

2014 年第一季「星展人民幣動力指數」調查報告 (本文為中譯本，以英文版為準)

指數在 2014 年第一季下跌 — 指數成分有什麼變化？

*自 2014 年第一季起，指數權重和取樣已經調整。有關指數所有過往數據(2012 年第四季至 2013 年第四季)已經更新，以反映有關調整。詳情請參閱本節「指數重新調整」。

2014 年第一季星展人民幣動力指數由 2013 年第四季的 58.5 下跌至 57.6 (圖 1)。指數下跌，主要因本地企業對人民幣的業務需求減少。於 2014 年第一季，人民幣客戶訂單／發票及貿易結算的實際和預期使用量顯著下滑 (圖 2a 和 2b)。至於人民幣服務及產品方面，表示目前使用或將會考慮使用人民幣付款／應收賬款和人民幣貿易服務的公司數目較上一季度有所減少 (圖 3a 和 3b)。有趣的是，儘管調查指在過去 12 個月的業務表現略有改善，以及未來 12 個月的業務表現前景較為樂觀，但 2014 年第一季人民幣服務和產品的整體使用量仍然下跌 (圖 4a 和 4b)。這意味香港人民幣發展的速度和深度，並非單是取決於香港經濟前景和企業的經營表現。由於香港是開放型經濟體，評估離岸人民幣的發展需依據層面較廣泛的人民幣國際發展進程。根據本季度的調查結果，人民幣的升值預期對企業使用和接受人民幣有決定性的影響。

有關人民幣融資，2014 年第一季對獲得人民幣融資的難易程度，與過往季度大致相若。

主要的研究結果及星展見解

* 除非另有說明，否則括號中的數字代表 2013 年第四季的調查數據

1. 人民幣的業務需求明顯減少

- 企業在2014年第一季對人民幣的需求下跌。33% (39%) 的受訪企業表示在過去12個月有人民幣客戶訂單／發票，而52% (53%)的受訪企業表示在未來12個月將使用人民幣作上述用途 (圖2a及2b)
- 2014年第一季有最高比例的受訪企業 (66%與2013年第四季的高位60%比較) 表示，在過去12個月並無人民幣客戶訂單／發票及貿易結算
- 營業額超過港幣10億元的大型企業已普遍採用人民幣，所有受訪大型企業表示，在過去12個月有人民幣客戶訂單／發票及貿易結算，而有13%表示預計在未來12個月將進一步增加使用

星展見解

人民幣的業務需求是關鍵指標，反映人民幣在企業層面的實際接受和使用水平。根據我們在過去六個季度觀察這成分所知，無跡象顯示企業使用人民幣的使用程度有擴大或縮小趨勢。人民幣使用水平的季度變幅反映個別人民幣相關政策的變化和企業在該季對人

人民幣的升值預期。例如，由於人民幣近期貶值與企業大幅調低人民幣的升值預期，以致 2014 年第一季的指數較 2013 年第四季下跌 (圖 5)。

2. 人民幣產品的使用量也減少

- 使用人民幣產品 [1] 的公司比例在2013年第三季及2013年第四季均達致高位，分別為38%和34%，但於2014年第一季跌至只有25% (圖6)
- 24% (37%) 的受訪企業表示目前使用或將在未來12個月考慮使用人民幣付款和應收賬款服務 (圖3b)
- 5% (14%) 的受訪企業表示目前使用或將在未來12個月考慮使用人民幣貿易服務。在2014年第一季表示使用的回覆為至今最低的水平，而2013年第四季表示使用的回覆為最高 (圖3a)
- 在有使用貿易服務 (所有貨幣) 的企業中，有 8% (35%) 在過去 12 個月有使用人民幣貿易服務。而在曾使用過貿易服務 (所有貨幣) 但現時並無使用人民幣貿易服務的企業中，有 13% (6%) 將考慮在未來 12 個月使用人民幣貿易服務

星展見解

據統計，使用人民幣產品的程度出現下跌趨勢，而這趨勢是否會持續仍未明確。基本上，產品的使用水平很大程度上取決於公司對人民幣匯率的預測。由於人民幣近期貶值而拖累人民幣產品的使用。如果企業在 2014 年下半年再度看好人民幣會升值，人民幣產品的使用量將可望再次增加。

3. 人民幣企業產品的範圍擴大

- 大部分企業只使用簡單的人民幣現貨兌換來處理日常營運。企業使用人民幣作投資 (2%)、對沖 (2%) 或融資 (1%)，規模仍然較小
- 目前使用貿易服務 [2] 的企業對人民幣投資、對沖及融資產品的需求減少。只有5%的受訪企業在2014年第一季有人民幣投資 (2013年第四季為8%)；5%的受訪企業在2014年第一季使用人民幣對沖產品 (2013年第四季為12%)；及3%的受訪企業在2014年第一季有人民幣融資 (2013年第四季為7%)
- 在有使用任何人民幣服務或產品的企業中，在過去三個季度使用外匯現貨交易有減少趨勢 (2014年第一季為39%；2013年第四季為43%；2013年第三季為56%) (圖7)
- 在較複雜的產品中，以人民幣計值的結構性投資存款 (SID) 最受歡迎，但即便如此，只有10% (8%) 的公司在過去12個月持有上述存款
- 然而，在2014年第一季有越來越多的企業開始使用更廣泛、複雜的人民幣產品。例如，在2013年第三季只有0.5%的企業使用人民幣短期貸款，但在2014年第一季的

使用率大幅上升至**6%**。雖然沒有公司在**2013**年第三季及**2013**年第四季起計的過去**12**個月內投資人民幣計值股票，但有**3%**表示在**2014**年第一季持有上述投資。使用其他複雜產品的公司百分比亦呈上升趨勢 (圖7)

- 在**2014**年第一季，有更多的企業需要使用人民幣信用證 (**9%**計劃在未來**12**個月使用，對比**5%**在過去**12**個月實際使用)、人民幣有期貸款 (**7%**計劃在未來**12**個月使用，對比**6%**在過去**12**個月實際使用)及人民幣結構性投資存款 (**13%**計劃在未來**12**個月使用，對比**10%**在過去**12**個月實際使用)
- 企業對人民幣融資方面的需求仍然偏低。只有**1%**受訪企業表示在過去**12**個月使用人民幣融資，而僅有**2%**表示可能會在未來**12**個月使用人民幣融資

星展見解

我們在過去六個季度的調查結果顯示，除外匯現貨交易的下滑趨勢外，大部分人民幣產品的使用狀況並沒有是一致的趨勢。然而，在**2014**年第一季首次錄得**3%**至**6%**的受訪企業持有更廣泛的人民幣產品。

若論及市場持續使用人民幣產品，最終取決於企業對人民幣的業務需要，根據最新的調查結果顯示，因目前市場預期人民幣會升值，業務需求仍會波動，故此，如果市場致力發展人民幣產品和相關金融結構性產品，將有助提高企業對產品的需求。例如，新推出的試點方案滬港通將提供額外投資人民幣的途徑。由於投資人民幣計值的股票變得更加方便，故企業對以人民幣計值的結構性產品需求預計將會急升，其中包括人民幣股票掛鈎票據 (ELN) 及股票掛鈎存款 (ELD)。

4. 人民幣流動性資產的使用選擇有限

- **40% (43%)** 的受訪企業在過去**12**個月持有人民幣作為流動資產的一部分
- 超過**30%**的企業有使用業務運營所收取的人民幣，作為支付供應商、於銀行存款、或將其轉換為港幣
- 有較少的公司 (**2014**年第一季為**38%**，對比**2013**年第四季的**51%**)選擇將收取的人民幣作為人民幣存款／有期存款賬戶，而越來越多的公司選擇將人民幣兌換為港幣 (**2014**年第一季為**31%**，對比**2013**年第四季為**26%**) 或支付供應商 (**2014**年第一季為**30%**，對比**2013**年第四季為**22%**)
- 於**2014**年第一季，受訪企業使用從業務運營收取人民幣作為在中國業務一般營運資金的百分比大幅上升 (由**2013**年第四季的**9%**上升至**2014**年第一季的**21%**) (圖8)

星展見解

人民幣實際貶值及進一步貶值的預期對企業管理人民幣現金的決策構成影響。即使人民幣正在貶值，但仍有越來越多公司選擇將人民幣兌換為港幣，反映有兩點值得注意。首

先，企業可能預期人民幣在短期內會進一步下跌，其次，在人民幣貶值／匯率不明朗的情況下，企業預期經營業務使用人民幣的需求會減少。預期會減少使用人民幣的情況與本季度的調查結果一致。

人民幣使用程度概覽

- 有 30%(37%)的企業[3]表示，人民幣資產佔公司流動性資產的比例超過 10% (圖 9)
- 有 43%(47%)的企業[4]表示，人民幣客戶訂單／發票佔其整體銷售收入超過 10% (圖 10)
- 有 30%(41%)的企業[5]表示，人民幣貿易結算佔其總貿易結算服務超過 10% (圖 11)

展望：人民幣升值和利好政策為企業使用人民幣的主要誘因

- 在過去六個季度的調查結果顯示，經濟狀況／經濟前景與企業實際／預期使用人民幣並無一致的正值關係。相反，人民幣的升值預期與企業實際／預期使用人民幣則有正值關係
- 隨著人民幣波動擴大，企業對人民幣對沖產品的需要將繼續上升。3 月份人民幣貨幣期貨的交易總額為人民幣 190 億元，而 2013 年第四季的每月平均交易總額為人民幣 80 億元
- 由於人民幣的使用仍處於起步階段，所以單憑經濟前景明朗，而不考慮政策的催化因素，則不足以進一步推動其使用率
- 每人每日兌換人民幣 20,000 元的上限可能會放寬，這或會在短期內刺激香港離岸人民幣市場，特別是促進人民幣產品的創新及帶動複雜人民幣產品的需求上升。而上述因素連同其他政策調整，將擴大香港人民幣的資金池

關於星展人民幣動力指數

星展銀行（香港）有限公司推出的「星展人民幣動力指數」，為業界首個專門用來衡量香港註冊公司使用人民幣的水平、對使用人民幣的接受和滲透程度的指數。雖然有關人民幣離岸流通量的宏觀數據可以從廣泛途徑獲得，但有關數據卻並未從深入角度剖析香港作為人民幣離岸中心的演變步伐。從公司層面出發的人民幣使用水平與接受程度更具代表性。「星展人民幣動力指數」旨在成為首個基準，能真正衡量人民幣於香港的國際化趨勢。而且，決策人、各大企業和投資者將會視「星展人民幣動力指數」為實用的策略工具。

星展銀行（香港）有限公司已委託獨立研究機構尼爾森由 2012 年第四季度開始編制「星展人民幣動力指數」，並於每個季度進行相關的調查。繼後每季公布的指數會反映香港作為人民幣離岸中心的演變步伐。在分析未來時間序列後，便可釐定相應的政策建議。指數的應用範圍日後將會擴大，並延伸至其他有意成為人民幣離岸中心的國家。

研究方法

研究以電話訪問的方式進行，訪問對象是每年營業額達到港幣 100 萬元或以上的香港註冊公司企業決策者。是次研究於 2014 年 2 月至 2014 年 3 月進行，一共訪問了 209 家公司。抽選樣本由 199 家中小型企業（每年營業額介乎港幣 100 萬元至港幣 10 億元）和 10 家大型企業（每年營業額達港幣 10 億元以上）組成。中小型企業的樣本抽選乃通過以香港政府統計處公布的公司行業和營業額分佈為基礎的配額抽樣方式進行。參照香港政府統計處發布的資訊，最終抽選樣本會經過加權計算，以確保能代表香港的營商環境（表 1 及 2）。

指數的計算方法和成分

此季度指數旨在衡量香港註冊公司使用人民幣的水平、對使用人民幣的接受和普及程度。我們根據六個問題衡量推動香港企業採納人民幣和人民幣國際化的四個關鍵層面，分別是 (1) 過去 12 個月的實際業務表現及未來 12 個月的預期表現；(2) 於過去和未來對使用人民幣經營業務的需求；(3) 企業對人民幣貿易服務及應收付款服務的使用水平；及 (4) 企業獲得人民幣融資的難易度。指數乃以應用於上述主要範疇的因子分析 [6] 計算的加權平均值，當中每個主要範疇的權重乃以各主要範疇之間的統計方差和相關性計算。所計算的因子得分將會重新調整為介乎 0 和 100 之間的數值。

每個季度指數乃根據以下公式計算：

$$\text{指數 (i,j)} = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^K w_j q_{ij}}{N}$$

N = 這一期間的樣本規模

K = 選取問題的數目

Q_{ij}^* = 選取問題的回應（調整至 0-100 之間）

W_j = 個別問題的權重

指數重新調整

星展人民幣動力指數的結構和組成乃根據 4 項參數平均計算編制，此 4 項參數是企業業務表現、獲得人民幣融資的難易度、企業對人民幣的業務需要和企業對人民幣貿易服務及付款／應收款項的使用水平。此基準早於 2012 年第四季度首次調查時便予以採用，以計算指數的季度數據。

參數是公司在指數首五個季度（即 2012 年第四季度至 2013 年第四季度）的數據中，發現企業對人民幣的業務需要和企業對人民幣貿易服務及付款／應收款項的使用水平，這兩項參數對於香港企業間普及使用人民幣的狀況影響較預期重要。企業業務表現、獲得人民幣融資的難易度等其他參數則僅產生間接影響。

為了更有效地反映企業管理層的意見 (表 3)，各參數所佔的比重應重新作出調整。因此從 2014 年第一季度的調查開始，星展人民幣動力指數經調整的參數比重將提高指數對影響人民幣在香港國際化水平的因素的敏感度。

調查的目標受訪企業規模也有所增加，由本來年度營業額為港幣 200,000 元至港幣 1 百萬元的小型企業提高至年度營業額為港幣 1 百萬元或以上的企業。此舉可使指數對企業使用人民幣狀況的敏感度得到改善，因為調查發現，小型零售商和個人服務供應商等主流小型企業對人民幣的業務需求不高。星展人民幣動力指數經變動和調整後，仍可代表 57.9% 的香港企業。新的指數比重和採樣範圍將於 2014 年第一季度調查開始予以應用。

附註：

[1] 人民幣存款 (包括 CNY 定期存款／CNY 存款、來往及儲蓄戶口)、人民幣付款及應收賬款服務 (包括自動轉賬、電匯／匯款服務)。人民幣投資服務、人民幣融資服務 (包括：貸款、發行債券、證券等)、人民幣貿易服務 (包括貿易融資、信用證、票據等)、人民幣保險產品、人民幣強積金產品、人民幣對沖產品

[2] 有使用貿易服務的公司 (n=66)

[3] 基準：流動資產包括人民幣的企業 (n=91)

[4] 基準：有人民幣客戶訂單／發票的公司 (n=80)

[5] 基準：有使用人民幣貿易結算服務的公司 (n=43)

[6] 因子分析是一種統計方法，以提供計算指數所使用參數的可變性

關於尼爾森

尼爾森 (紐約證券交易所股票代碼：NLSN) 為全球性的信息和測量公司，在市場和消費資訊、電視和其他媒體測量、網上情報、移動測量、貿易展覽及相關資產具市場領先地位。該公司業務遍佈約 100 個國家和地區，總部設在美國紐約。如欲索取有關尼爾森的進一步詳情，請瀏覽 www.nielsen.com。

星展研究團隊

梁兆基 (852) 3668 5694 chrisleung@db.com

周洪禮 (852) 3668 5693 nathanchow@db.com

盧明俐 (852) 3668 5695 lilylo@db.com