

中国人在开车，方向盘不在自己手中



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

曹阳

SAC 执业证书编号:S1000511050001
(021)-50106413

陈勇

SAC 执业证书编号:S1000510120044
(021)5010 6011
chenyongsz@mail.htlhc.com.cn

张晶

SAC 执业证书编号:s1000510120033
(0755)8249 2011
zhangjing@mail.htlhc.com.cn

汪毅

SAC 执业证书编号:S1000511050002
(021)6849 8613
wangyiyjs@mail.htlhc.com.cn

联系人

杨斌

(0755)82776426
yangbin@mail.htlhc.com.cn

- 2005 年 7 月，人民币开始渐进升值之旅，至今累计升值达到 25.5%，而此间始终伴随“热钱”的流入：在 06—08 年“热钱”成为资本市场和货币政策调控的一个主题词，而 10 年下半年后热钱规模堪比 2008 年，不断增加的外汇占款亦将准备金率推升至历史高点的 21.5%。那么在美联储继续维持量化宽松政策之时，热钱真的出现系统性流入了吗？不断扩大的外汇占款使得准备金率上调真的没有天花板吗？在目前我们很难做出准确的回答，因为至少市场、政策的环境正在出现变化。
- 相比 07 年，目前人民币汇率已经更接近于均衡水平，因而汇率升值对于外汇占款、热钱增加的解释力也就下降了，我们认为人民币在推进国际化的跨境结算、香港离岸金融中心建设的影响是不容忽视的。人民币在进口的使用，导致热钱数量被系统性高估，人民币在港的使用增加了贸易波动，并为国内流动性管理增加了难度。
- 一方面，跨境人民币结算使得出口增加的美元供给远大于进口形成的美元需求，后者人民币的替代效应更为明显，另一方面，香港离岸金融中心对内地流动性影响更大：第一，当地是人民币结算中心，带来的外汇占款增量；第二，国内大企业在港融资便利，降低了境内货币紧缩政策有效性，使得国内投资依然维持高位；第三，也是较为间接的影响在于央行被动进行的提高国内准备金政策的总量调控，使得中小企业面临的融资困难加剧。
- 目前人民币单边升值预期的持续性，资金回流也是央行被迫使用准备金调整的数量型政策对冲的根本原因，资金流动的易变性、总量调控对于经济结构调整的损害，增加了货币政策超调风险。我们认为未来政策调控将由数量转向价格，汇率与利率工具先行，人民币汇率波动区间将进一步扩大，双边波动频率增加；利率调整将更好地反映资金成本和企业投资效率；公开市场净投放在下半年将增加，在外汇占款减少时不排除降低准备金率和同时提高利率的政策组合发生。

目 录

中国人在开车，方向盘不在自己手中	4
相同的资金流入，但故事却有不同	4
金融制度创新使得外部资金流入波动增加	5
主要研究结论和政策展望	10

图表目录

图 1:	2005 年以来中国的外汇占款构成情况.....	4
图 2:	相比 2005 年, 目前人民币升值预期大幅减弱	5
图 3:	2005 年以来经常项目结售汇与贸易差额的比较	6
图 4:	结售汇与贸易顺差差值占外汇占款比例趋势性走高	6
图 5:	中国与东盟贸易占比在危机后回升	7
图 6:	中国与台港澳的贸易占比在危机后企稳	7
图 7:	相比大陆, 香港流动性更充裕.....	8
图 8:	在港人民币汇率市场流动性增加	8
图 9:	中国进口香港与其他地区差距扩大 (%)	9
图 10:	香港人民币存款规模大幅增加.....	9
图 11:	香港金融机构持有港币债权上行有限.....	9
图 12:	香港金融机构持有外币债权大幅上升.....	9
图 13:	香港点心债券发行规模增长很快 (百万人民币)	9
图 14:	外汇占款上行快于企业境内企业贷款增长率	10
图 15:	境内市场流动性趋紧	10
图 16:	风险调整过的货币投资收益率 (以美元投资为基准)	11
图 17:	新兴市场外汇储备占国际投资头寸比例 (%)	12
图 18:	中国国际投资头寸规模扩大	12
表格 1:	跨境贸易人民币结算情况	7
表格 2:	人民币市场发展主要大事记.....	12

中国人在开车，方向盘不在自己手中

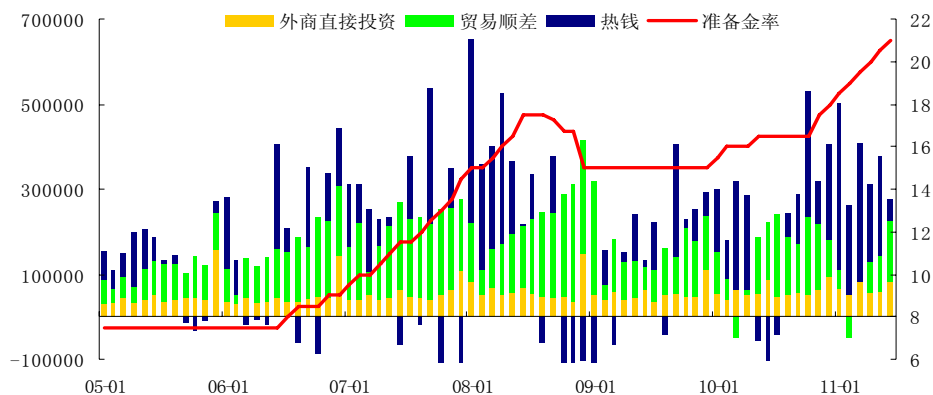
相同的资金流入，但故事却有不同

2005 年 7 月，中国进行人民币汇率改革，人民币开始渐进升值之旅，至 11 年累计升值达到 25.5%，在此期间“热钱”成为资本市场和货币政策调控的一个主题词：从市场来看，在 06、07 年的大牛市中“人民币资产重估”成为投资主线，金融、地产和资源品价值得到提升；从政策来看，随着外汇占款流入增加，央行更多采取提高准备金率的方式对冲外部资金流入，我们发现在图 1 中，准备金率与外汇占款变化是同步的。

在图 1 中，我们将外汇占款分解为外商直接投资、贸易顺差和残差项，其中残差项便是热钱。从数量上看，在 10 年下半年后热钱规模堪比 2008 年，而不断增加的外汇占款亦将准备金率推升至历史高点的 21.5%。

那么在美联储继续维持量化宽松政策之时，热钱真的出现系统性流入了吗？不断扩大的外汇占款使得准备金率上调真的没有天花板吗？在目前我们很难做出准确的回答，因为至少市场、政策的环境正在出现变化，我们身处动荡年代。

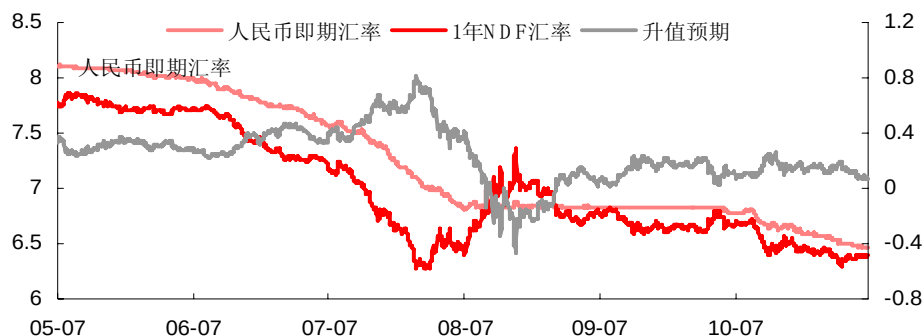
图 1： 2005 年以来中国的外汇占款构成情况



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

仅从热钱流入动因看，人民币升值似乎是一个永久的话题，我们并不清楚人民币的市场均衡汇率、政策默许的升值幅度是多少，但可以肯定的是，相比 2005 年，目前 NDF 升值预期相比 07 年已经大为减弱，当时最高美元贴水的点数曾高达 4000 点，但目前仅为 715 点，也就是说目前人民币汇率已经更接近于均衡水平，那么汇率升值对于外汇占款、热钱增加的解释力也就下降了。

图 2： 相比 2005 年，目前人民币升值预期大幅减弱



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

如果人民币升值预期减弱,那么需要从新的视角来探讨外汇占款的增加为何堪比 2008 年?从市场来看,热钱是否真的如此之多,受制于外汇占款增加的准备金上调风险如何? 我们认为中国在推行货币国际化进程中,以人民币的跨境结算、香港离岸金融中心建设对境内流动性的影响是不容忽视的。人民币在进口的使用,导致热钱数量被系统性高估,人民币在港的使用增加了贸易波动,并为国内流动性管理增加了难度。如果把央行比作驾驶员,引导中国经济行驶在经济增长的道路上,那么很遗憾方向盘却在外国人手,刹车失灵、加速过快的风险很高。下文中我们将对一些制度性的变化对热钱规模,货币政策调控有效性的影响进行分析。

金融制度创新使得外部资金流入波动增加

人民币贸易结算对外部资金流动的影响

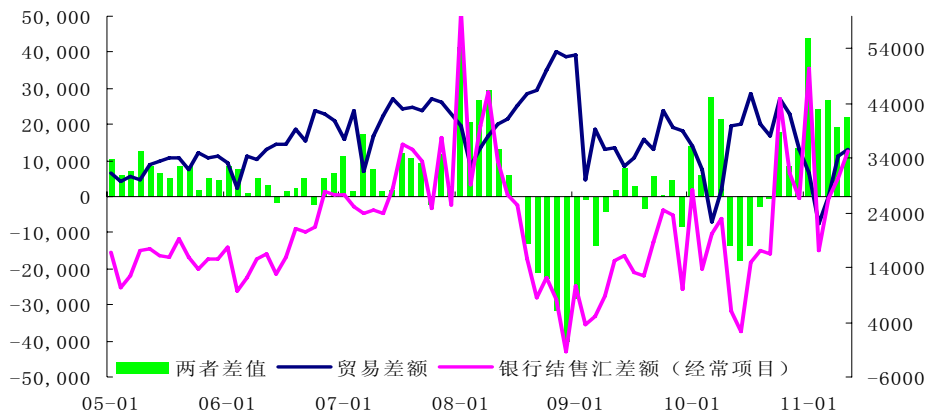
一般而言,贸易商在经常项目的收支差额直接影响着银行结售汇量,从而形成外汇占款的一部分。观察两者的差值,我们发现了比较有趣的现象:第一,2005—2007 年间,两者的差距比较平稳,而且较小;在 08、09 年中差额出现了很大波动,在 08 年银行结汇形成的人民币投放远高于贸易顺差规模,而在 09 年则出现了反向逆转;在 10 年后期则再次出现了正的差值,规模甚至超过 08 年,那么真的是热钱再来吗?首先我们回溯对于 07、09 年的差值波动的解释,当时市场的看法比较一致:在 07—08 年中期,由于人民币单边升值预期强烈,国内股票、房地产市场价格出现系统重估,引发资本流入,正的差值亦混杂热钱流入;在 08 年下半年,由于“次贷危机”导致人民币升值预期逆转和国内股市调整,资金回流海外避险、跨国公司的母公司财务紧张,境内子公司将利润汇回。但是从 10 年后期至今,两者差值再次扩大,有观点认为由于美联储的量化宽松导致热钱在新兴市场逐利,但在我国股市低迷、楼市限购和人民币升值预期有所减弱的前提下,这种解释似乎并不完全可信,而我们更倾向于在金融制度创新下热钱的规模被系统高估了。

由于通常的测算中,热钱是外汇占款减去贸易顺差、FDI 的残差, 但是值得注意的是贸易顺差需要经过银行结售汇才能形成外汇占款,尽管我们承认在人民币升值预期强烈时,结售汇中本身混有热钱(如提前结汇、滞后购汇行为,将资金混杂在虚假的贸

易中等), 但是我们更倾向于认为人民币贸易结算的推广将会长期造成结售汇量大于贸易顺差额, 传统方法对估热钱的流入量存在系统性高估。

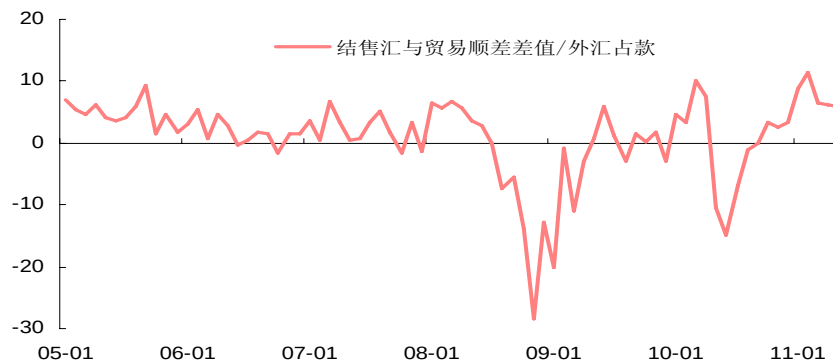
作为量化测算, 我们统计了经常项目结售汇与贸易顺差的差值与外汇占款的比例达到 6% 左右, 其中 2011 年 1-5 月两者差值总额在 1362 亿、传统热钱测算为 1.34 万亿, 如果假设成立, 那么我们猜测高估的热钱流入会在 10% 左右。

图 3: 2005 年以来经常项目结售汇与贸易差额的比较



资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

图 4: 结售汇与贸易顺差差值占外汇占款比例趋势性走高



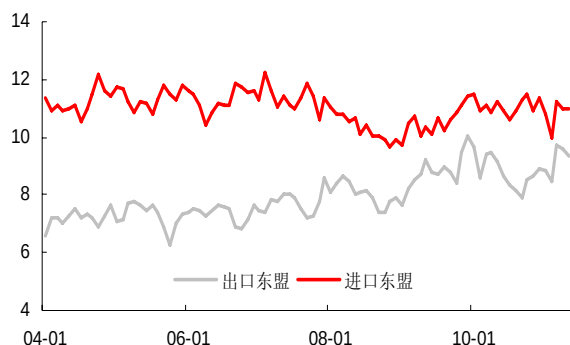
资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

从时点来看存在一定的巧合, 跨境贸易人民币结算扩大的政策和上文结售汇与贸易顺差差值扩大均起始于 2010 年下半年。由于人民币区域化的推行大多在亚洲地区, 体现在结算、贸易和融资领域的使用范围的扩大, (在附录中我们梳理了境外人民币市场的发展) 那么我们从贸易结构来寻找制度与市场相关性的更多数据。观察中国与东盟、大中华区的双边贸易情况, 我们有几个发现: 第一, 从与台港澳的进出口来看, 在 04—08 年占比均呈现系统性下降, 这与我国在 01 年加入 WTO, 市场经济地位确立, 贸易不需再借道大中华区有关, 但在 08 年后出现了出口回升, 进口企稳的现象; 第二, 从和东盟国家的贸易来看, 在危机后进出口亦出现同步反弹。我们的研究同样发现在 2010 年 3 月人民币贸易结算量仅为 219 亿, 但到了 2011 年同期增长为 3603

亿，增长了近 15 倍，这表明人民币在推进区域化过程中使用范围的扩大。更值得注意的是，出口人民币占比、使用规模远远低于同期进口，这会增加美元供给，而减少美元需求，反映在银行结售汇形成的外汇占款大幅高于贸易顺差，从而印证了传统意义的热线系统性高估的观点。

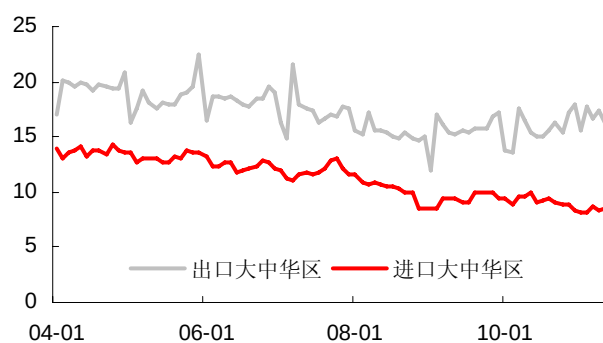
作为海外人民币市场发展的一部分，在金融创新中香港离岸金融中心有着举足轻重的地位。根据统计 86% 的人民币跨境贸易在香港进行，截至 5 月在港人民币存款达到 5488 亿，为 10 年的 6.4 倍，占到境内人民币存款余额的 8%。我们认为香港在吸纳人民币存款，发行人民币债券实现境外融资等领域的变化，对于跨境资金管理、货币政策调控形成了新的扰动，并在一定程度增加了国内企业融资的结构性困难。

图 5： 中国与东盟贸易占比在危机后回升



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

图 6： 中国与台港澳的贸易占比在危机后企稳



资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

表格 1：跨境贸易人民币结算情况

	金额（十亿人民币）				占比（%）		
	总额	出口	进口	服务贸易	出口	进口	服务贸易
2010/3/1	21.94	1.86	18.13	1.95	8.48	82.63	8.89
2010/6/1	48.66	4.67	38.26	5.73	9.60	78.63	11.78
2010/9/1	126.48	11.20	100.70	14.58	8.86	79.62	11.53
2011/3/1	360.32	20.23	320.50	19.59	5.61	88.95	5.44

资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

香港离岸金融中心的资金流动增加了货币政策超调风险

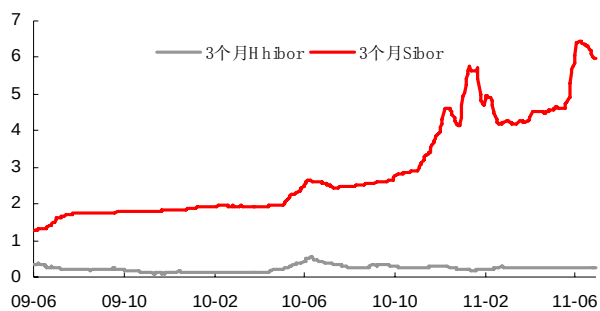
我们认为香港离岸金融中心对于国内资金流动影响在于三个方面：第一，人民币贸易结算、尤其是香港地区结算量扩大导致外汇占款被动增加；第二，国内大企业海外融

资便利性，降低了境内货币紧缩政策有效性，使得国内投资依然维持高位；第三，也是较为间接的影响在于央行被动进行的提高国内准备金政策的总量调控，使得中小企业面临的融资困难加剧。下文我们将勾勒香港离岸金融市场发展对内地企业融资、跨境资本流动的影响途径和对国内货币政策影响，并通过具体的数据加以印证。

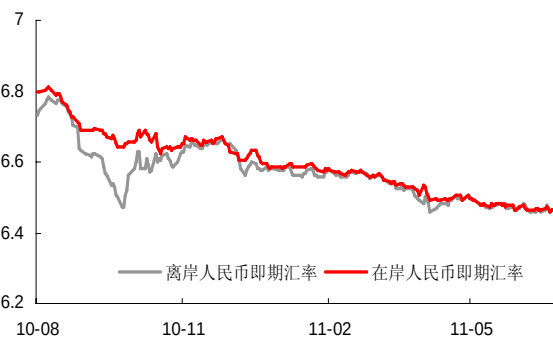
- **香港市场融资条件十分便利，境外人民币市场的流动性大为改善。**其一，香港市场的流动性充裕，使其对内地货币政策紧缩形成了替代，满足了大型企业的融资功能。由于实行联系汇率制度，香港流动性更多受到美国货币政策影响，Hibor 利率处于历史低位，而境内随着紧缩政策的增加，国内的 Shibor 利率已经系统性走高，这表明香港和内地的融资条件存在“冰火两重天”。此外由于外债额度限制，部分大型企业在境内无法得到美元贷款（境内美元市场流动性差、Libor 溢价一般较高），但会借道香港子公司选择在低成本、高流动性的香港市场融得美元，购买商品并通过进口回售母公司。值得关注的是，母公司对于子公司的支付使用的是人民币，后者在港经过兑换归还离岸的美元贷款，这对于整体大陆的进口而言，美元需求减少，而外汇占款增加；其二，随着“点心债券”的发展，企业发行人民币债券便利性增加，成本亦比较低廉，规模也扩张很快，境外筹资降低了境内紧缩政策的有效性，使得固定资产投资维持高位。对于以上推论，我们在信贷、利率和外汇市场均得到了较为一致的验证：其一，与 2010 年下半年香港人民币稀缺导致离岸人民币（CNH）汇率大幅高过在岸人民币（CNY）汇率不同（图 8），随着在港人民币存款大幅增加，（图 10），两者汇率价差几乎不存在了；其二，从香港金融机构债权来看（图 11,12），对大陆的港币债权增加不多，但外币债权余额（我们估计大多为美元贷款）大幅增长，据统计 2011 年 3 月香港金融机构对内地企业和银行的外币债权累计同比增长了 1 万亿港币，这表明内地企业的确通过香港市场实现较大规模的美元融资，从点心债券的发行规模亦得到同样的证据，我们的统计表明自 2008 年至今点心债发行规模已经达到 1500 亿人民币左右。
- **在港人民币回流对国内流动性冲击增加。**观察中国 2011 年的进口情况，我们发现与其他地区进口增速大幅回落不同，我们从香港地区的进口大幅增加，高出程度达到 5% 左右，由于进口币种大多使用人民币，那么我们猜测这是导致外汇占款系统性提高的根本原因。外汇占款的增加，使得准备金持续高位，增加了国内流动性管理难度。
- **为对冲外汇占款而进行的数量型紧缩政策，增加了境内企业融资压力。**尽管外汇占款月维持在 18% 左右高增速，但由于准备金持续上调、国内信贷控制使得境内企业融资压力增加，在降低贷款可得性同时，亦推升融资的资金成本。第一，我们发现国内企业贷款余额增速仅为 12%，远低于外汇占款增幅；第二，由于准备金持续上调，银行同业拆借利率走高，对企业贷款利率上浮比例增加，这加剧部分中小企业的融资难，使得总量调控带来的结构性问题更加突出。

图 7： 相比大陆，香港流动性更充裕

图 8： 在港人民币汇率市场流动性增加

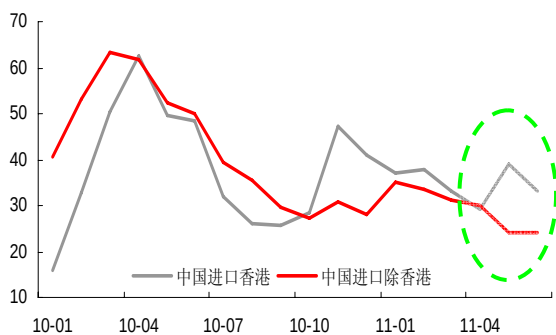


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所



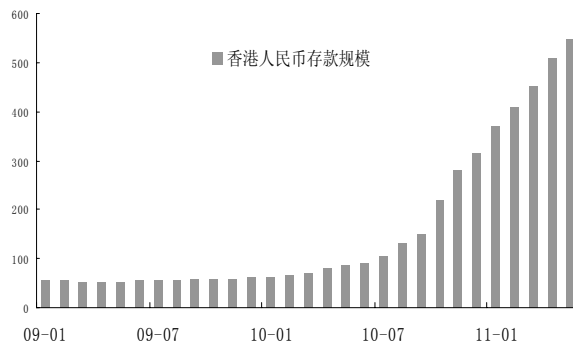
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 9: 中国进口香港与其他地区差距扩大 (%)



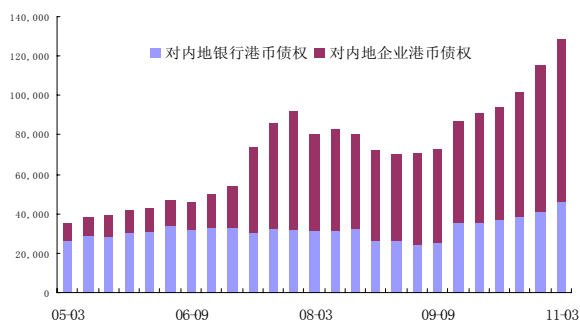
资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

图 10: 香港人民币存款规模大幅增加



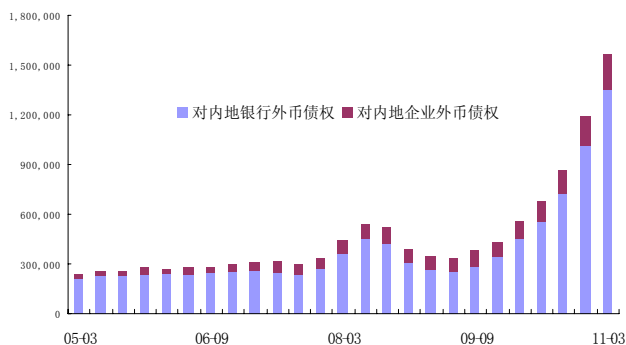
资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

图 11: 香港金融机构持有港币债权上行有限



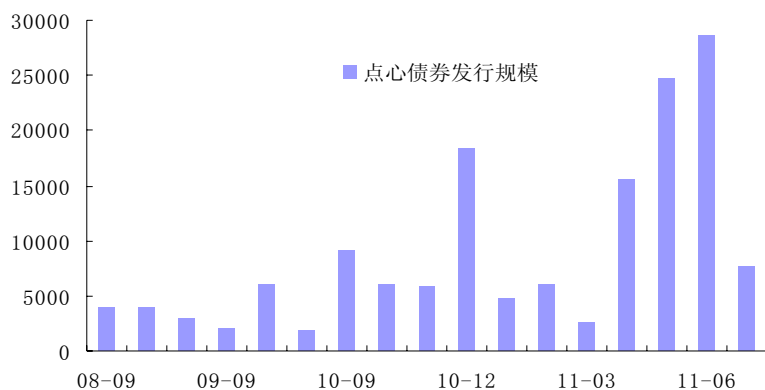
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 12: 香港金融机构持有外币债权大幅上升



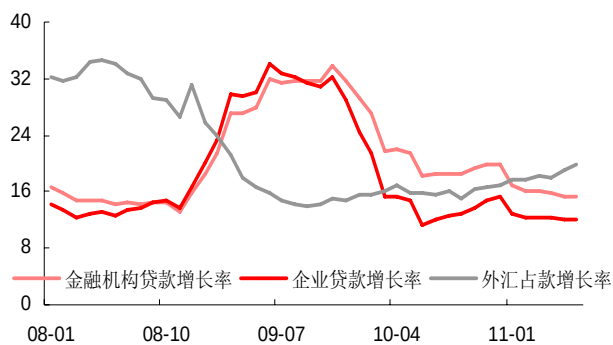
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 13: 香港点心债券发行规模增长很快 (百万人民币)



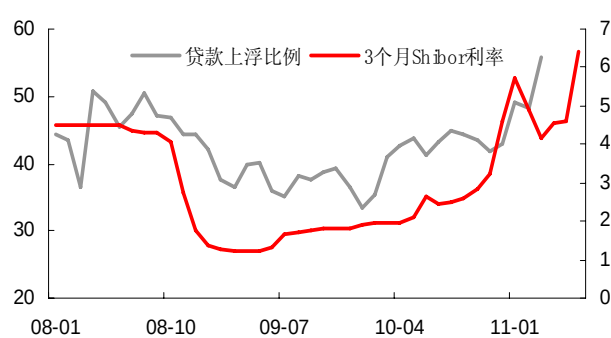
资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

图 14: 外汇占款上行快于企业境内企业贷款增长率



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 15: 境内市场流动性趋紧



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

主要研究结论和政策展望

主要的研究结论

从以上对跨境贸易人民币结算、香港离岸金融中心建设中人民币存款、融资市场的发展对国内流动性冲击来看,我们认为传统意义的热钱衡量变得更不稳定、货币政策调控的有效性亦受到挑战,主要的结论如下:

- 由于人民币贸易结算的推广会将长期造成结售汇量大于贸易顺差额,那么传统方法对热钱存在系统性高估,程度可能高达 10%。

- 尽管贸易顺差可能收窄，但随着进口人民币使用的扩大，出口结汇形成的美元供给仍将大幅大于进口购汇的美元需求。外汇占款的增加是长期的、准备金也将被迫维持高位。
- 境内大企业海外融资的便利、跨境人民币套利形成的资金回流，加剧了国内货币政策调控的难度，数量型调控工具使用增加了中小企业融资难的结构性问题。

根据以上分析，我们认为随着金融创新的深入，尤其是货币区域化进程中香港离岸金融中心建设、跨境人民币结算使用的扩大，导致国内数量型政策使用的被动性会增加货币政策超调风险。其中根本性原因在于人民币单边升值预期仍在，由此形成的美元结汇的刚性，而进口的人民币对美元替代或是趋势，但仍不稳定。

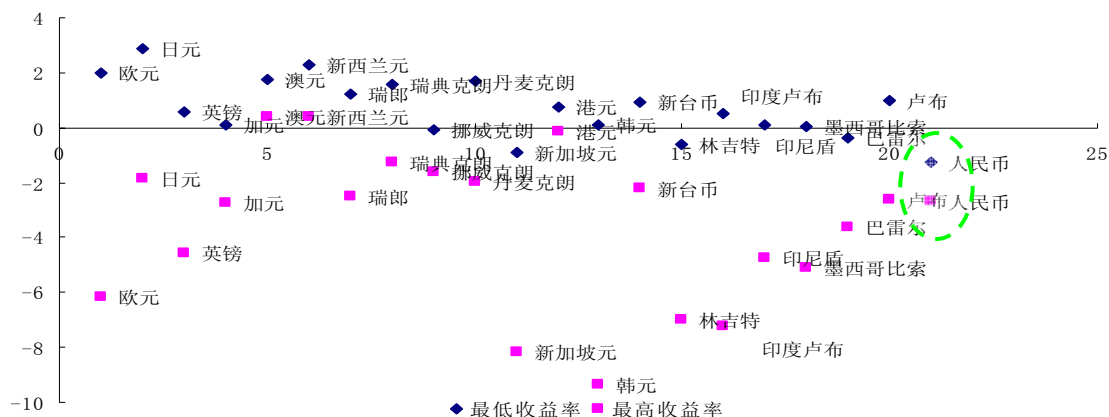
未来的政策展望

尽管市场对未来人民币升值幅度相比 2005 年已大为收窄，但单边升值投资收益依然诱人。我们考察了不同期限，以美元衡量的各币种投资收益（时限选择为 1 个月到 5 年，负数表示外币对美元升值），以最大收益减去最小收益的极差作为投资收益稳定性指标，发现人民币无论在短期、还是长期均可以取得 2%—4% 风险调整收益，但无论是欧元、日元等 G7 货币，还是林吉特、新加坡元等亚洲货币投资收益波动均很大。

此外，由于收益的稳定性，境外人民币回流动机增强，使得我们外汇储备被动大幅增加，相比其他亚洲、拉美新兴市场 20%—60% 的储备占国际投资头寸的比例，中国高达 70.63%（印度虽然达到 70% 以上，但有所不同，因其私人领域 FDI，资本流动更为自由）；同时中国积累的海外投资头寸规模相比 2004 年上升了 3 倍以上。

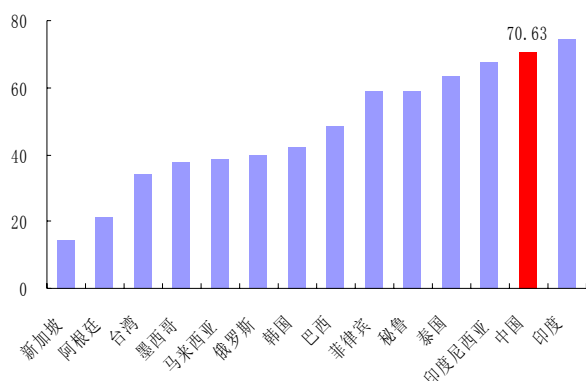
以上的分析说明人民币汇率升值的稳定性长期存在，由此导致外部资金流入持续、近期境外人民币市场发展带来的资金回流也是央行被迫使用准备金调整的数量型政策对冲，资金流动的易变性、总量调控对于经济结构调整的损害，增加了货币政策超调风险。我们认为未来政策调控将由数量转向价格，汇率与利率工具先行，人民币汇率波动区间将进一步扩大，双边波动频率增加；利率调整将更好地反映资金成本和企业投资效率；公开市场净投放在下半年将增加，在外汇占款减少时不排除降低准备金率和同时提高利率的政策组合发生。

图 16： 风险调整过的货币投资收益率（以美元投资为基准）



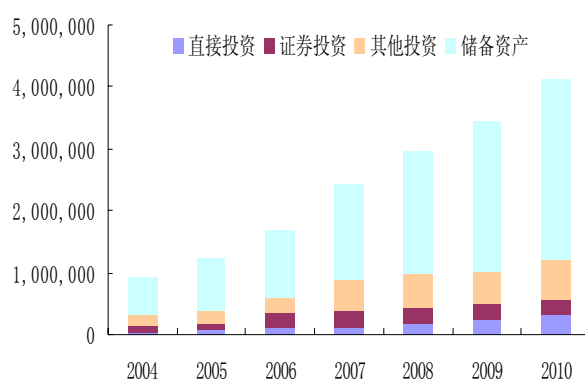
资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 17: 新兴市场外汇储备占国际投资头寸比例 (%)



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 18: 中国国际投资头寸规模扩大



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

表格 2: 人民币市场发展主要大事记

03 年 12 月	中国银行 (香港) 被委任为香港人民币业务清算行。
04 年 2 月	香港银行正式开办人民币业务 , 标志着近年来香港金融业中最值得关注的一项业务扬帆起航。
05 年 12 月	香港人民币银行业务范围扩大。央行同意香港购物、餐饮、住宿、交通、通讯、医疗、教育等 7 个行业的“指定商户”开设人民币存款账户。香港居民可开设人民币支票账户，并可用支票在每个账户每天 8 万元人民币的限额内，在广东省支付消费性支出。香港居民个人人民币现钞兑换最高限额由 6 0 0 0 元提高至 2 万元，香港居民个人人民币汇款最高限额提升至 8 万元。
07 年 5 月	东盟 10 国以及日本、中国和韩国的财长达成协议,建设区域性的外汇储备一揽子货币体系协议。

07 年 6 月 央行允许内地金融机构在香港发行人民币债券。一个月后，国家开发银行在港成功发行第一笔人民币债券。迄今为止，大约 40 笔离岸人民币债券在香港发行，总金额约 800 亿元人民币。发债主体由最初的内地金融机构，扩大至 2009 年的财政部及香港银行在内地的附属公司，随后进一步扩大到普通企业及国际金融机构。

08 年 7 月 7 月 10 日，国务院批准中国人民银行三定方案，新设立汇率司，其职能包括“根据人民币国际化的进程发展人民币离岸市场”。

08 年 12 月 12 月 4 日，中国与俄罗斯就加快两国在贸易中改用本国货币结算进行了磋商；12 日，中国人民银行和韩国银行签署了双边货币互换协议，两国通过本币互换可相互提供规模为 1800 亿元人民币的短期流动性支持；中国央行先后与韩国、中国香港地区、马来西亚、白俄罗斯、印度尼西亚、阿根廷、新加坡等 7 个国家和地区的央行及货币当局签署货币互换协议；12 月 24 日，国务院常务会议研究部署搞活流通扩大消费和保持对外贸易稳定增长的政策措施，确定对广东和长江三角洲地区与港澳地区、广西和云南与东盟的货物贸易进行人民币结算试点。此外，中国已与包括蒙古，越南，缅甸等在内的周边八国签订了自主选择双边货币结算协议，巴基斯坦、尼泊尔、越南、俄罗斯和蒙古等多个国家也通过立法，允许在出口贸易中使用人民币结算。

09 年 1 月 1 月 13 日，央行上海总部表示，2009 年上海将在适当时机推出人民币国际结算试点；1 月 20 日，央行与香港金管局签署 2000 亿元人民币货币互换协议。这是央行第二次与其他国家或地区签署本币互换协议

09 年 2 月 2 月 8 日，央行和马来西亚国民银行宣布签署双边货币互换协议，互换规模为 800 亿元人民币 / 400 亿林吉特。

09 年 3 月 3 月 11 日，中国人民银行和白俄罗斯共和国国家银行宣布签署双边货币互换协议，规模为

200 亿元，目的是通过推动双边贸易及投资促进两国经济增长;3 月 23 日，中国人民银行和印度尼西亚银行宣布签署双边货币互换协议，规模为 1000 亿元，目的是支持双边贸易及直接投资以促进经济增长，并为稳定金融市场提供短期流动性

4 月 2 日，中国人民银行和阿根廷中央银行签署双边货币互换协议，规模为 700 亿元;4 月 8 日，国务院常务会议决定在上海市和广东省广州、深圳、珠海、东莞 4 城市开展跨境贸易人民币结算试点。

6 月 29 日，央行与香港金融管理局就内地与香港跨境贸易人民币结算试点业务签署补充合作备忘录，允许香港企业与上海、广州、深圳、东莞和珠海的企业以人民币作为贸易往来结算货币。香港成为跨境贸易人民币结算的唯一境外试点地区。中银香港为人民币贸易提供清算服务，并于当年 7 月 6 日完成首笔人民币贸易结算交易。中银香港随后还与东盟及其他相关地区多家商业银行签署“人民币贸易结算业务清算及结算协议”。

六部门发布跨境贸易人民币结算试点管理办法，我国跨境贸易人民币结算试点正式启动;7 月 1 日，中国人民银行、财政部、商务部、海关总署、税务总局、银监会共同制定《跨境贸易人民币结算试点管理办法》并予以实施;各部委共同制定的《跨境贸易人民币结算试点管理办法》正式对外公布；7 月 6 日，跨境贸易人民币结算试点在上海正式启动。中国银行上海分行、交通银行上海分行完成第一笔由内地企业出口香港、贸易货款经中银香港汇入内地的跨境贸易人民币汇入汇款业务，以及第一笔跨境贸易人民币汇出汇款业务。标志着人民币在国际贸易结算中的地位从计价货币提升至结算货币，人民币国际化迈出关键一步

财政部首次在香港发行 60 亿元人民币国债。这是中国国债首次在内地以外地区发行，也是首次在内地以外发行人民币计价的主权债券，具有重要意义。此举有助于香港人民币离岸业务发展。

09 年 12 月 12 月 5 日到 7 日，中央经济工作会议指出，2010 年将继续推进跨境贸易人民币结算试点。

10 年 1 月 1 月 1 日，中国—东盟自由贸易区建成，将加速人民币区域化。

香港金管局对香港人民币业务的监管进行诠释：人民币资金进出内地必须符合内地相关法规

10 年 2 月 和要求；只要涉及的人民币不回流内地，香港的银行可自由决定如何运用其人民币资金，发展人民币业务。此举有助于简化程序和增加灵活性，支持跨境贸易人民币结算业务发展。

5 月 17 日，三菱东京日联银行获得中国人民银行与大陆银监会同意，将发行人民币 10 亿元

10 年 5 月 (约合新台币 46.7 亿元) 债券，成为在大陆发行人民币债券的首家外商，并有助于大陆推动人民币国际化。

10 年 6 月 6 月 9 日，中国人民银行与冰岛央行签署的 35 亿元正式互换协议。

10 年 6 月 6 月 17 日，中国人民银行行长助理李东荣在哈尔滨表示，国务院近日已经批准，跨境贸易人民币结算境内试点地区扩大到包括黑龙江在内的 20 个省份，并将试点所涉及的境外地域扩展到所有国家和地区。据中国人民银行初步统计，截至 2010 年 5 月末，跨境贸易人民币结算业务累计办理 445.52 亿元；6 月 22 日，中国人民银行、财政部、商务部、海关总署、税务总局和银监会联合发布《关于扩大跨境贸易人民币结算试点有关问题的通知》，扩大跨境贸易人民币结算试点范围。此次试点扩大后，跨境贸易人民币结算试点地区由上海市和广东省的 4 个城市扩大到北京、天津、内蒙古、辽宁、上海、江苏、浙江、福建、山东、湖北、广东、广西、海南、重庆、四川、云南、吉林、黑龙江、西藏、新疆等 20 个省(自治区、直辖市)；试点业务范围包括跨境货物贸易、服务贸易和其他经常项目人民币结算；不再限制境外地域，企业可按市场原则选择使用人民币结算；7 月 13 日，中国人民银行行长周小川与中国银行(香港)有限公司董事长肖钢签署《关于向台湾提供人民币现钞业务的清算协议》，授权中银香港为台湾人民币现钞业务清算行。这一安排进一步为海峡两岸人员往来提供便利，也

为逐步建立两岸货币清算机制和加强两岸货币管理合作奠定了基础；7月19日，中国人民银行副行长胡晓炼在香港代表中国人民银行，与中银香港总裁和广北签署了修订后的《香港银行人民币业务的清算协议》，与香港金管局总裁陈德霖就扩大人民币贸易结算安排签订了补充合作备忘录。截至2010年5月底，香港银行体系人民币存款847亿元，经营人民币业务的认可机构76家；7月23日，中国人民银行和新加坡金融管理局代表签署了《中新双边本币互换协议》，规模为1500亿元

8月17日，中国人民银行发布《关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知》。《通知》规定，试点期间，香港、澳门地区人民币业务清算行、跨境贸易人民币结算境外参加银行和境外中央银行或货币当局均可申请进入银行间债券市场进行投资。央行宣布允许香港人民币业务清算行等相关境外机构进入内地银行间债券市场试点投资，从而拓宽境外人民币的投资渠道。随后，工银亚洲、交通银行香港分行、中国农业银行香港分行和中国建设银行香港分行等多家境外机构获得批准

10年9月 9月8日，中国银行在香港发行总额不超过50亿元的人民币债券。

10年10月 10月29日，“新疆跨境贸易与投资人民币结算试点”启动。自此，新疆成为中国首个开通跨境投资人民币结算的地区。

11年1月 央行发布境外直接投资试点管理办法，规定凡获准开展境外直接投资的境内企业，都可以人民币进行境外直接投资。同时，内地银行的香港分行或代理银行，可以从内地取得人民币资金，向进行投资的企业发放人民币贷款。

11年6月 6月21日，央行公布了《关于明确跨境人民币业务相关问题的通知》，正式明确了外商直接投资人民币结算业务的试点办法，成为推进人民币跨境流动的又一重大举措。

资料来源：华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn