



## 外資持有人民幣證券資產的重要性

戴道華  
高級經濟研究員  
Tel: 28266187  
michaeldai@bochk.com



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

### 聲明：

本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

要量度人民幣的國際化程度，無非要看其在跨境支付、外匯交易和投/融資等領域扮演多重要的角色。國際貨幣基金組織(IMF)當年在檢討是否把人民幣納入其 SDR 貨幣籃子時，考慮的具體指標包括人民幣外匯交易量、人民幣跨境支付和貿易融資規模、人民幣國際債券市場、人民幣國際銀行業負債、以及人民幣外匯儲備資產等。人民銀行自 2015 年開始發表的人民幣國際化報告，也涵蓋相同的領域。其中外資持有的人民幣證券資產(股票和債券)是重要一項。

今年以來，內地宣佈了一系列進一步放寬內地金融業市場措施，具體包括取消銀行和金融資產管理公司的外資持股比例限制；證券公司、基金管理公司、期貨公司、人身險公司的外資持股比例三年後不再設限；把互聯互通每日額度擴大四倍；允許外國投資者來華經營保險代理業務和保險公估業務；外資保險經紀公司經營範圍與中資機構看齊等。這些開放措施表面來看是市場準入和業務範圍開放，外資進軍內地主要也著眼於內地龐大的市場潛力(全球最大的銀行業市場、第二大股票市場和第三大債券市場)，但客觀上外國投資者和投資資金更多地進入內地金融市場，會帶來人民幣儲備資產、外匯交易、跨境支付等領域的增量，最終有助人民幣國際化進程。

人民幣有離岸和在岸市場之分，離岸市場相對於在岸市場而言較小，外國投資者要具規模地投資人民幣股票和債券，在岸市場是其首選。根據人民銀行的統計，截至今年 3 月份，外國機構和個人投資者持有的內地股票市值為 12016 億元人民幣，債券餘額則為 13610 億元人民幣，前者十分接近 1 月份時 12835 億元人民幣的紀錄，後者則續創歷史新高。就人民幣國際化而言，債券

的重要性更高，因為人民幣作為儲備資產、外國央行持有人民幣以債券為主，因為對於央行及其管理的外匯儲備而言，股票的風險和回報與債券不同，涉足股票投資就算有的話也是零利率之後開始的嘗試，規模不會很大。因此可以推斷人民幣股票的外國投資者應該絕大部份是私人性質的機構和個人投資者。至於人民幣債券的投資者，則相信是官方和私人並重。

以一美元兌 6.30 元人民幣匯率折算，13610 億元人民幣的債券投資約相當於 2160 億美元。根據 IMF 的統計，截至 2017 年底，在已經披露幣種構成的全球 100186 億美元官方外匯儲備當中，持有的人民幣折合 1228 億美元，佔比 1.2%。隨著來自中國的披露完成或接近完成，全球未披露幣種構成的官方外匯儲備只剩下 14063 億美元，假設其中人民幣佔比同為 1.2%，則全球 114250 億美元官方外匯儲備當中持有的人民幣資產約值 1400 億美元，如果其資產類別全部是債券，就大約相當於外國投資者持有的在岸人民幣債券餘額的三分之二（私人投資者就持有餘下的三分之一）。

根據人民銀行的統計，內地債券市場的規模高達 75.9 萬億元人民幣(2018 年 3 月)，為全球第三大債市，其主要組成部份有三：政府債券（包括中央政府和地方政府債券）比重為 37%，金融債券（包括政策性銀行債）比重為 38%，另外公司信用類債券比重為 25%。另外根據中央結算公司對債券托管的分析，外國投資者持有的人民幣債券有 93% 是擁有國家主權級別的國債和政策性銀行債，兩者當中又以國債為主。整體來看，外國投資者持有的人民幣債券只佔內地債市的 1.8%，惟其重點持有的國債和政策性銀行債的佔比就分別為相關市場的 3.9% 和 2.5%，至於地方政府債和企業債，外國投資者則涉足甚淺，相信主要與其風險偏好有關。

如前所述，外國官方投資者投資人民幣證券首選債券，私人投資者則首選股票。雖然股票投資一般在儲備資產投資當中就算有的話佔比也很小，但人民幣股票投資涉及人民幣外匯交易和跨境支付等，也是人民幣作為國際儲備貨幣的直接量度。截至今年 3 月份，外國投資者持有 12016 億元人民幣內地股票，相當於滬深股市總市值 559519 億元人民幣的 2.1%。該比率在人民幣國際化的眾多指標當中甚至是最高的。

假以時日，外國投資者持有的人民幣股票和債券規模相信還將進一步提升。人民幣在加入 SDR 時，IMF 給予其在貨幣籃子當中

10.92%的比重，該比重的計算一半來自貿易領域，另一半則來自金融領域。如果人民幣未來在外匯交易、跨境支付、貿易融資、國際債券、國際銀行業負債、以及官方外匯儲備資產等方面的全球佔比能夠達到這一比重（目前多在2.0%或以下），則人民幣就可以成為全球僅次於美元和歐元的第三大國際儲備貨幣，人民幣國際化便有實質內涵。那麼問題是屆時外國投資者持有的人民幣股票和債券要達到什麼樣的規模。

靜態計算，現時內地債市和股市10.92%的比率就分別約相當於83000億元人民幣和61100億元人民幣，相對於外國投資者目前持有的12835億元人民幣債券和12016億元人民幣股票，它們分別要大幅增長逾五倍和四倍才行。動態計算的話，內地債市和股市不斷增長，外國投資者的增持力度需要更大才能達標，是很高的要求。對此，美元和日圓可給出有用的啓示。

美元、歐元和日圓是全球首三大國際儲備貨幣，但歐元由19個歐元區國家使用，其中最大的經濟體德國的經濟規模其實不及日本，加上開放程度不同，日圓可以提供的參考性或會更高。美國財政部的數據（截至2017年6月）顯示外國投資者持有的美國債券和股票規模分別為112483億美元和71878億美元，各佔美國債市和股市的29.2%和24.6%。與中國一樣，外國投資者持有美債以美國國債為主，46.8%的美國國債由外國投資者持有。而根據日本財務省和日本交易所集團的統計（截至2016年12月），外國投資者持有的日本債券比重為12.7%，其中日本國債有10.6%由外國投資者持有，而日本股票由外國投資者持有的比重更高達30.1%。

但有意思的是外國投資者涉足美國股市和債市的程度顯著不及美元的國際儲備貨幣地位，而外國投資者涉足日本股市和債市的程度卻顯著高於日圓的國際儲備貨幣地位。美國經濟約佔全球經濟四分之一，美國股市和債市當中外國投資者的持有量佔比為三成以內，但美元卻佔全球跨境支付的39%、外匯交易的44%、國際銀行業負債的52%、國際債券的43%、官方外匯儲備的63%、貿易融資的86%。相比之下，日圓僅佔全球跨境支付的3%、外匯交易的11%、官方外匯儲備的5%，每一項均低於或顯著低於外國投資者涉足日本股市和債市的程度。技術上，美國股市和債市規模均為全球最大，分別相當於日本的50倍和3.5倍，外國投資者就算持有的比重相同，金額乃至全球佔比就可以放大兩隻儲備貨幣之間的距離。實際使用上，經過多年的發展，美國金融市場更大

的廣度和深度、更高的開放程度、以及更低的交易成本等令其他國際儲備貨幣所扮演的部份角色集中由美元來扮演，而多年的使用更形成了美元使用的慣性。

據此，要有效推進人民幣國際化，做大做強人民幣資本市場，同時進一步開放市場，是不二之選。但要做到人民幣的國際儲備貨幣地位與中國經濟、貿易和金融市場在全球的地位相匹配，所需的改革開放力度或要更大，才能令美元和其他國際儲備貨幣的部份使用轉移到人民幣身上。

## 近期報告

- |     |                        |     |       |
|-----|------------------------|-----|-------|
| 1.  | 內地小微企及“三農”融資環境探析       | 張文晶 | 04.25 |
| 2.  | 置換性定向降准有助改善市場流動性結構     | 劉雅瑩 | 04.20 |
| 3.  | 製造業生產鏈全球化 雙邊貿易差額參考價值減弱 | 卓亮  | 04.16 |
| 4.  | 2018年人民幣國際化漸入平穩發展階段    | 應堅  | 04.12 |
| 5.  | 外貿外資新舉措將進一步改善中國內地營商環境  | 劉雅瑩 | 04.12 |
| 6.  | 深化金融業開放的內涵與影響          | 劉雅瑩 | 04.12 |
| 7.  | 中美貿易和投資的實際結構           | 蔡永雄 | 04.12 |
| 8.  | 滬深港通每日限額提升將產生積極影響      | 蘇傑  | 04.11 |
| 9.  | 內地擴大金融開放,投資機會值得期待      | 蘇傑  | 04.11 |
| 10. | 中美貿易相互制衡 爭端還需談判化解      | 卓亮  | 04.09 |
| 11. | 全民就業下的香港勞工市場           | 蔡永雄 | 04.04 |
| 12. | 貿易摩擦靜水深流 溝通對話仍有空間      | 鄂志寰 | 03.29 |
| 13. | 如果美國貿易和國際收支改善其影響如何?    | 戴道華 | 03.29 |
| 14. | 參與原油期貨互聯互通 推動石油人民幣發展   | 應堅  | 03.28 |
| 15. | 貿易戰硝煙起 市場警號不容忽視        | 卓亮  | 03.26 |
| 16. | 中美貿易戰衝擊市場,後續發酵待觀察      | 蘇傑  | 03.23 |
| 17. | 財政政策維持積極 更加注重地方債務管理    | 劉雅瑩 | 03.22 |
| 18. | 關注美聯儲本輪加息週期的溢出效應       | 鄂志寰 | 03.22 |
| 19. | 美國持續加息的關鍵水平何在?         | 戴道華 | 03.21 |
| 20. | “兩會”閉幕,中國新時代發展揚帆起航     | 蘇傑  | 03.21 |