



人民幣加入 SDR 將為香港離岸人民幣市場帶來五大增長動力

中銀香港首席經濟學家 鄂志寰博士

今年 10 月 1 日，人民幣正式加入國際貨幣基金組織特別提款權（SDR）貨幣籃子，佔比 10.92%，在全球五種國際儲備貨幣中僅次於美元、歐元，居第三位。加入 SDR 是全球金融治理的一件大事，也是人民幣國際化進程的一個重要里程碑，標誌著人民幣國際化的驅動力將由內地金融管理當局擴展到國際多邊機構，國際貨幣基金組織對人民幣國際儲備貨幣地位的明確背書將產生一定的政策驅動效應，加速推進人民幣國際化進程，為香港離岸人民幣市場打開新的發展空間。

一、人民幣提升國際儲備貨幣職能有助於改善人民幣市場信心

SDR 本身尚不是一種真正國際化的超主權貨幣，其總規模只有約 2000 多億美元，因此，加入 SDR 貨幣籃子給人民幣帶來的直接影響相對有限。但是，人民幣加入 SDR 貨幣籃子將提升 SDR 的代表性，加大其在全球儲備管理中的影響力，推動其在國際金融市場發揮長遠的、不可替代的積極影響。

長遠而言，加入 SDR 後，人民幣將實現國際貨幣職能的跨越，從全球重要支付貨幣，發展成為主要國際儲備貨幣，並將擴大在貿易和投資中的使用，成為重要的投資、融資貨幣和大宗商品交易計價貨幣，從而在國際金融架構中承擔更加重要的職能。

人民幣國際貨幣職能的演進將從兩個方面改善人民幣的市場信心。

其一，從匯率形成機制上看，人民幣加入 SDR 後，作為新的國際儲備貨幣，人民幣匯率形成機制將進一步市場化，提升人民幣匯率的靈活性，人民幣匯率將越來越多地受到經常項目和資本項目引起的市場供給和需求變化的影響。隨著人民幣匯率決定機制的市場化程度明顯提高，人民幣匯率的可預測性亦有改善，對於市場信心的恢復有一定的支持作用。

其二，從市場供求角度看，加入 SDR 後，國際資本流入內地的動力可能有所

上升。人民幣加入 SDR 後，國際貨幣基金組織 188 個成員國可以持有人民幣資產以隨時滿足國際收支融資需求。預計在未來一段時間內，IMF 成員的央行或貨幣當局將逐漸在其外匯儲備裏增持人民幣資產，增大人民幣在全球外匯儲備中的佔比。

根據我們的觀察，央行及主權財富基金的投資風格和決策考量明顯不同於其他私人投資者，在以流動性、安全性、整體回報作為重要考量的基礎上，有較強的分散投資的需求，貨幣匯率變化只是一個參考因素，更多的是分散投資、多元選擇和市場深度、廣度，以及市場交易是否便利等因素。人民幣作為 SDR 籃子中第一隻來自新興市場的貨幣，可以有效地滿足此類需求，因此，央行和主權財富基金逐漸增加人民幣計價資產的持有份額，將成為人民幣國際化的新主體。

此外，由於全球金融市場黑天鵝事件頻繁出現，英鎊、歐元等資產的風險上升，在全球新一輪資產配置調整中，作為高息貨幣，人民幣資產可能引起投資者的更大關注。

二、人民幣加入 SDR 將推動內地資本市場加快開放

人民幣加入 SDR 貨幣籃子，將為各國央行調整外匯儲備幣種結構提供更多的選擇，也將帶來巨大的人民幣業務需求，人民幣國際化的驅動力量將逐漸由跨境貿易和投資牽引轉向跨境投資和金融交易雙輪驅動，國內資本市場將發揮主體作用。

首先，人民幣儲備資產需求上升，將推動債券市場發展。

為便利境外機構投資境內債券市場，今年內地連續出台新政策，取消境外央行及符合條件境外機構投資境內銀行間債券市場額度限制，延長境內外匯市場交易時段，在境內銀行間外匯市場引入更多合格境外主體。隨後，世界銀行旗下國際復興開發銀行在中國銀行間債券市場發行首批總額為 5 億 SDR 單位以人民幣計價的 3 年期金融債券，為全球債券市場提供了新的債券品種的選擇。上述政策措施陸續落地，將給人民幣債券市場帶來新的發展空間。

截止 2016 年 8 月，內地債券市場總託管量為 59.5 萬億元，境外機構的債券託管量不到 2%，大大低於印度的 6%，泰國的 16%，馬來西亞的 34%，印尼的 58%，日本的 10.6% 和美國的 48.2%。人民幣加入 SDR 後，境外央行類機構投資境內債券市場將會有持續的增長，並將帶動其他類別的相關機構投資者在其資產組合幣種結構中配置一定數量的人民幣資產。

根據中國人民銀行披露的信息，截至 2015 年 6 月底，境外央行持有人民幣資

產 7822 億元，折合約 1279 億美元。2015 年底持有人民幣外匯儲備的央行有 50 家。今年 2 月到 8 月境外機構在境內銀行間債券市場淨增加 1344 億的人民幣債券。

根據中銀香港專家的測算，未來三年，人民幣佔全球外匯儲備的比例可由目前的 1% 左右上升至 5%，按現有外匯儲備規模推算，約合 3500 至 4000 億美元，超過離岸人民幣市場的債券餘額。未來 5 到 10 年，人民幣外匯儲備佔比可能會接近 10%，全球主要央行持有的人民幣外匯儲備將增至約 6800 億美元。

其次，股票市場互聯互通，為境外機構提供更多的人民幣資產配置渠道。

2014 年 11 月 “滬港通” 開通，離岸人民幣業務擴展到資本市場領域。2016 年 8 月，“滬股通” 的日均成交額為 32 億元，同比下降 45%。“港股通” 的日均成交額為 41 億元，同比增加 70.2%。

2016 年 8 月宣佈推出“深港通”，將進一步加強內地與境外資本市場的互聯互通，滿足境外投資者投資內地多元化需求。活躍資金流動，從而為證券與銀行提供新的業務機會，並推動國內股票市場深度與廣度的拓展。

為增加海外資金流入內地投資的興趣，內地逐步放寬對合格境外機構投資者（QFII）的限制。今年 2 月外匯管理局公佈了 QFII 新規定，包括放寬額度上限、簡化審批程式，以及在基礎額度內增加投資，只需備案等安排。近日，內地進一步取消對 QFII 資產配置中股票比例不能低於 50% 的要求，允許 QFII 更靈活地對股票及債券等資產類別進行配置。

當然，隨著內地資本市場開放進程的加速，資本市場的參與主體更加多元，交易模式和市場價格波動形態都將出現一定的變化，金融市場波動對中國經濟內外部均衡的依賴性程度將有所上升。同時，國際金融市場動蕩向國內金融市場傳導的渠道亦有可能增加，不同市場之間的相互影響和作用程度更趨複雜，將對防範系統性風險提出更高的要求。

三、香港離岸人民幣市場進入調整期

長期以來，人民幣業務是香港金融市場的核心優勢，也是香港國際金融中心發展的重要推手。香港是全球重要領先並唯一提供人民幣即時支付結算系統（RTGS）的離岸人民幣中心，擁有先進的人民幣業務基礎設施和最大的離岸人民幣資金池。但是，去年下半年以來，人民幣匯率波動幅度明顯加大，香港離岸人民幣市場進入了調整期，出現以下幾個方面的變化：

1、離岸人民幣業務量持續收縮。2015 年，香港市場的人民幣存款餘額首次出現同比萎縮 15.2%。2016 年以來，資金池繼續收縮。截至 2016 年 8 月，人民

幣存款餘額達 6,529 億元，較去年底下跌 23.3%；而人民幣存款在總存款的佔比也從 2015 年底的 9.4% 跌至 6.7%。

2015 年的點心債發行額為 750 億元，同比萎縮 61.9%。2016 年首八個月，點心債發行額只有 221 億元，同比萎縮 63.8%。

2、市場波動性上升。由於美元加息預期揮之不去，人民幣匯率持續面臨貶值壓力，離岸市場人民幣匯率波動幅度持續放大，截止 9 月底，離岸人民幣兌美元貶值約 1.6%。

離岸人民幣市場的同業拆息亦出現大幅度波動。今年春節後香港人民幣拆息持續下降，大多數時間隔夜拆息不到 2 厘，甚至在個別時間段，出現負利率。2016 年 9 月 8 日起，受遠期交易到期交割等技術性因素及季節性因素的影響，部分資金集中流向內地，同業拆息大幅飆升，9 月 19 日，隔夜拆息定盤價為 23.68 厘，1 周拆息 12.45 厘，1 個月拆息 7.72 厘，3 個月拆息 5.86 厘，升至今年 1 月 12 日以來最高水平，到 9 月下旬，香港人民幣拆息逐漸回到正常水平。

3、人民幣市場交易活躍度仍然維持在相對較低的水平，拆借、即遠期外匯交易、衍生品及點心債交易量大幅回落。

顯然，香港離岸人民幣市場經過了近十年的發展，面臨成長的煩惱，需要另辟蹊徑，尋找新的增長動力。

四、人民幣國際化新發展為香港離岸人民幣市場提供五大增長動力

人民幣納入 SDR 後，將有更多國家和地區與內地相關機構加強合作的意願，人民幣國際使用的區域結構亦加快調整。近日，美國、俄羅斯相繼設立人民幣清算行，推動北美等市場的人民幣清算和結算業務發展。離岸人民幣市場的區域擴容意味著離岸人民幣市場整體規模的擴張，各離岸人民幣市場之間亦可形成互補關係，形成多區域離岸人民幣支付交替上升的新格局。

香港作為全球資金自由港，具備輻射其他離岸市場的先天條件，更具有人民幣業務的先發優勢和規模優勢，可以借助各地建立起來的人民幣業務系統，加強與其他地區的合作，充分發揮離岸人民幣的樞紐作用，通過打造離岸人民幣業務五大中心，將自身建設成為全球離岸人民幣市場樞紐。

具體可以從以下五個方面著手：

1、打造離岸人民幣金融產品開發中心。香港離岸人民幣市場應抓住人民幣加入 SDR 帶來的發展機遇，發揮亞太區重要的國際金融中心和離岸金融市場和境內

企業“走出去”及跨國公司“走進去”的主要跳板的區位優勢，針對人民幣業務新需求，加快人民幣產品創新，提升服務能力，吸引更多客戶利用香港離岸人民幣市場，促進香港人民幣業務發展。尤其是圍繞加入 SDR 後的央行客戶需求，有針對性地開發相關產品。

2、打造離岸人民幣風險管理中心，為全球企業及機構等各類投資者提供全面的外匯風險對沖工具，為其配置人民幣資產保駕護航。加入 SDR 後，人民幣匯率形成機制將更加市場化，人民幣外匯市場的參與者結構更加多元，組成更為複雜，人民幣匯率真正進入雙向波動時期。隨著人民幣在投資及金融交易領域的廣泛使用，匯率風險的重要性將會日益突出，引起越來越多的企業和投資者的關注，對沖風險、鎖定收益的產品需求快速上升。因此，香港銀行業應根據環境的變化，加快開發此類產品，滿足各類客戶的避險需求。

3、因應加入 SDR 後人民幣外匯交易需求，鞏固香港作為最大離岸人民幣交易中心的地位。隨著人民幣國際化發展，離岸人民幣的外匯交易快速增長。香港離岸人民幣日均交易量從 2010 年的 107 億美元等值，上升至 2016 年的 771 億美元等值，增長 6.2 倍。人民幣加入 SDR 將促使人民幣在貿易、以及投融資方面更廣泛的使用，為本港的離岸人民幣外匯交易續添強勁的增長動力。

4、打造離岸人民幣資產管理中心。加入 SDR 籃子後，人民幣資產管理需求將快速上升。香港金融業可以加強開發資本帳下產品，加快擴大客戶基礎，與眾多央行、主權基金、超主權機構、大型國際金融機構和交易所客戶群體建立業務往來；有針對性地對境外機構進行批量營銷及單獨營銷；完善境外機構債券投資代理模式，吸引客戶開立賬戶，全權代理其人民幣債券投資，以及管理人民幣資金；建立更靈活的資金管控機制，擴大交易和持盤能力。

5、完善離岸人民幣清算基建中心。香港可以繼續完善人民幣清算體系，鞏固現有的金融基礎設施平台，加強與周邊國家和地區的人民幣業務聯繫和業務往來，為香港銀行業提升跨境人民幣服務能力打造堅實基礎，提升人民幣產品優勢及服務水平，全力拓展新市場及新領域。

總之，香港發展人民幣業務的綜合優勢不會因為其他地區建立了人民幣離岸中心而消失。相反，香港應抓住人民幣加入 SDR 後湧現的新的業務機遇，加強與其他地區的合作，大力開發新的離岸人民幣業務領域，推動離岸人民幣樞紐的深化與發展。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

| 一. 本地生產總值 GDP | 2014 | 2015 | 2016/Q1 | 2016/Q2 |
|--|--------|--------|-------------------|-------------------|
| 總量 (億元) GDP(\$100 Million) | 21,946 | 22,464 | 5,901 | 5,869 |
| 升幅 (%) Change(%) | 2.6 | 2.4 | 0.8 | 1.7 |
| 二. 對外貿易 External Trade | 2014 | 2015 | 2016/8 | 2016/1-8 |
| 外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million) | | | | |
| 港產品出口 Domestic exports | 553 | 469 | 40 | 281 |
| 轉口 Re-exports | 36,175 | 35,584 | 3,057 | 22,379 |
| 總出口 Total exports | 36,728 | 36,053 | 3,097 | 22,660 |
| 進口 Total imports | 42,190 | 40,464 | 3,418 | 25,308 |
| 貿易差額 Trade balance | -5,463 | -4,411 | -321 | -2,648 |
| 年增長率 (%) YOY Growth(%) | | | | |
| 港產品出口 Domestic exports | 1.7 | -15.2 | -3.4 | -13 |
| 轉口 Re-exports | 3.2 | -1.6 | 0.8 | -3.3 |
| 總出口 Total exports | 3.2 | -1.8 | 0.8 | -3.4 |
| 進口 Imports | 3.9 | -4.1 | 2.8 | -4.2 |
| 三. 消費物價 Consumer Price | | | | |
| 綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%) | 4.4 | 3 | 4.3 | 2.9 |
| 四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units | | | | |
| 合約宗數 (宗) No. of agreements | 81,489 | 76,159 | 7,430 | 39,355 |
| 年升幅 (%) Change(%) | 15.6 | -6.5 | 43 | -29.9 |
| 五. 勞動就業 Employment | | | 2016/5- 2016/7 | 2016/6- 2016/8 |
| 失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands) | 14.95 | 12.2 | 13.9 | 14.1 |
| 失業率 (%) Unemployment rate(%) | 3.2 | 3.3 | 3.4 | 3.4 |
| 就業不足率 (%) Underemployment rate(%) | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| 六. 零售市場 Retail Market | | | 2016/8 | 2016/1-8 |
| 零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%) | -0.2 | -3.7 | -10.5 | -10.2 |
| 零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%) | 0.6 | -0.3 | -12.7 | -10.2 |
| 七. 訪港遊客 Visitors | | | | |
| 總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands) | 6,084 | 5,931 | 508 | 3,730 |
| 年升幅 (%) Change(%) | 12 | -2.5 | -9.4 | -6.4 |
| 八. 金融市場 Financial Market | | | 2016/7 | 2016/8 |
| 港幣匯價 (US\$100=HK\$) | | | | |
| H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$) | 775.6 | 775.1 | 775.7 | 775.8 |
| 貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%) | | | | |
| M1 | 13 | 15.4 | 13.3 | 10.5 |
| M2 | 9.5 | 5.5 | 5.2 | 5.4 |
| M3 | 9.6 | 5.5 | 5.3 | 5.5 |
| 存款升幅 (%) Change in deposits(%) | | | | |
| 總存款 Total deposits | 9.7 | 6.7 | 6.8 | 6.6 |
| 港元存款 In HK\$ | 9.3 | 10.7 | 4.9 | 6.6 |
| 外幣存款 In foreign currency | 10.1 | 3.1 | 8.7 | 6.6 |
| 放款升幅 (%) in loans & advances(%) | | | | |
| 總放款 Total loans & advances | 12.7 | 3.5 | 0.9 | 1.8 |
| 當地放款 use in HK | 12.1 | 3.5 | 3.2 | 3.2 |
| 海外放款 use outside HK | 14.2 | 3.6 | -4.4 | -1.3 |
| 貿易有關放款 Trade financing | -1.4 | -16.3 | -10.2 | -11.1 |
| 最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%) | 5.0000 | 5.0000 | 5.0000 | 5.0000 |
| 恆生指數 Hang Seng index | 23,605 | 21,914 | 21,891 | 22,977 |