

2018年1月12日

策略員 孔玲

## 人民幣市場調整穩固，國際化之路再出發 --2017年離岸人民幣市場回顧及展望

2017年，離岸人民幣市場經過調整後逐漸趨於平穩，央行基本退出匯市常態式干預，但對匯率預期管理的掌控力明顯提升。這一年，債券通順利通車，順暢的投資管道吸引全球資金匯集，人民幣投資市場拼圖日益完整；加入SDR滿一週年後，人民幣作為儲備資產的地位正在不斷提升；“一帶一路”進一步夯實了人民幣在離岸市場的投融資基礎，為人民幣國際化注入新的動力；儘管點心債發行量、跨境貿易結算量等指標仍待恢復，但是離岸市場人民幣資金池、人民幣交易等多項主要的離岸人民幣業務已經呈現回暖跡象，境外機構連續增持人民幣債券，人民幣在國際上的使用更受關注，市場對於人民幣的信心也有所恢復。經過調整之後的人民幣市場正在日趨走向成熟，並吸引著海外資金的目光，人民幣國際化的2.0時代即將開啓。

### 一、 2017年離岸人民幣市場調整穩固

#### 1. 匯率市場化帶來雙向波動

2017年，人民幣匯率經歷了階段性起伏，又在制度創新中企穩反彈，擺脫了過去三年單邊貶值的走勢，全年人民幣對美元匯率中間價升值6.16%，人民幣(CNY)兌美元反彈約6.4%。人民幣匯率走勢的轉折點是2017年5月下旬人民銀行推出在“收盤匯率+一籃子貨幣匯率變化”中間價機制中，加入“逆週期因子”的改革新舉措。新舉措提升了匯率與經濟基本面因素看齊的程度。中國外匯儲備連續十一個月回升至3.14萬億美元水準，人民銀行外匯佔款也在連續兩年多下降以來恢復上升，均顯示跨境資金流動回復平衡。

據不完全統計，人民幣“入籃”滿一年之際，已有60多個國家和地區將人民幣納入外匯儲備。另外，外國投資者持有的在岸人民幣債券和股票餘額分別創下1.1萬億和1.0萬億元人民幣新高，全球官方外匯儲備持有的人民幣資產也創下1079.4億美元新高。這與人民

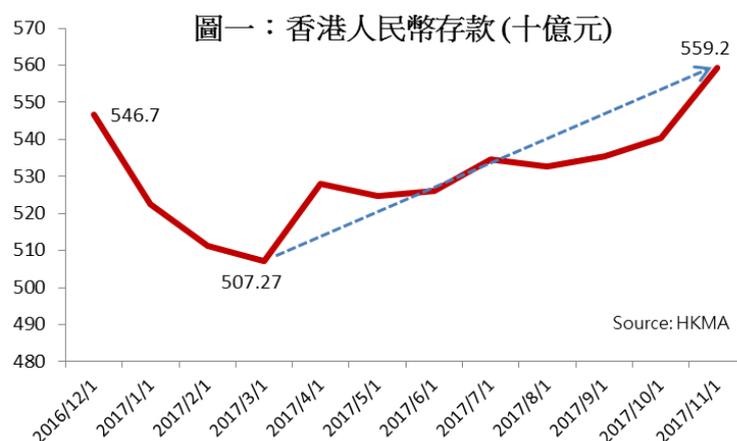
幣匯率的逐漸穩定和市場化程度提升是密不可分的。多組資料顯示，近一年來，人民幣匯率的彈性大大增強：年內離岸人民幣兌美元匯率 CNH 反彈約 6.6%，日內波幅進一步擴大，並多次超過 1%；人民幣對美元匯率中間價的年化波動率為 3.12%，CFETS 人民幣匯率指數的年化波動率為 2.61%；目前離岸人民幣匯率 CNH 與在岸 CNY 的價差基本上收窄至 100 點子之內。

## 2. 央行政策釋放積極信號

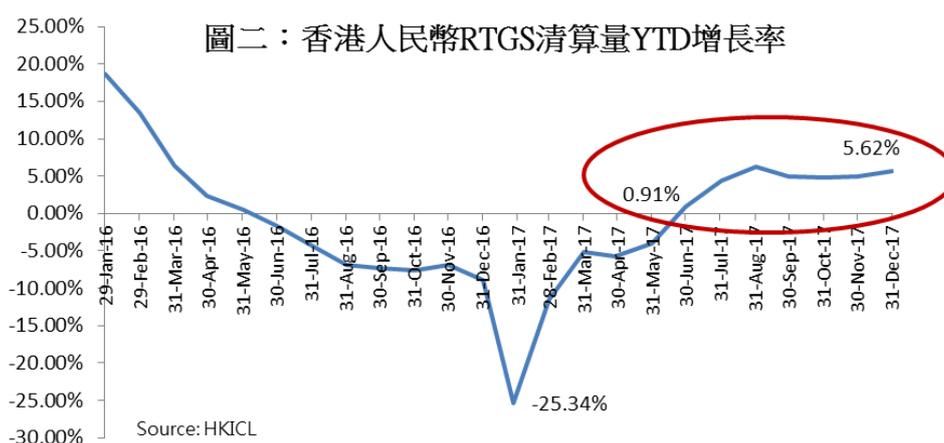
2017 年下半年，隨著人民幣匯率水準趨於均衡，市場環境轉向中性，央行政策也適時調整，先後放寬了一系列具有“臨時性”和“階段性”的跨境宏觀審慎管理措施，包括將外匯風險準備金徵收比例從 20%降為零，並不再對境外人民幣參加行和清算行在境內的 CNH 存款收取存款準備金，以及放鬆原有部分對銀行和機構的窗口指導措施等。說明過去兩年實行的外匯干預政策將逐步淡化，人民幣國際化的限制措施也將有所鬆動。2017 年下半年離岸人民幣業務出現明顯復蘇跡象。央行政策調整有實際影響，更有信號作用。當然，實際影響在某種程度上存在滯後效應，對業務的帶動作用並不是短期內立竿見影的，但是其信號作用卻已經非常明顯。

## 3. 主要離岸人民幣業務呈現回暖跡象

在人民幣匯率日趨均衡和央行政策的共同影響之下，香港人民幣存款見底後開始反彈，截至 2017 年 11 月，香港人民幣存款餘額回升到 5592 億元人民幣，YTD 增長 2.29%，較年初低谷時增長 10.2%。其他離岸市場，截至 2017 年 11 月末，台灣人民幣存款連續第七個月增長至 3697 億元，YTD 增長 18.8%；新加坡亦存款錄得輕微增長，9 月底人民幣存款約 1390 億元。2017 年首 11 個月香港跨境貿易結算人民幣匯款總額 3.5 萬億元人民幣，較 2016 年同期減少 17.8%，但是環比跌幅較最高峰 40%已經有所收窄，11 月份更是錄得環比 40%的增長。



根據 SWIFT 的統計，2017 年 11 月份，人民幣是全球第六大支付貨幣，佔全球所有貨幣支付金額的比重為 1.75%，較 2016 年同期 2.28% 的佔比有所減少，但與排名人民幣之前兩位的貨幣佔比相差甚微。2017 年 4 月份，人民幣全球支付貨幣排名一度下滑到第七位，但是 5 月份恢復到第六位的位置。相比支付排名的下滑，SWIFT 數據亦顯示出人民幣是全球外匯市場交易最活躍的貨幣，2017 年 4 月外匯交易金額排名全球第五位，僅次於美元、歐元、日圓及英鎊。經香港人民幣 RTGS 系統處理的香港人民幣清算量繼 2016 年首次下跌之後，於 2017 年 6 月扭轉調整而恢復增長，YTD 增長率約在 5% 左右。2017 年，RTGS 清算總量達 213 萬億元人民幣，同比增加 5.6%，尤其是 2017 年 6 月份單月清算額達到 21 萬億元，為去年 1 月以來最高水準。交易類業務佔到香港人民幣 RTGS 系統處理業務量的八成左右，從一個側面證實離岸人民幣業務整體呈現復蘇趨勢。



#### 4. 資本市場開放穩步推進

近一年來，中國資本市場對外開放的廣度和深度進一步得以延伸，開放進程可圈可點。2016 年尾“誕生”的深港通，這一年來隨著各方積極參與，正在“茁壯成長”。統計資料顯示，一年來深港通累計交易金額 1.29 萬億元，其中深股通交易金額 8821.41 億元，港股通交易金額 4126.35 億元，雙向資金流量穩步提升，深股通、港股通日均交易金額分別較開通時大幅增加，已成為連接兩地資本市場與投資者的重要紐帶。包括滬深港通在內的股票通機制，逐步夯實了跨境資本流動的路徑，打開了兩地資本市場服務的新格局。2017 年 6 月，MSCI 把中國 A 股正式納入 MSCI 新興市場指數以及全球指數，成為中國股市里程碑式的事件，雖然納入之初的權重僅佔 0.73%，但足以體

現人民幣國際化 2.0 時代的發展方向，亦有望提升境外主體的人民幣資產配置需求。

繼股票通之後，債券市場也在今年迎來了新突破。2017 年 7 月份，債券通“北向通”上線運行，為境外投資者進入中國內地債券市場增添了新管道。“債券通”業務開通以來，大概有 1/3 的新增投資境內債券通過債券通管道，“債券通”已成為境外機構投資內地債券的重要管道。同時，債券通各類參與機構的範圍不斷擴展，已在外匯交易中心（CFETS）備案的“債券通”境外投資者數量增加到 210 家；境內做市報價商增加到 24 家；可以提供結算和兌換服務的香港結算銀行增加到 20 家。備案機構中，既有中資機構的海外分支，也有外資的銀行、保險公司、基金公司等各類外資機構，而且從備案的順序來看，初期中資機構為主，現在外資機構的比重已越來越高，說明外資機構這個群體已對債券通這一創新的投資管道逐漸瞭解和接受。但是人民幣債券的發行尚未走出“冰凍期”，受制於發行成本高企、流動性短缺等因素，境外機構發行人民幣債券的意願明顯減弱，離岸點心債全年發行量僅為 249 億元，同比下降了 41%，熊貓債發行量雖然達到了 711 億元，但仍然同比下降 39%。未來如何增加可投資債券標的，提升人民幣債券市場投資規模，鼓勵離岸人民幣債券報價的積極性，仍然是一個很大的考驗。

2017 年，人民幣合格境外機構投資者（RQFII）可投資總額度累計增加 765.87 億元至 1.74 萬億元，19 家境外機構首次獲批 RQFII 額度，其中香港地區 RQFII 額度於 2017 年 7 月由 2800 億元擴大至 5000 億元，可投資額度仍為最高。

## 5. 人民幣國際儲備功能逐漸增強

隨著人民幣加入 SDR，加之離岸人民幣穩中有升，境外央行持有人民幣外匯儲備的意願增強，人民幣國際儲備貨幣地位得以逐步確立。IMF 於 2017 年 3 月 31 日發佈擴展了貨幣範圍的官方外匯儲備貨幣構成（COFER）報告，首次單獨列出人民幣外匯儲備的持有情況。根據 IMF 統計，2017 年第三季度，人民幣外匯儲備規模增至 1079.4 億美元，比 2016 年底增加 171.6 億美元，在整體已分配外匯儲備中佔比 1.12%。境外投資者進入境內銀行間債券市場的熱情不減，連續十個月增持人民幣債券，已經成為人民幣債券市場中一股不可忽視的力量。截至 2017 年底，境外機構在中國銀行間債券市場債券託管餘額達 1.1474 萬億元，累計增持人民幣債券 3476.73 億元，增持幅度同比擴大 130%，持有規模則同比增加 43.5%。

## 二、 2018 年人民幣國際化在更高的平台上再出發

隨著匯率和市場機制的不斷完善，人民幣國際化的新征程也在徐徐展開。人民幣國際化在 1.0 時代的兩個主要特點是單邊升值的走勢和成為主要的貿易結算貨幣，而目前人民幣的儲備貨幣職能已逐漸顯現，2.0 時代的人民幣國際化之路應當朝著資本市場出發，在成為國際貿易結算貨幣的同時，繼續擴大國際使用，還要擔當更多國際金融交易貨幣、國際大宗商品計價貨幣職能，最終成為國際儲備貨幣。

### 1. 央行政策支持人民幣國際化再出發

2018 新年伊始，人民銀行已經發文（銀發[2018]3 號文《中國人民銀行關於進一步完善人民幣跨境業務政策促進貿易投資便利化的通知》）完善和優化人民幣跨境業務政策，為人民幣跨境業務釋放積極信號，文中明確提出“凡依法可以使用外匯結算的跨境交易，企業都可以使用人民幣結算。”以支持企業使用人民幣跨境結算，便利境外機構投資者以人民幣進行直接投資，以及促進個人人民幣業務的開展。相信未來央行仍會逐步放寬流動資金管制，尤其是一些臨時性的行政措施，將會對人民幣國際化再出發產生直接積極的影響。

### 2. 互聯互通項目日新月著

在滬深港通、債券通的基礎上，為了滿足投資者日益升級的多樣化選擇需求，不久的將來也會陸續迎來滬倫通、新股通、一級市場通等更多互聯互通產品。香港金管局總裁陳德霖 2017 年 12 月底表示，國家外匯管理局正在研究如何優化內地和香港之間債券通項目的基礎設施和制度安排，未來將基於北向交易的經驗推出南向交易。香港交易所集團行政總裁李小加日前也表示，香港市場的改革發展邏輯中，做大、做強、做好內地資本市場是必然的道路。隨著人民幣匯率波動等影響因素趨於平穩，中國經濟保持穩中向好的增長態勢，境外投資者對於配置內地人民幣資產的需求將逐漸回升，出爐更多的資本市場互聯互通項目指日可待。

### 3. “一帶一路”推動人民幣向資本輸出轉型

國家頂層設計已經為未來資本項下的人民幣輸出提供了明確的方向：2017 年 5 月，習近平主席在「一帶一路高峰論壇」上提到，中國將加大對一帶一路建設的人民幣資金支持，突顯了利用“一帶一路”

一機會推動人民幣國際化的決心。截至目前，我國已先後與 22 個“一帶一路”沿線國家簽署了人民幣互換協議，與 8 個沿線國家實現了貨幣的直接交易，在 7 個沿線國家指定了人民幣清算行，6 個沿線國家獲得人民幣合格境外機構投資者(RQFII)額度。未來，隨著越來越多的金融機構引導企業在沿線國家使用人民幣，利用“一帶一路”平臺進行資金調配，增加人民幣貸款，設立人民幣基金，擴大人民幣在國際上的使用，人民幣跨境融資業務在“一帶一路”沿線將會獲得更大的發展動力。

#### 4. “石油人民幣” 助推人民幣國際化實現跨越式發展

爭取國際石油等大宗商品定價權，是人民幣國際化必然爭取的目標之一。未來隨著國際多邊原油貿易中越來越多的國家選擇使用人民幣結算，人民幣的需求和使用規模將大幅增加，同時會大幅推動央行間貨幣互換使用量的提升，促進人民幣在海外政府間和民間機構多層次的使用。參照石油美元的發展歷程，借力石油計價結算會產生龐大的貨幣使用需求，石油人民幣可帶動人民幣對糧食、煤炭、礦石等其他大宗商品的計價結算功能加速發展，從而進一步擴大人民幣的國際需求。

#### 5. 香港離岸人民幣中心將會發揮獨特作用

香港離岸人民幣中心在過去十幾年起到的推動作用不言而喻，隨著人民幣國際化程度的加深，兩地價差越來越小，兩地資本市場聯通程度越來越高，離岸和在岸市場將會逐漸融合，共同推動人民幣國際化前行。不過這一個過程是循序漸進的，短期內離岸和在岸兩個市場還是會擁有各自的角色，也有獨立發展的需要。未來香港離岸人民幣中心將會繼續擔當橋樑，實現資金流出和回流之間的良好平衡；凝聚兩地資本市場最具投資潛力的產品與服務，形成日趨完善的資金配置平台；研發離岸市場最先進的人民幣清算產品，為 CIPS 系統走向國際化鋪平道路。