



經濟下滑 • 爭入SDR • 料增儲備6萬億

人民幣升定跌？

人民幣跟港人生活密不可分，不僅北上消費用到，人民幣亦已成港人最熱門的投資項目之一。過去人民幣滙率大部分時間走強，港人大量買入及儲蓄人民幣，令香港成為全球人民幣存款量最高地區，至8月達逾9,780億元人民幣。過去10年，港人一直是人幣大好友。

然而，近年內地經濟逐漸放緩，出口數據持續向下，國家主席習近平宣告內地經濟進入新常態，最新公布的國內生產總值(GDP)增速只得6.9%，「保七」也不成。人民幣不利消息亦接踵而至，7月內地暴力救市後，出現嚴重撤資，有報告指單是中國股票基金走資就達179億元人民幣；緊接8月人行又突調低人民幣兌美元中間價，變相將人民幣貶值，3天內貶值4%，有指此舉是為了谷出口，挽救下行中的經濟。

有人斷言，人仔10年升勢已到頂，對於投資人民幣的港人，上至Banker下至屋企媽打都開始問：「人仔會否再跌？要不要沽出手上人仔？」前景迷茫之際，有沖喜消息傳出。有報道指，下月底國際貨幣基金組織(International Monetary Fund, IMF)審議是否將人民幣納入特別提款權(Special Drawing Rights, SDR)貨幣籃子時，將會開綠燈。若人仔加入SDR籃子，無疑馬上「升呢」，跟美元、英鎊、歐元及日圓平起平坐。估計全球將有1萬億美元儲備轉為人幣資產。

人民幣滙價會否因入SDR而重拾升勢？加入SDR會帶來甚麼好處？面對經濟下滑，人民幣會否再貶值？本刊向多位學者及專家請教，全方位解構人民幣前景。



▼人民幣國際化有利中國經濟發展。

疑問1： SDR在望 儲定人仔等升？

對擁有龐大人民幣儲蓄的港人而言，最關心人仔被納入SDR後會否升值。要找到答案，先要知道SDR究竟有多重要。

SDR即特別提款權，是IMF為成員國設立的儲備金制度，解決成員國間的結算、支付國際收支逆差等。當成員國行使特別提款權，她可以選擇提取SDR貨幣籃子指定的4種貨幣，即美元、英鎊、歐元及日圓。而所謂提款，並非提取真金白銀，僅是賬面數字，屬技術操作而已。多一隻貨幣加入SDR籃子，意味成員國行使特別提款權時，可多一種貨幣選擇。

實效輕微 難助匯價走強

對貨幣發行國來說，入SDR其實

無助貿易、融資等，對實體經濟影響亦微乎其微，因此期望



人民幣納入SDR後大升，似乎是一廂情願。香港城市大學經濟及金融系，孔慶熒講座教授（國際經濟）張賢旺（見上圖）

指，「SDR本身並不是很重要，它不是金融產品，也不是可用作貿易的錢，因此，入SDR的象徵意義大於實際作用。或者可以這樣形容，入SDR是人家拍拍你膊頭，讚你做得好而已。」專研貨幣匯率的他進一步指出，入SDR與幣值強弱亦無關，同屬SDR貨幣的歐元一直走弱，相反因歐元而被剔出SDR貨幣籃子的瑞士法郎，匯價近年走強，

更多人願意以瑞士法郎做外匯儲蓄，「貨幣強弱始終要看國家整體經濟發展。」



但香港科技大學經濟系教授黎麟祥（見右圖）認為，若人民幣納入SDR，長遠來說，令更多國家及其國民願意用人民幣。雖然SDR貨幣不能用作貿易，但可計入國家儲備，

「當一個國家的人民幣儲備多，就會希望自己的貨幣跟人民幣掛鈎，並且跟人民幣維持穩定匯率。由於匯率穩定，該國的人做跨境買賣，就會更傾向用人民幣計價。」另有分析指，人幣若成功納入SDR，若各國央行提取

SDR貨幣並計入外匯儲備，未來幾年全球將有1萬億美元儲備轉為人幣資產。

IMF下月將審議是否把人民幣納入SDR貨幣籃子，本周有傳媒報道，IMF將向人民幣開綠燈，早前亦有指可能是有條件納入，因考慮到中國未完全開放資本帳。外界對今次人民幣入SDR感樂觀，認為人民幣已符合兩大條件，即貨幣發行國屬世界貿易大國，以及該貨幣在全球被自由使用。

挑戰美元 矢成世界貨幣

人民幣申請加入SDR已不是第一次，2010年亦曾爭取加入，卻慘遭滑鐵盧，原因是未符合被自由使用的條件。事隔5年，中國已透過不同途徑，大大增加人民幣在全球的流通量，首先是通過人民幣離岸市場、合格境外機構投資者（包括QRII及RQFII）、中國債券市場等運作，增加人民幣流通量。此外，現時有超過40間央行，例如俄羅斯、韓國、智利等，已經或準備將人民幣納入其外匯儲備，至去年底，人民幣離岸存款近2萬億元。中國作為世界工廠，亦愈來愈多廠商以人民幣做交易結算，近日有數據指人民幣已於8月超越日圓，成為全球第四大支付貨幣，亦被視為人民幣入SDR的利好消息。

中國如此熱衷加入SDR的原因之一，是人民幣若能躋身SDR貨幣籃子，被擁有過百成員國的IMF承認，必然有助人民幣提升國際地位。中國在過去10多年，致力推動人民幣國際化，讓人民幣成為世界貨幣，比肩美元，在國際市場被廣泛使用，成為

各國貿易結算貨幣、投資融資貨幣、外匯儲備貨幣等。人民幣國際化將會繼續，人民幣將會是升是貶？



▲人民幣可能成為繼美元、歐元、英鎊及日圓後第五隻SDR貨幣。

重點

- 短期而言，人幣入SDR象徵意義大於實際作用
- 長期而言，增加各國使用人幣的意慾
- 全球人幣儲備料增1萬億美元，約6萬億元人民幣

入SDR 兩大條件



✓ 在截止檢討結果生效前的12個月，連續5年成為全球最大商品及服務貿易國之一。

✓ 符合IMF的自由使用標準，即廣泛用作國際支付及在主要外匯市場被廣泛交易。

人民幣流通情況



2010年全球最大出口國
去年約佔全球12.4%



今年9月全球第五大支付貨幣
約佔2.8%



去年全球離岸存款
2萬億元



今年8月全球第二大貿易融資貨幣
約佔9.1%

資料來源：綜合網上報道

疑問2： 人仔國際化 有利滙價？

入SDR是人民幣國際化路線圖上的一站，最終目標是讓人民幣國際化，成為世界貨幣，如美元一樣在國際市場被廣泛使用。這個宏大而漫長的計劃，至今已走了超過10年。

有人認為國際化會令人民幣升值，過去10年人民幣兌美元升逾三成，升速驚人，但8月人行調低人民幣兌美元中間價，變相令人民幣3日內貶值4%，有預測指人民幣的升勢止步。

股災過後 務須重建信心

香港科技大學經濟系教授黎麟祥，曾任美國達拉斯聯邦儲備銀行高級經濟師及顧問，他表示8月的貶值只是一次性，而且貶幅不多，估計無論長短期，人民幣不會有太大變幅，因中央會力撐滙價，好讓人民幣國際化順利；「我想即使貶值，也不過5%。中國仍有發展空間，長遠來說，3至5年後，人民幣會慢慢升。」

但香港城大經濟及金融系教授張賢旺指，幣值升跌跟國際化無關，「美元是最強的國際貨幣，也不保證升，因為滙價升跌的關鍵是其他人對你國家的經濟有沒有信心。」

他指現時人民幣要面對的難關，主要是市場信心問題。然而今年7月中央暴力救市，馬上引發投資者恐



▲人民幣要走國際化之路，就必須開放資本帳。

慌：「不是怕股市崩潰，外國人投資中國股市根本不多，而是觸發信心問題，政府如此激烈干預市場，甚至下令停牌，來做生意做交易的投資者，怎樣玩？」市場信心潰散，引發隨後的撤資潮，張賢旺認為：「你推人民幣國際化，但外界沒信心，不接受你的貨幣。現時最重要是重建市場信心，要去Keep Your Own House In Order（維持內在秩序），製造有利環境發展經濟。」

邁向全球 改革路仍漫漫

外界接受人民幣與否，視乎他們對中國經濟及市場信心。人民幣國際化可促進中國經濟發展，

香港浸大財務及決策學系副教授麥萃才（見圖）指出，最簡單的例子是，跨境貿易及債券市場若能以人民幣結算，內地企業就可避開滙率風險，從而降低成本。

人民幣要走向國際化，麥萃才認為，中國遲早必須開放資本帳，讓人民幣更自由進出；此外，要讓人民幣有更多投資用途，除了「滙港通」、國債外，還要有金融產品，這不僅加速人民幣流動，同時吸引更多人有興趣持有人民幣。人民幣若能保持滙價穩定會相對有利，因此他估計，人民幣未來走勢是穩定上揚。他又比較中美兩國GDP增長，兩國差距會愈來愈近，他估計人民幣在10至20年內或可



- 人民幣穩定有利國際化
- 料穩定向上
- 貶值不過5%

追上美國，成為強勢的國際貨幣。

不過，美國史丹福大學國際發展研究中心(SCID)主任Nicholas Hope坦言，中國有能力成為世界重要貨幣，但要追及美元地位，仍視乎中國

政府能否發展資本市場，為人民幣提供高流動性及多元化的投資，這涉及開放資本帳及金融改革，亦正正是人民幣國際化的最大挑戰，要持續改革，卻不能操之過急。

人民幣國際化宏圖

人民幣國際化就是要讓人幣成為世界流通貨幣，並被用作交易、投資及儲備，如同美元。如何讓更多人及國家願意用人幣，加速人幣在國內外的流通及流動，近10年的中央推出的措施及政策如下：



香港成踏腳石

- 2003年人行授權中銀香港作首間境外結算行
- 2004年容許港人每日兌換2萬元人民幣
- 2008年在港首推國債
- 2011年首隻人幣計價信託基金滙賢房地產(87001)在港掛牌

開放債股市場

- 滙港通、深港通、倫滙通
- 國外銀行參與國內債券交易鬆綁
- 國債所籌資金可直接滙出境外
- 擴大香港及英國RQFII額度

力推貿易結算

- 在全國城市設跨境貿易人幣結算點
- 境外結算點擴至全球國家及地區
- 近日跨境支付系統(CIPS)上綫，實時全額結算處理滙款

鼓勵各國採用

- 自2008年先後與32個國家及地區簽署本幣互換協議
- 另與15個國家及地區建立清算安排。
- 與日、英、歐等國建立直接交易方式

滙率改革

- 2008年設立滙率司
- 設人幣離岸市場，香港、英國倫敦成離岸交易中心
- 設人民幣調整中間價機制，收窄在岸及離岸價差

鼓勵向外投資

- 鬆綁內地公司投資海外的限制
- 容許內地金融機構在港設人幣帳戶
- 容許內地公司將海外利潤以人幣滙返中國

設亞投行及推一帶一路

- 透過中國對海陸絲路國家的投資及建設，進一步擴大人民幣使用及流動。
- 亞投行將以人幣結算

▼中國作為世界工廠，力推人民幣作貿易結算貨幣。



疑問3： 人仔貶值 可救出口？

過去10年人民幣兌美元升逾三成，升速驚人，但過去8月人行調低人民幣兌美元中間價，變相令人民幣貶值，3天內貶了4%。有指人民幣過往10年的升勢止步，更有指是次貶值是為了谷出口，貶完會又貶。中國經濟下滑，兩年之內，中國GDP增長目標由「保八」降到「保七」，今年第三季的GDP增速更「破七」，僅6.9%，是6年來最低。手持人民幣儲蓄的港人都心存疑問，要不要沽出手上人仔儲蓄，換回港元或其他貨幣？

暴力貶值 只為入SDR

美國史丹福大學的Nicholas

Hope就指，人行於8月把人民幣貶值，是史無前例的做法，但此舉證明了人民幣匯率具有可調節性，滿足IMF對入SDR貨幣籃子的要求。至於所謂有利出口，只是附帶出現，影響也很輕微。

香港恒生私人銀行及信託服務主管陸庭龍（見右圖）亦認為，人仔貶值為谷出口的说法不成立，他指不僅中國，外圍經濟一樣差，其他國家的出口都在跌，他又指：「若是為谷出口，這個貶幅也實在太少，起不了作用。」他同樣認為此次貶值只為滿足入SDR的要求，「顯示人民幣匯價不是鐵板不動，升貶兩邊可走動。」

重點

- 8月貶值非為谷出口
- 下調兌美元中間價更貼近市場
- 經濟轉型不再靠出口

香港城大經濟及金融系教授張賢旺表示，貨幣貶值未必能救出口，至少不是短期做到，過往10年人民幣升值，出口反升不跌（見圖）。

而且中國現時的經濟動力，已從依賴出口轉向推動消費，去年出口佔整體GDP的24%，消費佔36%，預計2030年消費將佔一半。

人行被指 干預離岸市場

8月中國下調人民幣兌美元的中間價幅度，是參考前一日的收盤價，這無疑令匯價更貼近市場，得到不少讚賞。只是不幸地前一日的收盤價低，因此出現下調而非上調。當日有

傳媒就開玩笑說，一直指控中國操控匯價的美國，面對人民幣貶值的震動，會否寧願中國干預匯市？

但事情並未告一段落。9月有消息指，人行為了壓縮人民幣兌美元離岸和在岸價差，透過海外的中資銀行，在離岸市場沽美元買人民幣。張賢旺指，過往人行並無干預離岸市場，若消息屬實，可謂「打爛齋砵」，帶來極壞影響，「這比貶值還要差，在岸市場你干預，投資者不夠你玩，頂多是到離岸市場玩。但若連離岸市場也干預，投資者索性不會玩下去，就會出現撤資。」這跟人民幣走國際化的本意，即更流通、更多人使用，完全背道而馳。RM



◀恒生銀行私人銀行及信託服務主管陸庭龍認為，8月人民幣貶值是為了谷出口的说法不成立。

近10年人民幣匯價與出口齊升



註：紅線向下代表人民幣升值
數據來源：中國銀行(03988)、新浪

人幣國際化 港幣被邊緣化

中國要人幣國際化，藉世界工廠地位，在貿易層面力推，例如在國內外廣設人跨境結算點，對香港是機遇還是挑戰？

港商返內地做生意，當然會用到人民幣，在八九十年代，他們會利用香港銀行處理支付。然而進入互聯網時代，內地電子支付如阿里巴巴的支付寶、騰訊(00700)的財付通等，已成為主流，現時內地不少貿易支付亦已用到電子支付系統，但香港仍未追上。

香港跨境電子商務協會常務理事陳家豪（見右上圖）指，做內地電子商貿，必會用到支付寶、財付通等電子支付系統，商家要把錢匯回香港，本地銀行卻沒有相關渠道，只能以傳統貿易的支付方法處理。他認為，作為亞太區金融中心，「香港在電子支付中根本沒有角色。」更指，香港金融支付政策落後，若不急起直追，愈來愈多商家開設境外人民幣戶口，用人民幣交易，港元在電子支付再沒地位。

該會於今年1月成立，會長劉少華指，現時有會員500個，中港兩地的電商都有。秘書長李妙芬表示，不時跟國內外公司、官方進行交流及洽商等，例如阿里巴巴、香港貿發局等。近日該會向會員調查使用人民幣結算情況，收到63份的回應中，部分人用多於一種貨幣，近半即30個用人幣，美金及港元分別有26及20個，另有4個使用其他貨幣，而有27人表示支付上有困難。負責是次調查的該會榮譽會長林英鴻（見右下圖）指，很多時商家因收取的是人民幣，所以用人民幣結算。

據人行發布的《人民幣國際化報告2015》資料，去年人民幣跨境結算中，經常項目其包括貨物、服務貿易等，達6.5萬億元，比2013年增逾四成。今月初，人行又推出新系統，簡稱CIPS，簡化現時人幣跨境支付程序。以往因為境內外的匯款代碼差異及語言障礙，交收雙方需要中間人、即清算銀行或代理銀行處理交收，但CIPS解決所有差異及障礙，交收雙方戶口直接過數，因此被喻為人民幣跨境支付的「高速公路」，將加速人幣在國際貿易的使用。



▲香港跨境電子商務協會常務理事陳家豪表示，香港的電子支付系統未能跟上內地。



▲香港跨境電子商務協會榮譽會長林英鴻指，不少中港電商乃以人幣作結算貨幣。