

## 经济系列 — 人民币国际化

2010 年 9 月 1 日

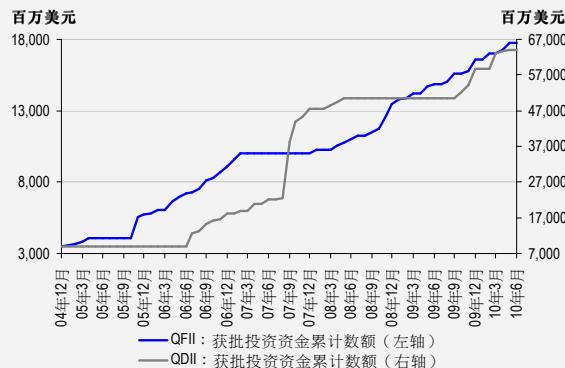
### 人民币国际化的新机遇

作为全球最大的外汇储备国，中国已经具备对其他国家的经济事务产生较大影响的能力。随着与全球经济于金融事务上的紧密联系，中国不断扩大的经济规模和影响力将推动人民币国际化进程。

随着中国的资本市场吸引了越来越多的国际流动资本，人民币将得到更为广泛的承认，但同时也面临巨大的挑战。放宽中国的汇率政策是人民币国际化的另一个步骤，同时也将成为香港人民币业务发展的里程碑。人民币国际化日益增强的影响如下：

- **美国和欧洲不确定的经济前景令以人民币计价的资产更加吸引。** GDP 增长率与就业数据之间的巨大差距表明发达国家的经济复苏难以为继，且发达经济体生产力过剩和高失业率问题令其复苏态势逐渐放缓。对双底衰退的担心日益加剧只会加重市场弥漫的不确定情绪。在这种环境下，温和的增长是我们所能预计的最好情况。国外央行和投资者将利用中国政府放宽人民币业务所带来的契机来实现外汇储备多样化及人民币资产投资。
- **不断扩大资本投资渠道是实现人民币国际化的重要一步。** 中国正在扩大投资渠道，增加人民币在交易中的使用量，其中包括推出“小 QFII”和向海外投资者开放国内债券市场。随着资本账户的开放，中国的资本市场改革已同步展开。因此，我们认为，A 股市场和国内债券市场的全球化进程将有所提高。
- **人民币国际化是促进中国资本市场的催化剂。** 由于中国经济增长强劲，宽松的人民币业务有利中国吸纳全球流动性。随着外资投资配额制度允许更多境外投资者投资中国上市的固定收益产品和股权证券，中国的资本账户将吸引更多的全球流动性。

### QFII 和 QDII 的配额即将扩大



信息来源：CEIC, 建银国际证券

### 林樵基

(852) 2532 2578  
[bannylam@ccbintl.com](mailto:bannylam@ccbintl.com)

### 刘红哿, CFA

(8610) 6652 3798  
[liuhongke@ccbintl.com](mailto:liuhongke@ccbintl.com)

### 苏国坚博士

(852) 2532 6786  
[peterso@ccbintl.com](mailto:peterso@ccbintl.com)

### 董一岳

(852) 2532 2589  
[rockytung@ccbintl.com](mailto:rockytung@ccbintl.com)



CCBI Securities Ltd

(A Wholly Owned Subsidiary of China Construction Bank)

仔细阅读最后一页的分析师声明和其它重要披露

美国和欧洲经济体不明朗的经济前景支持我们的观点，即全球经济增长将逐渐放缓，而且将会持续一段时期。一些重要指数表明，全球经济复苏的步伐快于我们的预期。然而，如果财政刺激方案减弱或停止，美国和欧洲的经济增速将减缓。目前，我们认为复苏的主要原因为产能利用率由一年前极低的状态逐渐回复至正常水平。中国成功地抓住了此次机遇，在发达市场经济增长陷入停滞时吸纳了全球流动性。

## 香港将通过国际化吸收人民币流动性

中国人民银行和香港金管局近期签署了一项协议，允许金融机构（包括银行、资产管理公司和券商）在香港推出以人民币计价的投资产品。在我们看来，此次改革正是基于对人民币升值的普遍预期。

为了分享人民币国际化程度加强所带来的种种益处，香港金融机构计划推出更多人民币相关产品。对此类产品的需求将继续上升，因为投资者希望在当前的低利率环境下寻求收益率更高的投资产品。因此，我们并不会惊讶于看到市场上将出现种类繁多的人民币计价投资工具，包括各类保单（许多已经推出），更多的企业债券和可转债、交易型买卖基金，以及人民币可交割远期产品。

## 由人民币国际化推动的经济发展

日期	事件
6月17日	取消对所有海外国家的人民币结算限令
7月19日	中国人民银行和香港金管局在香港签署了人民币结算补充合作备忘录 ➤ 企业可无限制买卖人民币 ➤ 取消银行间人民币资金转帐的限制
7月末	在零售层面推出人民币计价保单
8月6日	香港证监会批准首只人民币互惠基金
8月17日	作为试点项目，允许相关外资机构进入银行间债券市场
8月19日	港交所通知券商测试人民币帐户交易系统
8月19日	麦当劳成为首家发行人民币债券的外资企业
8月25日	港交所就推出人民币汇率期货合约向银行提请谘询
8月30日	市场传闻“小QFII”将于近期发布

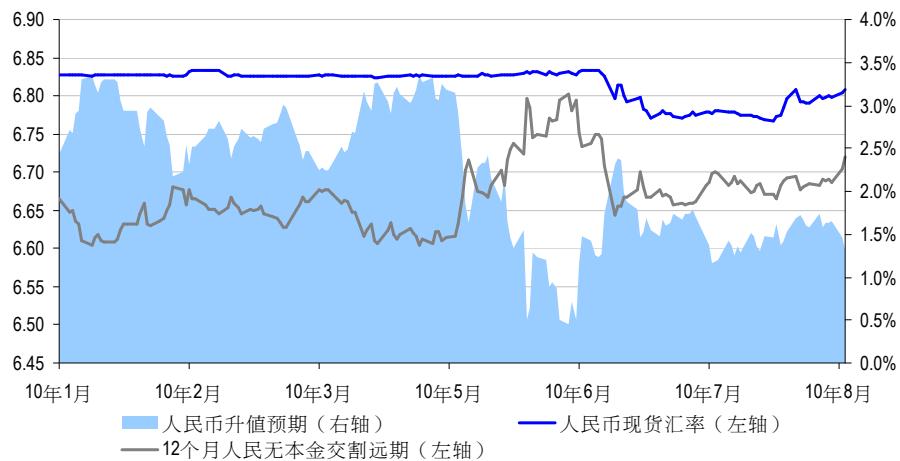
信息来源：建银国际证券

## 加大资本市场的开放力度

投资者显然看好中国的货币改革和长期经济增长前景。近期的人民币改革只是进一步刺激了投资者投资人民币产品的热情，我们认为这一趋势将会延续。

放宽对人民币的管制并不是突然、一次性的过程；中国货币改革的每一步都将经过仔细的考量。对开立资本账户的限制也不可能在一夜之间取消；尽管如此，作为实现资本市场国际化的一部分，中国人民银行已经放宽了对外资进入中国债券市场的限制。我们认为，此举旨在检验市场对人民币估值的信心和反应。

### 对人民币升值的温和预期有利于货币改革进程

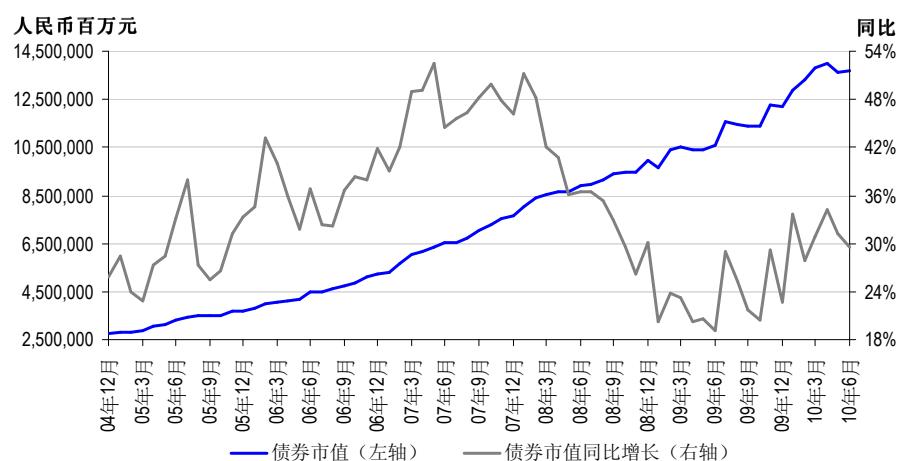


信息来源: CEIC, 彭博, 建银国际证券

### 国内债券市场的发展

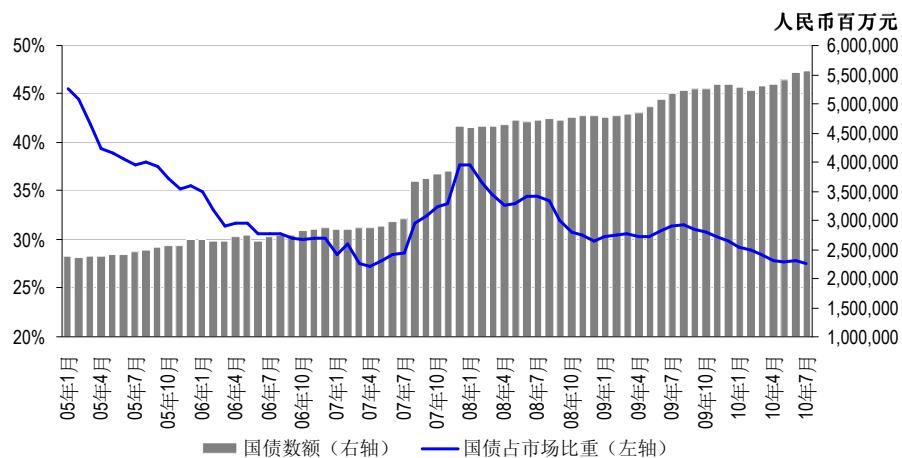
麦当劳成为在香港发行人民币债券的首家外资企业,为中国债券市场开启了一页新篇章。在我们看来,国内债券市场才刚刚起步,尚不足以满足中国不断发展的资本市场的需求。由于香港一直以来都是一个国际金融中心,我们认为它将是国际投资者进行试验的最佳场所,而中国决策机构也可借此评估人民币国际化可能带来的影响。

### 扩大中国债券市场



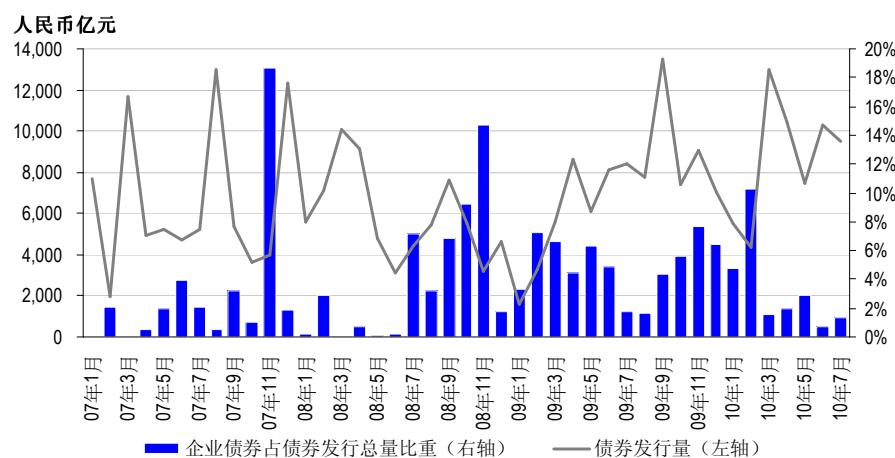
信息来源: CEIC, 建银国际证券

### 国债比重下跌，债券市场变得多样化



信息来源：CEIC，建银国际证券

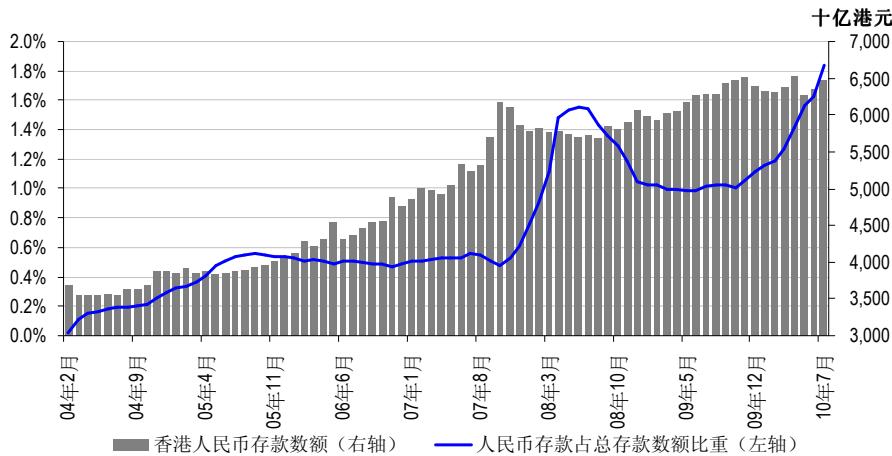
### 企业债券市场的潜力尚待开发



信息来源：万得、建银国际证券

在我们看来，向外资机构放开国内市场将增加全球对人民币的需求，从而相应地推动人民币成为外汇储备货币。在其它投资者中，预计各国央行将成为购买人民币债券的首要也是主要外资实体。当人民币国债和企业债券正式计入这些国家的资产负债表时，人民币将最终成为国际储备货币之一。

### 人民币存款总额及相对比重都将会上升



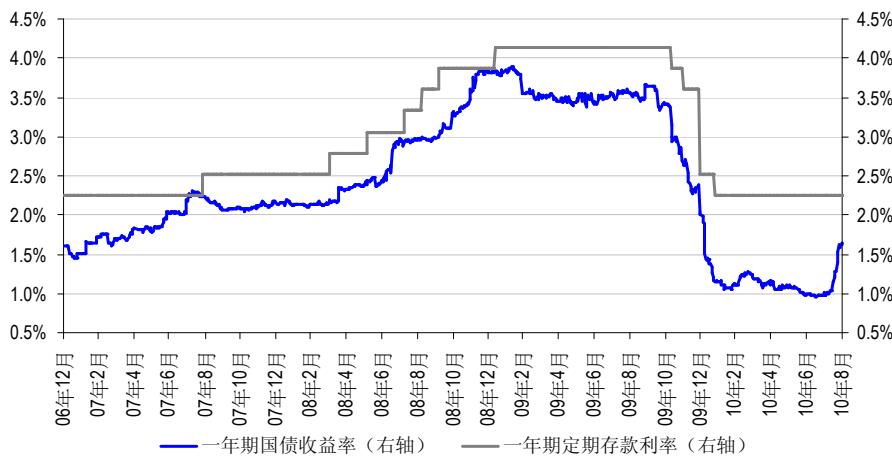
信息来源：香港金管局，建银国际证券

由于香港是一个国际市场，而中国的需求多数来自国内，这两个市场对人民币产品的期望和需求不尽相同。我们认为，这将导致香港和中国内地发行的同一种产品出现不同的收益曲线，从而可能引发两个市场的“汇率”差异。

为了监控并防止货币发生剧烈波动，中国人民银行将对人民币债券设置购买限额，并要求各机构严格执行。我们认为，此举将确保人民币从“受管制货币”平稳过渡为自由流通货币。

在结算渠道发展到一定程度后，人民币将在海外市场得到更为广泛的应用。我们认为，届时对资金的限制也将逐步取消，易于资金自由出入中国。但这最早也要在 2012 年以后才可以实现。

### 更为成熟的债券市场可促使更佳的贷款活动



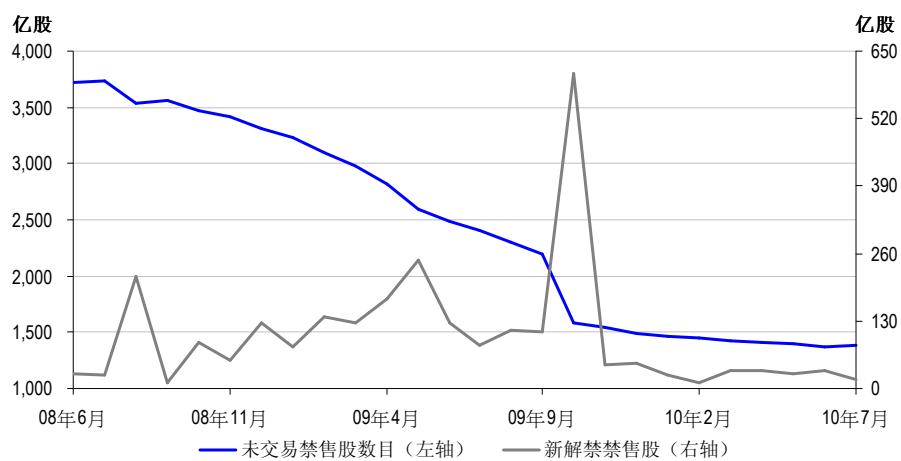
信息来源：彭博，建银国际证券

## 向 A 股市场注入资金

中国 A 股市场曾一度成为全球股票市场的传奇，因为在 2006 及 2007 年期间，A 股指数均飙升 90% 以上。但是，2010 年期间，该市场一直处于疲弱状态并需要一些催化剂令其止跌回升。我们认为 QFII 框架的扩展将会成为提振 A 股市场的动力，并预计小 QFII 方案会在一个月内推出。

尽管 A 股市场一向被认为是封闭且昂贵的投资市场，但我们看来情况已有所不同。虽然我们相信出售之前的禁售股票已为市场带来一定的负面影响，但是中国 A-H 股溢价指数显示，A 股的价值已与 H 股的价值十分接近。这对于能够进入 A 股市场的境外投资者吸引。

### 禁售股票的解禁的影响将会降低



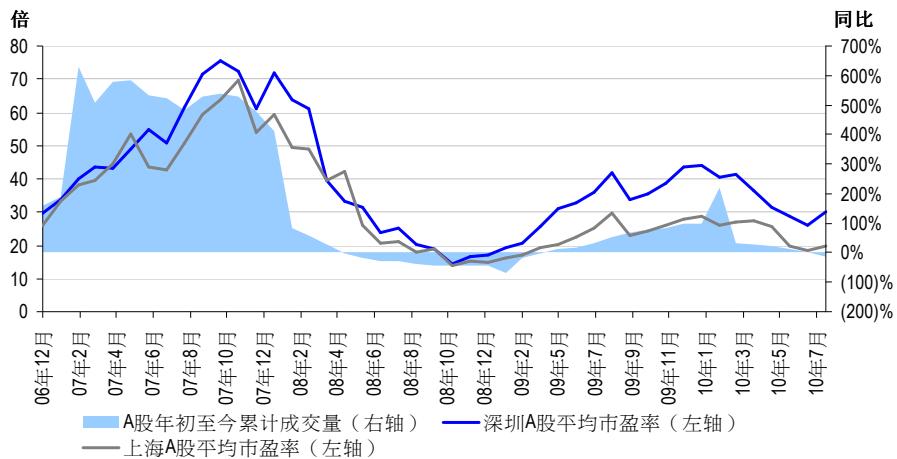
信息来源: Wind, 建银国际证券

### 恒生中国 A-H 股溢价指数在 100 水平徘徊



信息来源: 彭博, 建银国际证券

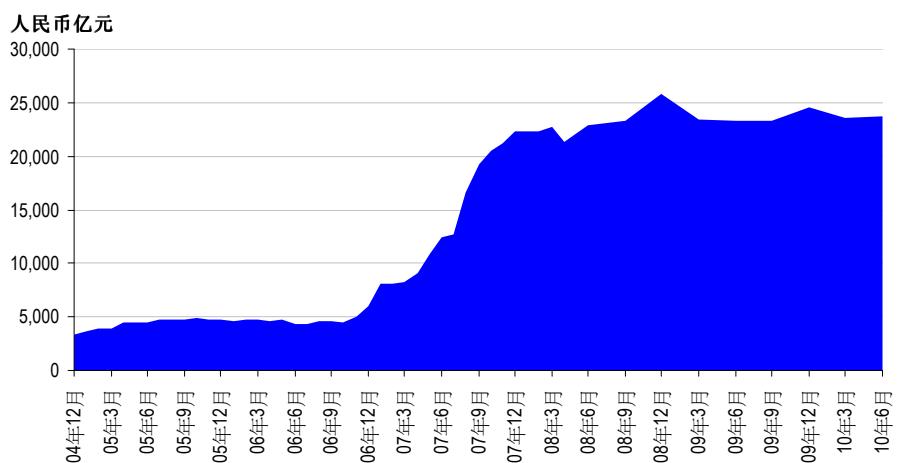
### A 股市场成交量持续走低，市盈率反映估值偏低



信息来源：彭博，建银国际证券研究

拥有跨境业务的中国公司将在其离岸银行设立人民币资产账户。从实际需求角度来看，如果人民币在香港被广泛用作贸易结算货币，投资者将寻求更高回报的投资工具，而不是将资金存在银行以获取微薄的利息收入。因此，投资 A 股将成为趋势。我们认为，2010 年剩余的数月内，市场上将会涌现更多 A 股投资产品。

### QFII 额度增加后，资金管理规模将扩大



信息来源：Wind，建银国际证券

### 贷款业务

凭借与世界第二大经济体中国的独特关系，香港在不同方面已成为其发展的力量先驱。虽然相对于其他地区，香港人民币储蓄业务较早获得批准，但中港两地的息差较大令香港人民币储蓄对离岸投资者吸引较低。我们认为该差异是由于银行贷款业务减少引致的，但预计这一情况将于未来 12 个月内有所改变。

### 人民币存款息差

存款类型 (7月底数据)	中国内地	香港	息差
活期存款	每年 0.36%	每年 0.46%	每年(0.10)%
3 个月定期存款	每年 1.71%	每年 0.68%	每年 1.03%
6 个月定期存款	每年 1.98%	每年 0.75%	每年 1.23%

信息来源: 香港金管局, CEIC, 建银国际证券

由于香港货币发行体制对资本流动管制较为宽松, 所以当贷款业务中存在息差时, 套戥行为将会增多。企业可在香港以低成本获得资金进而在中国内地进行投资。这种情况下, 流入中国内地的资产增加, 导致内地资产泡沫扩大。因此, 我们预计, 在香港人民币贷款业务开放之前, 将首先调整中港两地人民币存款利率以缩小息差。

然而, 随着人民币贷款业务的发展, 人民币离岸存款业务也将随后产生乘数效应。我们预计该机制将推动人民币活期存款, 从而相应地带动人民币贷款业务的发展。

### 未来三个月的发展

中国人民银行近期进一步放宽对人民币交易的限制, 扩大了人民币债券及股票的交易潜力。我们预期中国将与其贸易伙伴签署更多的货币掉期协议, 从而印证了我们认为人民币国际化正在进行的观点。

### 与中国签署货币掉期的经济体

经济体	2010年上半年与中国的贸易额 (百万美元)	占中国总贸易量比重 (%)
香港	99,147.0	7.32
韩国	97,936.1	7.23
马来西亚	35,019.6	2.59
新加坡	27,616.1	2.04
印度尼西亚	19,494.6	1.44
阿根廷	4264.3	0.31
白俄罗斯	519.0	0.04
冰岛	50.6	0.00

信息来源: CEIC, 建银国际证券

我们相信香港金融机构及政府能够把握机会领先其竞争对手推出相应策略。展望未来, 中国相关的投资产品将成为香港市场焦点。我们进一步重申我们的观点, 即期待已久的小 QFII 方案将会在一个月内推出。我们认为, 依照目前的发展趋势, 投资回报高于目前固定收益基金的投资产品将很快涌入市场。

**评级定义:**

优于大市 — 于未来 12 个月预期回报为 10%

中性 — 于未来 12 个月预期回报在-10%至 10%之间

弱于大市 — 于未来 12 个月预期回报低于-10%

**分析师证明:**

本报告作者林樵基、刘红哿、苏国坚和董一岳谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映他们有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕数据 / 非公开的价格敏感数据。林樵基、刘红哿、苏国坚和董一岳进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士没有 (定义见证券及期货事务监察委员会的操守准则) 在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾接触或交易过本研究报告所提及的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提及的任何香港上市公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提及的股票的任何金融利益。

**免责声明:**

建银国际证券有限公司为中国建设银行股份有限公司全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得, 但建银国际证券有限公司, 其关联公司及 / 或附属公司 (统称建银国际证券) 对本文信息的完整性或准确性或适切性均不就任何形式的任何用途或任何人士作出保证。当中的意见及预测为我们于本报告日的判断, 并可更改, 而无需事前通知。投资涉及风险, 过去的表现并不反映未来的业绩。本报告的信息并非旨在向任何有意投资者提供专业意见, 因此不应因而作为依据。本报告仅作参考资讯用途, 不应视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际证券及其雇员对使用本报告或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损失概不负上任何形式的责任。本报告所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本报告作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的情况、目标或需要, 亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本报告的收件人应自行对本报告所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意实际业绩可能与本报告所作的任何前瞻性声明存在重大分歧。尽管建银国际证券采取合理的谨慎措施确保本报告内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均建基于公正合理的假设上, 建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核, 且建银国际证券概不对其准确性、完整性及正确性负责, 亦不作任何陈述或保证 (不论明示或默示)。收件人须对报告所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断, 并在认为有必要或适当时就此作出独立调查。本研究报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士, 尤其(但不限于)本报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国, 或直接或间接分发至美国或任何美国人士 (根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释) 或中国境内的公众人士 (但不包括香港、澳门及台湾人士)。

收件人应注意建银国际证券可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及 / 或代表其客户持有该等股票的权益。因此, 投资者应注意建银国际证券可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。

以上声明以英文版本为准。

---

建银国际证券有限公司

香港金钟道 88 号太古广场二座 34 楼

电话: (852) 2532 6100

传真: (852) 2537 0097

---