

中国：香港在推行“沪港通”之前取消人民币每日兑换限额

- 在经历众多不确定性之后，香港刚刚宣布取消人民币兑换限额，为计划于11月17日开始的沪港股市互联互通机制铺平了道路。
- 这些举措反映了中国推进市场改革和进一步开放资本账户的决心。考虑到已经存在了十多年的合格境外机构投资者（QFII）项目，推行“沪港通”政策的速度是十分惊人的。
- 兴奋之余，在这一政策正式推出之后，起初会面临一定的人民币流动性紧张的局面，但是考虑到离岸流动性的供给，我们预计不会出现持续性紧张。在中长期内，随着人民币国际化进程的不断深入，虽然我们预计会出现更多的人民币汇率双向波动，但总体上我们仍然看好人民币。

背景

正如普遍预期的一样，香港特区政府于昨日（星期三，11月12日）宣布取消香港永久性居民每日人民币20,000元的货币兑换上限限额，这一政策将于11月17日（星期一）正式生效，届时，已推迟多时的沪港股市互联互通机制也将正式启动。这一政策使得香港当地居民能够按照离岸汇率购买无限量的离岸人民币，而不再需要通过上海股市获得人民币，受到所有的在岸市场的相关限制。自2012年8月起，香港已经允许非居民购买无限量的离岸人民币。除上述措施以外，香港金融管理局已经于11月10日设立了100亿人民币的盘中回购工具，并已指定七家银行为人民币的“主要流动性提供者”。在沪港股市互联互通机制下，这些举措都旨在为上海和香港股市之间互联互通机制的启动进行铺垫，这也是中国进一步开放资本市场的进程之一。

沪港股市互联互通机制（也被称为“沪港直通车”；“沪港通”）将允许中国内地的投资者交易港股，同时也允许香港（及海外）投资者交易上证股票。推行沪港股市互联互通机制的主要目的不仅仅是“产品创新”，或增加市场流动性，而更多的是为了加深对中国与国际市场的整合性和连通性，并进一步提升人民币的国际地位。应当注意的是，与新兴市场典型的外资股市场份额占比30%左右的情况相比，QFII计划仅仅占中国内地资本市场份额的2%，而中国无疑已经意识到外资参与度的严重滞后。

这一举措由中国国务院总理李克强于2014年4月10日宣布，当时计划的启动日期是十月底。上海和香港双方已经完成了多项互通测试，且在经历了多次延迟和不确定性后（可能是由于九月底开始在香港发起的“占领中环”的抗议活动所致），“沪港通”计划将于11月17日正式启动。在本周六（11月15日），双方将完成最后测试运行。中国和香港监管机构在APEC会议在京召开期间（11月7日-12日），宣布了沪港股市互联互通机制的启动日期，这也带有诸多的象征意义。

沪港股市互联互通机制

为了解新计划将如何影响离岸人民币市场和人民币国际化进程，对该机制有一定的了解是很重要的。

股票互联是针对跨境资本流动的一种新型资本账户渠道。现有的渠道包括投资内地证券的QFII/RQFII（“合格境外机构投资者/人民币合格境外机构投资者”），以及内地投资者投资海外股票和债券的QDII（“合格境内机构投资者”）。所有这些都仅限于机构投资者，并必须得到许可，且资金注入和撤回受到限制，还有其他限制

条件。

与现有的 QFII/ QDII 计划相比, 沪港股市互联互通机制的一个关键的特征是, 它对机构投资者和散户投资者均开放, 这将进一步扩大投资者基础, 从而将在上海和香港股市中显著地提升交易流动性, 但需受到每日和累积交易额限制, 这一点将在后文详细说明。

沪股通 (香港→上海)

允许香港及海外投资者购买在上海证券交易所 (上证所) 交易的股票;
569 只上海证券交易所上市的股票;
每日净配额= 130 亿元人民币 (相当于上证所每日成交额的 13.3%)
总净配额 = 3000 亿元人民币 (相当于上证所日均成交额的 3.1 倍)

港股易通 (上海→香港)

允许中国投资者购买在香港联合交易所 (联交所) 交易的股票
268 只香港联交所上市的股票;
每日净配额= 105 亿元人民币 (相当于香港联交所每日成交额的 21%)
总净配额 = 2500 亿元人民币 (相当于香港联交所每日成交额 7.1 倍)

值得注意的是沪港股市互联互通机制下的每日交易配额是建立在净买量而非总量的基础上, 即投资者不论剩余多少配额, 都将被允许出售他们的跨境证券。这从理论上意味着, 如果买单与卖单相互抵消, 将永远达不到每日配额。

计算公式为: 每日配额余额=每日配额-买入订单+销售交易+调整。请注意, 每日配额将根据累计配额的余额进行更新, 每天都保持不变。未使用的每日配额将不会被转移到下一天的每日配额。

基于此机制, 我们认为累计配额 (包括沪股通及港股通) 由于每日配额的设计不会很快用尽。

假设每日净配额不断被用尽, 要耗尽累积配额, 沪股通需 23 个交易日 (3000 亿元人民币 ÷ 130 亿元人民币), 港股通则需 24 个交易日 (2500 亿元人民币 ÷ 105 亿元人民币)。

这意味着, 即使是在香港投资者在上证单方净买的极端情况下, 每天离岸吸收的最大流动性仍达 130 亿元人民币。它会对离岸人民币的流动性造成困扰吗?

考虑到香港境内人民币流动性的供应情况, 我们认为不太可能对这一体系造成持续性的严重压力: 截至到 2014 年 9 月, 在香港境内的人民币存款达到 9,444.7 亿元, 而全球人民币存款池 (包括香港) 则超过 1.5 万亿元。截止到今年 2 月底, 香港境内人民币贷款余额为 1,230 亿元, 这意味着存贷比达到 13%。此外, 如果这一体系出现人民币流动性短缺情况, 香港金融管理局还可以利用持有的 4,000 亿元人民币的双边货币互换协议, 以及此前提到的 100 亿元人民币的盘中回购工具进行调节。国际货币基金组织估计, 香港的人民币日均交易量接近 500 亿美元 (相当于人民币 3,000 亿元)。这些数字表明, 人民币的离岸流动性足以应付配额临时被用尽的情况, 但可以想象一旦金融状况被扰乱, 监管机构将介入。

相比之下, QDII/ QFII/ RQFII 计划的当前规模为: 批准的 QDII 额度为 873.73 亿美元 (截止至 2014 年 10 月 30 日); 批准的 QFII 额度为 640.61 亿美元; 而批准的 RQFII 额度为人民币 2,944 亿元。

对人民币的影响

最新的举措凸显了中国沿市场化改革的决心, 同时具有更大的紧迫感并倾向于更少的监管。

考虑到 QFII 计划启动于 2003 年 (QDII 启动于 2007 年, RQFII 启动于 2011 年), 它使用超过十年的时间才达到今天的规模。相比之下, 沪港股市互联互通机制最初是在 2014 年 4 月公布, 并计划在六个月的时间内启动运行。考虑到需要克服以及协调的操作的复杂性, 这确实是一个惊人的速度: 两套不同的监管和法律框架, 运行环境, 清算和结算周期, 下至不同的交易时间和节假日时间安排以及潜在的天气中断。此外, 不同于 QFII/ RQFII/只 QDII 方案的是, 中国内地监管机构投资者必须遵守的条件有全权酌情决定权, “直通车”项

目需要双方的协调和监管合作。

对于人民币货币本身，上海市场向境外投资者的开放，将为配置离岸人民币流动性提供除了通常的贷款、保险、债券和其他投资工具以外的另一种替代性和更加灵活的方式。这一替代性途径将产生一定的收益和汇报，从而将增加对离岸人民币持有者的吸引力。由于这一计划允许人民币向内地回流，因此这也表明中国向资本账户开放和人民币进一步国际化又迈进了一步。

尽管设定了每日额度上限，由于沪股通（即进入上海市场）交易需要以人民币的形式出资，可以想象在这一计划执行的初始阶段，将会对离岸人民币外汇汇率和利率带来上涨压力，以及流动性紧缺情况，虽然这种情况可能会在最初的兴奋和调整期结束后趋于正常化。

尽管如此，保持足够的人民币流动性仍然是明智的，而不是在计划实施之前和期间看空人民币。正如上文分析的，考虑到体系内流动性供应情况，离岸人民币的流动性短缺应该是短暂的，可能不会像有些机构预计的那样规模庞大。

从中期来看，我们对人民币仍持乐观态度，鉴于我们 2014 年底美元兑人民币汇率为 6.10 的目标已近在眼前，我们认为在 2014 年底人民币兑美元汇率会更加坚挺，但是应该限制在 6.10 以内。由于美国联邦储备委员会的利率政策预计到 2015 年中期能够实现正常化，考虑到美联储提前采取措施可能造成的影响，我们预计 2015 年人民币兑美元汇率将上升到 6.03-6.05，对美元起到支持作用，并可能会导致人民币和其他亚洲货币进一步波动。

短期内，在技术基础上仍然会看到人民币进一步走弱的空间（见下文），这说明人民币将继续呈现波动，尤其是在今年年初的 3 月 17 日每日交易区间从 1% 扩大至 2% 之后。人民币汇率在经历了自 2005 年到 2013 年几乎不间断的升值之后，这一变化显得尤为重要。然而，我们仍然认为在中长期内，人民币还存在增值潜力，2015 年美元将走强（请参见 2014 年 11 月 12 日的研究报告《美元牛市将贯穿 2015 年》），此外，随着人民币国际化步伐的加快，中国温和的增长环境可能会抑制人民币过度升值，并可能会带来与 2014 年 3 月至 4 月类似的短期贬值的风险。

技术观点（来源于 2014 年 11 月 11 日的“每日技术观察”）

在 2014 年 11 月 4 日最新的每日更新图表中（汇率值：6.1225），我们认为，人民币兑美元汇率正处于恢复阶段，目标为 6.1440。这一目标几乎与上周五的高点 6.1430 相一致，但是随后的大幅下滑导致了汇率前景的不确定性。这表明，每日 MACD 线仍保持明显高于 0，我们预计不会持续地跌破近期 6.1100 的低点。只要该低点不被跌破，则可能朝着 6.1110/20 的方向反弹，我们预计将进入另一个向略高于 6.1400 的阶段调整。

了解更多关于“直通车”的信息：

沪港股市互联互通机制：港交所：《投资者资料书》

[http://www.hkex.com.hk/eng/market/sec_tradinfra/chinaconnect/Documents/14051596_HKEx_Shanghai-Hong%20Kong%20Stock%20Connect\(e\)full.pdf](http://www.hkex.com.hk/eng/market/sec_tradinfra/chinaconnect/Documents/14051596_HKEx_Shanghai-Hong%20Kong%20Stock%20Connect(e)full.pdf)

免责声明：本文分析的资料均来自公开的信息。尽管本文所含信息被认为是可靠的，但大华银行集团对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。同时，本文包含的意见和预测仅反映我们在本文分析发布时的意见，如有变更，恕不另行通知。大华银行集团可能持有本文提及的货币和金融产品的头寸，并有可能影响其中的交易。在达成任何拟定交易之前，读者应不依赖大华银行集团或其关联公司而独立确定交易的经济风险和价值以及法律、税务、会计特征和后果，并且读者须能够承担这些风险。本文及其内容是大华银行集团的专有信息及产品，不得复制或用于其他用途。本文以英文书写，中文版本为大华银行集团内部翻译版本且仅供参考。中、英文版本若有任何歧义，均以英文版本为准。

另，本文内容由新加坡大华银行提供，大华银行（中国）有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。