



中國銀行(香港)

BANK OF CHINA (HONG KONG)

離岸人民幣快報

2019年6月號

總第64期

RMB

人民幣

人民幣

RMB

¥

¥



目錄

第一部份

市場回顧

1

第二部份

政策及同業追蹤

4

第三部份

專題研究

6

第四部份

市場趨勢

10

編者：

張文晶

電話：+852 2826 6192

電郵：anniecheung@bochk.com

梁紹仁

電話：+852 3982 7177

電郵：matthewleung@bochk.com

曾綺珺

電話：+852 2826 6763

電郵：sharontsang@bochk.com

離岸人民幣市場短期承壓

5月份人民幣匯率出現大幅貶值，一度逼近6.95關口，主要原因是5月5日特朗普宣佈加征關稅，中美貿易戰再次升級。通過分析本輪貶值的市場反應及綜合考量當前美元指數、經濟基本面情況等因素，中美貿易戰將使人民幣短期內持續承壓。市場情緒穩定，離岸人民幣市場流動性及主要業務指標保持平穩；境外資金繼續流入，「債券通」月度與單日成交均創歷史新高；為進一步便利境外機構投資者投資境內銀行間債券市場，人民銀行和國家外匯管理局發出徵求意見稿；人民銀行在港再次成功發行200億元央行票據，發行頻率加快。

一、人民幣匯率急挫，但在6.95水平企穩

5月份離岸人民幣匯率出現大幅下跌，曾一度逼近6.95關口，隨後在低位企穩。特朗普宣佈把總值2,000億美元的中國進口商品關稅從10%提高至25%翌日，離岸人民幣匯率單日貶值接近400點子，報收6.7737，創下自2月以來單日最大跌幅。其後中美高層代表團結束談判，雙方沒有達成任何協議。5月13日，離岸匯率跌破6.91，單日跌幅近700點子。5月16日，美國商務部將華為列入“實體清單”，離岸匯率一度逼近6.95。之後離岸人民幣匯率止跌並逐漸呈現低位企穩的狀況。截至5月31日，人民幣兌美元匯率中間價報6.8992，環比貶值2.5%；離岸人民幣匯率報收6.9369，環比貶值3.0%，較年初升值0.9%；在岸人民幣兌美元匯率報收6.9051，環比貶值2.5%，較年初升值0.6%。

人民幣匯率短期內貶值壓力仍在。從市場表現來看，整體流動性寬鬆有餘，匯市並

未出現空頭身影，投資者未有出現恐慌情緒。預計未來一段時間內，中美貿易戰仍將在反復中持續推進，人民幣雙邊波幅及波動頻率可能擴大；但在減息預期之下，美元指數持續走強可能性不高；國內市場方面，從基本面還是央行調控來看，人民幣仍有較大的支撐空間。

5月份離岸人民幣流動性維持穩定。拆息方面，截至5月31日，香港人民幣隔夜、1週及3個月拆息率分別為2.096%、2.583%和3.423%。

二、離岸人民幣市場流動性及主要業務指標保持平穩

截至2019年4月末，香港人民幣存款餘額為6,123億元，環比上升1.7%，同比增長2.5%；人民幣貸款餘額為1,110億元，環比減少3.4%，同比減少17.0%。繼上月創逾3年的高位紀錄後，4月人民幣跨境貿易結算為4,207億元人民幣，環比下跌9.4%，同比上升

28.9%。2019年5月，人民幣RTGS清算額為22.6萬億元，較上月增加7.9%。截至2019年5月末，離岸人民幣債券發行規模為541億元(包括5月發行共計200億元央票)。其他離岸人民幣市場方面，4月末台灣地區人民幣存款為2747億元(含可轉讓定期存單)，環比下降2.7%，創五年低位。

SWIFT報告顯示，2019年4月份人民幣維持全球第五大支付貨幣地位。人民幣於國際及國內支付市場佔比1.88%，與上月持平，僅次於美元，歐元，英鎊及日圓。人民幣支付金額按月下跌2.3%，其他所有支付貨幣的支付總額環比下跌2.0%。

三、境外資金繼續流入，「債券通」月度與單日成交均創歷史新高

外資買入人民幣資產的意願並沒有受到這輪人民幣匯率貶值的影響。截至2019年5月，境外機構在中央國債登記結算有限責任公司的債券託管餘額達1.61萬億元，創歷史新高，較上月大幅增加767億元，同比增加33.2%。5月外資機構不僅沒有減少對中國債券的投資，反而繼續增持中國債券。中國資本市場持續擴大開放，中國債券逐漸被納入國際主要指數，提振了外資增持中國債券和人民幣資產的信心。

2019年5月，「債券通」維持資金淨流入態勢，境外投資者淨買入522億元，總成交量達1,586億元，日均交易量為75.5億元，其中5月21日單日成交121億元，無論是月度、日均還是單日交易量，均達上線以來的歷史新高。政策性金融債、同業存單和國債為境外投資者最關注的品種，分別佔月交易量的47.7%、30.1%和16.6%。至目前為止，債券通已彙集了947家國際投資者，其中包括首批紐西蘭投資者，服務範圍則擴展到全球28個國家和地區。

四、境外機構投資者投資銀行間債市將獲進一步便利

國家外匯管理局資料顯示，截至2019年5月末，人民幣合格境外機構投資者(RQFII)獲批額度為6,773億元，環比增加66億元；合格境外機構投資者(QFII)獲批額度為1,058億美元，與上月持平。同時，152家合格境內機構投資者(QDII)累計獲得1,040億美元投資額度，機構數目與投資額度與上月持平。

5月10日，國家外匯管理局網站發佈，央行、外管局就《進一步便利境外機構投資者投資銀行間債券市場》公開徵求意見。

意見稿主要提及未來給予境外投資者的兩大便利，一是同一境外機構投資者可將其合格境外機構投資者（QFII/RQFII）項下債券帳戶和銀行間債券市場直接投資項下的債券帳戶中所持有的銀行間市場債券進行雙向非交易過戶；二是同一境外投資者QFII/RQFII託管帳戶內資金與直接投資資金帳戶間，可在境內直接劃轉（雙向）。

這些便利手段將有助於吸引外國投資者加大對中國債券市場的投資力度，同時促進多元化的投資機構對中國債市進行中長期投資。

五、人民銀行在港再次成功發行央行票據，發行頻率加快

央行於5月15日發行了3年期和1年期共計200億央票，全場超額認購倍數超過5倍。5月21日，人民銀行公佈將於近期再次發行央票。

這是中國人民銀行繼去年11月和今年2月之後，第三次通過香港金管局債務工具中央結算系統（CMU）債券投標平台發行人民幣央行票據，市場反映正面，人民幣匯率也隨之走強。

香港人民幣央行票據的連續成功發行滿足市場需求，豐富了香港市場高信用等級人民幣投資產品系列和人民幣流動性管理工具，提升市場信心、穩定離岸匯率。從長遠來看，常規化發行有助於建立完整的離岸市場收益率曲線，擴大境外人民幣交易市場規模和深度，有助於推動人民幣國際化。



人行在港發行央票

5月15日，中國人民銀行透過香港金管局的債務工具中央結算系統發行人民幣央行票據，其中3個月期100億元，中標利率3.0%；以及1年期100億元，中標利率3.1%。

MSCI正式增加中國A股在指數中的權重

5月13日，MSCI公佈了2019年5月的半年度指數審議結果，並於5月28日收盤後生效。MSCI實施增加中國A股在MSCI新興市場指數中權重的第一步，26隻中國A股（其中18隻為創業板股票）將加入MSCI中國指數，現有238隻成分股的納入因子將從5%增加至10%。

菲律賓和葡萄牙發行熊貓債

5月15日，菲律賓成功發行25億元熊貓債，期限3年，中標利率3.58%。這是繼2018年3月後，菲律賓第二次發行熊貓債。

稍後，葡萄牙在5月30日發行20億元3年期熊貓債，中標利率4.09%，並錄得逾三倍的超額認購。葡萄牙成為首個發行熊貓債的歐元區國家。

人行宣佈定向降準

人行從5月15日開始，對僅在本縣級行政區域內經營，或在其他縣級行政區域設有分支機構但資產規模小於100億元的農村商業銀行，執行與農村信用社相同檔次的存款準備金率，該檔次目前為8%，釋放長期資金約2,800億元。



亞洲主要經濟體債券市場 開放進程及經驗借鑒

中銀香港首席經濟學家 鄂志寰博士
分析員 劉雅瑩

近年，中國持續優化債券市場的基礎設施和配套政策，加快債市對外開放步伐，吸引了廣泛的外資流入。參照亞洲經濟體的經驗，債市開放是一個相對漫長的過程，國際資本流動會增強內外部利率的聯動性和匯率的波動性，亦可能對境內金融市場穩定形成一定程度的外部衝擊。因此，在推動金融開放的同時，需提升風險管控能力，以維持跨境資本的有序均衡流動。

一、亞洲經濟體債市開放的主要特點

1. 日本平衡離岸與在岸債市發展，同步推進日圓國際化

1970年至1980年為日本債市開放的初步階段。日本引入國際組織和主權國家等境外發行人，並推動國內機構投資海外證券。與此同時，日本允許境外投資者經過外國證券公司在日本開設的分公司參與國內債券市場。1984年至1999年為日本債市加速開放階段。日本一方面推動歐洲日圓債市場的發展，另一方面通過引入國際評級標準，同時對投資日本短期國債的國際投資者實施免稅政策，來壯大本土債市。2000年至今，日本繼續深化債市開放，吸引更多境外投資者。

2. 韓國以金融機制改革引領債市開放，債市國際化程度較高

韓國通過債市開放來對接國際金融市場，以降低企業資金成本，並實現經濟轉型。與此同時，外部力量亦促使韓國進一步開放其債券市場。在此背景下，韓國進行全面的經濟改革和金融業市場化，以減少對金融領域的行政干預。1981年起，韓國開始開放債券市場，並在1999年實現全面債市開放，期間經歷三個階段。當前，韓國債市為亞洲第三大債券市場，僅位列日本和中國之後，且債市國際化程度較高。

3. 東南亞國家遲緩的債市發展阻礙金融開放進程

東南亞新興國家的債券市場開放較早，但受制於債市發展深度，開放初期國際化程度未明顯提升。1997年金融危機爆發後，匯率貶值、資產價格暴跌、以及壞賬的攀升使

東南亞銀行減少授信，以銀行貸款為主要融資途徑的東南亞本土企業面臨流動性斷裂的困境，東南亞國家因而開始重視資本市場的發展。如馬來西亞政府推出了資本市場指導計劃（CMP），從國內和國際兩方面推動資本市場發展。國內方面著重修復銀行系統的資產期限錯配，及減少企業對銀行貸款等間接融資的依賴；國際方面則致力發展國內資本市場，並加快推動金融市場的對外開放。在馬來西亞政府的大力推動下，債務工具存續餘額佔GDP比重從1997年的59%攀升至2012年的111%。

二、亞洲國家債市開放對中國的經驗借鑒

1. 經濟基本面是債市國際化的重要基礎

從韓國和日本的經驗來看，債市開放在短期內難以明顯提升境外機構的配債需求。事實上，外資對一國債券的需求取決內部及外部兩重因素。內部因素而言，一國資產的吸引力取決於其投資回報率，其本質是該國經濟的發展前景與增長速度。外部因素而言，一國資產在國際上的吸引力依賴於該國貨幣的走勢及穩定性，其背後決定因素是該國的經濟基本面及金融穩定性。

目前，中國正從高速增長階段轉向高品質增長階段，隨著經濟結構轉型升級，這有利於中國維持可觀的經濟增速和相對較闊的中美利差。另一方面，中國正穩步壓縮影子銀行和地方隱性債務，並通過金融供給側改革來多元化企業的融資管道，這將能穩定中國宏觀杠杆率和增強金融系統穩定性，有利於人民幣的穩定。因此，從長期來看，中國

良好的經濟基本面、相對較高的債券收益率，和不斷強化的金融穩定性將增強人民幣資產的吸引力，有望提升外資的配置意願。

2. 債券市場發展水平制約金融開放步伐

馬來西亞及泰國的債市開放經驗表明，債市國際化步伐會受債市發展程度影響。當前，中國債市存續餘額達86萬億元，為全球第三大的債券市場；但其廣度和深度仍有提升空間。一方面中國債市存續餘額/GDP僅90%，不及發達國家的200%。另一方面，中國債市以國債（57%）和政策金融債（25%）為主，信用債佔比較小（5.3%），且中國債市的換手率和流動性仍較低。2019年以來，中國提出了金融供給側改革，著力提升包括債市在內的直接融資管道，亦減少企業對銀行體系的依賴。同時，中國政府持續優化債券市場的基礎設施和配套制度。未來，中國可通過完善債市結構，提高市場透明度和流動性，繼續吸引外資進入。

3. 納入國際指數能為中國債市帶來可觀的資金流入

對中國債市而言，納入國際債券指數將能在未來2-3年內為中國債市帶來可觀資金流入。今年4月起，人民幣計價的中國國債和政策性銀行債券被正式分階段納入彭博巴克萊全球綜合指數。此外，富時也於2018年將中國納入其旗艦指數WGBI的觀察，並將在今年9月宣佈是否正式將中國債券市場納入WGBI。目前，全球三大債券指數管理的資產總額約為4-4.5萬億美元，將中國債券納入其中後，中國債券在各指數中所佔權重將約為5%至

10%，短期可以帶動約2,000億美元的國際資金流入。假設三年內國際主流債券指數完成將中國債券的全部納入，將能吸引約3,500億美元的被動資金流入中國債券市場。

4. 中國債券市場開放可與人民幣國際化相輔相成

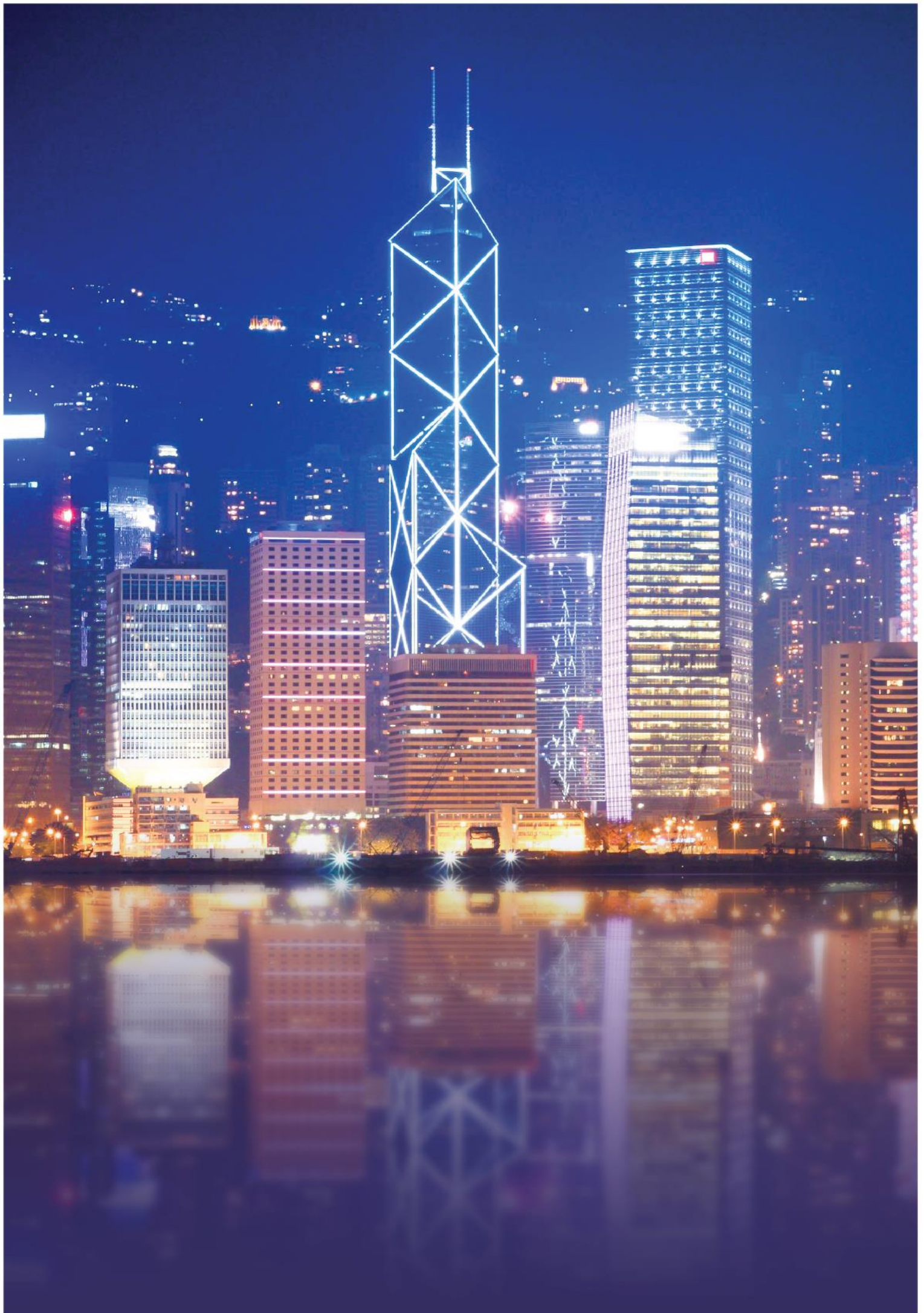
日本在開放債市的過程中，不僅著力吸引國際資金流入，同時也鼓勵境外機構在日本在岸市場發債，以及鼓勵境內投資者在境外進行證券投資，擴大了日圓及其計價資產的跨境使用。而日圓國際使用度的提升，又反過來吸引國際投資者積極參與日本國債的現貨與期貨交易。日本經驗表明，中國債券市場開放可與人民幣國際化進程相互推動，在吸引國際投資者配置人民幣資產的同時，

提升人民幣的國際使用程度，進而提高人民幣的計價結算、投資交易及儲藏價值。

5. 金融開放對風險管控能力提出更高要求

金融市場開放會增強中國與歐美等主要發達國家的利率聯動性，在危機時期或流動性惡化時期或加大外部環境對中國金融市場的衝擊，因此中國亦須提升風險管控能力，以避免資金自由流動造成金融市場的無序波動。參照東南亞國家的經驗，在開放資本市場的同時，需要優化國家融資結構、提升金融市場定價能力，穩定國內經濟增長，以及實施有效的金融監管體系，以防止資金自由流動導致金融市場動盪和危及國家經濟發展。





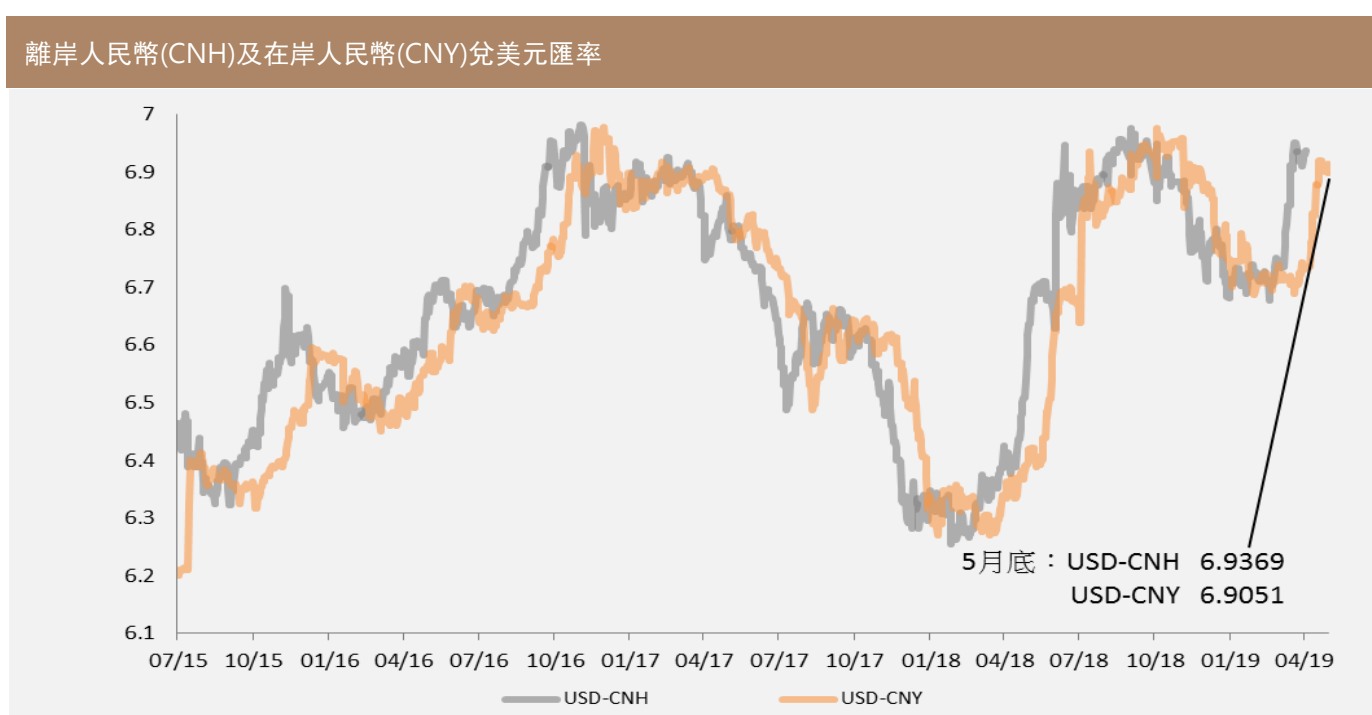
主要指標



資料來源：香港金管局

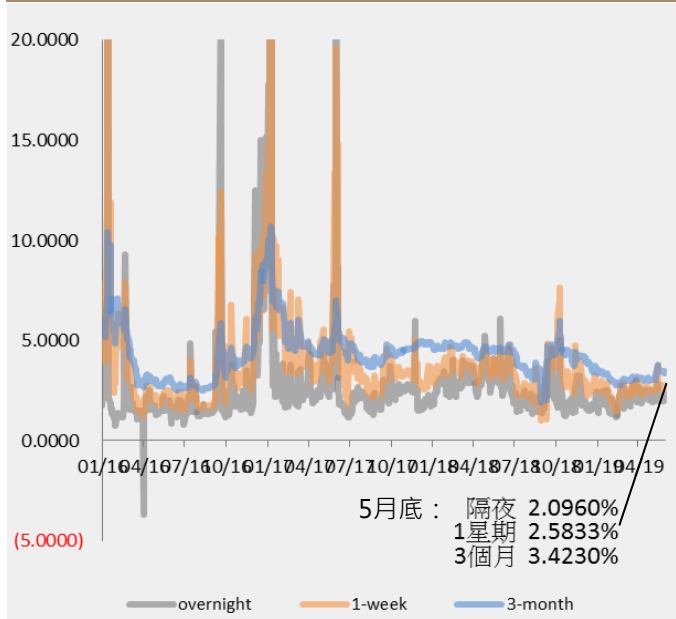


資料來源：香港金管局



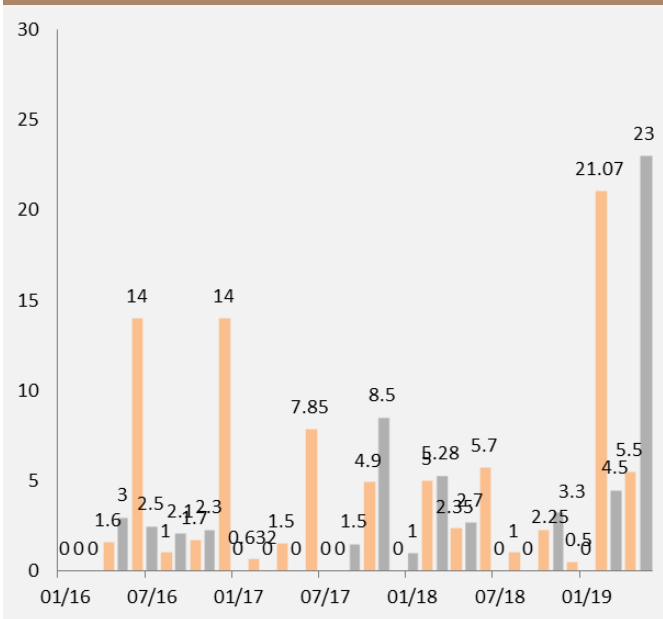
資料來源：彭博

離岸人民幣拆息定價 (%)



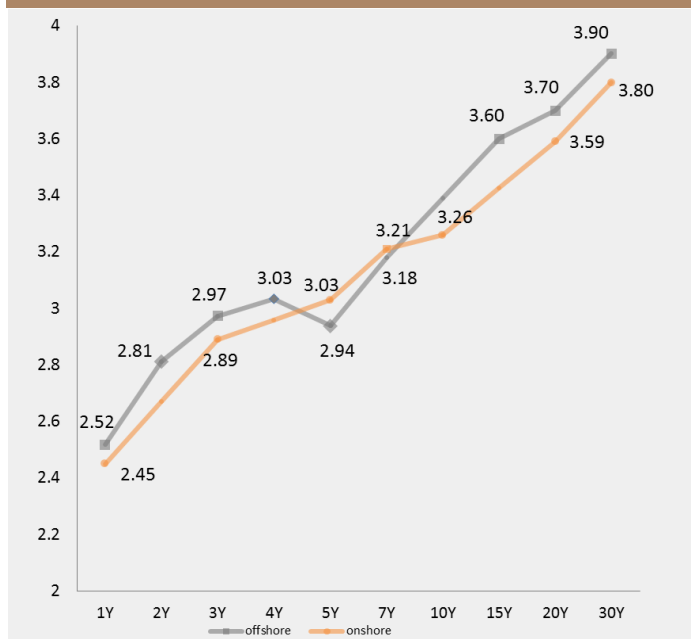
資料來源：彭博

香港離岸人民幣債券發行量 (十億元)



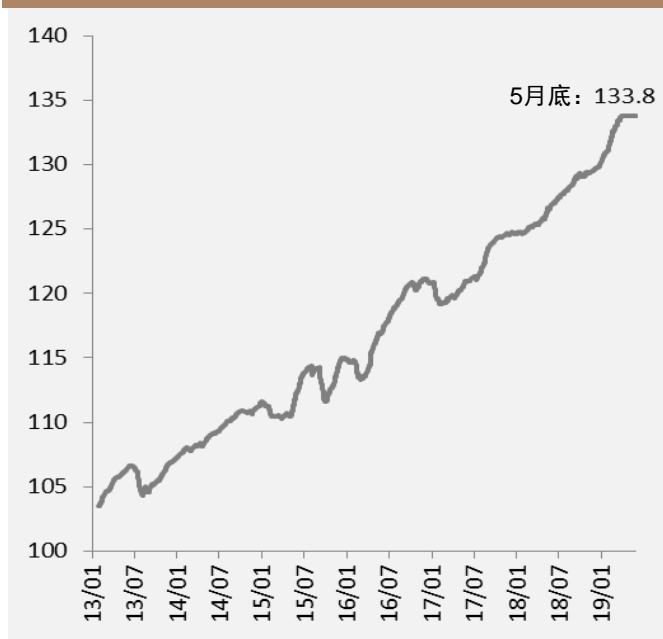
資料來源：中銀香港全球市場估計

離岸及在岸人民幣國債收益率曲線 (%，2019年5月31日)



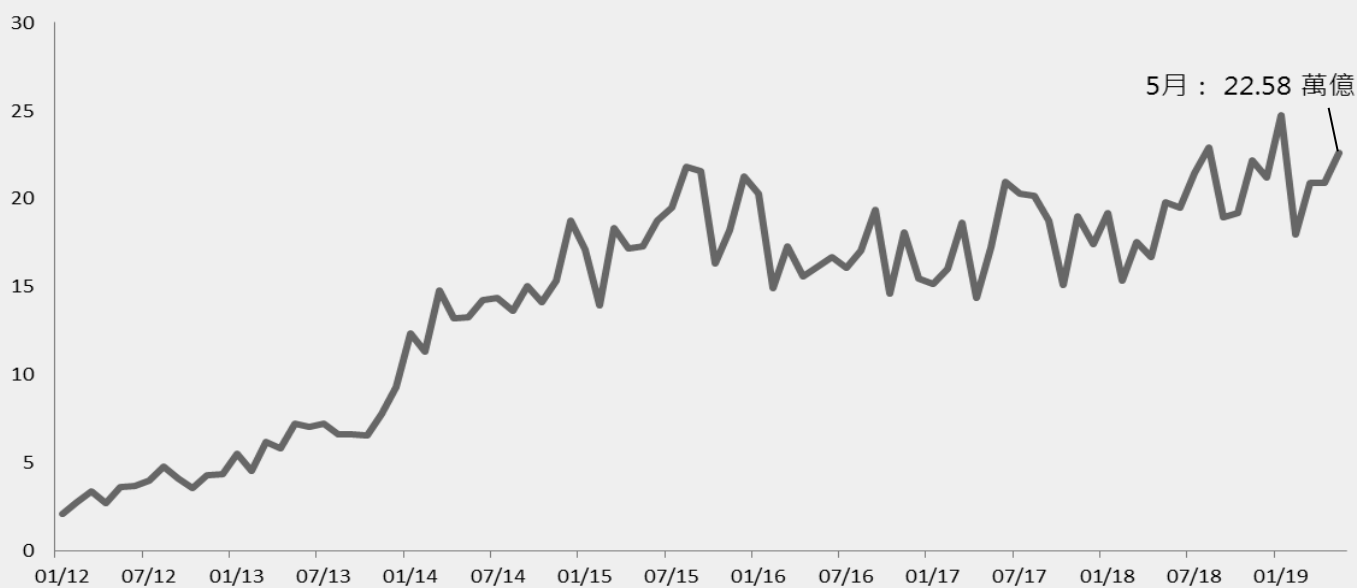
資料來源：彭博

中銀香港 - 富時離岸人民幣債券綜合指數



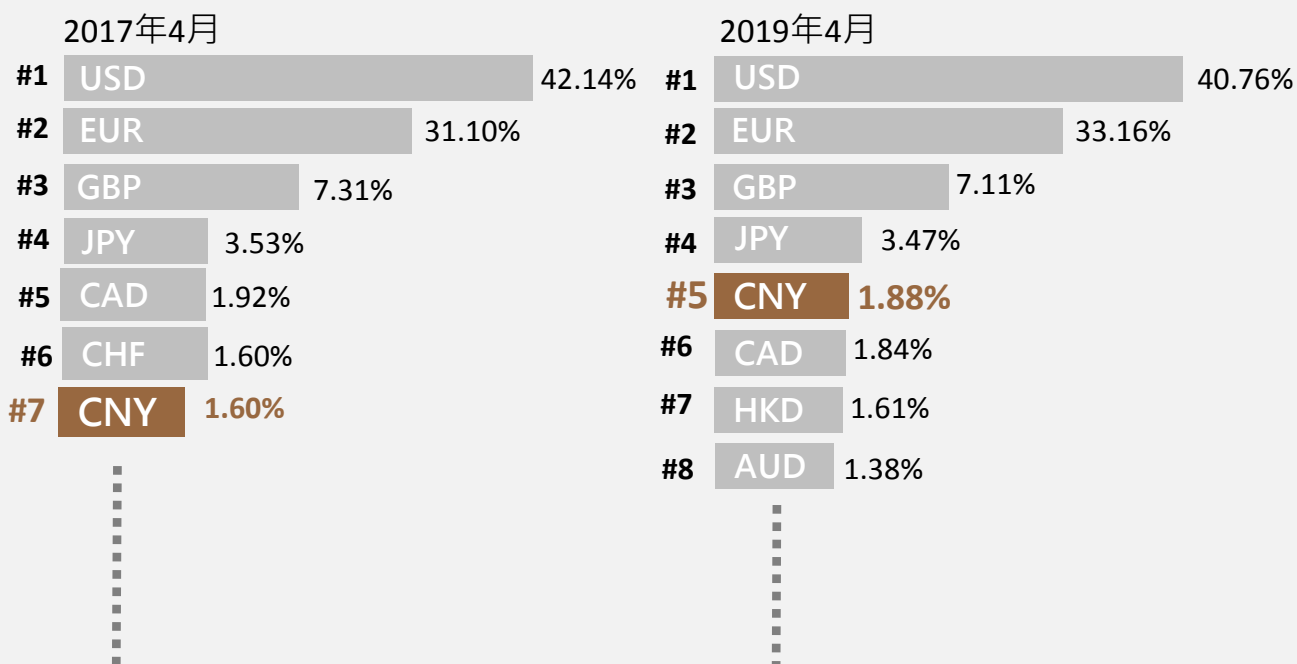
資料來源：彭博

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。