

離岸人民幣快報

2017年10月號
總第44期



中國銀行(香港)
BANK OF CHINA (HONG KONG)

人民幣服務 最當然選擇
The best choice for all your RMB needs

目錄

第一部份

市場回顧

1

第二部份

政策及同業追蹤

3

第三部份

專題研究

5

第四部份

市場趨勢

11

編者：

張文晶

電話：+852 2826 6192

電郵：anniecheung@bochk.com

孔玲

電話：+852 2826 6205

電郵：kerakong@bochk.com

曾綺珺

電話：+852 2826 6763

電郵：sharontsang@bochk.com

離岸人民幣市場延續穩中向好趨勢

9月份離岸人民幣業務各項指標保持平穩，離在岸人民幣匯率彈性增大，主要人民幣業務指標呈現平穩態勢，人民幣國際儲備功能逐漸增強，人民幣正式成為國際貨幣。

一、離岸人民幣匯率彈性增大

在人民幣納入SDR貨幣籃子的一年時間裡，人民幣匯率彈性大大增強，雙向波動態勢更加明顯。今年年初至今，人民幣兌美元匯率累計上漲約4.33%，對一籃子貨幣保持相對穩定。9月以來，人民幣兌美元匯率出現V型走勢，上旬人民幣兌美元匯率穩步升值；中旬以來，人民幣兌美元匯率出現回調。匯率方面，9月29日，離岸市場人民幣兌美元達到6.6634水平，環比下調1.02%；在岸市場人民幣兌美元即期匯率收於6.6339，環比下調0.57%。離岸和在岸平均價差基本持平。拆息方面，9月份香港銀行間人民幣拆借相對保持平穩。9月29日香港人民幣隔夜、1週及3個月拆息率分別為3.73%、4.27%和4.69%，較上月有所上漲，但是趨勢大致平穩。

二、人民幣業務指標穩中向好

截至2017年8月末，香港人民幣存款環比下降0.37%，至5,328億元，結束此前連續兩

個月增加趨勢。8月香港跨境貿易結算的人民幣匯款總額增加至3,360億元，較7月的3,296億元增加64億元。其他離岸市場，截至2017年8月末，台灣銀行業人民幣存款規模(含可轉讓定期存單)累計為3,100億元，較7月末增加7億元，環比增加0.22%，為連續第四個月回升。

三、人民幣國際使用保持穩定

SWIFT數據表示，2017年8月人民幣在國際支付市場的佔比環比下降0.06個百分點至1.94%，結束此前連續三個月上升態勢。當月人民幣在全球支付貨幣的排名則維持在第五位。香港依然是最大的離岸人民幣中心，其人民幣交易量佔離岸人民幣總交易量的76.23%，英國和新加坡緊隨其後，佔比分別為5.19%和4.41%。2017年9月，人民幣RTGS清算額為18.74萬億元，環比下降7.2%，前三季度累計161.08萬億元，同比上升5.0%。

四、人民幣國際儲備功能增強

IMF最新發佈了截至2017年第二季度的“官方外匯儲備貨幣構成”(COFER)季度資料。截至2017年第二季度，各國持有的外匯儲備中人民幣儲備持續增加，規模約合993.6億美元，較2016年底上漲9.5%，佔已知幣種總額的1.07%，與上個季度基本持平。IMF於2017年3月31日發佈擴展了貨幣範圍的COFER報告，首次單獨列出人民幣外匯儲備的持有情況。在單獨列出人民幣儲備資訊後，該資料現已包括了8種貨幣：美元、歐元、人民幣、日圓、英鎊、澳元、加元、瑞士法郎。其他所有貨幣則被包含在“其他幣種”項下，不作區分。

五、境內市場進一步開放

國家外匯管理局資料顯示，截至2017年9月29日，累計批准191家人民幣合格境外機構投資者(RQFII)，獲得可投資總額度5,895億元，較上月增加46億元。外匯局資料同時顯示，截至2017年9月29日，合格境外機構投資者(QFII)有287家，合計獲批945億美元的投資額度。機構數目較8月末增加1家，投資額度增加5億美元。截至2017年9月29日，132家合格境內機構投資者(QDII)累計獲得900億美元投資額度，機構數與投資額度均與8月末持平，連續22個月未審批新的額度。



人行取消外匯風險準備金

9月11日,中國人民銀行宣佈,即日起將遠期購滙的外匯風險準備金比例由20%降至零,同時放寬境外金融機構在境內存放準備金的管制。人行金融研究所所長孫國峰表示,目前市場環境已發生較大變化,上述兩項政策有必要進行調整。有市場分析認為,此舉會大幅減少人民幣遠期的交易成本,緩和了人民幣的升值壓力。

標普下調中國及香港主權信用評級

9月21日,國際評級機構標準普爾自1999年以來首次下調中國長期主權信用評級,由「AA-」下調至「A+」。標普稱,下調中國評級的原因是強勁的信貸增長增加了中國經濟金融風險。標普預計,至少到2020年,中國經濟將保持強勁增長,年增長率將達到接近5.8%或更高的水平。標普隨後亦將香港長期信用評級從AAA調降至AA+,因其認為中國內地與香港之前有很強的體制與政治聯繫,內地去杠杆過程或對香港構成溢出風險。

支持小微企的商業銀行可獲定向降準

9月28日,國務院決定對支持小微企業的商業銀行實施定向降準。商業銀行的貸款增量或餘額中,單戶授信500萬元以下的小微企業貸款、個體工商戶和小微企業主經營性貸款及農戶生產經營、創業擔保等達到一定比例,可獲政府定向降準並適當給予再貸款支持。

人民幣對柬埔寨瑞爾銀行間市場區域交易啟動

自9月13日起，中國外匯交易中心開展了人民幣對柬埔寨瑞爾銀行間市場區域交易。首天成交金額10.5億柬埔寨瑞爾，折合約168萬元人民幣。中國銀行、中國工商銀行、中國農業銀行、中國建設銀行、交通銀行、廣西北部灣銀行和桂林銀行成為首批參與行和報價行。

中銀香港發行熊貓債

9月14日，中銀香港成功發行90億元熊貓債，期限1年，票面利率為4.4%。本次債券認購金額150億元，約為發行額的1.67倍。債券所籌集的人民幣資金將用於發行人一般境外營運用途，包括支持“走出去”的企業。另外，滙豐中國也在同日發行20億元3年期金融債，其中逾三分之一通過「債券通」渠道銷售予境外投資者。

多重因素提升境外機構對人民幣債券熱情

分析員 劉雅瑩

受債券通開通、中美利差持續走高以及人民幣升值等因素影響，8月份以來流入內地債市的境外資金明顯增多。截至8月31日，境外機構持有人民幣債券規模達9650億元，創歷史新高。今年首8個月境外機構累計增持人民幣債券1652億元，其中同業存單和國債為主要增持品種，累計增持規模分別達883億元和741億元。目前境外機構在中國債市佔比從年初的1.32%回升至1.49%。

一、債券通便利境外投資者進入中國債市

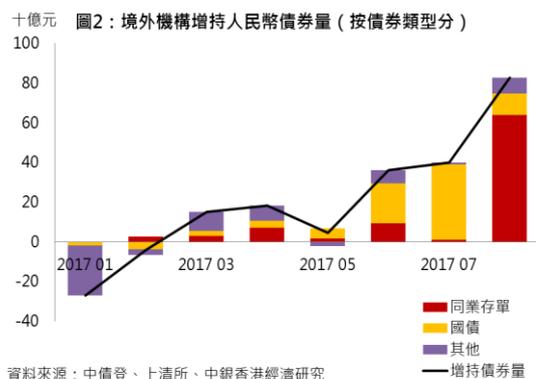
從數據來看，境外機構在中國債市中佔比的回升是從7月份開始的，這或應歸功於債券通。7月份債券通的開通提升了境外投資者交易人民幣債券的便利性，為海外投資者進入內地債市提供了動力。在債券通模式下，國際投資者能沿用其熟悉的結算機制和交易平臺接入內地債市。數據顯示，7月份平均每週通過債券通的結算金額為14億元左右，結算筆數為32筆，顯示出境外機構交易依然積極。當然，當前債券通的效用仍未充分發揮。以8月份為例，境外機構通過債券通增持的同業存單約270億元，佔其增持的所有同業存單規模約40%。這意味著有近60%的同業存單是通過CIBM、QFII等傳統通道實現。但相信隨著境外機構對債券通運作流程的熟悉，以

及債券通所涉及的稅務、風險對沖、信用評級等制度安排問題的逐步完善，未來債券通將能發揮更大作用。目前，境外機構在內地債市佔比不足2%，而人民幣在SDR貨幣籃子中佔比為10.92%，若以此為目標，未來內地債市還有機會迎來萬億元級別的資金流入。



二、中美利差擴大吸引外資進場 同業存單增持規模最大

上半年內地經濟表現超預期以及8月份中國製造業PMI的意外回升都鞏固了市場對內地經濟的信心。儘管下半年經濟數據大概率回落，但整體上內地經濟依舊呈現增長平穩、結構優化、質量提升的良好態勢。此外，內地針對同業存單的監管政策在8月份有序落地，監管層將同業存單納入MPA宏觀審慎管理框架，並針對貨幣基金的投資範圍、比例等作出限制。基本面以及政策面的雙重因素使1個月至6個月期限的同業存單收益率在過去一個月內上升了30BP至70Bp不等，同業存單配置價值凸現。數據顯示境外機構8月份增持同業存單的規模為增持國債規模的近6倍，同業存單增持規模超過國債為十分罕有的情況。在內地監管層對同業存單進行規範後，未來市場上流動的大部分同業存單將為短久期、高品質的同業存單，這亦有助提高境外投資者對同業存單這類固定收益資產的信心。相信未來境外機構將在配置內地國債和配置同業存單上取得平衡。



反觀美國，近日特朗普不顧參議院共和黨領袖、財長和眾議院議長的反對，接受了民主黨的提議，將有關聯邦政府債務上限的討論僅延遲3個月至12月8日。時間的緊迫性和特朗普的共和黨內失信都有可能影響稅改進程。除了特朗普政策的不確定性外，美國通脹預期持續低迷亦影響了加息進程，致使美國債息低企。在短端利差上，中美1年期國債利差從去年底不足150BP大幅走高至當前的220BP。長端利差上，中美10年期國債利差擴大至150BP以上，遠高於以往120BP的利差中樞。可見，中美利差的持續走擴吸引了境外投資者配置人民幣債券。

三、人民幣升值提升人民幣債券配置價值

年初至今人民幣升值約6-7%，使外資對人民幣資產信心倍增。前期的人民幣走強主要是由強歐元下美元走弱引起。而8月份以來，人民幣的反彈導致境內結匯需求增加和市場預期的改變，這又進一步鞏固了人民幣的升勢。隨後人民幣在人行宣佈調整外匯風險準備金政策並取消境外人民幣參加行在境內代理行存放存款準備金後有所回調。從當前情況來看，人民幣並不具備單向升值或貶值的基礎，因此雙向波動和更具彈性仍是未來人民幣匯率的主趨勢。

中期看來，人民幣匯率主要還是取決於內地經濟的基本面情況以及國際環境的變化。雖然市場普遍認為年內內地的經濟高點已過，但今年內地經濟仍大概率呈現增長平穩和結構優化的整體格局，外加國際收支情況的改善，將為人民幣的穩定提供基礎。國際方面，由於歐洲經濟復蘇強勁，歐洲央行在9月的議息會議中上調2017年GDP增速預期至2007年以來新高2.2%，且歐洲央行行長德拉吉表示很可能在10月份作出有關QE的大部分決定，

市場因而預期歐洲央行會在下次議息會議上宣佈縮減購債。若真如此，美德長債利差將趨於收窄，下半年或依舊保持歐強美弱的格局。在此情況下，人民幣匯率在穩定中保持適度強勢是可以預期的，這亦增加了境外機構配置人民幣資產的信心。



人民幣匯率走勢將以穩中偏強為主基調

高級經濟研究員 應堅

最近，人民幣匯率波動明顯加大。7月初以來，人民幣匯率尤其是在岸CNY升勢凌厲，並帶動離岸CNH大幅反彈。9月8日，CNY盤中最高報6.4346，為2015年12月以來最高水平。以9月8日收盤價計算，今年以來CNY及CNH均累計升值6.7%，升幅小於歐元的14.4%和日圓的7.8%。不過，短期人民幣匯率升勢不小於其他貨幣，6月底至9月8日CNY反彈4.6%，保持與歐元、日圓同步。

另一個引起市場關注的是，也是從9月8日起，人民幣強勁升勢突然急剎車。CNY盤中逆轉，逐漸靠穩。周末人行宣佈調整外匯風險準備金政策並取消境外人民幣參加行在境內代理行存放存款準備金，9月11日（周一）CNY單日貶值481基點。到9月21日，人民幣中間價累計下跌870基點，CNY及CNH均貶值1.4%。

究竟如何看待近期人民幣匯率波動及未來走勢。筆者提出以下幾個觀點，供大家參考：

1、近期人民幣升值加快主要反映市場預期正在發生變化，境內結匯需求增加推動人民幣走強。“8.11”後在岸及離岸市場被不理性投資行為佔據，境內購匯需求急升，加上人民幣資金外流，在境內外形成強大拋售壓力。今年以來，人民幣匯率趨於穩

定，市場信心逐漸增強，離岸秩序也恢復正常。在這種情況下，大量人民幣空頭有待平倉，尤其是中國經濟開始復甦，資金外流得到遏制，境內企業加快結匯，令人民幣短期內迅速被推高。

2、歐美貨幣政策發生微妙變化，歐元及美元走勢逆轉進一步助長人民幣匯率升勢。儘管美聯儲已啟動縮表並有望繼續加息，但美國經濟增長溫和，通脹壓力不大，美聯儲加息步伐可能受到影響，美元息口走勢只會維持溫和漸進。另一方面，歐元區經濟增長有進一步加快的跡象，而市場預期歐洲央行有望在下次議息會議上宣佈縮減購債。加上朝鮮局勢複雜化，全球避險資金湧向歐元等非美元貨幣，刺激歐元大幅反彈。人民幣順勢跟隨非美元貨幣升值。

3、人民幣進一步升值將可能脫離基本面，帶來一定的負面影響，也不符合人民幣保持穩定的宏觀調控思路。7至9月上旬CNY已累計升值3000基點，其中8月25日至9月8日11個交易日升值2100多基點，如此升幅是近年來少見的。對大多數出口企業來說，人民幣大幅升值必侵蝕其微薄的利潤，最終導致出口競爭力下降。年初時部份企業增持美元，而現今人民幣升幅已超過其對沖區間，造成巨額匯兌損失。人行年初判斷，人民幣匯率顯示出強勢貨幣特徵，但前提是保持基本穩定，近期走勢可能不是大多數市場參與者願意看到的。

4、部份宏觀調控政策調整迅速回應市場變化，將促成供需趨於平衡，有望將匯率變動拉回正軌。內地不斷完善人民幣匯率形成機制，境內外市場參與者也趨於理性，但要促成人民幣市場如同歐美主要貨幣市場一樣成熟，需要很長時間。近期人民幣加快升值，已對企業產生暗示效應，倘若出現競相結匯的羊群效應，又會形成新一輪單邊預期。人行果斷宣佈調整外匯風險準備金政策，

降低購匯成本，增加美元需求；取消境外人民幣參加行在境內代理行存放存款準備金，向境外市場釋放人民幣，增加境外人民幣供應。這些都是抑制人民幣升勢的重要措施。觀察最近一段時間人民幣走勢，確實產生了明顯的效果。

展望未來人民幣匯率走勢，首先波幅加大的格局已形成，從年初圍繞6.9窄幅波動，到年中在6.7至6.9區間調整，再到9月短暫升至6.4水平後迅速回落至接近6.6，未來人民幣可能在更大區間波動；其次，經歷了多次人民幣升貶轉換，有望在市場上形成空頭與多頭並存及對決的局面，人民幣單邊升值或貶值機會將會減少；最後，決定人民幣匯率走勢的仍然是基本經濟面，在中國經濟繼續保持較快增長，而美聯儲加息放慢、歐元重現強勢的外部因素影響下，人民幣匯率在穩定中保持適度強勢是可以預期的。



主要指標



資料來源：香港金管局

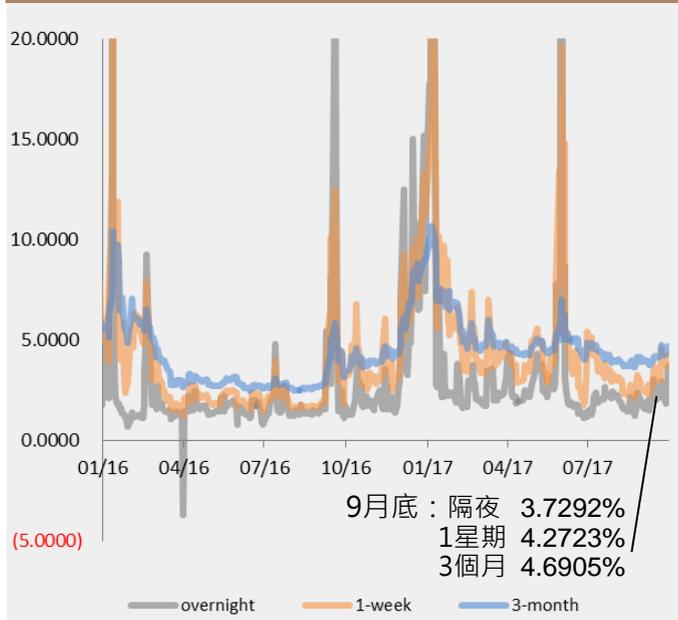


資料來源：香港金管局



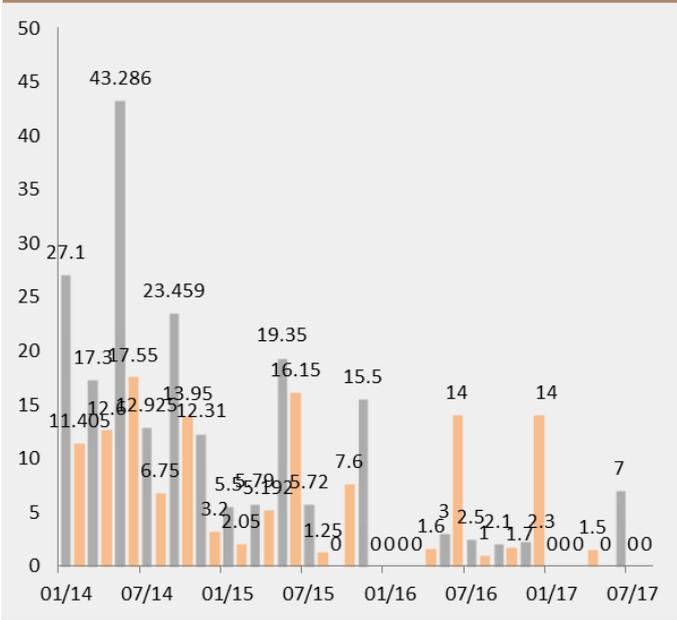
資料來源：彭博

離岸人民幣拆息定價 (%)



資料來源：彭博

香港離岸人民幣債券發行量 (十億元)



資料來源：中銀香港全球市場估計

離岸及在岸人民幣國債收益率曲線 (%，2017年9月29日)



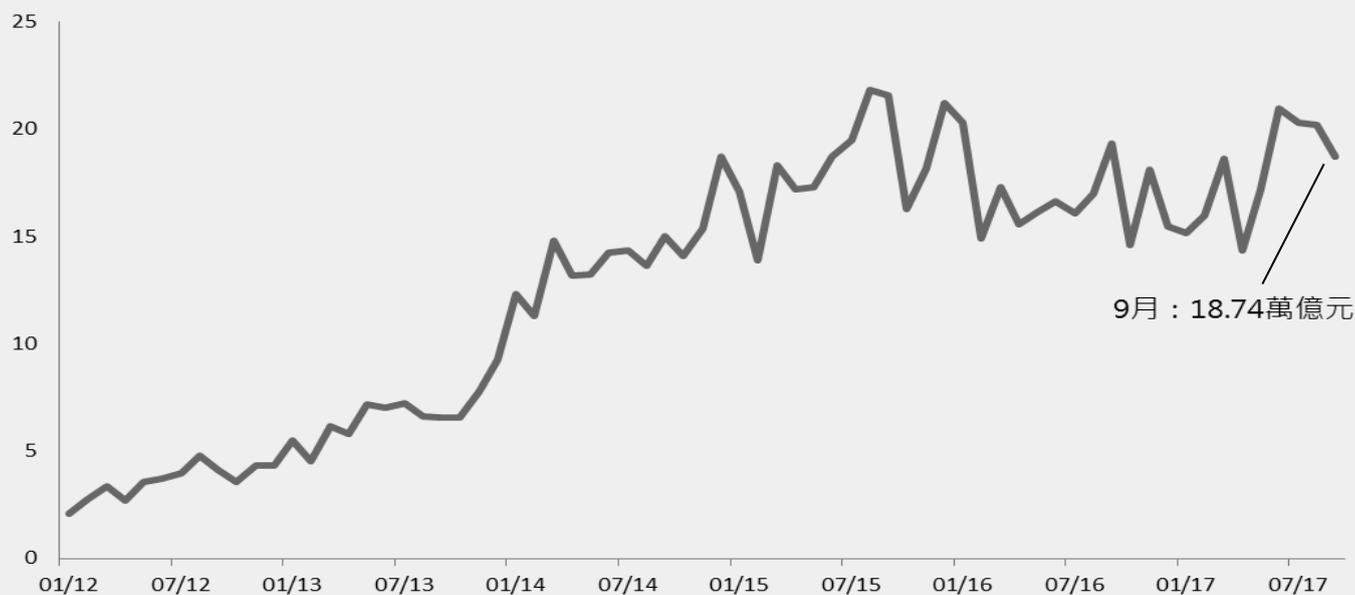
資料來源：彭博

中銀香港 - 富時離岸人民幣債券綜合指數



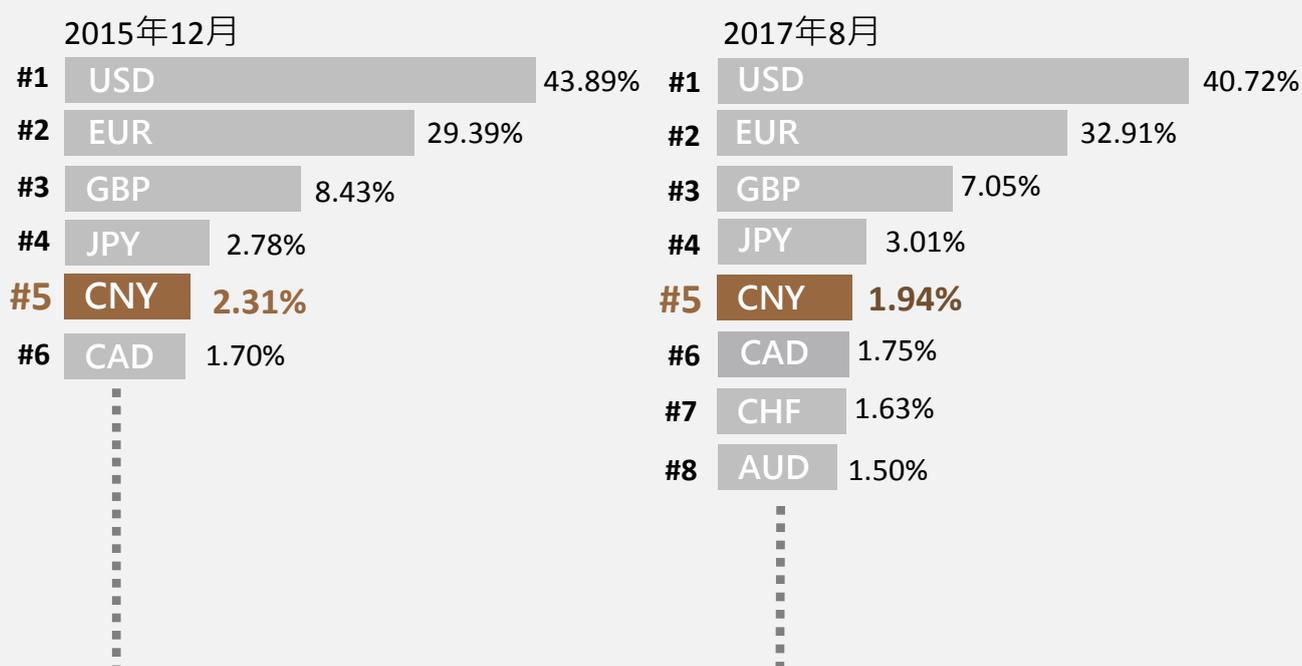
資料來源：彭博

人民幣結算成交金額 (萬億元)



資料來源：香港銀行同業結算

SWIFT 全球貨幣支付排行榜及佔有率



資料來源：SWIFT



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

聲明：本報告僅供參考之用，不反映中銀香港意見，不構成任何投資建議。