率自 2011 年以来就纳入利率篮子，特别提款权利率将平均约提高 28 个基点（图 12）。同样，截至 2015 年 11 月 11 日的远期利率表明，2016 年 10 月 1 日按照工作人员提议的公式将人民币纳入篮子后，届时特别提款权利率将上升 27 个基点，五年期边际影响略有下降（图 13）。预计当前特别提款权货币发行国的利率正常化，特别是美国的利率正常化，将稳步推高未来五年的特别提款权利率，最终达到 2011 年的水平（图



⁵² 1980 年特别提款权定值篮子的货币从 16 种降为五种，不具备恰当的利率工具是另外一种货币遭到取消的重要原因，在此之前，被取消的 11 种货币一直未被纳入包含另五种货币的特别提款权利率篮子。2000 年，可自由使用标准比其他货币选择方法更受青睐，这部分是因为人们认为这种方法更能确保存在恰当的利率工具。见《特别提款权定值方法审查》，SM/00/180。

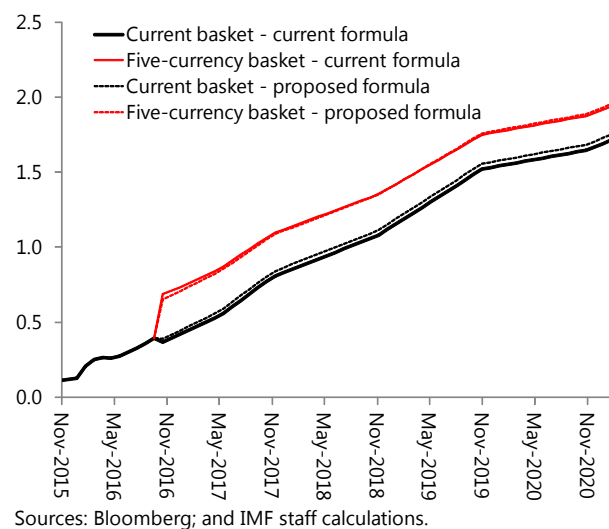
13)。这些影响表明，与全球利率的发展变化相比，将人民币纳入篮子只会适度影响特别提款权利率。

53

D. 未来的工作

65. 七月份文件提到，未来可能重新探讨与利率工具期限和特别提款权重设频率相关的问题。1983 年以来，特别提款权利率是根据期限为三个月的工具情况每周设定一次。2010 年审查强调，重设频率与工具期限不同可能导致市场上难以再次出现同样的特别提款权利率，因为特别提款权的支付作用类似于不包括资本收益和损失的存款利率。与部分储备管理者展开初步探讨后也发现，每天重设代替每周重设有助于对冲，期限为三个月以上的利率工具能更好的反映储备管理人通常投资的资产状况。当前沿用现行期限结构和重设频率似乎并没有引起任何紧迫问题，在七月份举行的非正式讨论中，执董们同意以后重新讨论这个问题。

图 13. 根据远期利率估计的特别提款权利率（截至 2015 年 11 月 11 日，百分比）



VIII. 过渡问题

66. 如第三部分所述，执董会将人民币认定为“可自由使用”货币，会立即对基金组织与成员之间的资金业务造成重大影响。若成员对基金组织资金的需求维持在当前水平，并假设人民币被认定为可自由使用货币后中国在基金组织份额购买中提供人民币，则基金组织未来交易中将有很大部分使用人民币⁵⁴。具体而言，基金组织将要求借款国在份额购买中接受人民币；若回购中选择使用人民币，则还可能相似地要求其偿还人民币。中国将不再有义务将基金组织出售的人民币余额兑

表 16. 示意性货币量 1/ 2/

Currency	Currency Weights	Currency Amounts
US dollar	42.71	0.599
Euro	30.75	0.387
British pound	7.74	0.0697
Japanese yen	7.95	13.6
Renminbi	10.85	0.962

Source: IMF staff calculations.

1/ For a given set of weights, the currency amounts shown are indicative amounts, which are likely to be different depending on (i) the average and end-period exchange rates of the base reference period to be used for revising the SDR basket's currency components, and (ii) the rounding procedures to be applied to the currency amounts themselves.

2/ Based on July 1 – September 30, 2015 average exchange rates.

⁵³ 模拟显示，工作人员提议的加权公式变化对特别提款权利率的影响可以忽略。截至 2015 年 11 月 11 日的远期利率表明，按照现行加权公式将人民币纳入篮子后会将 2016 年 10 月 1 日的特别提款权利率提高约 32 个基点。

⁵⁴ 目前，中国在金融交易计划（FTP）成员份额、新借款安排（NAB）及 2012 年双边资金中的比例分别为 4.8%、8.6% 和 10.3%。若第 14 次份额检查生效，或其他债权成员也修改其汇兑安排以在贷款安排中提供人民币，则上述规模很可能有所增加。

换为可自由使用货币，而是有义务与基金组织和其他成员合作，在有购买或回购成员请求将人民币余额与其他可自由使用货币进行兑换时，确保上述兑换能够实施。⁵⁵

A. “可自由使用”决定的生效

67. 延迟“可自由使用”决定的生效日期，可使基金组织及成员获得充足的提前量，以对这些变动做出调整。更确切地说：

- 作为不可自由使用货币的发行国，中国目前有责任自行选择将人民币兑换为一种可自由使用的货币（目前为美元）。如果人民币被认定为“可自由使用”货币，且中国决定使用人民币与基金组织及其成员开展资金业务，则需要修订中国与基金组织之间的兑换安排，以体现上述变化⁵⁶。该安排的范围应包括所有普通资金账户（GRA）和特别提款权账户业务，且应向基金组织成员进行通报。其他成员也可能对其现有汇兑安排进行调整，并承诺将其货币兑换为人民币。中国对货币兑换流程进行调整，以及其他成员对各自现有货币兑换流程的可能调整，将在适当时机展开。
- 基金组织成员、其代理机构以及其他特别提款权使用者需开立人民币账户，同时建立新的银行业务关系及流程，以开展人民币交易。通常情况下，特别提款权用户在发行相应可自由使用货币的中央银行处开立账户，少数情况下也会使用商业银行⁵⁷。中国当局应确保所有特别提款权用户可在中国人民银行或其他商业银行开立账户，且不面临过多的行政障碍或承担过高的费用。
- 随着人民币加入特别提款权，以及建议在特别提款权利率篮子中加入人民币计值工具，双边借款方及减贫与增长信托（PRGT）之间签订的若干借款协议可能需要调整，以反映上述变化。基金组织工作人员已就受影响的 PRGT 贷款协议制定行动计划，如果人民币被加入特别提款权篮子，将与现有贷款方及时联系，讨论修订方案，确保其顺利实施。
- 基金组织投资账户的相当大部分，是根据特别提款权基准来管理的。特别是基金组织的固定收益子账户包含了以特别提款权基准计值的固定收益投资，基金组织定期进行平衡和对冲操作，来减少以特别提款权作为记账单位的普通资金账户的汇率风险⁵⁸。基金组织管理的信托账户大体上采取了类似的投资策略。如果人民币被纳入特别提款权篮子，基金组织的投资业务需要做出一些调整。其中，基金组织的外部托管银行需要开设人民币账户，并确保其本地代理行能够支持基金组织的投资活动。基金组织的外部管理机构也需有能力代替其在在岸市场开展业务。最后，基金组织及其外部管理机构可能需要建立新的银行业务联系和流程来开展人民币交易，以在与这些账户法规相一致前提下，根据固定收益基准指标和特别提款权货币篮子来调整投资组合。

68. 鉴于上述背景，工作人员建议将认定人民币为“可自由使用”货币的时间定为 2016 年 10 月 1

⁵⁵ 第五条 3(e)(ii)和 7(j)(ii)。

⁵⁶ 根据规则 O-4，所有基金组织成员均须与基金组织协商建立货币兑换的流程安排，以便与基金组织开展业务和交易。

⁵⁷ 基金组织并不跟踪成员的账户信息，但过去经验显示，中小型借款成员通常拥有美元和（或）欧元账户，很少有日元、英镑账户。

⁵⁸ 2015 年 8 月 31 日，基金组织执委会批准了固定收益子账户的一个新的投资策略。投资策略的扩展将逐步实施，将由特别提款权基准作为指导，并提出其他要求，包括需对非特别提款权货币敞口开展对冲等。参见 2015 年 8 月 31 日第 15857 号决议，以及 2015 年 8 月 5 日《对投资账户中固定收益子账户投资策略的审查》（SM/15/210）。

日。这与人民币加入特别提款权篮子的时间相一致。

B. 货币篮子中的货币量

69. 在引入新的货币篮子后，要对篮子中的货币量进行重新计算。这需与执委会决定的组成货币的百分比相一致（附件 III，B 部分），并基于 2016 年 10 月 1 日新货币篮子生效前三个月各组成货币的汇率进行计算，届时将生效 5 年。新旧货币篮子的交替，将保证 2016 年 10 月 1 日前最后一个交易日（即 2016 年 9 月 30 日），在货币篮子中新、旧货币量基础上，新货币量能够产生同样的美元交易价值。表 16 给出示意：若根据 2015 年 7 月 1 日至 9 月 30 日的平均汇率，可计算出新货币篮子中货币量的情况。

IX. 建议执董会采纳的决定

70. 以下决定将请求采纳本文中工作人员的建议。

决定 1——认定人民币为可自由使用货币。

71. 本决定认定人民币为可自由使用货币，自 2016 年 10 月 1 日生效。本决定可由多数票通过。1998 年 12 月 17 日通过的认定欧元、日元、英镑和美元为可自由使用货币的第 11857-（98/13）号决定继续有效。

决定 2——特别提款权的定值方法和规则 **Rule T-1 (c)** 的收益率和利率表

关于特别提款权的定值方法

72. 本部分决定采纳新的特别提款权定值决定，以体现上文提到的特别提款权定值法，即：（i）将特别提款权货币篮子从四种货币扩展至五种；（ii）对权重公式进行修订，引入新的变量，并建立变量的固定相对权重；（iii）出于特别提款权货币选择出口标准及货币权重变量的目的，将现有适用于货币联盟的以货币为基础的方法扩展至所有货币；（iv）将未来特别提款权篮子定值期的例行起始时间变更为 10 月 1 日；（v）修订对货币权重进行四舍五入的条款，确保调整后的各货币权重之和为百分之百，且调整对相对权重的影响最小；（vi）使决定的文本与长期使用的特别提款权股定值检查的作法相一致，使币种选择和计算权重所用的出口标准中，除涵盖商品和服务外，还包含收入贷记项；（vii）在特别提款权决定中，纳入现行的《货币量计算指南》⁵⁹。

73. 根据《基金组织协定》，特别提款权定值方法由占总投票权 70% 的多数票决定，条件是以下变动需要总投票权的 85% 多数：（a）定值原则变更，或（b）实际上对原则应用的根本性改变⁶⁰。在

⁵⁹ 1985 年 12 月 23 日第 8160 (85/186) G/S 号决定，修订版。指南涵盖了在特别提款权定值检查背景下开展特别提款权货币量的计算过程。其对特别提款权定值决定进行了补充，且受适用于特别提款权定值法修订的特定多数票制约。

⁶⁰ 如 7 月报告所述，《基金组织协定》第十五条第 2 款为特定多数要求作了准备，但条款并未就何种变更类型适用于 85% 的多数票给出更多原则（参见 7 月报告的第 11 段）。自《基金组织协定》第二次修订以来，应适用哪种多数票的问题已被提及两次。参见《特别提款权定值——通过决定所需的多数》，SM/80/180（1980 年 7 月 18 日）；以及

(continued)

获得多数票通过的授权后，执董会有权力决定任何一项修订建议（或所有修订建议）是否需要总投票权 85% 的多数票通过。关于多数票条款的适用问题，需要执董会根据建议的性质，在很大程度上做出判断。

74. 在采纳特别提款权定值决定的过程中，执董会多年来都遵循了若干大的原则。这些原则的主要目标是增强特别提款权作为国际储备资产的吸引力⁶¹。这些原则包括：

- 根据主要货币确定的特别提款权的价值应保持稳定。
- 列入篮子中的货币应能代表国际交易所使用的货币。
- 篮子中货币的相对权重应当反映其在全球贸易和金融体系中的相对重要性。
- 特别提款权篮子的组成应当稳定，因为它不宜检查一次便变更一次。
- 特别提款权定值方法应具有连续性，只有当货币在世界经济中的作用发生重大变化时才会对定值方法进行修正。

75. 如 7 月份报告所述，尽管这些大原则并不等同于《基金组织协定》中的“定值原则”，但特别提款权定值方法的变更有可能使其偏离大原则，因而需要评估其是否改变了定值原则。如下所述，工作人员认为，修订建议与这些大原则一致，所需多数票的分析结论也与先例一致。具体而言：

- 篮子中的货币由四种增至五种，不会导致原则的变动，因为定值原则仍然基于标准篮子法，即特别提款权价值与篮子中货币的价值相同，篮子中货币的组成由国际贸易和金融指标决定。币种的选择依然遵照“特别提款权中的货币需能代表国际交易所使用货币”的原则。且货币篮子组成的稳定性预计不受影响⁶²。
- 在币种权重方面，在现有方法下，各币种的权重是由特别提款权定值决定中使用的统计标准来确定的。这些标准旨在确保币种权重能反映出该货币在全球贸易和金融体系中的相对重要性。修订建议将继续体现这些指导原则。修订建议将引入更多的金融变量，通过对出口和金融指标赋予同等的重要性来确保金融变量发挥足够作用，以达到提高篮子中货币代表性的目的。
- 所提出的关于特别提款权篮子货币量及权重公式的修订建议也不会导致“实际上对原则应用的根本性改变”。工作人员认为，在货币篮子中新增加一种货币，并不是对原则应用的根本性改变。

《特别提款权定值方法审查——补充信息》，SM/00/180, Sup.(2000 年 9 月 28 日)。迄今为止，所有修改特别提款权定值方法的决定都经过了基金组织投票权 70% 多数票的同意。

⁶¹ 参见《扩大特别提款权货币篮子的标准》，SM/11/265，第 6 页。关于特别提款权定值的早期讨论包括《特别提款权临时定值》，SM/74/59（1974 年 3 月 8 日）、执董会在 1976 年的特别提款权定值检查期间的讨论（EBM/76/90，1976 年 6 月 21 日；EBM/76/92，1976 年 6 月 25 日；以及 EBM/76/93，1976 年 6 月 25 日），以及《特别提款权定值检查》，SM/77/222（1977 年 9 月 2 日）。

⁶² 本次审查与 1980 年（货币篮子构成从 16 种货币下降至 5 种）及 2000 年（货币篮子构成从 5 种货币下降至 4 种）的方法一致。当时，执委会并不认为其对特别提款权的定值原则在实际上构成根本性变动（参见《特别提款权定值——通过决定所需的多数》，SM/80/180（1980 年 7 月 18 日）；以及《特别提款权定值方法审查——补充信息》，SM/00/180, Sup.）。

此外，在新公式下，其余货币的相对比重大体维持不变。如图 10 中的回溯测试模拟显示，这些变动不会对特别提款权的属性造成影响。

- 出于币种选择和计算权重的目的（除“可自由使用”的评估外），把原本仅适用于货币联盟的基于货币的方法应用于全部币种，不会改变定值原则，也不会造成“实际上对原则应用的根本性改变”。基于货币的方法旨在更好反映基于一揽子货币的特别提款权作为储备资产的作用，并使对拥有超过一种货币的成员的处理方式与货币联盟的处理方式相一致。
- 将特别提款权新货币篮子的生效日从 1 月 1 日调整至 10 月 1 日，维持特别提款权篮子定值五年一次常规检查（以及收集数据和各种指标）不变，同时认识到在需要时可能进行更早调整，这与指导特别提款权五年一次常规定值检查的货币篮子一致性和稳定性原则相一致。很难证明这种维持五年一次常规检查的修订建议会对定值原则的应用“带来根本性的改变”。
- 关于修订目前货币权重四舍五入安排的建议，以及对出口标准方法的澄清（使本决定与长期存在的处理收入贷记项的做法相一致），二者本质上都是技术问题，仅很少地影响到篮子货币的选择和权重计算中使用的变量，因此不会导致原则的变动或对给其应用“带来根本性的改变”。

规则 Rule T-1 (c) 的收益率和利率表

76. 本部分决定建议，将中央国债登记结算有限责任公司发布的三个月中国国债基准收益率纳入规则 Rule T-1 (c) 中的代表利率表。所建议的改动会造成现有特别提款权利率的变动，根据《基金组织协定》第二十条第 3 部分规定，这需要获得总投票权 70% 的多数票通过。此外，与其他涉及《基金组织附则及条例》修订相类似，上述建议需提交基金组织理事会下次常务会议审议（附则第 16 款）。

决定 3——新的人民币代表汇率

77. 为与基金组织开展业务和交易，决定 3 建议，人民币代表汇率使用中国外汇交易中心发布的北京时间下午 4 点人民币对美元基准汇率。这一决定可由多数票通过，且其通过也意味着执董会完成了关于人民币新代表汇率的咨询工作。人民币代表汇率的决定将即刻生效。

建议执董会采纳的决定

以下决定提请执董会批准。决定 1 和 3 可各自由多数票通过。决定 2 需要总投票权 70% 的多数票通过，且仅在决定 1 被采纳时提请执董会批准。

决定 1

经征询中华人民共和国意见，基金组织根据第三十条（f）做出决定，自 2016 年 10 月 1 日生效时起，直到进一步通知为止，人民币为可自由使用货币。

决定 2

A. 特别提款权定值方法

1. 特别提款权的价值，应该在基金组织成员/包含基金组织成员在内的货币联盟（以下简称“货币联盟”）发行的五种货币基础上确定。在截至 2014 年 12 月 31 日的五年中，或在之后修订时的最近五个日历年中，其商品、服务出口以及收入贷记项（以下简称“出口”）的规模最大；其间，本决定第 1、第 2 段所要求的数据需容易获得；且这些货币被基金组织根据《基金组织协定》第三十条（f）款认定为可自由使用货币。在货币联盟的情况下，出口值应在减去其与货币联盟其他成员间贸易量的基础上确定。若成员在一国内拥有超过一种货币，出口值应基于该成员货币为法定货币的经济区，对每一种货币进行计算。

2. 对于根据第 1 段选定的特别提款权货币篮子的货币，每一种货币的权重百分比等于以下几项之和：

(i) 发行该货币的基金组织成员/货币联盟占全部篮子货币（与第 1 段一致）发行国/货币联盟总出口比重的 50%；

(ii) 在非发行国货币当局持有的全部篮子货币（与第 1 段一致）的总余额中，该货币所占比重的 25%（若是货币联盟，则按照组成货币联盟的成员以外的成员货币当局计算）。计算时间是 2014 年 12 月 31 日结束的五年期的每年年末，及在这之后所规定的五年期（与第 1 段一致）的每年年末；

(iii) 该货币占全部篮子货币（与第 1 段一致）的外汇市场交投总额中比重的 12.5%。计算时间是 2014 年 12 月 31 日结束的五年期期间，及在这之后的所规定的每个五年期（与第 1 段一致）期间。

(iv) 全部篮子货币（与第 1 段一致）的国际银行负债和以之计值的国际债务证券总值中，该货币比重的 12.5%。计算时间是 2014 年 12 月 31 日结束的五年期的每年年末，以及在这之后所规定的五年期（与第 1 段一致）的每年年末。如果是货币联盟，国际银行负债和国际债务证券应将货币联盟算为一个整体进行计算。如果是一国内拥有超过一种货币，上述指标应根据该货币是法定货币的经济区域为基础进行计算。

3. 与上述第 1、第 2 段设定的原则相一致，自 2016 年 10 月 1 日生效时起，一单位特别提款权的价值应由指定数量的下列五种货币的价值决定。货币量的计算应在 2016 年 9 月 30 日进行，根据该日期前三个月的平均汇率，确保五种货币中每一种在特别提款权中的权重与下列权重相对应：

货币权重（百分数）

美元 42.71

欧元 30.75

人民币 10.85

日元 7.95
英镑 7.74

4. 列表中的决定特别提款权币值的货币，以及其货币量，应在 2022 年 10 月 1 日及随后的每个五年的第一天进行修订，除非基金组织决定在以下情况下进行修订：

(a) 决定特别提款权价值的货币，应根据上述第 1 段来确定。条件是在确定这些货币时，篮子中货币不会被某一其他货币替代，除非发行该货币的基金组织成员/货币联盟的出口值在该时期超出篮子货币发行成员/货币联盟 1 个百分点。

(b) 在 (a) 中提及的五种篮子货币的货币量，应在生效日前的最后一个工作日确定，并根据这之前三个月的平均汇率，确保这些货币在特别提款权价值中的比例与这些货币的权重百分比相一致。每种货币的权重百分比根据 (c) 予以确定。

(c) 权重百分比的设定应与第 2 段相一致。百分比应四舍五入至最接近的百分位，或使用其他方式。在上述公式计算后，需要进行调整，以使所有四舍五入后的货币权重相加等于百分之百，且确保这一调整对相对权重的影响最小。

5. 在上述第 3、第 4 段所确定的货币量时，应保证：在确定货币量时刻前五年的最后一个工作日，特别提款权按篮子货币计算的价值，在修订前后实际上保持不变，且应与如下原则相一致：

(a) 计算后的新货币篮子的货币量将用两位有效数字表示，条件是使用 7 月至 9 月平均汇率计算得出的每种货币的百分比，与根据上述第 3 和第 4 (c) 项确定的百分比权重，二者应具有最小均差，且对于任何货币均不得超过半个百分点。

(b) 如果采用上文 (a) 所述原则无法妥善解决，则仍应采用相同的原则进行计算，但每种货币的货币量以三位有效数字表示。如果三位有效数字也无法妥善解决，则仍应采用相同的原则进行计算，但每种货币的货币量以四位有效数字来表示。

(c) 如果按两位、三位或四位有效数字计算所得到的解决办法不唯一，则应采用均差最小的方案。

B. 对规则 Rule T-1 (c) 进行修订

自 2016 年 10 月 1 日生效时起，《基金组织附则及条例》中的规则 Rule T-1 (c) 应进行如下修订：

在“欧元欧央行公布的、评级在 AA 级及以上的三个月欧元区中央政府债券现券利率”之后，加入：

“人民币 中央国债登记结算有限责任公司每日发布的三个月中国国债基准收益率”。

决定 3

经征询中华人民共和国当局意见，基金组织决定，人民币代表汇率是中国外汇交易中心发布的北京时间下午 4 点人民币与美元参考汇率。

附件一、数据问题

本附件讨论了特别提款权货币篮子的货币选择标准和货币权重计算中使用的指标定义、数据来源和方法问题。第一部分描述了货币选择标准中使用的指标，第二部分介绍了计算货币权重时所需的数据，第三部分解释了数据缺口的处理问题。

A. 用于评估货币选择标准的指标

可用下列数据评估出口标准（表1、图1和表A1）：

- **商品出口、服务以及（初次和二次）收入税额减免数据。**数据来源为2015年10月的《世界经济展望》数据库。《世界经济展望》数据库中提供了欧元区出口数据（即，不包括欧元区内部出口，按照基于币种的方法）。按照基于币种的方法，中国的出口数据按照大陆的水平进行评估，因为香港特别行政区、澳门特别行政区和中国台湾省均有自己的币种和货币管理单位。表1的备忘项列出了采用基于成员国的方法计算出的中国出口数据，即包括香港特别行政区和澳门特别行政区的出口，但不包括这三个地区之间的货物出口。中国台湾省的官方出口数据无法获得。上述三个地区之间的出口数据来自于《贸易统计指南》。2013年之前，由于数据可获得性的问题，中国大陆和香港特别行政区之间的服务出口不包含在内。2010至2014年的中国大陆和香港特别行政区的收入贷方数据无法扣除，因为无法获得2009年之后的地区性分类数据。由于无法获得数据，澳门特别行政区和其他地区之间的服务出口和收入贷方也无法扣除。

可用下列数据评估可自由使用标准：

- **官方外汇储备（表2，图2），**数据来自基金组织的官方外汇储备币种构成调查，在该调查中官方外汇储备被定义为可用于满足国际收支需求的货币管理单位对非居民的债权。按美元计价的储备持有量数据系列按照期末汇率换算为特别提款权。
- **国际银行业负债（IBL；表4，图3），**被国际清算银行定义为以任意币种计价的对非居民的负债（区域性银行业统计，表5A，所有部门的对外头寸）加上所有以外币计价的对本国居民的负债（区域性银行业统计，表5D，所有部门以及非银行部门的以外币计价的国内头寸）。遵循可自由使用评估中采用的基于成员国的方法，以人民币计价的国际银行业负债的评估方式如下：香港特别行政区、澳门特别行政区和中国台湾省作为国内处理，不包含这些经济体居民之间的国际银行业负债，也不包含这些经济体居民与大陆居民之间的国际银行业负债。向国际清算银行报送以人民币计价的国际银行业负债数据不是强制性的，因而以人民币计价的国际银行业负债数据是工作人员根据国家级数据来源、哈沃分析和国际清算银行补充数据估算出来的。估算值中包括来自中国人民银行的以人民币计价的跨境国际银行业负债数据、来自哈沃分析的中国台湾省人民币存款数据、以及新加坡金融管理局报送的新加坡人民币存款数据。工作人员利用国际清算银行补充数据计算的数据包括来自八个向国际清算银行报送人民币负债的司法管辖区的数据，以及其他未报送相关数据的司法管辖区的估算数据。关于欧元，数据包括欧元区内部头寸，因而符合基于成员国的方法。
- **国际债务证券（IDS；表5，图4）——未偿付额，**数据来自国际清算银行，定义为在借款人居住国的国内市场以外的市场发行的债券、票据和货币市场工具（证券统计，表13A和13B）。更具体一点，如果一个证券的注册地、上市地或适用法律与发行人居民地位所属国不同，则将该证券定义为国际证券。根据可自由使用评估中采用的基于成员国的方法，以人民币计价的国际债务证券

数据是由工作人员利用国际清算银行补充数据计算而得出的，其中香港特别行政区、澳门特别行政区和中国台湾省作为国内处理，如果上述地区或大陆居民发行的证券的注册地、上市地或适用法律均来自上述地点中的某一个，则这类证券不包含在内。关于欧元，数据包括以欧元计价的债务证券，前提是该证券的注册地、上市地或适用法律均属于除发行人居民地位所属国之外的欧元区国家，因而符合基于成员国的方法。

- **外汇市场交投总额（表9）** 被定义为在4月这个月内结束的所有交易总额，该数据根据交易柜台所属地按照合同的票面或名义金额测算。国际清算银行的三年期央行调查是全球外汇市场交投总额的唯一一个全面且可靠的数据来源，上次调查是在2013年4月。该调查编制了已执行的外汇即期和衍生品交易的票面或名义金额，来自53个司法管辖区的约1300个金融机构参与该调查。来自地区外汇委员会的数据也列示其中（表10）。

下列用于可自由使用评估的指标是本文最新提出的：

- **官方外汇资产（OFA；表3）**：包括货币管理单位的外汇储备资产和其他不包含在储备资产中的以外币计价的资产，比如对居民的债权。2015年基金组织工作人员开展了一次官方外汇资产调查，此次调查覆盖了包括人民币在内的16种货币和两个时点的数据，即2013年末和2014年末。
- **国际债务证券的总发行量（表6）**，该数据来自国际清算银行，和未偿付的国际债务证券存量数据覆盖的市场、工具和方法相同。
- **贸易融资（表8）** 包括旨在支持国际贸易的银行中介交易，涉及信贷、保险和担保。环球银行金融电信协会（SWIFT）提供了利用其银行间报文代码MT 700开立的信用证数据，据估计，这大概占到贸易融资总额的一半。根据基于成员国的方法，贸易融资包括以人民币计价的跨境信用证，其中香港特别行政区、澳门特别行政区和中国台湾省作为国内处理，因而不包括这些经济体之间开立的信用证。关于欧元，欧元区内部的贸易融资包含在内。
- **跨境支付（表7）**，数据来自环球银行金融电信协会（SWIFT），协会以使用其标准化银行间报文MT 103和MT 202发送资金转移指令的月度数据为基础汇总跨境支付数据。MT 103包含付款人的金融机构或其代理机构向收款人的金融机构发出的支付指令。MT 202包含付款机构或其代理机构直接或间接向收款机构发出的付款指令。根据基于成员国的方法，在估算以人民币计价的跨境支付数据时，香港特别行政区、澳门特别行政区和中国台湾省作为国内处理，因而跨境支付不包括这些经济体之间的支付。跨境支付包含欧元区内部的支付。

上述所有数据需按下列方法换算成特别提款权：流量指标按照期内平均汇率换算，存量指标按照期末汇率换算。

B. 用于计算提议货币权重的指标

表14中推荐的货币权重是利用2010年至2014年的下列数据根据基于币种的方法计算而来的（见表A2和A3）：

- **货物服务出口及收入贷方**：同上。
- **官方外汇储备**的定义和过去一样，按照“货币管理单位持有的货币余额总价值”进行测算（《2000年决定》第2段）。数据来源为官方外汇储备币种构成调查（见本附件A部分）。在没有官方外汇储备币种构成调查数据的情况下，人民币可使用官方外汇资产数据（见本附件C部分）。

- **外汇市场交投总额**为2010年和2013年国际清算银行的三年度央行调查中的交投总额数据。
- **国际银行业负债**；同上，但在使用国际清算银行提供的数据时，以欧元计价的国际银行业负债不包括欧元区内各国相互持有的负债。2014年末人民币国际银行业负债的数据是工作人员利用中国人民银行公布的人民币跨境国际银行业负债、哈沃分析公布的中国台湾省的人民币存款、新加坡金融管理局报送的人民币存款数据，以及八个司法管辖区向国际清算银行报送的关于人民币国际银行业负债的补充数据。香港特别行政区、澳门特别行政区和中国台湾省作为国际处理。
- **国际债务证券**；同上，如果证券的注册地、上市地和适用法律属于同一个欧元区国家，以欧元计价的国际债务证券不包括欧元区居民发行的债务证券。这种调整排除了在国内市场发行的国内债券，但加入了欧洲央行提供的以欧元计价的对非居民的组合型债务证券负债。关于人民币，香港特别行政区、澳门特别行政区和中国台湾省作为国际处理。

C.数据缺口

当前公式和推荐公式中的货币权重是利用过去五年的年度均值和年末数据计算出来的。但是，并非公式中所有变量的每一个币种的年度数据均可获得。本文中的数据缺口包括：一）外汇市场交投总额的年度可比数据缺失；二）人民币的储备数据缺失；三）从当前特别提款权各币种使用的数据来源无法获得以人民币计价的国际银行业负债数据。

处理数据缺口的通常做法和可接受的统计学方法为使用可获得的相关时期的数据，利用可获得的数据计算时期均值。比如，在 2000 年的评论中，在计算货币权重时，使用的是 1999 年末的储备数据，而非五年均值，因为当时欧元是一种新货币，当时只有 1 年的观察值。类似地，在计算某些新成员国的配额时，较长时期的时间序列数据无法获得，此时会使用可获得的较短时期的时间序列数据。

针对上述数据缺口，本文第六部分显示的计算过程采用的是下列方法：

- **外汇市场交投总额**。2010至2014年的均值以两个时点数据为基础，即2010年和2013年，这两个时点的数据可从国际清算银行的三年期调查中获得。因此，所有货币的五年均值都以这两个时点数据的均值代替（表A3）。
- **人民币储备数据**。人民币储备数据可使用官方外汇资产调查结果，该数据有两个时点数据，即2013年末和2014年末，用这两个时点数据的均值代替五年均值。
- **以人民币计价的国际银行业负债**。工作人员以上面介绍的各种数据来源为基础对2014年末的人民币国际银行业负债进行了估算，该数据可用来代替五年均值。

表 A.1 货币选择标准中使用的变量

变量	来源/年份	数据类型	范围	其他解释
出口	《世界经济展望》，基金组织/2015年10月。 《贸易统计指南》，基金组织/2015年。 香港政府统计处/2015年6月。	流量。年度出口额是《国际收支和国际投资头寸手册》第六版中定义的货物和服务出口及收入贷方之和。单位为十亿美元。按照每年的平均汇率换算为特别提款权。	2005至2014年。 使用年度数据。列示总量和占比的五年均值。	关于欧元，使用的是“欧元区”出口额。关于人民币，使用的是中国大陆（CH）出口额。作为备忘项，表1列出了中国大陆（CH）、香港特别行政区（HK）和澳门特别行政区（MO）的出口额之和。上述三个地区之间的货物出口不包含在内，需从《贸易统计指南》数据中扣除。截至2013年，中国大陆和香港之间的服务出口已经扣除（香港普查）。2010至2014年中国大陆和香港之间的收入贷方无法扣除，因为2009年之后的地区性分类数据无法获得（香港普查）。澳门特别行政区和其他地区之间服务出口和收入贷方数据没有扣除，因为缺少相关数据。
外汇储备 美元、欧元、日元、英镑 人民币	官方外汇储备币种构成调查，基金组织/2015年9月。 官方外汇资产调查，基金组织/2015年3月。	存量。已确认官方储备。单位为十亿美元。按照年末汇率换算为特别提款权。 存量。官方外汇储备资产。单位为十亿特别提款权。	2010年第2季度至2015年第2季度 使用六月数据。 2013至2014年 使用十二月数据。	这些数据由基金组织统计部提供。
国际银行业负债 (IBL) 美元、欧元、日元、英镑 中国台湾省以人民币计价的国际银行业负债 新加坡以人民币计价的国际银行业负债 中国大陆以人民币计价的国际银行业负债	国际清算银行，区域性银行业统计，表5A和5D/2015年10月。 哈沃分析 新加坡金融管理局， www.mas.gov.sg 中国人民银行	存量。跨境负债和本国的外币头寸。单位为十亿美元。季末数据。 存量。国内和跨境银行单位：人民币存款。单位为百万人民币，按照季末汇率换算为美元。 存量。新加坡人民币存款水平。单位为百万人民币，按照季末汇率换算为美元。 存量。单位为百万美元。	2010年第2季度至2015年第2季度 使用六月数据。 2015年第2季度 使用六月数据。 2015年第2季度 使用六月数据。 2015年第2季度 使用六月数据。	截至2015年10月，国际清算银行不再公布国际银行业负债表5A和5D，相关数据是应要求提供给基金组织工作人员的。 关于人民币，来自中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区和中国台湾省的国际银行业负债包括在内，但是四地之间的以人民币计价的国际银行业负债不包含在内。需从人民币国际银行业负债总额（包括基金组织工作人员利用国际清算银行的补充数据计算的新加坡、台湾和其他司法管辖区的人民币存款）中减去大陆对香港、澳门和台湾居民的人民币负债。 作为备忘项，表4列出了大陆与香港、澳门和台湾之间的数据，作为国际处理。
国际债务证券——未偿付额	国际清算银行，季度评论，表13A和13B/2015年9月。	存量。国际债券、票据和货币市场工具。使用季末数据。单位为十亿美元。	2010年第2季度至2015年第2季度 使用六月数据。	关于人民币，中国大陆、香港、澳门和台湾的国际债务证券包含在内；四地之间发行的国际债务证券需扣除（工作人员利用国际清算银行补充数据计算而来）。表5（备忘）列出了已公布的国际债务证券数据，将香港、澳门和台湾作为国际处理。
国际债务证券——发行额	国际清算银行，季度评论，表13A和13B/2015年9月。	流量。国际债券、票据和货币市场工具。使用半年数据。单位为十亿美元。	2010年上半年至2015年上半年 从1月到6月加总额。	人民币的处理方法和国际债务证券——未偿付额相同。

外汇市场交投总额	国际清算银行，三年期调查/2013 年 4 月。 地区外汇委员会和货币当局	流量。报送了 4 月的平均日交易量。单位为十亿美元。既使用了总额，也使用了现额。	2010 年和 2013 年。	地区外汇委员会和货币当局包括伦敦、纽约、香港、新加坡、东京、澳大利亚、中国和加拿大。
SWIFT 支付	SWIFT 数据代码 103 和 202。	流量。换算为美元之后月度支付量前 20 的币种。	2010 年 10 月至 2011 年 9 月。 2014 年 7 月至 2015 年 6 月。	关于人民币，台湾、香港和澳门作为国内处理；即，这些经济体内的支付以及这些经济体之间的支付不包含在内。
SWIFT 贸易融资	SWIFT 数据代码 700	流量。换算为美元之后月度贸易融资量前 20 的币种。	2010 年 10 月至 2011 年 9 月。 2014 年 7 月至 2015 年 6 月。	关于人民币，台湾、香港和澳门作为国内处理；即，这些经济体内的支付以及之间的贸易融资不包含在内。

表 A.2 货币权重中使用的指标

变量	来源/年份	数据类型	范围	其他解释
出口	《世界经济展望》，基金组织/2015年10月。	流量。年度出口额是《国际收支和国际投资头寸手册》第六版中定义的货物和服务及收入之和。单位为十亿美元。按照每年的平均汇率换算为特别提款权。	2010至2014年 使用年度数据。	关于欧元，使用的是“欧元区”出口额。关于人民币，使用的是中国大陆出口额。
外汇储备 美元、欧元、日元、英镑 人民币	官方外汇储备币种构成调查，基金组织/2015年9月。 官方外汇资产调查，基金组织/2015年3月。	存量。已确认官方储备。单位为十亿美元。按照年末汇率换算为特别提款权。 存量。官方外汇储备资产。单位为十亿特别提款权。	2010至2014年。 使用十二月数据。 2013至2014年。 使用十二月数据。	这些数据由基金组织统计部提供。
国际银行业负债 (IBL) 美元、欧元、日元、英镑	国际清算银行，区域性银行业统计，表 5A 和 5D/2015 年 10 月。国际清算银行用于欧元区调整的补充数据/2015 年 10 月。	存量。跨境负债和本国的外币头寸。单位为十亿美元。按照年末汇率换算为特别提款权。	2010至2014年 使用十二月数据。	截至 2015 年 10 月，国际清算银行不再公布国际银行业负债表 5A 和 5D，相关数据是应要求提供给基金组织工作人员的。关于欧元，表 5A 的“本币”部分用国际清算银行的补充数据代替，将欧元区内部国际银行业负债从欧元区总额中扣除。
中国台湾省以人民币计价的国际银行业负债	哈沃分析	存量。国内和跨境银行单位的人民币存款。单位为百万人民币，按照年末汇率换算为美元，而后换算为特别提款权。	2014年 使用第4季度数据。	
新加坡以人民币计价的国际银行业负债	新加坡金融管理局， www.mas.gov.sg	存量。新加坡的人民币存款水平。单位为百万人民币，按照年末汇率换算为美元，而后换算为特别提款权。	2014年 使用十二月数据。	
中国大陆以人民币计价的国际银行业负债	中国人民银行	存量。单位为百万美元。按照年末汇率换算为特别提款权。	2014年 使用第4季度数据。	
国际债务证券 美元、日元、英镑、人民币 欧元	国际清算银行，季度评论，表 13A 和 13B/2015 年 9 月。 欧洲央行，欧元的国际作用，表 A4/2015 年 7 月。	存量。国际债券、票据和货币市场工具。使用年末数据。单位为十亿美元。按照年末汇率换算为特别提款权。	2010至2014年。使用十二月数据。	关于欧元，采用欧洲央行测算的广义国际债务证券。该测算方法扣除了所有欧元区内部发行的债务证券。
外汇市场交投总额	国际清算银行，三年期调查/2013年4月。	流量。报送了4月的平均日交易量。单位为十亿美元。按照4月末的汇率换算为特别提款权。	2010和2013年。	

表 A.3 提议货币权重中使用的数据 1/
(十亿特别提款权)

A. 出口 ^{2/}							
币种	2010	2011	2012	2013	2014	均值 2010 - 2014	占比 (百分比)
美元	1,724.3	1,892.4	2,022.6	2,106.5	2,176.7	1,984.5	26.1
欧元	2,319.8	2,613.6	2,664.9	2,798.7	2,914.1	2,662.2	34.9
英镑	647.5	728.3	713.0	716.5	727.4	706.5	9.3
日元	709.2	746.7	755.6	710.1	733.2	730.9	9.6
人民币	1,200.5	1,399.1	1,562.5	1,706.0	1,797.1	1,533.1	20.1
总额						7,617.2	
B. 外汇储备 ^{3/}							
美元	2,073.4	2,296.1	2,428.8	2,468.7	2,649.8	2,383.4	65.3
欧元	871.8	908.0	959.3	986.0	929.6	931.0	25.5
英镑	131.9	141.2	160.0	161.1	159.2	150.7	4.1
日元	122.6	132.8	161.9	154.5	163.6	147.1	4.0
人民币				29.5	51.5	40.5	1.1
总额						3,652.6	
C. 外汇市场交投总额 (FXT) ^{4/}							
美元	1,110.6			1,546.6		1,328.6	54.8
欧元	511.1			593.7		552.4	22.8
英镑	168.6			209.8		189.2	7.8
日元	248.6			409.3		328.9	13.6
人民币	11.3			39.7		25.5	1.1
总额						2,424.6	
D. 国际银行业负债 (IBL) ^{5/}							
美元	8,990.9	9,362.6	8,790.5	9,183.8	9,874.8	9,240.5	59.2
欧元	4,048.0	4,081.2	4,058.7	3,981.9	3,841.4	4,002.3	25.7
英镑	1,090.6	941.0	994.8	1,026.2	1,018.4	1,014.2	6.5
日元	655.3	624.0	538.5	479.0	531.1	565.6	3.6
人民币					776.0	776.0	5.0
总额						15,598.5	
E. 国际债务证券 (IDS) ^{6/}							
美元	4,284.2	4,497.4	4,904.9	5,315.2	6,093.3	5,019.0	42.9
欧元	4,849.2	4,772.9	4,865.7	5,004.7	4,769.9	4,852.5	41.5
英镑	1,347.8	1,314.3	1,345.6	1,432.9	1,452.5	1,378.6	11.8
日元	499.8	496.8	430.0	323.3	294.9	408.9	3.5
人民币	10.7	25.5	40.3	57.7	83.4	43.5	0.4
总额						11,702.6	

数据来源：基金组织，《世界经济展望》；基金组织，官方外汇储备币种构成调查；基金组织，官方外汇资产调查；国际清算银行，区域银行业统计；国际清算银行季度评论；国际清算银行三年期调查；中国人民银行；新加坡金融管理局；哈沃分析；基金组织工作人员计算。

1、根据推荐的权重公式计算：50%的出口和50%的金融指标 A（0.5 外汇储备, 0.25 外汇市场交投总额, 0.25（国际银行业负债+国际债务证券）），如表 14 所示。出口和外汇市场交投总额按照期内平均汇率由美元换算成特别提款权，外汇储备、国际银行业负债和国际债务证券按照期末汇率换算。

2、2015 年 9 月 30 日最后一次更新，数据来自《世界经济展望》数据库，包括对前几年数据的修正。《世界经济展望》提供加总后的欧元区出口数据，扣除了欧元区成员国之间的贸易。

3、美元、欧元和英镑的数据以官方外汇储备币种构成调查为基础，人民币数据以官方外汇资产调查为基础。

4、2010 年 4 月和 2013 年 4 月的三年期央行调查。

5、欧元区内地寸根据 2015 年 10 月 2 日收到的国际清算银行数据进行了扣除，美元、欧元、英镑和日元均使用国际清算银行的数据。关于人民币，数据包含人民银行提供的以人民币计价的跨境国际银行业负债，八个国家向国际清算银行报送的以人民币计价的国际银行业负债数据，哈沃分析提供的台湾的人民币存款，新加坡金融管理局提供的新加坡境内的人民币存款。

6、最近更新于 2015 年 9 月 15 日，包括对前几年数据的修正。根据 2015 年 6 月 4 日收到的欧洲央行数据对欧元区内地寸数据进行了调整。

附件二、高频货币交易数据：交易量、流动性和市场弹性分析

来自电子经纪系统(EBS)平台、有关交易商间即期交易的高频货币交易数据表明：在亚洲交易时间和欧洲早盘交易时间内人民币流动性相对较大¹。广度、深度和弹性指标表明巨大的人民币交易量不会对汇率产生过度影响。但是，在解读这些结果的时候仍需谨慎，因为电子经纪系统（EBS）平台仅能代表全球外汇市场的一部分。

本附件提供补充外汇市场交投总额数据，以帮助评估人民币是否具备充足的流动性以确保主要外汇市场的大规模交易不会引起汇率大幅波动。本文利用定量和价格指标研究了七对货币的流动性，相关指标包括交易量、买卖价差、有效交易成本、价格冲击和逆向回归。²本文的分析依赖于电子经纪系统（EBS）2014年6月5日至2015年6月5日之间的高频日内（以每秒计）即期市场数据。必须强调的是，尽管国际清算银行2013年的三年期调查认为电子经纪系统（和路透电子交易平台）是电子交易的主要平台，但它只代表了全球外汇交易市场的一部分，并非所有货币对均通过该平台进行广泛交易。目前可自由使用的货币中，尤其英镑/美元这个货币对的交易大多数是在其他交易平台上进行（专栏1）。

本部分内容分析评估日内交易量动态，以确定不同货币对在各个交易区的相对广度（即，在大量大额订单存在的同时，实现交易对价格影响的最小化）。³而后，对七个主要货币对的流动性指标、买卖价差、有效交易成本、订单流带来的价格冲击、以及订单流价格逆向回归。⁴

¹ 在本附件中，我们用符号 CNH 或 CNH/dollar 来表示离岸交易的人民币或人民币比美元。

² “逆向回归”是指在大型交易导致汇率暂时偏离其基础价值之后汇率重新返回“基础价值”。

³ 深度市场一般也具有广度，因为大额订单可以分解为数个小额订单，以实现价格冲击的最小化。

⁴ 订单流可以反映净买压或净卖压，但是它并不等同于交易量。订单流是指已签字的合约量，交易的签订取决于这笔交易是由买方还是卖方发起的，给出报价的交易商是交易中的被动方，比如，一名交易员接受了另一交易员的报价，卖出了10个单位的货币，此时订单流为-10，而交易量为10。

专栏 1. 电子经纪系统 (EBS) 数据

电子经纪系统是我们分析的七种货币中多个货币的主要交易商间即期交易平台。2013 年国际清算银行三年期调查发现电子经纪系统和路透电子交易平台在全球外汇即期电子交易中上所占市场份额达到 24%，在总外汇即期交易中 15%。电子经纪系统在全球运营，遍布六大洲、50 个国家和超过 100 个城市。它每天处理的交易量超过 10 万笔，交易涉及银行、专业交易公司（如对冲基金）和央行。

本文采用的数据是由电子经纪系统数据挖掘提供的，该系统报送最优买入和卖出报价、交易量指标（以基础货币表示）、交易价格和交易方向（即，这是买方还是卖方发起的交易）。最优报价包括最优买入报价（即，市场上最高的买入报价）和最优卖出报价（即，市场上最低的卖出报价）。成交价是当时的最高买入交易价（即，支付的最高价）和最低卖出交易价（即，出让的最低价）。该数据是以一秒为一个时间段创建的。数据库中所有报价均是可交易的，这一点与参考报价不同（参考报价不能作为按照该价格进行交易的约束性承诺），因而可以代表通行的即期汇率。此外，由于该平台的所有交易商都经过信用和双边信用额度预筛，而且系统会对交易商进行持续监控，因而在分析该数据集时，交易对手风险基本可以忽略。上述特征让我们可以对外汇市场的流动性进行准确的估计和分析。

本文的分析包含七个货币对¹：澳元/美元、欧元/美元、美元/加元、美元/瑞郎、美元/人民币、英镑/美元和美元/日元，时间为 2014 年 6 月 5 日至 2015 年 6 月 5 日。由于每个汇率信息是不规则分布的，为了确保货币之间的可比性，在数据处理过程中先构建每秒的数据和交易量序列，而后再汇总成每分钟的数据。每一分钟交易的成交价格来构建一分钟对数收益率，而后，用收益率乘以 10000 可以得出基准点，我们将基准点作为计量单位。格林威治标准时间周五下午 10 点至周日下午 10 点之间的观察值不包括在内，因为在这段非标准交易时间内只观察到极少量的交易活动。我们对数据进行了过滤，以便从超高频数据中剔除无法反映市场活动的观察值²。

¹ 货币对的报价方法为基础货币/本国货币，即，该报价是指为了兑换一单位基础货币，需要多少单位的本国货币。

² 如果观察值的价格超过每日均价的标准差的三倍，则该观察值会被剔除。

A. 按币种分类的交易量

电子经纪系统平台的日内交易量模式说明离岸人民币交易活动量是前半个交易日中最高的⁵。前半个交易日覆盖了亚洲交易区，也包括欧洲交易的前几个小时（图 1）。这和其他主要币种的日内交易模式有点不同，其他主要币种的交易高峰一般是在欧洲和北美交易时间的重叠区，此时全球外汇市场的整体交易量是最高的。

交易日初，人民币/美元交易量是所有样本货币对中最高的。在格林威治标准时间 0 至 2 点期间，在电子经纪系统平台上，人民币是交易量第二的货币，仅低于美元/日元的交易量（图 2）。更宽泛一点来说，在格林威治标准时间 0 点至 9 点期间，人民币/美元是交易量第三的货币对，仅被欧元/美元和美元/日元超过，它们是平台上交易量最大的货币。

本文分析还显示在交易日内货币交易量会大幅波动。即便是样本货币对中交易量最大的欧元/美元，其交易量也会大幅波动，尤其是在北美的下半个交易日和亚洲交易日初（图 2 和附件图 1-3）。

⁵ 在七月份文件中，工作人员认为从三个广义时区的角度能够更好地理解“主要外汇市场”，大致对应如下：亚洲（格林威治标准时区 1-9）、欧洲（格林威治标准时区 6-16）和北美（格林威治标准时区 12-21）交易时间。

B. 流动性指标

人民币的流动性需用多个指标来衡量。这些指标旨在反映交易执行成本（如，买卖价差和有效交易成本）并测算货币弹性（如，价格冲击和逆向回归）（专栏 2）。

人民币交易的执行成本

人民币/美元交易的执行成本（以买卖价差和交易有效成本来衡量）相对较低，与样本中其他主要币种基本相当。样本中人民币/美元的平均报价交易规模为 290 万美元，日均价差为 0.6 到 4 个基点（图 3）⁶，这与欧元/美元交易 0.6 到 2.8 个基点的价差以及美元/日元交易 0.8 到 2.6 个基点的价差基本相当，这两者是电子经纪系统平台上交易量最大的货币对，不过人民币/美元交易日均价差的上限要更高一点。人民币/美元的有效交易成本很大程度上与买卖价差的性态相对应。

本文的分析还说明在上半个交易日（即，亚洲交易时间和欧洲早盘交易时间）人民币/美元的交易成本相对稳定。但随着时间的推移，成本会逐渐上升，因为在北美交易时间内人民币交易会降低。交易成本的这种波动模式并非人民币独有，主要货币对在其交易时间内交易成本相对较低，但是在北美和亚洲交易时间内交易成本会上升（图 4）。

弹性

本文说明人民币对较大的净买压或净卖压不是特别敏感。即便我们考虑了逆向回归，估算出的人民币价格冲击系数也很小。相反，本文发现欧元/美元交易的价格冲击比其他货币更大（图 3）。但是，在解读这个结果时需特别谨慎，因为可能有多重因素同时对分析结果产生影响，如国内汇率和资本账户政策及监管，还有最近几个月全球货币的波动性加剧。

概括来说，实证分析使用来自电子经纪系统平台的基于数量和基于价格的指标，说明了人民币在亚洲交易时间和欧洲早盘交易时间内流动性相对较好。此外，人民币的广度、深度和弹性在大多数方面与目前的可自由使用货币基本相当。

⁶ 买卖价差可以用中间报价作为基准，专栏 2 对这一点进行了解释，且买卖价差会随着汇率变动。

专栏 2.流动性指标：方法论¹

- **交易的价格冲击：** 衡量给定订单流导致的汇率变动程度。价格冲击越大表示对汇率的冲击越大，因此，是低流动性的信号。

对于每种货币，我们用 r_{t_i} 、 v_{b,t_i} 和 v_{s,t_i} 分别表示第 t 天的时点 t_{i-1} 和 t_i 之间汇率回归的对数值，时点 t_i 买方发起的交易量、时点 t_i 卖方发起的交易量。价格冲击就可以用下式表示：

$$r_{t_i} = \vartheta_t + \varphi_t (v_{b,t_i} - v_{s,t_i}) + \sum_{k=1}^K \gamma_{t,k} (v_{b,t_i-k} - v_{s,t_i-k}) + \varepsilon_{t_i} \quad (0.1)$$

利用普通最小二乘法估算每天的参数向量 $\theta_t = [\vartheta_t \quad \varphi_t \quad \gamma_{t,1} \cdots \gamma_{t,K}]$ 就可以计算出每天的价格冲击和逆向回归。

- 具体来说，交易的价格冲击可以定义为：

$$L^{(pi)} = \varphi_t \quad (0.2)$$

- 逆向回归：价格影响大的情况下（即货币不流动），该影响是暂时的，因为净买（卖）压力导致货币过度增值（贬值），随后汇率回归至基本价值。使用方程（1.1）

整体的逆向回归可以通过下式计算：

$$L^{(rr)} = \sum_{k=1}^K \gamma_{t,k} \quad (0.3)$$

- **交易成本：** 反映执行交易的成本，即非流动性。

— **买卖价差：** 如果报价的买卖价差比例较低，则市场的流动性较好。我们用 A、B 和 M 分别表示卖出报价、买入报价和中间报价，我们可以将买卖价差表示为：

$$L^{(ba)} = (P^A - P^B) / P^M \quad (0.4)$$

其中 $P^M = (P^A + P^B) / 2$ 。

- **有效交易成本：** 交易并不是总是按照买入报价或卖出报价执行。相反，交易经常是按更优的价格执行，交易的有效成本可以通过比较交易执行时的价格和通行报价计算得出。我们用下列形式表示：

$$L^{(ec)} = \begin{cases} (P - P^M) / P^M, & \text{针对买方发起的交易。} \\ (P^M - P) / P^M, & \text{针对卖方发起的交易。} \end{cases} \quad (0.5)$$

其中 P 表示交易价格。可通过第 t 天发生的所有交易的有效成本的平均值来获得每日的估计值。

¹ 见 Mancini, L.、A. Ranaldo、J. Wrampelmeyer（2011 年），《外汇市场流动性：测算、共性和风险溢价》，油印本，瑞士洛桑联邦理工学院金融研究所和瑞士国家银行。

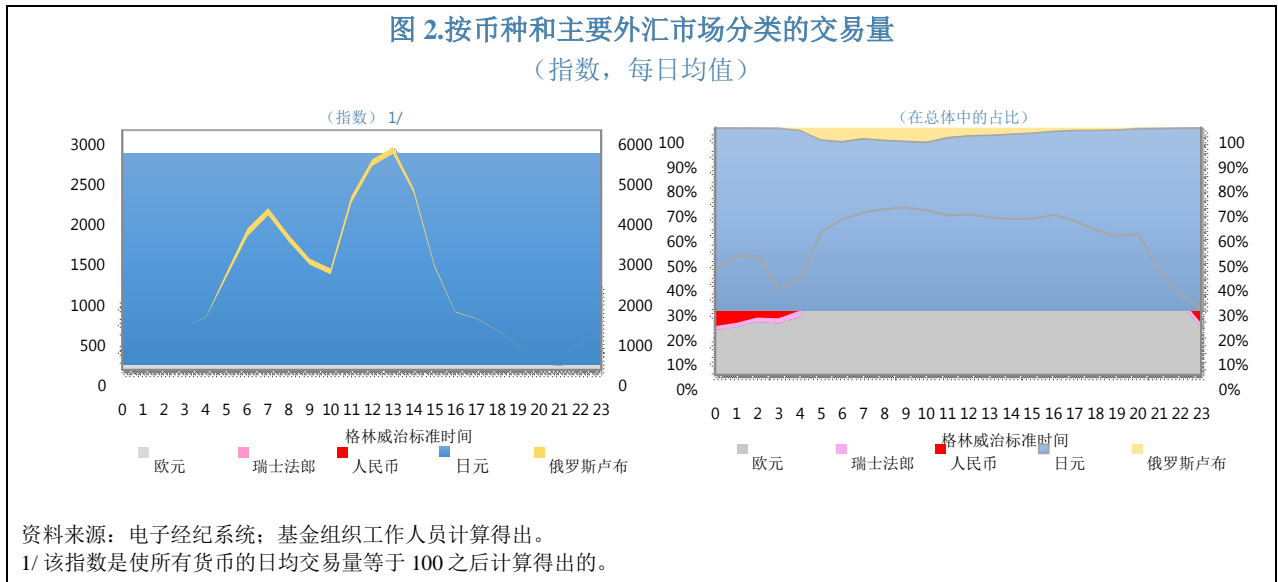
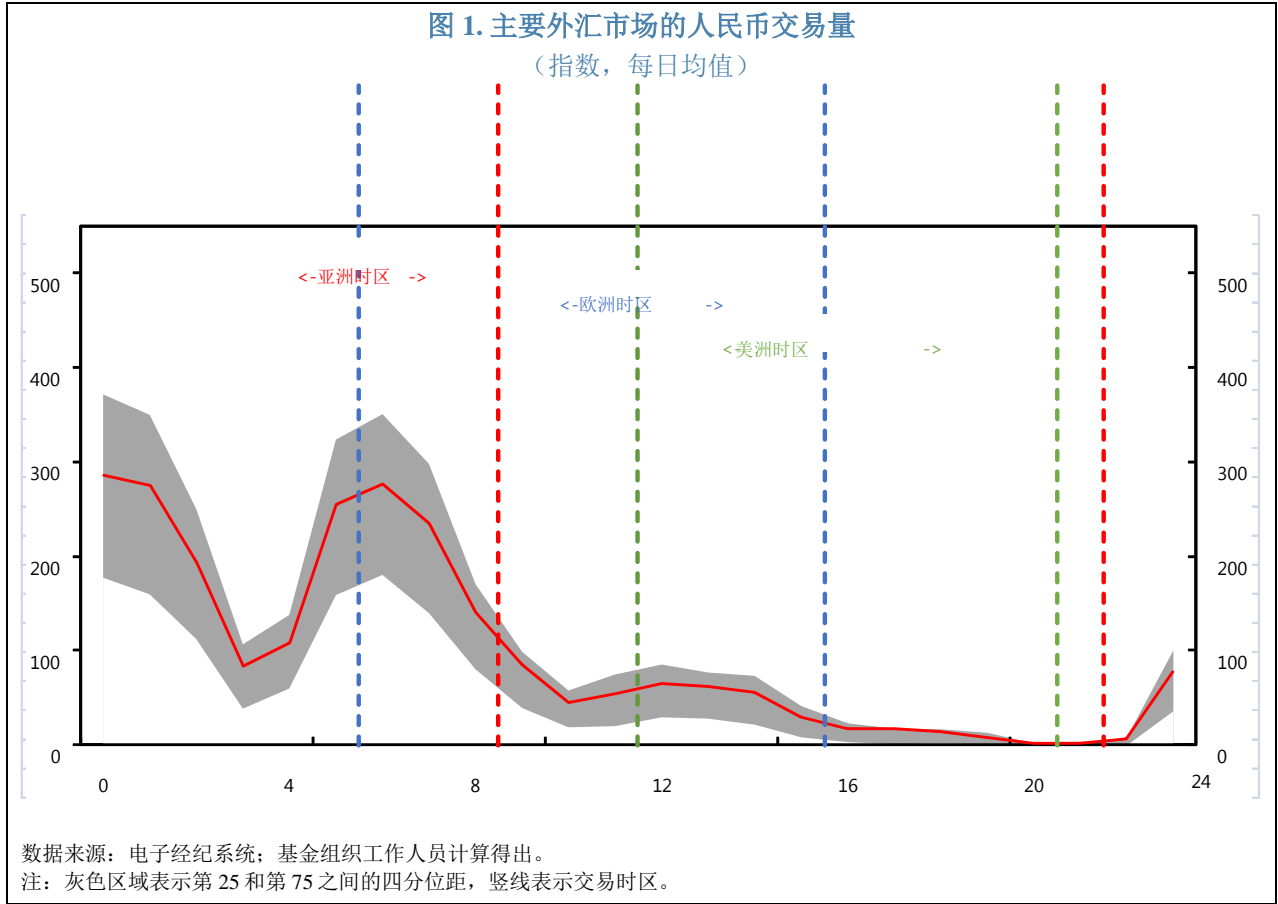
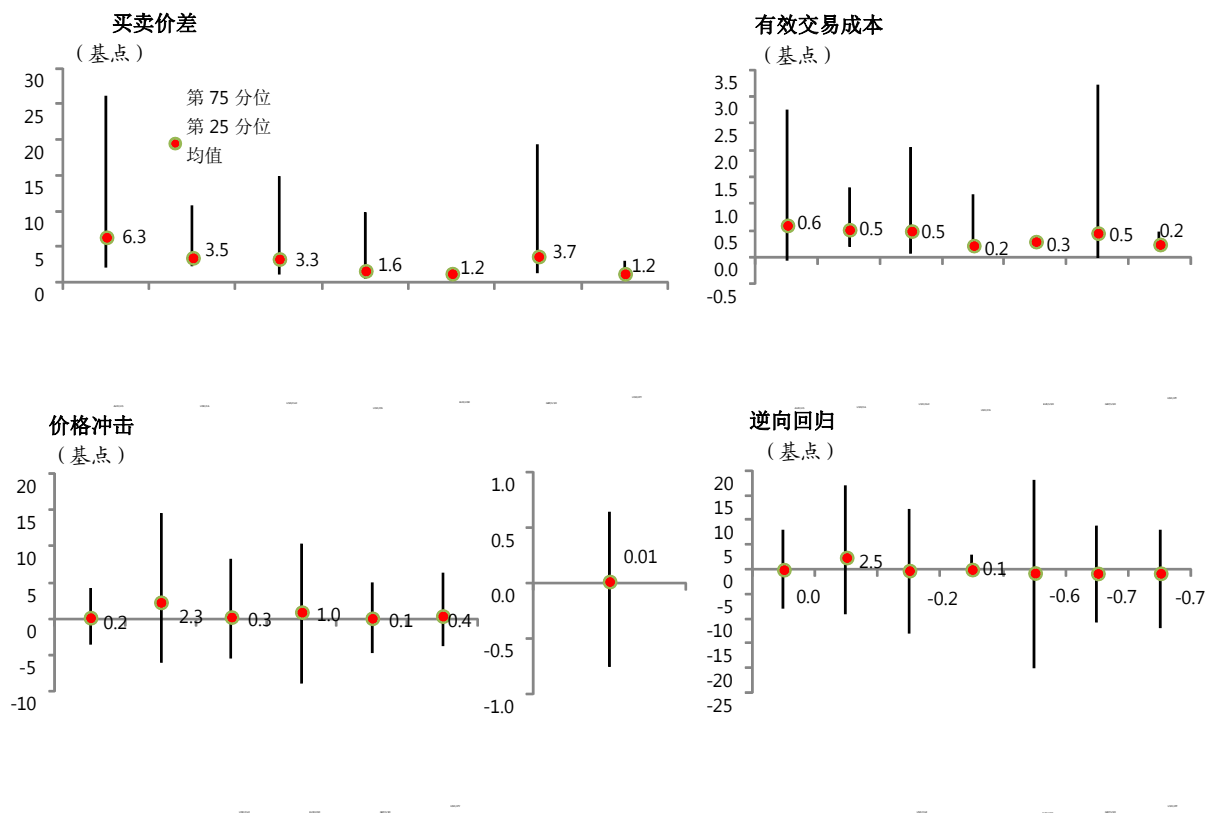
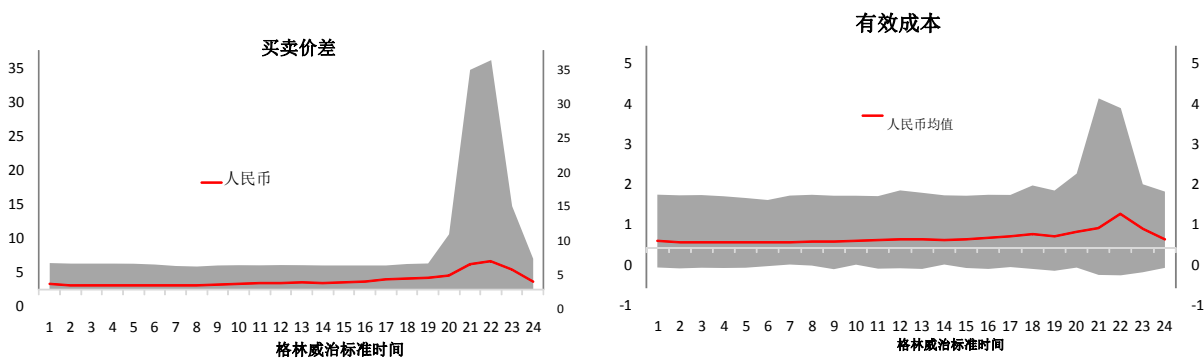


图 3.按货币对分类的流动性指数
(每日均值)



资料来源：电子经纪系统；基金组织工作人员计算得出。

图 4.按时区分类的买卖价差和有效交易成本



数据来源：电子经纪系统；基金组织工作人员计算得出。

注：灰色区域表示下列币种的第10百分位到第90百分分位：澳元、加元、瑞士法郎、欧元、英镑和日元。红线表示人民币的均值。

附件三、关于特别提款权定值和特别提款权利率的主要决定

本附录包含与以下问题有关的主要决定和规则：可自由使用货币、特别提款权定值、特别提款权利率、各货币相对于特别提款权的定值、货币兑换程序以及用于特别提款权定值的汇率的收集方法。

A. 可自由使用货币

规则 O-3: 可自由使用货币

- (a) 基金组织应根据协定第三十条(f)款决定可自由使用的货币。
- (b) 基金组织在将一个成员国的货币列入可自由使用货币名单或将其货币从名单中剔除之前，应与该成员国商议。

1998年执董会关于可自由使用货币名单的决定

根据第三十条(f)款，并与相关成员国商议后，基金组织决定，从 1999 年 1 月 1 日起直至另行通知，欧元、日元、英镑和美元是可自由使用货币。（EBS/98/219, 12/11/98）

第 11857-(98/130)号决定
1998 年 12 月 17 日通过

B. 特别提款权的定值

定值方法

1. 特别提款权的价值应根据四种货币确定，这四种货币由本决定或其任何修订条款生效前 12 个月结束的五年期内出口货物和服务价值最大的基金组织成员国或包括基金组织成员国在内的货币联盟（“货币联盟”）发行，并且已由基金组织根据《基金组织协定》第三十条(f)款认定为可自由使用。如果是由货币联盟发行的货币，则对该联盟出口货物和服务价值的确定不应包括联盟成员内部之间的货物和服务贸易。
2. 根据上文第 1 段所选的每种货币的百分比权重应反映：(i) 其他成员国的货币当局在 1999 年底及此后在上文第 1 段所述相关五年期结束时持有此种货币的余额价值，或如果是某个货币联盟所发行的货币，由该货币联盟成员以外的基金组织成员国货币当局持有的此种货币余额价值，以及 (ii) 根据上文第 1 段所给出的定义，发行货币的基金组织成员国或货币联盟在上文第 1 段所述相关五年期的货物和服务价值。
3. 根据上文第 1 和第 2 段所述的原则，自 2001 年 1 月 1 日起，一个单位特别提款权的价值应为下文所列四种货币的规定数量的价值总和。这些数额应在 2000 年 12 月 29 日确定，其确定方式应确保，按照结束于当日的三个月的平均汇率，四种货币中的每一种在特别提款权价值中的比重与下面列出的权重相对应。

货币	权重 (百分比)
----	-------------

美元	45
欧元	29
日元	15
英镑	11

4. 决定特别提款权价值的货币名单以及这些货币的数额应根据以下原则于 2006 年 1 月 1 日以及之后每一个五年期的首日进行修订并生效，除非基金组织另外做出与此种修订有关的决定：

(a) 决定特别提款权价值的货币应根据上文第 1 段予以确定，条件是在确定时名单中所列货币不得被其他货币所取代，除非其货币未列入名单的基金组织成员国或货币联盟在相关期限内的出口货物和服务价值超过发行名单所列货币的基金组织成员国或货币联盟之出口货物和服务价值的至少 1%。

(b) 上文(a)项所述四种货币的量应在相关修订条款生效日期之前最后一个工作日确定，其确定方式应确保，按照结束于当日的三个月的平均汇率，这些货币在特别提款权价值中所占的比重与这些货币的百分比权重相对应，每种货币的百分比权重应根据下文(c)项之规定予以确定

(c) 百分比权重应根据上文第 2 段所述原则予以确定，其确定方式应能保证大致维持上文第 3 段所述百分比权重之各种决定因素的相对重要性。百分比权重应四舍五入，保留到最接近的 1% 或可能方便的有效数位。

5. 根据上文第 3 段和第 4 段确定货币量时，应确保在确定货币量所在五年期之前最后一个工作日的特别提款权相对于各货币的价值与修订生效之前和之后的有效定值相同。(SM/00/180, 7/24/00)

第 12281-(00/98) G/S 号决定
2000 年 10 月 11 通过

根据2000年10月11日通过的12281-(00/98) G/S 号决定，执董会审查了决定特别提款权价值之货币的名单和权重，决定自2011年1月1日起，特别提款权定值篮子中的货币名单保持不变，计算货币篮子中每一种货币量所采用的每一种货币权重如下：(SM/10/292, 10/26/10)

货币	权重 (百分比)
美元	41.9
欧元	37.4
日元	9.4
英镑	11.3

第14769-(10/110) G/S号决定
2010 年 11 月 15 日通过

特别提款权定值有效期的延长

尽管执董会 2000 年 10 月 11 日通过的第 12281-(00/98)号决定的第 2 段和第 4 段作了规定，执董会 2010 年 11 月 15 日通过的第 14769-(10/110) G/S 号决定和 2010 年 12 月 30 日通过的第 14821-(11/1)号决定直到 2016 年 9 月 30 日都有效。(SM/15/209, 08/04/15)

第 15854-(15/80)号决定
2015 年 8 月 11 日通过

计算货币量的指导原则

1. 在任何情况下，货币单位的确定应保证在新货币篮子基础上于 12 月 31 日计算的特别提款权价值与当日实际通行的价值相同。
2. 计算后的新货币篮子货币量将用两位有效数字表示，条件是采取 10 月至 12 月平均汇率而产生的每种货币在特别提款权价值中所占百分比与 2000 年 10 月 11 日通过的执董会第 12281-(00/98) G/S 号决定第 4 段(c)项确定的百分比权重之间的偏差平均最小，且对任何一种货币而言不超过半个百分点。
3. 如果采用上文第 (2) 项所述原则无法找到解决办法，则在计算时应采用相同原则，但每种货币的量以三位有效数字来表示，如果利用三位有效数字也找不到解决办法，则在计算时应采用相同原则，但每种货币的量以四位有效数字来表示。
4. 如果按两位、三位或四位有效数字计算所得到的解决办法不止一个，则应采用平均偏差最小的解决办法。

第 8160-(85/186) G/S 号决定，1985 年 12 月 23 日通过，
经第 12283-(00/98) G/S 号决定修订，2000 年 10 月 11 日通过

规则 O-1: 特别提款权的定值

特别提款权的价值是以下数量的以下货币的价值之和。

美元	0.660
欧元	0.423
日元	12.1
英镑	0.111

C. 特别提款权的利率

规则 T-1(c): 特别提款权的利率

组合市场利率应为下文所列每一种收益率或利率（用相当于债券年收益率来表示）在上一个星期五的数值乘以规则 O-1 规定之相应货币量根据规则 O-2(b)确定的该星期五当日相对于特别提款权的价值所产生的结果之和，四舍五入到小数点后两位有效数字。如果在某个星期五没有收益率或利率可供使用，则应根据最新可用的收益率或利率来进行计算。

美元	三个月美国短期国债市场收益率
欧元	欧洲中央银行公布的评级在 AA 或以上的欧元区中央政府债券三个月现券利率
日元	三个月日本国库贴现票据
英镑	三个月英国短期国债市场收益率

D. 各货币按特别提款权表示的币值

规则 O-2: 各货币按特别提款权表示的币值

- (a) 美元按特别提款权表示的币值应等于规则 O-1 规定的各货币量的美元等值数之和，根据基金组织决定的程序所确定的汇率来计算。
- (b) 除美元外的其他货币按特别提款权表示的币值，应当在根据上面(a)段确定的美元按特别提款权表示的币值基础上来确定，并采用由以下方式确定的该货币汇率：
 - (i) 如果在一个成员国货币的外汇市场上，基金组织能够容易地确定该货币对美元的代表性即期汇率，那么采用这一代表性汇率；
 - (ii) 如果在一个成员国货币的外汇市场上，基金组织不能容易地确定该货币对美元的代表性即期汇率，但能够容易地确定该货币对(i)段描述的某种货币的代表性即期汇率，那么采用该货币对那种货币的代表性即期汇率以及根据上面(i)段确定的美元对那种货币的汇率进行计算。
 - (iii) 对于任何其他成员国的货币，采用基金组织决定的汇率。
- (c) 根据上面(b)段确定汇率的程序应由基金组织与成员国磋商决定。

C. 货币兑换程序

规则 O-4: 货币兑换程序

- (a) 在以下业务中，为实现货币的迅速兑换或促进这种兑换，基金组织应就相关程序与所有成员国磋商：
 - (i) 基金组织通过普通资金账户开展的操作和交易，以及
 - (ii) 通过特别提款权账户开展的指定交易。

- (b) 应任何成员国、执行董事或总裁的要求，执行董事会应决定上面(a)段的货币兑换程序是否符合成员国义务。
- (c) 基金组织应将每种可自由使用货币的兑换程序通报所有成员国。

D. 出于规则 Rule O-2(a)之目的，为计算特别提款权价值而收集汇率的方法

1. 为了根据规则Rule O-2(a) 确定美元按特别提款权计算的币值，规则O-1规定的各货币量的美元等值数应基于各货币对美元的即期汇率。对于每种货币，汇率应当为英格兰银行确定的伦敦外汇市场正午时的买入价与卖出价的中间价。
2. 如果无法从伦敦外汇市场获得汇率，则汇率应当是基金组织根据纽约联邦储备银行通报的买入价和卖出价而确定的纽约外汇市场正午时的中间价。如果不具备这一汇率，则采用基金组织根据欧洲中央银行通报的欧洲中央银行体系的欧元参考汇率而确定的中间价。如果无法从上述任何一个市场上获得某一货币对美元的汇率，那么应当按照对规则O-1规定的另一货币的交叉汇率直接计算。
3. 如果在某一天无法根据上面第1段或第2段获得某一货币的汇率，那么当天的汇率应当采用根据上面第1段或第2段确定的最新汇率，条件是基金组织应在第二个工作日后确定汇率。

第 6709-(80/189) S 号决定，1980 年 12 月 19 日通过
经第 12157-(00/24) S 号决定修订，2000 年 3 月 9 日通过

附件四、中央国债登记结算有限公司（CCDC）计算中国国债收益率曲线的方法

本附件讨论了中央国债登记结算有限公司（CCDC）用于估计三个月中国国债等主权债基准收益率的方法。该收益率被工作人员认为是适宜加入特别提款权利率篮子的人民币利率。

在岸人民币主权债的收益率曲线是通过中国债券信息网和被授权的数据商在每个交易日下午5:30发布的。中国债券信息网使用Hermite法来估计收益率曲线¹。建立收益率曲线的标准数据源是银行间债券市场和交易所债券市场的交易数据和买卖报价。如果某期限没有对应的价格，或市场价格被认定为不合理，则由市场参与者或中央国债登记结算有限公司工作人员对该点数据进行估计。

中央国债登记结算有限公司使用特定流程来排除反常价格。公司每日召开两次会议，对市场参与者公开，通过分析市场走势和解读相关新闻政策来排除交易价格和防御性报价中的反常价格：

- 每日交易价格均会与前一交易日的收益率曲线进行比较。如果出现无法通过政策变化（如中国人民银行货币政策立场）或金融市场状况解释的大幅变动，则该价格可能被认定为反常价格。交易信息会被进一步分析，买断式回购或做市活动中的反常交易价格也会被剔除。
- 从历史数据看，若出现反常交易量（交易量极高或极低）或反常交易频率（交易极为频繁），则与之相关的交易价格也会被剔除。
- 在通常情况下，双边买卖报价是可靠的数据来源。但有时会出现一些防御性报价，对此将做进一步分析：
 - 分析双边买卖报价是否是连续的，如果在某一特定日期首次出现双边买卖报价，特别是当报价数量远不成熟时，报价也即变得不可靠。
 - 分析买卖报价和收益率的差别。如果收益率差别较大（买卖价差超过 40 个基点），则报价较不可靠。

一旦认定报价不可靠，其将被剔除出样本。

¹中央国债登记结算有限公司使用 Hermite 插点法进行计算，其被证明具有平滑、灵活和稳定的特点。具体看，给定证券 $x_1 < x_2 < \dots < x_n$ ，和相对应的收益率 (x_i, y_i) (x_{i+1}, y_{i+1}) ，其中 $i \in [1, n]$ ，我们可以利用 Hermite 插点多项式，对任意 $x_1 \leq x \leq x_n$ 计算相应的收益率 $y(x)$ ，其中 $y(x) = y_1 H_1 + y_{i+1} H_2 + d_1 H_3 + d_{i+1} H_4$ 。x 为期限，y 为收益率，d 为斜率， H_1, H_2, H_3 和 H_4 为 Hermite 基本函数。Hermite 法是估算收益率曲线的较为常用方法，如 2006 年美国财政部便使用 Hermite 插点法来计算美国国债收益率曲线。



特别提款权定值方法审查——权重分配公式和特别提款权利率

2015年11月21日

概要

此文是《特别提款权定值方法审查》（SM/15/278, 11/13/2015）的补充文件，作为工作人员提出的权重分配公式依据的背景说明；同时，此文对以下三个方面对货币权重的影响作了解释：1) 新数据，2) 改变权重分配公式，以及 3) 将人民币纳入篮子；它还更详细说明了工作人员建议的公式和执董会文件脚注 47 所说公式之间的异同。本补充文件还提供了以前特别提款权篮子审查后特别提款权利率变化的历史情况。

本文的结论是，两个权重分配变式都能纠正现行公式的长期缺陷，并符合特别提款权定值方法的指导原则。工作人员的建议反映出他们更偏重在储备权重方面的连续性。然而，鉴于该公式的两个变式之间具有广泛的相同性，同时，在 11 月 9 日的执董会非正式吹风会上，执董们表示脚注 47 能够更好地提升特别提款权作为储备资产的吸引力，工作人员建议，采用后者作为新的权重分配公式。反映此点的修改后的执董会决定将另行散发给执董们。

批准：
**Sean Hagan, Siddharth
Tiwari 和 Andrew
Tweedie**

本文由财务部、法律部以及战略、政策和检查部撰写。

目录

权重分配公式	3
A. 权重——背景	3
B. 关于对货币权重影响的解释	3
C. 与备选权重分配公式（2010 B）的对比	5
特别提款权利率	7
图	
1. 备选特别提款权定值——与实际特别提款权的差异	6
表	
1. 现行公式和建议公式下的货币权重	4
2. 出口和储备	4
3. 建议公式和“2010 B”公式下的货币权重	6
4. 过去审查中特别提款权利率的变化	7

权重分配公式

A. 权重——背景

1. 在执董会文件中，工作人员建议执董会采用 2010 年审查时提出的权重分配公式（以下称 2010 A）。¹ 在该执董会文件发布之后，有几位执董要求对所建议公式对货币权重的影响进行进一步分析，并与脚注 47 所说的备选公式（以下称 2010 B）进行对比。
2. 该文件提出的两个变式都解决了当前公式的长期缺陷。
 - 这两个变式都给予了出口和金融指标以同等比重，并拓宽了金融指标，纳入了私营部门金融变量，从而更好地反映了国际金融流动不断增长的作用。由于特别提款权篮子有两个货币选择标准，出口和金融变量之间的等量划分方法也是合规的。
 - 根据这两个变式，执董会都要事先为公式中的每个变量确定固定权重，而按现行公式，权重是通过将流量（出口）和存量（储备）变量相加而内生确定的。
 - 这两个变式的唯一不同是金融指标的构成：2010 A 中的指标给储备分配的权重是 50%，外汇交易的权重是 25%，国际银行业负债（IBL）和国际债务证券（IDS）的权重是 25%，而 2010 B 分配给每个变量的权重都是三分之一。

B. 对货币权重影响的解释

3. 权重的变化可以划分为三个部分。这些变动是由于新数据、公式变动以及将人民币（RMB）纳入篮子的结果。

新数据

4. 对现行的四种货币篮子而言，新的数据将使美元在现行公式中的权重与 2010 年审查时相比提高三个百分点（参见表 1 第 1 和第 2 栏）。这归因于两个因素。首先，在审查期内，美元储备增加得比出口更快，而正是储备中的高份额提高了美元的权重（表 2）。其次，美国出口增长率比欧元区、日本和英国要高。由于出口负增长，英镑的权重将下降 2.5 个百分点，而欧元和日元的权重将略有下降。

¹ 特别提款权定值方法审查（SM/10/292, 10/26/10）。

表 1. 现行公式和建议公式下的货币权重

	(1)	(2)	(3)	(4)
	2010 review	Current formula 1/	Staff proposal (2010 A) 2/	
		4-currency basket	4-currency basket	5-currency basket
U.S. dollar	41.9	45.05	46.46	42.71
Euro	37.4	37.06	35.38	30.75
British pound	11.3	8.84	8.96	7.74
Japanese yen	9.4	9.06	9.20	7.95
Renminbi		-	-	10.85

Sources: IMF, *International Financial Statistics*; and IMF staff calculations using data in Table A.3 of SM/15/278.

1/ As shown in Table 13 of SM/15/278.

2/ As shown in Tables 14 and 15 of SM/15/278. In the 5-currency basket, missing data for RMB held in reserves is supplemented with OFA survey results and missing data for RMB-denominated IBL is supplemented with staff calculations based on national sources and BIS supplementary data. A 0.01 ppt downward adjustment is made to the USD weight to ensure that weights sum to one hundred percent while minimizing the impact on relative weights.

表 2. 出口和储备

(十亿特别提款权, 期间平均值)

	Exports		Reserves		
	2005–09 1/	2010–14	2005–09 1/	2010–14	
United States	1,539	1,985	U.S. dollar	1,597	2,383
Euro area	2,146	2,662	Euro	647	931
United Kingdom	778	707	British pound	108	151
Japan	616	731	Japanese yen	84	147
China		1,533	Renminbi	-	40

Sources: IMF, *World Economic Outlook*; IMF, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves* survey; and IMF staff calculations.

1/ Data as shown in Table 4 of SM/10/292.

新公式

5. 工作人员建议的公式增加了金融变量的权重, 导致欧元权重改变, 主要转到了美元上 (参见表 1 第 2 和 3 栏)。由于欧元的份额一般在金融指标上比出口要低, 而美元的份额在金融指标上要更高些, 欧元权重比现行公式下的权重下降 1.8 个百分点 (按照现有的四种货币篮子), 美元的权重提高 1.41 个百分点, 而英镑和日元的权重上升幅度更小。

将 RMB 纳入篮子

6. 按建议公式纳入 RMB 将主要通过稀释出口份额而影响现有特别提款权货币。RMB 在金融变量中的份额相对低，因此，其在特别提款权篮子中所占权重大部分源自中国作为第三大出口国的地位。由于欧元权重源自出口的部分相对大，因此，将 RMB 纳入篮子将会使欧元的权重降低 4.63 个百分点，而美元权重降低 3.75 个百分点（表 1，第 4 栏）。欧元、日元和英镑的各自权重因纳入 RMB 而降低 13-14%，美元降低 8%。在工作人员文件所描述的两个权重分配公式中，纳入 RMB 的影响大致相同。虽然有所变化，但美元和欧元将继续占特别提款权篮子的大部分。

C. 与备选权重分配公式（2010 B）的比较

7. 建议公式（2010 A）在储备份额方面与现行公式更接近。在现行公式中，如果 RMB 作为第五种货币纳入，则出口和储备将是 68/32 的比例分配。在 2010 A 中，储备的有效份额为 1/4，而在 2010 B 中，储备占该公式的 1/6。因此，与 2010 B 相比，2010 A 在储备权重方面有着更大的连续性。

8. 另一方面，2010 B 的优点是简明，而且得出的权重与现行特别提款权篮子的权重更接近。如表 3 所示，在包括 RMB 的五种货币篮子中，这一公式得出的权重与 2010 年的权重更为接近，就现行权重的连续性而言，该公式为特别提款权篮子提供了更大的稳定性。此外，正如工作人员在 2010 年审查文件中指出的，该公式比 2010 A 更简单些，它在金融指标的变量上使用了相同的份额。通过给外汇交易量分配一个更高权重，该公式使得反映广泛使用和反映广泛交易的金融指标变量之间更为平衡。

9. 两个变式对特别提款权的特性都没有显著影响。2010 A 和 2010 B 公式的回测结果表明，假定其中任一公式在过去 5 年实际实施，那么，特别提款权都将会拥有相同的稳定特性；其价值（以美元计）和波动性也将大体相同（图 1）。

10. 两个变式都与特别提款权定值方法的指导原则一致。2010 A 和 2010 B 都将使篮子中货币的相对权重大致反映其在世界贸易和金融体系中的相对重要性。虽然工作人员倾向于使储备权重具有更大连续性的 2010 A，但是，鉴于该公式的两个变式大体相同，同时考虑到在 11 月 19 日的非正式吹风会上执董们认为 2010 B 更能提升特别提款权作为储备资产的吸引力，工作人员建议，采用 2010 B 作为新的权重分配公式。反映此点的修改后的执董会决定将另行散发给执董们。

表 3. 建议公式和“2010 B”公式下的货币权重

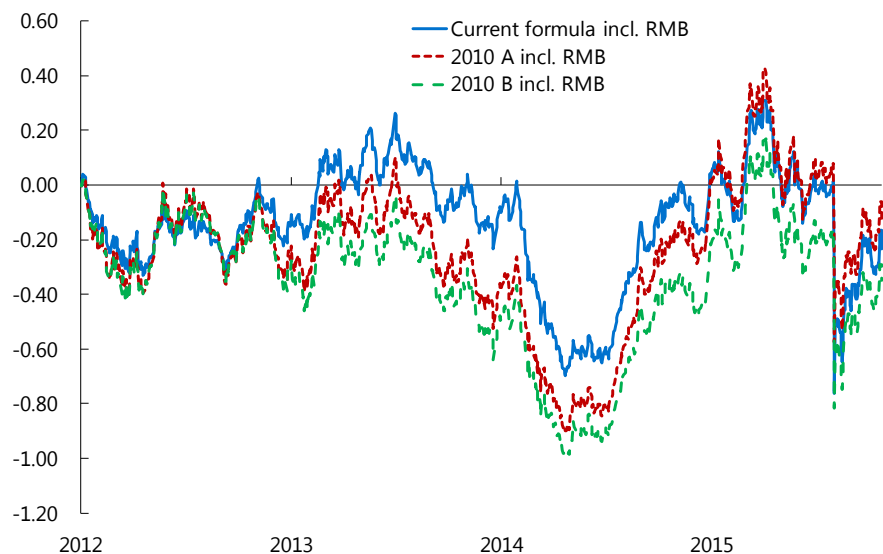
	(1) 2010 review	(2) Staff proposal (2010 A) 1/ 2/	(3) 2010 B 2/
		5-currency basket	5-currency basket
U.S. dollar	41.9	42.71	41.73
Euro	37.4	30.75	30.93
British pound	11.3	7.74	8.09
Japanese yen	9.4	7.95	8.33
Renminbi		10.85	10.92

Sources: IMF, *International Financial Statistics*; and IMF staff calculations using data in Table A.3 of SM/15/278.

1/ As shown in Table 15 of SM/15/278.

2/ Missing data for RMB held in reserves is supplemented with OFA survey results and missing data for RMB-denominated IBL is supplemented with staff calculations based on national sources and BIS supplementary data. A 0.01 ppt downward adjustment is made to the USD weight to ensure that weights sum to one hundred percent while minimizing impact on relative weights.

图 1. 备选特别提款权定值——与实际特别提款权的差异
(现行篮子, 以水平表示)



Source: IMF staff calculations.

特别提款权利率

11. 正如执董会文件所述，将 RMB 纳入篮子很可能导致特别提款权利率的上升。执董们询问了篮子变动的历史情况，并强调要在新篮子于 2016 年 10 月 1 日生效前，认真考虑特别提款权利率上升对基金组织债权国和债务国以及对基金组织收入头寸的种种影响。

12. 定期审查对篮子所做的改变导致特别提款权利率出现变动是正常的。只要篮子货币的利率存在差异，货币构成和权重的变动预计就会导致特别提款权利率的变动。工作人员回顾了先前篮子审查后的历史经验。在过去的 6 次审查中，特别提款权利率上升的情况出现了四次，下降情况出现了两次。特别提款权利率的变动范围从下降 34 个基点到上升 18 个基点（表 4）。

13. 工作人员计划在定于 2016 年 4 月举行的下次基金组织收入头寸审议时对这一问题进行全面讨论。这将使执董会能够认真评估特别提款权利率的可能上升所带来的全部影响，并在新篮子生效之前就已做出的相关政策决定中正确地反映这些影响。

表 4. 过去审查中特别提款权利率的变化 1/

	SDR interest rate (in percent)	Change (in basis points)
1985 Review	7.49	
	7.61	12
1990 Review	8.97	
	8.63	-34
1995 Review	3.97	
	4.15	18
2000 Review	4.60	
	4.42	-18
2005 Review	3.06	
	3.17	11
2010 Review	0.31	
	0.33	2

Source: IMF staff calculations.

1/ For each review, the table shows the last weekly SDR interest rate calculated with the old basket and the first SDR interest rate calculated with the new basket.



2015年11月25日

特别提款权定值方法审查——修订后的建议采纳之决定，以及示意性货币量

概要

本文是《特别提款权定值方法审查》（SM/15/278，2015年11月13日）的补充文件，包括对“决定 2.A”的修订（反映了对 2015 年 11 月 13 日发布的 SM/15/278 补充文件 1 中列为“2010B”的货币加权公式的修改），相应的货币权重，以及根据 2015 年 7 月 1 日至 9 月 30 日平均汇率计算的示意性货币量。本文还包括对“决定 2.A”第一段的修改，以明确金融变量数据的可得性并不是评估出口标准的先决条件。

**Sean Hagan、
Siddharth Tiwari 和
Andrew Tweedie**
批准

由财务部、法律部以及战略、政策和检查部撰写。

目录

对建议采纳之决定的修订	3
根据建议采纳的权重计算的示意性货币量	3
表	
1. 根据建议采纳的权重计算的示意性货币量	4
附录	12

对建议采纳之决定的修订

- 1.** 本补充文件描述对 SM/15/278 “决定 2.A” 关于加权公式和货币权重内容的修改，以反映 SM/15/278 补充文件 1 的修订后建议。具体而言，经修订的“决定 2.A”第 2 段提出的公式反映了构成金融指标的三个金融变量（储备、外汇市场交投总额以及国际银行负债和国际债务证券之和）具有相等权重。此外，新公式下五种货币的建议权重也会变化，这体现在“决定 2.A”经修订的第 3 段中。
- 2.** “决定 2” 还有其他一些修改。“决定 2.A”第 1 段作了调整，以明确金融变量数据的可得性并不是评估出口标准的先决条件。此外，第 2 段内的段落编号也作了修改，以便与“决定 2.A”其他段落的编号相一致。
- 3.** 下面列出了提出的建议采纳的决定，其中包含对“决定 2.A”的这些修订。为便于执董们讨论，附录用红线标出了“决定 2.A”的修改之处。

根据建议采纳的权重计算的示意性货币量

- 4.** 表 1 列出了根据建议的新权重计算的示意性货币量。如 SM/15/278（第 69 段）讨论的，采用新货币篮子后，新的货币量将根据 2016 年 10 月 1 日新货币篮子生效前三个月各组成货币的汇率进行计算。表 1 列出了根据补充文件 1 建议的公式（“2010B”）所得权重的特别提款权篮子新货币量的示意性计算结果，采用 2015 年 7 月 1 日至 9 月 30 日的平均汇率。同过去的审查一样，工作人员将在 2016 年 10 月 1 日之前的几周内公布更新后的示意性货币量。

表 1. 根据建议采纳的权重计算的示意性货币量^{1/}

Currency	Currency Weights	Currency Amounts
US Dollar	41.73	0.584
Euro	30.93	0.390
Pound Sterling	8.09	0.0731
Japanese Yen	8.33	14.3
Renminbi	10.92	0.966

来源：基金组织工作人员的计算。

^{1/} 对于给定的这组权重，所显示的货币量是根据 2015 年 7 月 1 日至 9 月 30 日平均汇率计算的示意数量。最终的货币量将在 2016 年 9 月 30 日确定，很可能不同于此处列出的结果，具体将取决于：（1）用于修改特别提款权篮子货币构成的参考基期的平均和期末汇率；以及（2）货币量本身适用的四舍五入方法。

建议采纳的决定

以下决定提请执董会采纳。决定 1 和 3 可分别以多数票通过。决定 2 需要总投票权 70% 的多数票通过，且仅在决定 1 被执董会采纳后才提请执董会采纳。

决定 1

经与中华人民共和国磋商，基金组织根据第三十条（f）作出决定，自2016年10月1日生效时起，直到进一步通知为止，中国的人民币为可自由使用货币。

决定 2

A. 特别提款权定值方法

1. 特别提款权的价值，应该在基金组织成员国或包含基金组织成员国在内的货币联盟（以下称“货币联盟”）发行的五种货币基础上确定。在截至 2014 年 12 月 31 日的五年期或在之后修订时的最近五个日历年期间，其商品、服务出口以及收入贷记项（以下称“出口”）的规模最大；其间，所要求的出口数据应能容易获得；且这些货币被基金组织根据《基金组织协定》第三十条（f）款认定为可自由使用货币。对于货币联盟，在确定出口价值时，应剔除联盟成员之间的贸易。如果一个成员国拥有一种以上的货币，出口值应根据该成员货币为法定货币的经济区的贸易，对每一种货币进行计算。

2. 对于根据第 1 段选定的特别提款权篮子的构成货币，每一种货币的百分比权重等于以下几项之和：

(a) 发行该货币的基金组织成员国或货币联盟在全部篮子货币发行国/货币联盟的总出口（根据上面第 1 段计算）中所占比重的一半。

(b) 该货币在非发行国货币当局持有的根据上面第 1 段选定的全部篮子货币的总余额中所占比重的六分之一（若是货币联盟，则按照组成货币联盟的成员以外的成员货币当局计算）。计算时间是 2014 年 12 月 31 日结束的五年期的每年年末，以及这之后的相关五年期的每年年末（如上面第 1 段所述）。

(c) 该货币在根据上面第 1 段选择的全部篮子货币的外汇市场交投总额中所占比重的六分之一。计算时间是 2014 年 12 月 31 日结束的五年期期间，以及这之后的相关五年期期间（如上面第 1 段所述）。

(d) 该货币在以根据上面第 1 段选定的全部篮子货币计值的国际银行负债和国际债务证券总值中所占比重的六分之一。计算时间是 2014 年 12 月 31 日结束的五年期的每年年末，以及这之后的相关五年期的每年年末（如上面第 1 段所述）。如果是货币联盟，国际银行负债和国际债务证券应将货币联盟算为一个经济区域进行计算。如果一个成员国拥有一种以上的货币，上述指标应根据该货币是法定货币的经济区域为基础进行计算。

3. 根据上面第 1 段 和第 2 段设定的原则，自 2016 年 10 月 1 日生效时起，一单位特别提款权的

价值应由指定数量的下列五种货币的价值决定。货币量应在 2016 年 9 月 30 日确定，根据该日期前三个月的平均汇率，确保五种货币中每一种在特别提款权价值中的比例与下列权重相一致。

货币权重（百分数）：

美元 41.73

欧元 30.93

人民币 10.92

日元 8.33

英镑 8.09

4. 决定特别提款权价值的货币名单，以及这些货币的量，应根据以下原则，在 2021 年 10 月 1 日及随后的每个五年期的第一天进行修订，除非基金组织对修订另作决定：

(a) 决定特别提款权价值的货币，应根据上面第 1 段来确定。条件是在确定这些货币时，篮子中货币不会被某一其他货币替代，除非发行该篮子外货币的成员国或货币联盟的出口值在相关期间超出篮子货币发行成员国/货币联盟至少 1 个百分点。

(b) 在 (a) 中提及的五种篮子货币的货币量，应在生效日前的最后一个工作日确定，并根据这之

前三个月的平均汇率，确保这些货币在特别提款权价值中的比例与这些货币的百分比权重相一致。每种货币的百分比权重根据下述（c）项确定。

（c）百分比权重应根据上面第 2 段设定。百分比权重应四舍五入至最接近的百分位，或使用其他方便的方式。必要时应在上述公式计算后对货币权重进行调整，以使所有四舍五入后的货币权重相加等于百分之百，且确保这一调整对相对权重的影响最小。

5. 根据上面第 3 段和第 4 段确定货币量时，应保证：确定货币量所针对的五年期的最后一个工作日，特别提款权按篮子货币计算的价值，在修订前后实际上保持不变，且应与以下原则相一致：

（a）计算后的新货币篮子的货币量将用两位有效数字表示，条件是使用 7 月至 9 月平均汇率计算得出的每种货币所占百分比，与根据上面第 3 段和第 4 段（c）项确定的百分比权重，二者的差异应最小，且对于任何货币均不超过半个百分点。

（b）如果采用上文（a）所述原则无法妥善解决，则仍应采用相同的原则进行计算，但每种货币的货币量以三位有效数字表示。如果三位有效数字也无法妥善解决，则仍应采用相同的原则进行计算，但每种货币的货币量以四位有效数字来表示。

(c) 如果按两位、三位或四位有效数字计算所得到的解决办法不唯一，则应采用平均差异最小的方案。

B. 对规则 T-1(c)的修订

自 2016 年 10 月 1 日生效时起，《基金组织附则及条例》中的规则 Rule T-1 (c) 应作如下修订：

在“欧元 欧洲中央银行公布的评级在 AA 级及以上的欧元区中央政府债券三个月现券利率”之后，加入：

“人民币 中央国债登记结算有限责任公司每日发布的中国国债三个月基准收益率”。

决定 3

经与中华人民共和国当局磋商，基金组织决定，人民币的代表汇率是中国外汇交易中心每日发布的北京时间下午 4 点人民币对美元参考汇率。

附录

对建议采纳之决定 2.A 的修改

A. 特别提款权定值方法

1. 特别提款权的价值，应该在基金组织成员国或包含基金组织成员国在内的货币联盟（以下称“货币联盟”）发行的五种货币基础上确定。在截至 2014 年 12 月 31 日的五年期或在之后修订时的最近五个日历年期间，其商品、服务出口以及收入贷记项（以下称“出口”）的规模最大；其间，~~本决定第 1 段和第 2 段~~所要求的~~数据出口数据~~应能容易获得；且这些货币被基金组织根据《基金组织协定》第三十条（f）款认定为可自由使用货币。对于货币联盟，在确定出口价值时，应剔除联盟成员之间的贸易。如果一个成员国拥有一种以上的货币，出口值应根据该成员货币为法定货币的经济区的贸易，对每一种货币进行计算。

2. 对于根据第 1 段选定的特别提款权篮子的构成货币，每一种货币的百分比权重等于以下几项之和：

~~(i)~~(a) 发行该货币的基金组织成员国或货币联盟在全部篮子货币发行国/货币联盟的总出口（根据上面第 1 段计算）中所占比重的 ~~50%~~一半。

~~(ii)~~(b) 该货币在非发行国货币当局持有的根据上面第 1 段选定的全部篮子货币的总余额中所占比重的 ~~12.5%~~六分之一（若是货币联盟，则按照组成货币联盟的成员以外的成员货币当局计算）。计算时间是 2014 年 12 月 31 日结束的五年期的每年年末，以及这之后的相关五年期的每年年末（如上面第 1 段所述）。

~~(iii)~~(c) 该货币在根据上面第 1 段选择的全部篮子货币的外汇市场交投总额中所占比重的 ~~12.5%~~六分

之一。计算时间是2014年12月31日结束的五年期期间，以及这之后的相关五年期期间（如上面第1段所述）。

~~(iv)~~(d) 该货币在以根据上面第1段选定的全部篮子货币计值的国际银行负债和国际债务证券总值中所占比重的~~12.5%~~六分之一。计算时间是2014年12月31日结束的五年期每年年末，以及这之后的相关五年期的每年年末（如上面第1段所述）。如果是货币联盟，国际银行负债和国际债务证券应将货币联盟算为一个经济区域进行计算。如果一个成员国拥有一种以上的货币，上述指标应根据该货币是法定货币的经济区域为基础进行计算。

3. 根据上面第1段和第2段设定的原则，自2016年10月1日生效时起，一单位特别提款权的价值应由指定数量的下列五种货币的价值决定。货币量应在2016年9月30日确定，根据该日期前三个月的平均汇率，确保五种货币中每一种在特别提款权价值中的比例与下列权重相一致。

货币权重（百分数）：

美元 ~~42.71~~41.73

欧元 ~~30.75~~30.93

人民币 ~~10.85~~10.92

日元 ~~7.95~~8.33

英镑 ~~7.74~~8.09

4. 决定特别提款权价值的货币名单，以及这些货币的量，应根据以下原则，在2021年10月1日及随后的每个五年期的第一天进行修订，除非基金组织对修订另作决定：

(a) 决定特别提款权价值的货币，应根据上面第 1 段来确定。条件是在确定这些货币时，篮子中货币不会被某一其他货币替代，除非发行该篮子外货币的成员或货币联盟的出口值在相关期间超出篮子货币发行成员国/货币联盟至少 1 个百分点。

(b) 在 (a) 中提及的五种篮子货币的货币量，应在生效日前的最后一个工作日确定，并根据这之前三个月的平均汇率，确保这些货币在特别提款权价值中的比例与这些货币的百分比权重相一致。每种货币的百分比权重根据下述 (c) 项确定。

(c) 百分比权重应根据上面第 2 段设定。百分比权重应四舍五入至最接近的百分位，或使用其他方便的方式。必要时应在上述公式计算后对货币权重进行调整，以使所有四舍五入后的货币权重相加等于百分之百，且确保这一调整对相对权重的影响最小。

5. 根据上面第 3 段和第 4 段确定货币量时，应保证：确定货币量所针对的五年期的最后一个工作日，特别提款权按篮子货币计算的价值，在修订前后实际上保持不变，且应与以下原则相一致：

(a) 计算后的新货币篮子的货币量将用两位有效数字表示，条件是使用 7 月至 9 月平均汇率计算得出的每种货币所占百分比，与根据上面第 3 段和第 4 段 (c) 项确定的百分比权重，二者的差异应最小，且对于任何货币均不超过半个百分点。

(b) 如果采用上文 (a) 所述原则无法妥善解决，则仍应采用相同的原则进行计算，但每种货币的货币量以三位有效数字表示。如果三位有效数字也无法妥善解决，则仍应采用相同的原则进行计算，但每种货币的货币量以四位有效数字来表示。

(c) 如果按两位、三位或四位有效数字计算所得到的解决办法不唯一，则应采用平均差异最小的方案。