

人民幣入籃助力 金融改革提速



▲人民幣加入SDR可以降低市場主體持有人民幣的成本，增強外界使用人民幣的信心

10月1日人民幣加入特別提款權（SDR）將正式生效，人民幣成為繼美元、歐元、日圓、英鎊後SDR籃子中的第五種貨幣，這也是自1981年以來SDR第一次納入發展中國家的貨幣。人民幣正式加入SDR既有助於提高後者的代表性，也是對中國經濟金融改革成績的肯定，也將進一步推動中國金融改革開放。

申萬宏源證券研究所首席宏觀分析師 李慧勇

一、人民幣國際化進程提速

有了SDR的背書，一直在進行的人民幣國際化進程將明顯提速。

首先，人民幣加入SDR可以得到IMF成員國的官方認可，此舉有助於增強持有人民幣的信心，提高人民幣的國際可接受性和金融便利性，提升人民幣的影響力。

其次，SDR是當前國際貨幣體系與規則的一部分，加入SDR意味着人民幣躋身全球主要貨幣之一，也意味着中國對現有國際規則的承認與接受，可提升中國在國際貨幣體系中主體地位。

再次，加入SDR可以降低市場主體持有人民幣的成本，增強外界使用人民幣的信心和熱情，改善中國經濟發展的外部環境，推動中國的對外直接投資及加快企業走出去的步伐。

最後，人民幣加入SDR可以提高SDR的代表性和合法性，撬動國際貨幣體系改革，並最終實現國際儲備貨幣的多元化。按照中國央行行長周小川的設想，2020年人民幣跨境收支佔中國全部本外幣跨境收支的比例將超過1/3，人民幣將真正成爲一種國際性貨幣。

二、金融市場化改革助推器

人民幣加入SDR是對中國金融改革的一個肯定，同時考慮到人民幣國際化尚處於初級階段，作爲國際儲備貨幣對人民幣有更高的要求，人民幣加入SDR將成爲一個新的標杆加速中國金融領域的市場化改革。

一是人民幣加入SDR之後人民幣使用範圍的擴大，全球對人民幣資產的需求增加，市場要更加發展，期限要更加完善，市場要更加開放，才能匹配這部分新增的人民幣需求。

二是人民幣加入SDR之後，由於SDR利率定值的需要，人民幣市場化基準利率的形成就更加重要；同時，由於SDR匯率定制的需要，人民幣市場化的離岸和在岸匯率也更加重要。利率和匯率市場化的進程將進一步加快。

三是爲推進人民幣加入SDR的改革一旦啓啓，就會形成自反饋，形成進一步改革的推力。按照SDR的要求，

國家提高了央行基礎數據的透明度，大幅度放鬆了外匯管制，加大了金融領域對外資的開放度，就意味着金融領域的政府干預空間更少；並且市場上更有更多元化的金融主體參與，也爲金融領域的市場化定價提供了基礎和要求。

具體來看，加入SDR之後比較迫切的市場化改革主要集中在這五個方面：進一步擴大人民幣可自由兌換的程度；進一步形成合理的基準利率體系；進一步完善收益率曲線結構，增加短期以及長期債券品種；進一步擴大人民幣匯率的波動機制；推出更多的風險對沖產品。

三、境內外市場聯動與融合

人民幣加入SDR之後境內外金融市場的雙向開放和融合將進一步加快。首先，中國金融市場將更爲開放，國內的債券市場、貨幣市場、股票市場、外匯市場對境外投資者的開放度會不斷提高，將有更多的資金流入中國市場。人民幣國際地位的提升，國內金融市場對國際投資者開放度的增加，A股指數納入MSCI將更加便利，國內債券市場也將被更多納入債券類國際指數，中國金融市場的重要性和吸引力將顯著提升。

其次，國內的機構和個人投資者也將更加方便地進行全球投資。一方面，人民幣使用者的增加以及更多的交易結算設施的建立降低了國內投資者海外投資的匯率風險和成本，有助於國內投資者走出去。另一方面，更多的金融市場對國內投資者的開放以及更多的互聯互通機制的建立，境內投資者進行全球投資也將變得更加方便。

去年4月份，中國央行行長周小川

人民幣在國際支付貨幣排名

美元	1	42.50%
歐元	2	30.17%
英鎊	3	7.53%
日圓	4	3.37%
人民幣	5	1.86%
加拿大元	6	1.72%
澳元	7	1.67%
瑞士法郎	8	1.44%
港元	9	1.25%
瑞典克朗	10	1.11%
泰銖	11	1.04%
新加坡元	12	0.97%
挪威克朗	13	0.67%
波蘭茲羅提	14	0.52%
南非蘭特	15	0.44%
馬來西亞林吉特	16	0.42%
丹麥克朗	17	0.42%
新西蘭元	18	0.38%
墨西哥披索	19	0.34%
土耳其里拉	20	0.28%

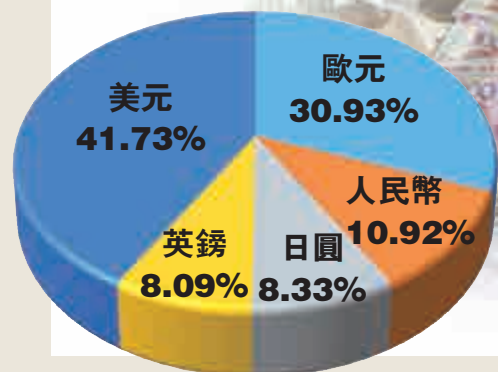
資料來源：SWIFT（環球銀行金融電訊協會）八月排名榜

代表中國，在IMF第三十一屆國際金融貨幣委員會做的答辯陳詞，和金融市場直接相關的承諾主要包括三個方面：一、將爲個人投資者的跨境投資創造渠道，包括開展合格境內個人投資者（QDII2）試點計劃。二、將推出深港通項目，也將允許非居民在國內市場上發行除衍生品之外的金融產品。三、將進一步採取措施便利境外機構投資者進入中國資本市場。

上述三方面的承諾都在有條不紊的推進之中。8月份香港和內地聯合發布了深港通的實施方案，預計年底前可以正式實施。未來QDII2試點以及允許非居民在國內市場上發行衍生品之外的金融產品，這兩大政策值得期待。

SDR一籃子貨幣權重

（10月1日生效）



美國會步日本後塵嗎？

西南證券高級策略分析師 朱斌



斌眼觀市

9月21日的美聯儲議息會議上，聯儲局主席耶倫再次宣布維持基準利率不變。市場對於美聯儲加息的預期，也從年初的三次以上，降爲了至多一次，目前預計最可能是在12月份的議息會議上宣布加息。在結束QE的兩年後，美國的聯邦基準利率、國債利率等，都在接近零的低位徘徊。

美國的這一情景，讓人不得不聯想起二十多年前的日本。與美國經歷金融危機之後利率一路下行類似，在上世紀90年代，日本也是經歷了房地產泡沫的破滅，之後利率就一路下行，而伴隨着利率的下行，是經濟的同步下滑。

日本的資產泡沫破滅於1990年初的房地產崩盤，此後利率一路下行，在1995年底首次觸及零利率。日本GDP增速也從1980年代的6%，一路下跌到1990年代的1%不到。雖然此後日本央行也多次試圖提升利率，但終究沒有提起來。

如今美國也遇到了類似的情形：在2007年次貸危機前，美國的平均利率在4%左右，上一輪加息的高點在6.5%，美國經濟的增速在次貸危機前十年保持在4%左右。後隨着危機的爆發，美國平均利率一路下行，九年多過去了，當前的利率仍維持在接近於零的水平，而經濟增速已經下滑了50%以上，2016年能否維持2%的增速都存在疑問。

正是基於此，耶倫在最新的講話中指，最爲擔心的並不是失業情況，而是「家庭支出一直強勁增長，但企業固定投資保持疲弱」，也就是對經

濟增長的擔憂。實際上，新近出爐的美國經濟數據中，除了少數數據如失業率好於預期，其餘數據基本都低於預期。如果說日本泡沫經濟破滅後經歷了「失去的二十年」，則美國次貸危機至今差不多也經歷了「失去的十年」。

貨幣寬鬆無助改革

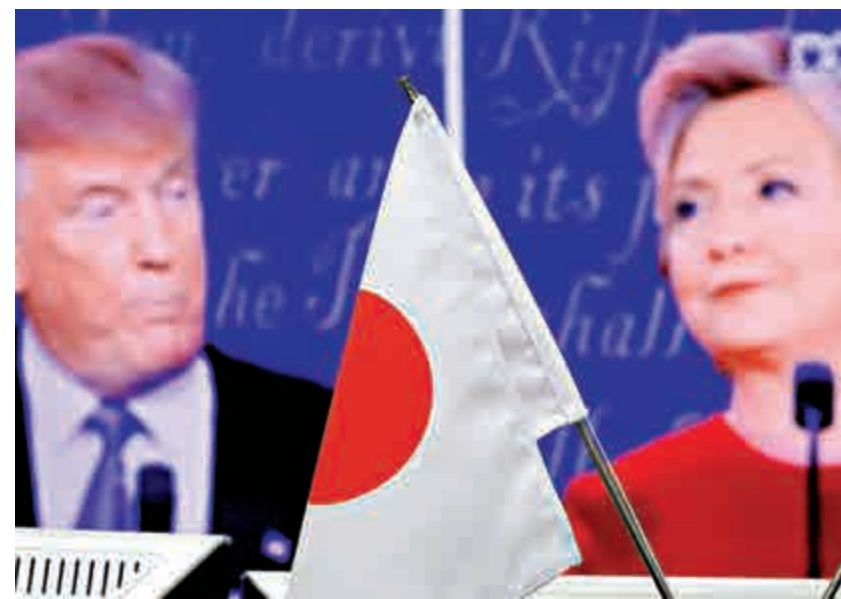
美國、日本之所以會出現經濟的長期低迷，根本原因在於結構性因素對經濟增長的影響開始顯現。按照我們之前的分析框架中，三大結構性因素（人口老齡化加劇、貧富差距不斷擴大且固化、技術創新遭遇瓶頸）制約着發達經濟體的經濟增長，也制約了其利率上升的空間。

當年日本因爲老齡化及技術創新遭遇瓶頸，在資產泡沫破滅後一蹶不振；現今的美國，則因爲貧富差距不斷擴大及技術創新遭遇瓶頸，在次貸危機後陷入低迷。

在技術創新方面，即使美國在日本衰落後又享受了一波產業革命紅利，但美國很難再與追趕者拉開技術差距。

在新一輪產業革命中，不論是智能手機、雲計算、移動互聯網、新能源汽車、頁岩油、3D打印，美國的領先企業產品都很難在全球市場佔據絕對優勢地位。如互聯網方面，美國有亞馬遜、facebook和蘋果，中國有阿里巴巴、騰訊和華爲；在新能源汽車中，美國有特斯拉，中國有比亞迪。

從這個意義上看，美國或許會重複日本的軌跡；低經濟增速與低利率的狀態將長期維持。因爲上文提到的三大結構性因素目前都看不到方向性轉變的跡象，而貨幣政策對於結構性調整是無效的。耶倫的加息遊戲，最終也將被市場所拋棄。



▲美國或許會重複日本的軌跡：低經濟增速與低利率的狀態將長期維持

資金乏出路 樓市勢破頂

中原地產亞太區住宅部總裁 陳永傑



樓市智庫

近期本港股市略爲波動，但樓市根基未受動搖，預期年內中原城市領先指數會有力破頂再創高峰，超越去年九月份歷史高位的146.92點。

近年全球投資表現只是一般，黃金、股市、外匯以至期貨等市場，都是令投資者失望的多，得益的少。再加上各國量化寬鬆及負利率措施，已經使到愈來愈多投資者醒覺，持有現金是最吃虧的投資工具，但其他多數的投資工具又未能「修成正果」。許多投資者已經患上資金出路恐懼症，期望盡快找到達到保本增值目標的投資工具。

今年6月英國公投脫歐演變成黑天鵝事件之後，令人對區域性的投資市場亦產生恐懼感，因爲好好的一個歐盟也可以「失驚無神」地分裂，真是不容易找到投資樂土。不過，筆者在本年中開始，已經察覺到有資金流入亞洲，向樓市及股市推進，香港當然是對象之一。

9月份恒指一度衝上24000點，毫不感到意外。港股有資金流入，港樓就更堅挺，6月份開始更加展現強勢，

從低位呈現強力反彈，步步高陞，中原城市領先指數最近已經直指140點關口，有力衝關上破147點或以上水平的歷史高峰。

關注熱錢南下動向

近日港股跟隨外圍回落，但筆者估計將會繼續表現穩健，9月12日恒指大跌逾800點，預料不會造成什麼損傷，除非連續有十日、八日的大跌浪發生，否則持續平穩。港樓就更是投資者追捧對象，因爲有量寬及負利率造成各地的熱錢流入之外，本港十多年來累積下來的樓市購買力，亦會加入搶貨戰團，令購買力強而有力地持續。

加上香港以北的深圳樓價過去一年爆升四、五成，部分深圳樓價已經變得昂貴，內地物業投資者要購買物業，察覺到制度健全的港樓，竟然比深圳更便宜，食指大動是正常反應。所以，內地投資者「踩過界」到來香港大手掃貨的可能性，絕對不能排除。近月，內地各地紛紛出現高價地王成交，就是發展商寧願持有實物也不想坐擁現金。

此外，最近也有內地房企到香港以高價投地，亦可能與他們覺得本港地價樓價比起內地更有上升空間，形成過江龍湧現現象。