



離岸市場人民幣匯率對利率的影響評析

高級策略員 花鋒

2014年11月之後，離岸市場人民幣對美元匯率（CNH匯率）經歷了一段持續的貶值走勢，同時離岸人民幣拆息也大幅波動，資金成本顯著上升。這一輪離岸市場人民幣利率波動及升高與匯率貶值之間是否存在因果關係，以及如何發生作用，本文將對此進行分析。

離岸市場不同資金獲取方式對人民幣利率的影響

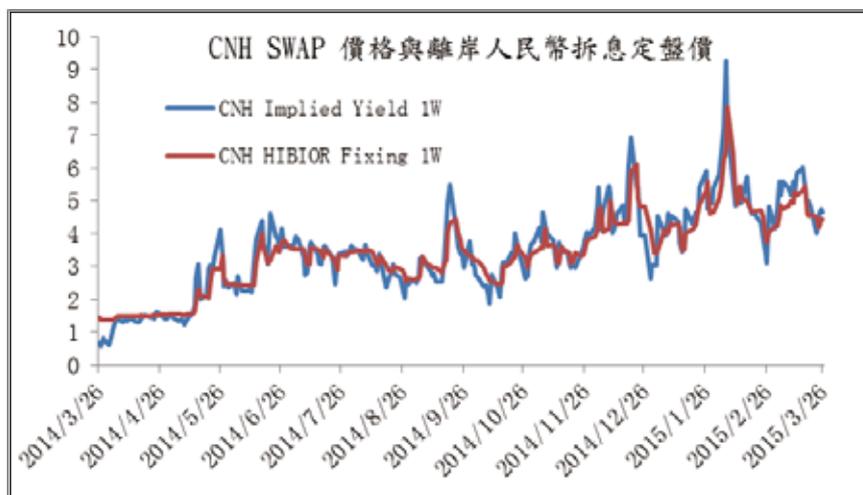
利率為資金需求方在獲取資金時支付的成本，因此要回答前面的問題，首先有必要梳理離岸市場人民幣資金的獲取渠道及各種渠道對利率的影響：

不同於內地市場主體以回購（REPO）和拆借為獲得流動性的主要渠道，目前離岸市場主體主要有三種方式來獲取人民幣流動性：貨幣掉期（CNH SWAP）、同業拆借和貨幣利率交叉互換（CNH CCS）。三種方式對離岸市場人民幣利率的影響各不相同：

貨幣掉期（CNH SWAP）是以外匯（主要是美元）與人民幣進行掉期，相當於是以美元為抵押來獲取人民幣的融資方式。目前人民幣貨幣掉期市場日均交易量可超過200億美元，遠超過拆借交易量（約50-80億美元/日），是離岸主體獲得人民幣流動性的主要渠道。CNH SWAP交易所隱含的人民幣資金價格（CNH Implied Yield）也成為離岸市場人民幣的“指標”利率。

同業拆借需要資金拆出方預先授予資金拆入方授信額度，由於是無抵押的信用借貸，對參與機構的資質有一定要求，也限制了能夠拆借的資金規模，總體交易不如貨幣掉期活躍。而離岸市場同業在拆借交易報價時，也主要是參考當時對應期限的CNH Implied Yield。因此離岸市場人民幣資金的價格變動，會率先反應在CNH Implied Yield上，再傳導到同業拆息。如下圖，CNH Implied Yield與

CNH HIBOR Fixing 的走勢高度一致，但後者僅為每天公佈一次的定盤價，並不能完全反應市場實際成交情況，波動性較小。



資料來源：Bloomberg, BOCHK Research

貨幣利率交叉互換 (CNH CCS) 與**貨幣掉期 (CNH SWAP)** 一樣，是以外匯為抵押來獲得人民幣，二者的區別在於：第一、交易結構不同：如，CCS 交易過程中有定期的利率互換，而 SWAP 只在交易到期時做本金利息交換；第二、期限不同：CCS 期限主要在一年以上，對離岸人民幣利率曲線的影響主要體現在中長端，而 SWAP 期限一般在一年之內，體現短期利率水平；第三、交易規模不同：CCS 日均交易量約為 8 億美元¹，遠小於 SWAP 交易量。因此 CNH SWAP 是離岸人民幣利率尤其是短期利率的重要決定因素。

除了這三種方式外，香港金管局和香港清算行也通過回購 (REPO) 向參加行提供一定額度內的人民幣資金。其中香港金管局回購利率為最近三次人民幣拆息定盤價 (CNH HIBOR Fixing) 的平均數加固定的點數 (50 基點)，香港清算行提供的日間回購為免息，亦即上述兩種回購交易並不產生新的資金價格，也不直接參與離岸市場人民幣利率的決定過程。當然，REPO 提供的資金可以通過緩解離岸市場人民幣流動性的緊張局面，平抑資金價格的快速上漲，從而對人民幣利率產生間接影響。

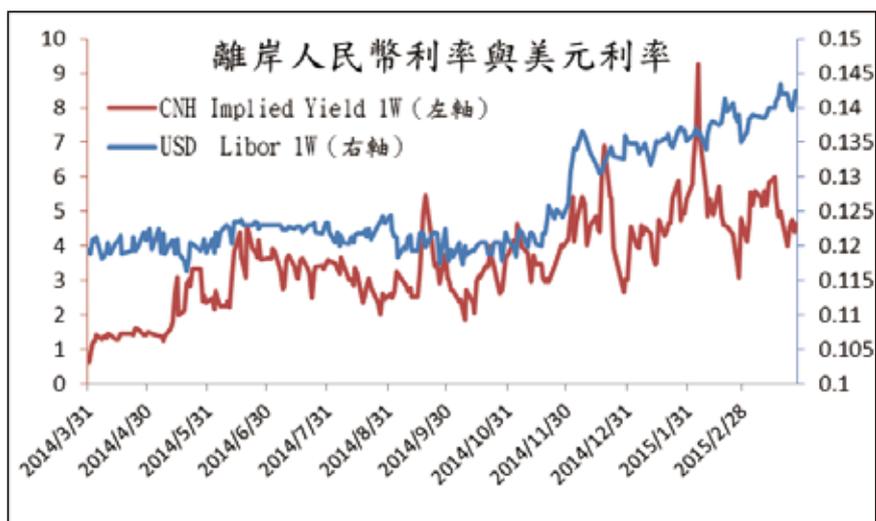
CNH 匯率對 CNH Implied Yield 的影響

由於 CNH SWAP 是以美元抵押來獲取人民幣，CNH Implied Yield 所體現的

¹ 離岸市場 CNH SWAP、拆借、CNH CCS 均為 OTC 交易，並沒有權威機構對交易量進行正式統計，本文的交易量均為根據市場情況估算。

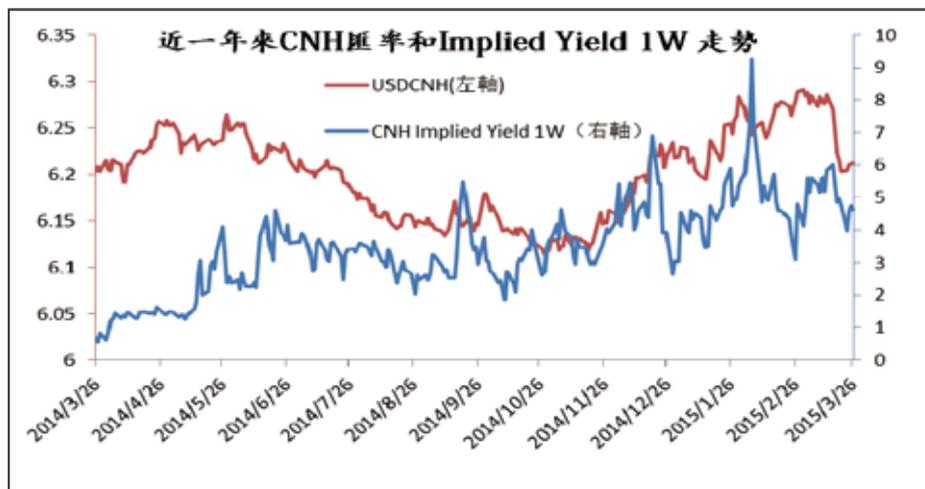
人民幣資金價格除了受離岸市場人民幣自身流動性這個基本因素影響之外，還要受到美元因素的影響，包括：

1. 美元利率：美元利率升高，帶動離岸市場相關投資的收益率“水漲船高”，CNH 借出方要求更高回報。下圖顯示，2014 年 11 月之後，美元同業拆借利率 LIBOR 走高，也是 CNH Implied Yield 攀升的因素之一。但二者走勢並非高度相關，說明還有其他更重要的因素在 CNH Implied Yield 的決定過程中發揮作用。



資料來源：Bloomberg, BOCHK Research

2. 人民幣 (CNH) 兌美元匯率是影響 CNH Implied Yield 的主要因素。當人民幣對美元貶值或有貶值預期時，SWAP 交易到期時歸還的人民幣相對於期初借入的人民幣“更不值錢”，因此 CNH 借入方需支付更多的代價（更高的利率）。從近一年來，尤其是 2014 年 11 月之後 CNH 對美元的匯率及 CNH Implied Yield 走勢圖能看出，二者存在高度的一致性：2014 年 11 月之後人民幣對美元貶值，是帶動 CNH Implied Yield 趨高的主要因素；而 2015 年 3 月中旬後，人民幣對美元匯率由貶轉升，CNH Implied Yield 亦隨之走低。



資料來源：Bloomberg, BOCHK Research

CNH 匯率通過對離岸人民幣資金池的影響對利率發生作用

以上為 CNH 匯率在 CNH SWAP 交易層面對離岸人民幣利率產生影響的機制。在較為宏觀的層面，CNH 匯率變動還通過對離岸人民幣資金池的影響來對利率發生作用。

CNH 貶值走勢會引起離岸人民幣資金池減少。從 2009 年人民幣跨境貿易結算啟動後，通過貿易渠道流出到海外的人民幣成為海外人民幣資金池增長的主要來源。當人民幣處於升值預期或走勢時，離岸主體在與內地進出口貿易時，傾向收人民幣而付外幣，從而促使海外人民幣資金池不斷擴大。但如果市場有人民幣貶值的預期，離岸主體更傾向收外幣而付人民幣，這樣通過跨境貿易流出的人民幣會減少甚至發生向內地的人民幣淨流入。與此同時，貶值預期下，離岸市場各方均傾向減少持有人民幣資產，增加人民幣負債。結果是離岸人民幣資金池減少而負債需求增加，從而改變了離岸人民幣資金供求的基本面，引起離岸人民幣流動性緊張，推高 CNH 利率。從歷史資料來看，從人民幣匯率開始持續貶值到香港人民幣存款出現負增長，大至有 2~3 個月的時間差。

例如，2011 年 9 月，CNH 匯價急劇走貶，其後幾個月，雖然 CNH 匯率有所回升，但雙向波幅較大。香港的人民幣存款自 2011 年 12 月開始，出現了連續 5 個月負增長。這輪匯率波動，直至 2012 年 7 月方結束，人民幣匯價重拾升勢。相應的，香港的人民幣存款到 2012 年 10 月後，才開始恢復持續的正增長。

同樣，2014 年 2 月份人民幣開始呈貶值走勢，當年 5 月 -10 月，香港人民幣存款連續 6 個月負增長或慢增長；2014 年 11 月人民幣出現持續貶值，2015 年 1 月、2 月份，香港人民幣存款分別比上月減少 221 億和 84 億元。在資金池減少的過程中，離岸市場資金價格波動性加大，拆息持續走高。



CNH 與 CNY 匯差也會導致資金流入內地，進而推高離岸市場人民幣利率。在 CNH 相對 CNY 貶值的情況下，會誘使跨境結算資金傾向於在香港購買人民幣，然後匯入內地購匯，以獲取無風險匯差。這種套利行為會引起部份人民幣資金回流內地，進一步加劇離岸市場人民幣流動性緊張局面，從而推高離岸利率。這種套利行為也會同時導致離岸市場 CNH 匯率升值（買盤增多）和在岸市場 CNY 匯率貶值（賣盤增多），縮窄兩地價差，套利空間減小。如果 CNY 已觸及內地外匯市場的“跌停板”，套利機制對兩地價差縮小的效果減弱，離岸人民幣會繼續流入內地，而離岸人民幣利率會出現較大幅上漲。

對離岸人民幣市場發展的幾點啟示

在離岸市場資金自由流動的環境下，隨著 CNH 市場各種利率、匯率衍生品的發展，利率平價機制在離岸人民幣利率決定機制中已發揮重要作用。因此人民幣匯率的相對穩定是維持離岸市場利率水平相對平穩，避免市場大起大落的前提之一，也是離岸市場整體健康發展的基礎之一。近期的一個典型例子是，受 CNH 利率高企的影響，2015 年開年後點心債發行量明顯萎縮，前兩個月發行量不足 80 億元人民幣，僅為去年同期的 20%。

在沒有外部流動性補充的情況下，離岸市場在人民幣貶值走勢時利率會大幅走高且波動性加大。香港金管局和香港清算行已通過各自渠道為市場提供流動性補充。但隨著離岸市場規模的不斷壯大，還需要更多的渠道來滿足各種情況下市場對流動性的需求。因此建議內地和香港兩地監管機構可以考慮在現行機制的基礎上，拓寬對離岸市場的流動性補充手段，避免人民幣利率的劇烈波動，為離岸市場平穩健康發展提供保障；這樣也有利於兩地的利差和匯差保持在合理範圍，減少套利行為對內地市場的衝擊。

目前，由於離岸人民幣資金池規模有限，很容易因各種匯率利率套利行為造成波動從而影響市場流動性和利率；同時，貨幣市場（拆借 \REPO）不如外匯交易市場（CNH SWAP）發達，同業拆借交易對利率決定的重要性弱於 CNH SWAP。所以，從長遠來看，需要繼續開放人民幣的流出管道，豐富離岸市場的投資產品，完善人民幣在離岸市場的循環，從而穩定和擴大離岸人民幣資金池規模，使人民幣不再“稀缺”，市場主體更容易通過拆借或 REPO 獲取人民幣資金，人民幣利率更多由資金供求情況決定。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一. 本地生產總值 GDP	2013	2014	2014/Q3	2014/Q4
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	20,961	21,446	5,456	5,733
升幅 (%) Change(%)	2.9	2.3	2.7	2.2
二. 對外貿易 External Trade	2013	2014	2015/2	2015/1-2
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
港產品出口 Domestic exports	544	553	29	74
轉口 Re-exports	35,053	36,175	2,254	5,327
總出口 Total exports	35,597	36,728	2,283	5,401
進口 Total imports	40,607	42,190	2,642	6,127
貿易差額 Trade balance	-5,010	-5,463	-359	-726
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
港產品出口 Domestic exports	-7.6	1.7	-10.9	-2.5
轉口 Re-exports	3.8	3.2	7.5	4.7
總出口 Total exports	3.6	3.2	7.2	4.6
進口 Imports	3.8	3.9	-0.9	3.9
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	4.3	4.4	4.6	4.3
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units				
合約宗數 (宗) No. of agreements	70,503	81,489	8,060	16,370
年升幅 (%) Change(%)	-29.9	15.6	102.2	67
五. 勞動就業 Employment			2014/11-2015/01	2014/12-2015/02
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	11.84	14.95	12.1	12.2
失業率 (%) Unemployment rate(%)	3.4	3.2	3.3	3.3
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.5	1.5	1.6	1.5
六. 零售市場 Retail Market			2015/2	2015/1-2
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	11.0	-0.2	14.9	-2.0
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	10.6	0.6	18.2	-0.3
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	5,430	6,077	541	1,102
年升幅 (%) Change(%)	11.7	11.9	22.4	11.6
八. 金融市場 Financial Market			2015/1	2015/2
港幣匯價 (US\$100=HK\$)	775.4	775.6	775.3	775.4
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)				
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	9.7	13	18.3	4.2
M2	12.3	9.5	10.3	8.3
M3	12.4	9.6	10.4	8.3
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	10.6	9.7	10.9	8.8
港元存款 In HK\$	5.1	9.3	11.4	6.3
外幣存款 In foreign currency	16.2	10.1	10.5	11.2
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	16.0	12.7	10.0	6.6
當地放款 use in HK	13.8	12.1	9.3	4.3
海外放款 use outside HK	21.4	14.2	11.6	12.1
貿易有關放款 Trade financing	43.8	-1.4	2.3	-6.7
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	23,306	23,605	24,507	24,823