

歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

2022年2月

 中國銀行 香港金融研究院
BANK OF CHINA Hong Kong Financial Research Institute

<http://www.bochk.com>

加快建設離岸人民幣央票回購市場的條件、意義及建議

全球市場副總經理、人民幣業務執行總監 朱璟
中國銀行香港金融研究院資深策略規劃師 應堅

人民幣國際化已進入一個新的發展階段，主要離岸人民幣業務指標持續反彈，香港全球離岸人民幣業務樞紐地位不斷穩固。但也看到，隨着離岸人民幣市場的發展，市場對現有資金池深度和資金成本的穩定性有着更高的期待。隨着人行在香港發行央票常態化，可更多地利用央票開展回購業務，促進離岸人民幣市場健康發展，並增加離岸人民幣及人民幣資產的用途。

一、離岸人民幣流動性管理尚不夠完善

成熟國際貨幣的資金供應較為多元化、多渠道、多層次，形成短期與中長期資金有效聯結，充分利用貨幣、資金、債券、外匯市場及回購、掉期、託管、清算等金融工具，提高資金利用效率及效益，增強流動性管理靈活性，匹配差異化資金需求。貨幣當局則通過貨幣政策工具增強資金供應韌性、彈性及可持續性，並達致貨幣政策目標。

以美元為例，有抵押債券回購業務是短期資金主要來源，債券回購市場日均交易 2.4 萬億美元（2020 年）；外匯市場是另一短期資金來源，全球美元掉期日均接近 2.9 萬億美元（2019 年 4 月）；無抵押同業拆借在金融海嘯後有所回落，但仍發揮一定的調節功能。在歐元區，歐元債券回購及歐元掉期日均分別達到 2.5 萬億歐元（2021 年上半年）及 1.1 萬億美元（2019 年 4 月）。

香港完善全球離岸人民幣業務樞紐功能，人民幣資金市場及流動性管理工具逐步建立起來，但相對於成熟歐美市場，不僅交易規模較小，而且市場結構、機制和功能等存在距離。對比歐美短期資金供應的三個渠道，香港離岸人民幣市場主要依賴外匯市場人民幣與美元掉期交易，其他兩個渠道較為薄弱。

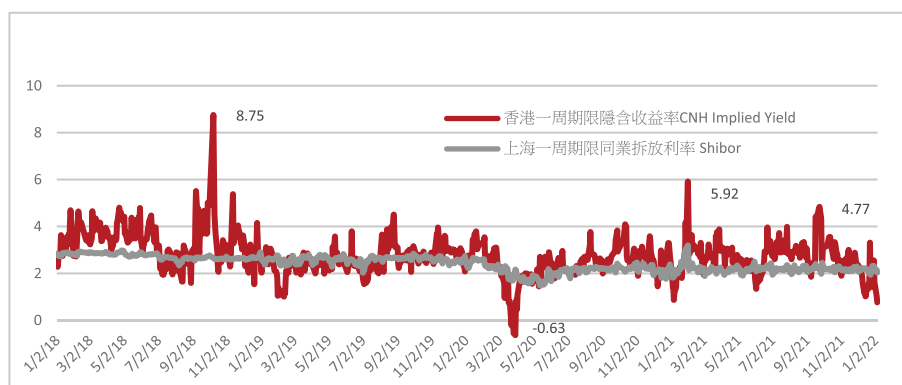
據國際清算銀行調查，2019 年 4 月離岸人民幣與美元掉期日均 1,367 億美元，比 2016 年 4 月調查（日均 860 億美元）增長 59%，這種以美元為抵押品從同業換回人民幣的方式，操作簡便，安全可靠，交易活躍，當金融機構有

短期人民幣需求時，很容易從持有人民幣長倉的同業獲得資金。而根據利率平價原理套算出來的離岸人民幣隱含收益率（CNH Implied Yield），能準確反映資金成本，成為離岸人民幣利率主要指標。

然而，人民幣掉期存在一些不足。一是受到美元因素較大影響，若離岸美元流動性不足、美元利率上升時，人民幣隱含收益率會被推高；二是受到人民幣匯率變化的影響，當離岸人民幣匯率 CNH 貶值，尤其是貶值預期持續增強時，隱含收益率也會大幅上升；三是受到銀行資產負債表影響，掉期是以美元頭寸換回人民幣，銀行要平衡考慮機會成本及資金價格，尤其是美元頭寸不足或過剩時，人民幣掉期的成本並不能如實反映人民幣的實際融資成本和流動性。由於短期人民幣資金市場結構的缺陷，近年來香港人民幣流動性波動仍然較大：

一是流動性時常波動，季度性流動性管理難度較大。香港離岸人民幣資金池相對淺小，2021 年 12 月底人民幣存款 9,268 億元。受季節性因素影響，或當有大規模跨境人民幣調撥時，人民幣資金價格有可能發生波動。此外，香港處於離岸市場，對全球市場波動十分敏感，加大了流動性管理難度。2018 年至今，一周期限離岸人民幣隱含收益率在 1% 至 5% 之間波動，個別時間超過 5% 甚至 10%。從圖 1 看，境外人民幣拆放利率曲線比境內波幅要大得多，可見香港人民幣資金市場發展不夠成熟。遇到年中派息、十一、年結及春節等特殊時點，大部分銀行為應付流動性抽緊而提前準備資金並“惜借”；

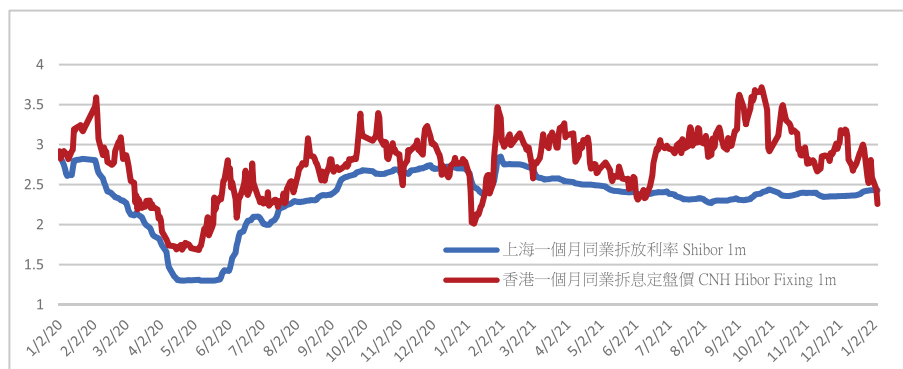
圖 1：香港一周期限隱含收益率與上海一周同業拆放利率



資料來源：Bloomberg，中銀香港金融研究院

二是香港短期及中長期資金價格高於境內，影響離岸人民幣投融資發展。長端資金，2018 年至今香港 2 年期人民幣國債孳息率日均 2.89%，高出境內同期國債孳息率 17 個基點。短端資金，比較香港財資市場公會離岸人民幣銀行同業拆息定盤價（CNH Hibor Fixing）及上海銀行間同業拆放利率（Shibor），2021 年香港 1 個月拆息日均 2.92%，比上海 1 個月拆息高出 48 個基點。相比 2020 年，1 個月離岸與在岸人民幣日均拆息差拉大了 12 個基點。同樣，2021 年 3 個月離岸與在岸人民幣息差亦有所拉大。

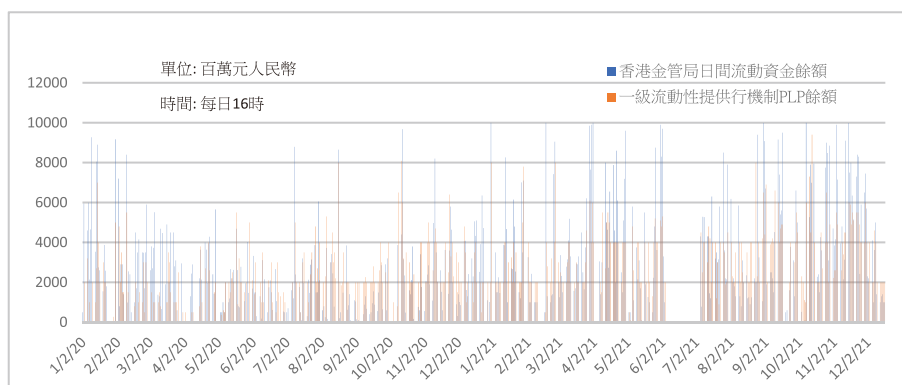
圖 2：香港一個月同業拆息定盤價與上海一個月同業拆放利率



資料來源：Bloomberg，中銀香港金融研究院

三是借助人民幣流動性管理工具受到一定限制，應對風險能力較弱。當香港人民幣流動性持續偏緊，銀行同業會求助於香港金管局及清算行。香港金管局於 2012 年推出人民幣流動資金安排，2014 年又推出的一級流動性提供行機制 PLP。兩項工具被頻密動用，2020 年以後，日間人民幣流動資金安排每日下午 4 時使用餘額約有 30 多次達到 80 至 100 億元，接近用完額度；PLP 申請規模也經常超過 100 億元（圖 3）。但無論是金管局還是清算行，均非人民幣最後貸款人，只提供一定額度流動性支持，難以保持與境內市場同等流動性適度寬餘，應對全球性金融危機的能力也較弱。

圖 3：香港金管局日間流動資金餘額及一級流動性提供行機制 PLP 餘額



資料來源：HKMA，中銀香港金融研究院

二、香港人民幣央票回購業務發展現狀

香港人民幣債券回購業務起步較晚。一方面，香港本地港元債券及票據發行量較小，回購市場沒有發展起來；另一方面，人民幣點心債市場於 2015 年後一度急劇萎縮，尤其是高等級、主權類人民幣債券及票據發行不足，令到人民幣回購業務的抵押品較為缺乏。

2018 年以後，香港離岸人民幣市場出現持續復蘇勢頭，境外市場對人民

幣資產需求明顯增加，資金供求矛盾進一步突出。香港銀行業積極探索解決人民幣流動性不足的新辦法，爭取扭轉人民幣市場資金“緊平衡”狀態。與此同時，人行也在香港啟動了人民幣央票發行，並形成較大規模，為央票回購業務創造了有利條件。2021年初，香港商業銀行啟動人民幣央票回購做市機制，為市場參與者提供做市及雙邊報價服務。這是香港首次推出的商業性質人民幣央票回購業務。一年來參與央票回購的商業銀行正在增多，交易量也不斷增加，成為香港離岸人民幣市場重要的創新產品。

從目前人民幣央票回購業務開展情況，大致有以下幾個特點：

1、市場性。人民幣央票回購是一個自發市場，由市場對流動性管理需求推動，由各商業機構自由選擇，逐漸發展壯大，目前已有數十家銀行參與。做市商利用自有人民幣資金及所持有的人民幣央票，開展回購及逆回購，主動報價，並在彭博資訊終端機提供相關資訊。可敘做隔夜、1周、2周、1個月、2個月、3個月，交割時間為T+0、T+1、T+2等，交易時間為每工作日9時至17時。通過央票回購及逆回購，提供了人民幣流動性，活躍了央票交易、增加了市場上央票可獲得性，提升了市場參與者的興趣，令市場發展更加符合市場規律；

2、指標性。人民幣央票回購價格逐步成為一個被市場關注的，顯示短端資金流動性的又一個相關性指標。當市場主體預計人民幣資金將會趨緊時，對回購業務的需求較大，尤其是較長期限回購交易增多。總體上，央票回購與金管局人民幣流動性資金安排及一級流動性提供行機制PLP業務量變化規律吻合。市場參與者開始將央票回購利率作為流動性變化的參照。例如2021年春節期間、9月底（季度末）及十一長假前夕，回購交易量迅速增長，回購利率隨即反彈，與掉期的隱含人民幣收益率看齊。反之，當人民幣短期資金供求較穩定時，回購交易量相對減少，回購利率回落；

3、擴展性。從央票回購業務的參與者分佈情況看，英資銀行交易金額佔比超過四成，港資銀行佔比為三分之一，中資銀行約佔一成，東南亞銀行也佔一成左右。可見，金融市場業務較成熟的英資及港資銀行對回購也較熟悉，把握業務機會能力更強一些。近期更多外資銀行及東南亞銀行表現出濃厚的興趣，願意與做市商合作，開展回購業務。有些銀行通過參與回購業務，進一步參與央票的一級和二級市場業務；有些銀行已在內部進行新產品流程，估計短期內這個市場還將進一步擴容；亦有銀行在參與央票回購後，提出增加回購資產種類，多一些流動性管理工具；

4、創新性。做市商與市場參與者合作，加強市場機制建設及規則創新。國際間開展債券回購通行全球主回購協議GMRA，但大多數外資機構都未將離岸人民幣CNH納入相關法律合約，做市商與市場參與者協商，重簽或新簽

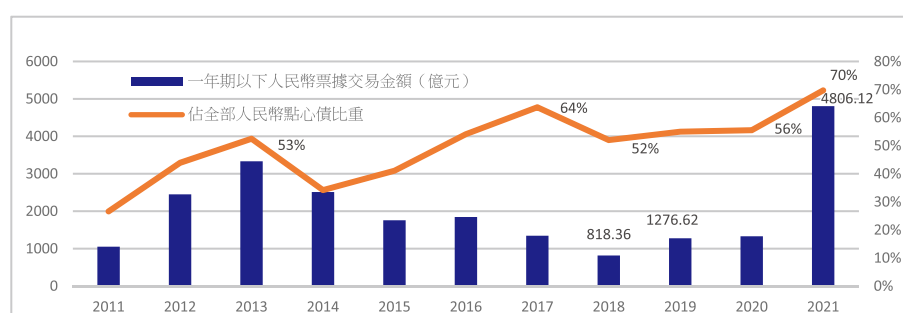
GMRA 時均已加入 CNH。此外，做市商對央票回購節假日安排進行研究，確定回購業務交易及結算本幣標準，採納中國內地及香港地區假期，制定明確假期表，積極推動市場參與者熟悉並遵守新安排，避免了因遇到歐美假期，交易及結算發生混亂。

三、央票回購市場具有一定的基礎條件

從歐美主要貨幣國際化發展邏輯及實際進程看，債券回購既是其成長為主要國際貨幣的必然結果，又是發揮主要國際貨幣功能的關鍵環節之一，因而擁有良好的市場前景。同樣，人民幣加快成為主要國際貨幣，債券回購業務這塊短板有待補齊。但根據離岸人民幣市場目前發育程度，還需要精心培育，可先從條件相對成熟的央票回購做起。

1、香港人民幣點心債市場以短期票據為特色。香港點心債市場於 2013-14 年達到第一個高峰，短期票據發行及交易就相當活躍。2013 年 1 年期以下發行餘額及交易金額均超過整體的一半。這幾年點心債市場加快復蘇，繼續體現短期票據為主特色。據香港金管局統計，由債務工具中央結算系統 CMU 託管及結算的人民幣債券，2021 年底 1 年期以下餘額 1,325 億元，比 2018 年底增長 54%，佔全部人民幣債券餘額的 50.4%，佔比連續 4 年超過一半。2021 年 1 年期以下交易金額達到創紀錄的 4,806 億元，比 2018 年全年增長 4.9 倍，佔所有期限人民幣債券交易金額的 70%，佔比連續 6 年超過一半（圖 4）。香港人民幣票據成為交易最活躍的點心債品種，為推動人民幣票據回購創造了條件；

圖 4：香港一年期以下人民幣票據交易金額及市場佔比

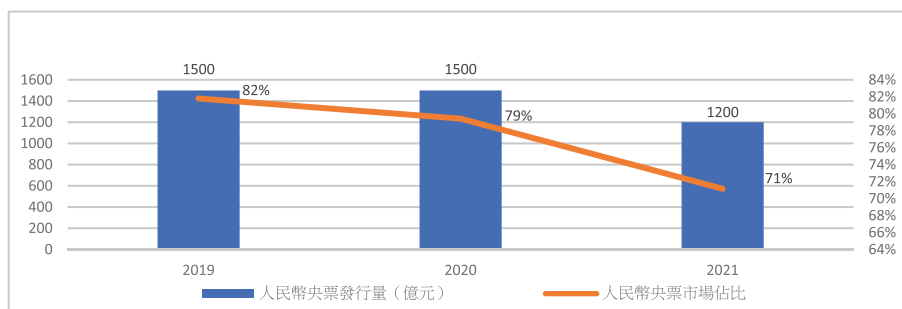


資料來源：HKMA，中銀香港金融研究院

2、人行常態化發行離岸央票提供充足抵押品。鑒於香港市場對優質及高流動性的人民幣資產有強勁需求，2018 年 9 月人行與香港金管局簽訂利用 CMU 債券投標平台在香港招標發行人民幣央票的合作備忘錄。同年 11 月底人行首次在香港發行 200 億元人民幣央票，包括 3 個月期及 1 年期。截至 2021 年底，香港人民幣央票共發行 38 隻、4,600 億元，年期包括 1 個月、3 個月、6 個月及 1 年。3 年來離岸央票發行佔全部點心債發行量七成以上，已形成常規化機制，與人民幣國債共築離岸人民幣基準孳息曲線。同時，主權發行的人民幣央

票是理想的抵押品，被金管局、清算行列為人民幣流動資金安排合資格抵押品；

圖 5：香港人民幣央票發行量及在人民幣點心債市場佔比



資料來源：HKMA，中銀香港金融研究院

3、金管局、清算行已提供人民幣回購業務。根據金管局人民幣流動性資金安排機制，銀行以合資格抵押品可從金管局獲得即日交收隔夜人民幣資金、翌日交收的 1 天期限人民幣資金、翌日交收的 1 星期期限人民幣資金及日間人民幣流動資金。金管局推出一級流動性提供行 PLP 時，最初定為 7 家 PLP 銀行，後增至 9 家。金管局為每家 PLP 銀行提供 20 億元人民幣回購協議安排，要求它們拓展莊家活動及有效管理流動性，可通過回購獲得日間及隔夜人民幣資金。香港人民幣清算行亦為參加行提供日間回購交易服務。因此，市場對回購業務有一定認識；

4、香港完善金融基建確保回購業務安全暢順。香港於 1990 年建立債務工具中央結算系統 CMU，為外匯基金票據及債券提供電子結算交收服務。CMU 系統連接港元、人民幣、美元、歐元即時支付結算系統 RTGS，為債券交易提供即時或日終 DVP 結算，並提供即日及隔夜回購設施。CMU 系統與歐洲清算、明訊、內地及其他地區中央證券託管結算系統聯網，還提供抵押品管理、債券借貸、市場莊家制度、票據及債券發行、託管服務，效率較高，具安全性。人民幣債券及票據發行、交易及延伸服務是 CMU 推動的重點，除了招標、交易及結算，還有託管服務，即接受人民幣國債、央票、政策性銀行債、地方政府債抵押，為回購業務提供支持。

四、加快建設離岸央票回購市場的意義及建議

建設人民幣央票回購市場意義重大。相比人民幣與美元掉期，商業銀行以人民幣央票為抵押進行回購，可充分利用其持有的人民幣資產，在不改變資產負債結構的情況下，另闢一條人民幣短期資金來源。另一方面，開展央票回購，不會受制於匯率因素，是應對複雜市場局面較理想的流動性管理工具。

首先，提供多元化離岸人民幣流動性管理工具，平抑市場波動，收窄與境內市場人民幣息差。不斷提升人民幣國際貨幣功能、擴大全球人民幣使用範圍，首先要建設好離岸人民幣市場，賦能離岸人民幣更高流動性管理水平，強化匯

率利率穩定性。引入人民幣央票回購，與掉期、拆借一起豐富短期人民幣供應，邁出了夯實離岸人民幣市場重要一步。通過完善短期人民幣資金結構、穩定短期資金價格曲線、保持離岸流動性適當寬鬆，為離岸人民幣業務健康發展提供資金保障；

其次，完善離岸人民幣市場機制，提升人民幣國際債市場功能，為發展離岸投融資及資產管理建立定價機制。人民幣央票回購發展起來，與央票發行、交易構成完整的生態圈，是香港人民幣點心債趨於成熟的具象徵意義的標誌。由於央票回購流動性較好，投資者可根據需要隨時獲得或拆出人民幣，從而更願意購買及長期持有央票。繼而擴展至人民幣主權債、機構債及企業債發行、交易及回購，不斷壯大人民幣國際債市場，形成完整的離岸人民幣基準利率曲線，推動人民幣貸款及債券融資、人民幣資產管理業務，將人民幣真正留在境外。

長遠看，離岸人民幣市場應與在岸人民幣市場一體化發展。兩個市場之間可研究建立某種形式資金通道，將境內外人民幣流動性有機銜接起來，強化境內貨幣政策向外傳導機制，發揮貨幣政策工具調節境內外流動性的作用，提高宏觀審慎管理效果，提升防範全球性金融風險能力，為穩慎推進人民幣國際化奠定基礎。

當然，離岸人民幣央票回購市場起步時間不長，交易規模還較小，並存在一些問題或不足。例如央票發行後大型機構集中購買，而中小型機構持有相對較少，當需要通過回購獲得人民幣資金時，會受限於抵押品不足；由於回購是新產品，各機構引入的流程較為冗長；非銀機構回購參與度較低；離岸央票回購市場與境內市場缺乏連接等。

為更好地推動離岸人民幣央票回購業務，促進香港人民幣市場健康發展，建議有針對性地採取一些措施。首先，可考慮持續增加人民幣央票發行，令更多境外機構有機會購買並持有，豐富回購抵押品；而央票發行增加，市場也不會將其與人民幣融資成本上升及離岸人民幣流動性下降聯繫在一起；其次，探索完善在岸市場與離岸市場流動性通道，推動離岸央票回購做市商直接從境內不同商業銀行獲得帳戶融資或人民幣拆借；再次，豐富跨境流動性產品，研究推動境外機構參與境內掉期、回購及CCS交易，降低監管門檻；最後，加強離岸央票回購業務宣傳，鼓勵更多不同種類市場主體參與回購，活躍市場交易。

長期看，可充分發揮香港全球離岸人民幣業務樞紐的有利條件，精心培育離岸人民幣債券市場及資產業務，積極推動人民幣國債及政策性銀行債發行，豐富離岸人民幣回購產品，完善香港金融基礎設施託管服務及互聯互通機制，亦可利用香港稅收機制靈活性，研究提供適當的激勵措施，推動做市商調動更多資源提升服務，不斷做大回購交易規模，努力建設與人民幣國際地位相符合的離岸人民幣債券回購市場。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

	2020	2021	2021/Q3	2021/Q4
一. 本地生產總值 GDP				
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	26,716	28,426	7,205	7,692
升幅 (%) Change(%)	-6.1	6.4	5.5	4.8
二. 對外貿易 External Trade			2021/12	2021/1-12
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
總出口 Total exports	39,275	49,607	4,895	49,607
進口 Total imports	42,698	53,078	5,223	53,078
貿易差額 Trade balance	-3,422	-3,471	-328	-3,471
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
總出口 Total exports	-1.5	26.3	24.8	26.3
進口 Imports	-3.3	24.3	19.3	24.3
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	0.3	1.6	2.4	1.6
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units			2022/01	2022/01
合約宗數 (宗) No. of agreements	73,322	96,133	5,911	5,911
年升幅 (%) Change(%)	-2.0	31.1	-4.8	-4.8
五. 勞動就業 Employment			2021/10-2021/12	2021/11-2022/01
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	259.1	250.9	14.3	13.5
失業率 (%) Unemployment rate(%)	5.5	5.5	3.9	3.9
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	3.1	2.7	1.7	1.8
六. 零售市場 Retail Market			2021/12	2021/1-12
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	-24.3	8.1	6.2	8.1
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	-25.5	6.5	3.4	6.5
七. 訪港遊客 Visitors			2021/12	2021/1-12
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	356.9	9.1	0.9	9.1
年升幅 (%) Change(%)	-93.6	-97.4	91.0	-97.4
八. 金融市場 Financial Market			2021/11	2021/12
港幣匯價 (US\$100=HK\$)				
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)	775.2	779.8	780.2	779.8
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	30.1	8.0	9.4	8.0
M2	5.8	4.3	2.9	4.3
M3	5.8	4.3	2.9	4.3
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	5.4	4.6	3.3	4.6
港元存款 In HK\$	6.2	1.4	1.7	1.4
外幣存款 In foreign currency	4.6	7.9	4.9	7.9
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	1.2	3.8	4.2	3.8
當地放款 use in HK	1.7	4.7	5.6	4.7
海外放款 use outside HK	0.1	1.7	1.1	1.7
貿易有關放款 Trade financing	-6.2	14.2	14.9	14.2
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.0000	5.0000	5.0000	5.0000
恆生指數 Hang Seng index	27,231	23,398	23,475	23,398