



中國銀行(香港)

BANK OF CHINA (HONG KONG)

離岸人民幣快報

2020年1月號

總第71期

2019年12月
總第50期



目錄

第一部份

市場回顧

1

第二部份

政策追蹤

6

第三部份

專題研究

10

第四部份

市場趨勢與數據

17

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

“中國機會” 為離岸人民幣市場注入新機遇

2019年，人民幣匯率寬幅雙向波動，彈性顯著增強，保持基本穩定；離岸人民幣市場發展仍然較為平穩，各項業務指標雖有波動，但總體趨勢仍然向好，資金池穩定增長；隨著中國金融市場開放程度進一步提升，中國債券從4月起正式分階段納入彭博巴克萊全球綜合指數，全球投資者更加關注“中國機會”，加大人民幣資產配置，成為資本市場新的契機，債券通成交創歷史新高；中國資本市場不斷對外開放，全面取消QFII和RQFII投資額度限制，方便境外投資者參與境內金融市場，同時人行逐步建立了在香港發行央行票據的常態機制，擴大境外人民幣交易市場規模和深度。

一、2019年離岸人民幣市場穩健發展

1、人民幣匯率寬幅雙向波動、基本穩定

2019年，離岸人民幣匯率在年初走升，5月出現下跌，至9月初再次反彈回穩。整體來看，全年離岸人民幣匯率維持寬幅雙向波動、基本穩定。年內，離岸人民幣匯率走向出現三個突出特點，一是中美貿易戰繼續主導人民幣匯率走向；二是人民幣匯率彈性增強，全年離岸人民幣在6.68-7.19之間寬幅波動；三是人民幣匯率與美元指數的關聯性下降。年內香港離岸人民幣市場未發生流動性不足現象，除個別時段拆息波動較大，其餘大部份時間離岸市場利率維持在3%之下。截至12月31日，人民幣兌美元匯率中間價報6.9762，較年初貶值1.9%；離岸人民幣匯率報收6.9627，較年初貶值1.3%；在岸人民幣兌美元匯率報收6.9632，較年初貶值1.2%。

2、主要離岸人民幣業務指標再創新高

2019年離岸人民幣市場業務指標雖有波動，但仍然在保持穩定的基礎上走勢良好，部分指標再創新高。截至2019年11月末，香港人民幣存款達到6,378億元人民幣，較去年同期增長3.3%，加上225億元人民幣存款證，香港人民幣資金池回升至約6,600億元人民幣的水平。人民幣貸款餘額為1,576億元人民幣，較去年同期增長35.9%。截至2019年12月末，離岸人民幣債券一級市場發行規模為1,834億元。跨境貿易人民幣結算量於8月突破4,900億元，創三年新高。首11個月香港跨境貿易結算人民幣匯款總額為4.84萬億元人民幣，較去年同期增加26.4%。2019年全年經香港人民幣RTGS系統處理的清算總量達265.76萬億元人民幣，較去年同期增加13.6%，其中，11月錄得平均每日交易額超過1萬億元人民幣的高水平，代表香港的人民幣資金池繼續支撐大量的金融活動。

3、人民幣在全球外匯儲備中佔比創歷史最高水平

隨著境外央行持有人民幣外匯儲備的意願增強，人民幣國際儲備貨幣地位得以逐步確立。IMF公佈的最新數據顯示，截至2019年第三季度，官方外匯儲備幣種構成調查（COFER）報送國持有的人民幣儲備規模為2196.2億美元，較2018年末增加165.4億美元，在整體已分配外匯儲備中佔比2.01%，創IMF自2016年10月報告人民幣儲備資產以來最高水平。

根據SWIFT統計，2019年11月份人民幣為全球第五大支付貨幣，佔全球所有貨幣支付金額比重1.93%，僅次於美元、歐元、英鎊及日圓。人民幣支付金額按月增加5.56%。

4、資本市場持續開放吸引境外投資目光

資本市場持續開放，在2019年取得了幾個重要的突破：中國債券從4月1日起正式分階段納入彭博巴克萊全球綜合指數，增強了全球投資者的市場需求以及對中國經濟的信心，有利於全球投資者加大人民幣資產配置，是中國金融市場開放進程的又一重要成果。2019年初，美國標普全球公司獲准正式進入中國信用評級市場，開展信用評級業務。國際評級機構的引入，提高了市場透明度，為境外投資者入市提供更有價值的參考；2019年下半年中美利差處於歷史高位，亦是吸引境外機構投資者進入內地市場的主因。截至2019年11月，境外機構在中國銀行間債券市場債券託管餘額達2.20萬億元，累計比2018年11月餘額多出5,514億元，同比大幅增加

33.5%。

債券通迎來2周年，交易量和開戶數均在年內創歷史新高。2019年度債券通債券累計交易量達26,333億元，較去年的8,841億元大幅增長接近2倍；全年境外機構投資者入市數量突破1600家，較去年的503家增加218%。年內，為進一步滿足境外投資者的投資需求，提升市場流動性，債券通的各項交易機制得到進一步完善和優化，包括將債券通報價機構擴容至47家；推出上線指示性報價功能；以及境外投資者可通過貿易網(Tradeweb)與境內報價機構快速進行交易溝通等。

5、離岸央票發行漸成常態化

2018年11月以來，人行先後在香港發行了14期、1,700億元人民幣央行票據，逐步建立了在香港發行央行票據的常態機制，期限品種也從最初的3個月和1年，拓展至1個月和6個月。人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。人行在8月9日發佈第二季的《中國貨幣政策執行報告》，首次提到把央票發行常規化，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。

截至2019年12月末，離岸人民幣債券一級市場發行規模為1,834億元(包括2019年人行於香港發行共1,500億元人民幣央票)，較2018年全年的591億元大幅上升。

二、2020年人民幣國際化行穩致遠

過去10年，人民幣國際化取得多項突破性進展，人民幣現在已具備了成為國際貨幣的基礎條件。2020年，人民幣國際化在新的發展起點上再出發，匯率繼續在合理均衡水平上保持基本穩定；資本市場開放帶來更多優質人民幣資產以滿足國際投資者需求；隨著中國與其他國家更緊密經貿合作，人民幣在支付、投融資、儲備、計價等方面的功能將得到全面提升；香港會繼續發揮離岸人民幣樞紐地位，緊抓國家「一帶一路」倡議及粵港澳大灣區等重大戰略發展機遇。

人民幣匯率彈性增強，貿易戰仍將主導其走向。目前，中美已達成的第一階段貿易協議中包括了匯率條款，短期內可對人民幣匯率帶來一定支持。從長期因素看，中美貿易關係可能還會時有反覆，大部分主要問題有待在第二階段談判解決，故不排除中美貿易戰再度升溫的可能。人民幣匯率也取決於內地經濟表現、中美息差，以及美元匯率等因素。2019年美元指數在95-99.4的區間波動，多國央行貨幣政策持續寬鬆，歐元和英鎊短期反彈動力不足，故美元仍有較大機會在高位區間盤整。貨幣政策方面，市場預期美國在2020年減息步伐將會減慢，中美利差有機會收窄，對人民幣匯率帶來短暫貶值壓力。然而，內地進一步開放金融市場，鼓勵外資金融機構參與中國金融市場活動，市場准入門檻的降低也將推動更多的境外投資者持有人民幣資產，因此人民幣不具備大幅貶值的基礎。

金融市場國際化進程加快，滿足國際投資者多樣化需求。2019年7月，國務院金融穩定發展委員會辦公室宣佈了一系列金融業進一步對外開放的政策措施，其中包括允許外資機構在中國開展信用評級業務時，可以對銀行間債券市場和交易所債券市場的所有種類債券評級；允許外資機構獲得銀行間債券市場A類主承銷牌照；及進一步便利境外機構投資者投資銀行間債券市場。9月，中國外管局宣佈全面取消QFII和RQFII投資額度限制，進一步提升中國金融市場開放程度，境外投資者參與境內金融市場的便利性將大幅提升。隨著中國金融市場國際化進程不斷加快，更多的境外投資者將增加在內地的資產配置，市場投資主體進一步多元化，推出更加豐富的人民幣計價金融資產。這一系列措施有利於滿足國際投資者的多樣化需求，內地資本市場國際化、規範化發展前景可期。

人民幣的貨幣功能將持續增強。中國與「一帶一路」沿線國家經貿合作水平不斷提升，企業對外直接投資及「一帶一路」項目融資需求的增加，有利於增強人民幣作為結算、投資與儲備貨幣的使用，亦有助培育海外地區對人民幣的真實需求。大部分「一帶一路」沿線國家與中國建立貨幣合作關係，包括引入人民幣清算行、簽署本幣互換協定等，部分國家更積極研究及推動本幣結算模式，以降低對美元依賴，與中國推動人民幣國際使用形成契合，也有助於促進貨幣國際化與「一帶一路」倡議的良性互動。

香港繼續發揮離岸人民幣樞紐地位。隨著人民幣國際投資及儲備功能逐漸增強，香港作為外國投資者增持人民幣資產的主要平台之一，這一角色將繼續得到強化。未來人行繼續加大在香港發行債券的規模並常規化發行央票，有助於豐富本港市場高信用等級人民幣資產，體現了中央政府支持鞏固香港作為全球離岸人民幣樞紐的地位。香港憑藉

自身的獨特優勢，繼續緊抓國家一帶一路、粵港澳大灣區等重大戰略發展機遇，有更多機會參與到一代一路沿線國家項目，探索創新為大灣區居民提供多元化的跨境個人金融理財服務，將為香港帶來新的發展機遇和增長空間。





人民幣國際化最新進展

人行宣佈降準

為支持實體經濟發展及降低融資成本，人行分兩階段下調存款準備金率1個百分點，淨釋放長期資金8,000億元。

QFII額度倍增至3,000億美元

中國國家外匯管理局宣佈，合格境外機構投資者(QFII)總額度從1,500億美元增至3,000億美元，是自2013年7月後再次上調。

人行再次在港發行央票

人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2.45%；以及1年期100億元，中標利率2.80%。

人行在年底前推出五項金融開放措施

人行行長易綱透露將在今年年底前推出五項措施擴大金融市場對外開放：1) 鼓勵在信託、金融租賃、汽車金融、貨幣經紀、消費金融等領域引入外資；2) 對商業銀行新設立的金融資產投資和理財公司，外資持股比例不設上限；3) 大幅擴闊外資銀行業務範圍；4) 不再對合資證券公司業務範圍單獨設限，務求做到內外資待遇一致；5) 全面取消外資保險公司設立前需開辦2年代表處的要求。

2019

1月

4日

14日

31日

2月

13日

18日

28日

3月

20日

24日

中國債券將納入彭博巴克萊債券指數

彭博確認，人民幣計價的中國國債和政策性銀行債券將從2019年4月起被納入彭博巴克萊全球綜合指數，並將在20個月內分階段完成。

《粵港澳大灣區發展規劃綱要》出台

國務院正式公佈《粵港澳大灣區發展規劃綱要》。其中，香港將鞏固和提升國際金融、航運、貿易中心和國際航空樞紐地位，強化全球離岸人民幣業務樞紐地位、國際資產管理中心及風險管理中心功能，大力發展創新及科技事業，建設亞太區國際法律及爭議解決服務中心。

中銀香港推出代理見證開立內地個人賬戶

隨著粵港澳大灣區建設的推進，為更好滿足香港居民在內地的民生金融需求，中銀香港宣佈獲批在香港推出代理見證開立內地個人銀行賬戶服務。

MSCI宣佈增加中國A股在指數中的權重

MSCI宣佈增加中國A股在MSCI指數中的權重，分三個階段把納入因子從5%增加至20%。

人行在港發行央票

人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%。

人行宣佈定向降準

人行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。

菲律賓發行熊貓債

菲律賓成功發行25億元熊貓債，期限3年，中標利率3.58%。

滬倫通昨正式啟動

內地證監會和英國金融行為監管局共同發佈，批准上海證券交易所和倫敦證券交易所開展滬倫通。首階段的總投資額度為5,500億元。

財政部在港發行50億元國債

財政部在港發行50億元國債，其中兩年期39.5億元，中標利率2.95%；以及5年期10.5億元，中標利率3.03%。

4月

10日

5月

15日

28日

30日

6月

17日

20日

26日

中行發行38億美元“一帶一路”主題債券

中國銀行在境外發行38億美元等值“一帶一路”主題債券。此次發行包括美元、歐元、澳元、人民幣和港幣5個幣種，共計8個債券品種，分別在香港聯合交易所、中歐國際交易所、法蘭克福證券交易所和盧森堡證券交易所上市。

葡萄牙發行熊貓債

葡萄牙發行20億元3年期熊貓債，中標利率4.09%。葡萄牙成為首個發行熊貓債的歐元區國家。

人行在港發行300億央票

人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1個月期200億元，中標利率2.80%；以及6個月期100億元，中標利率2.82%。

MSCI正式增加中國A股在指數中的權重

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%。

中行協助財政部在澳門首發人民幣國債

中國銀行協助財政部在澳門首次發行國債，其中面向機構投資者發行17億元，期限3年，票面利率為3.05%；以及面向個人投資者發行3億元，期限2年，票面利率為3.3%。

美國將中國列為“貨幣操縱國”

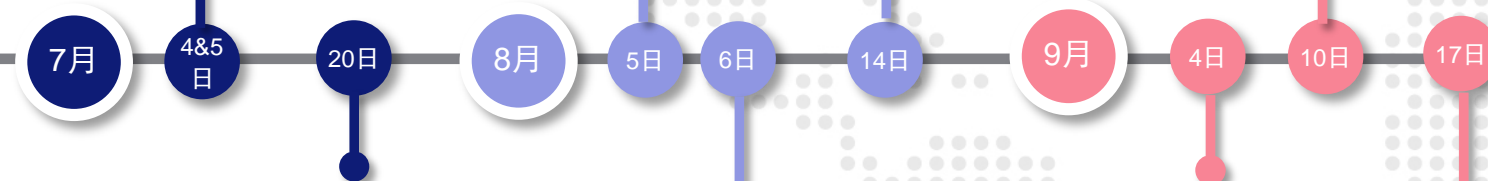
美國財政部發表聲明，確認中國為匯率操縱國，並表示財長努欽與國際貨幣基金組織商討，消除中國最新行動帶來的不公平競爭優勢。

內地取消QFII和RQFII投資額度限制

國家外匯管理局宣布，為進一步擴大金融市場對外開放，取消合格境外機構投資者（QFII）和人民幣合格境外機構投資者（RQFII）的投資額度限制。

人行在港發行央票

人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200億元，中標利率2.90%；以及1年期100億元，中標利率2.95%。



內地進一步推動金融對外開放

發改委宣佈11條金融業對外開放措施。尤其債市方面，將允許外資機構可對銀行間債券市場和交易所債券市場的所有種類債券評級，以及獲得銀行間債券市場A類主承銷牌照；另外，原定於2021年取消證券公司、基金管理公司和期貨公司外資股比限制的時點提前到2020年。

摩根大通將中國政府債券納入GBI-EM指數

摩根大通宣佈將於2020年2月28日起，把9隻中國政府債券納入其全球新興市場政府債券指數(GBI-EM)。納入工作將在10個月內分步完成，並將佔指數權重10%。

內地上海自貿區新片區推動跨境人民幣業務

國務院發佈“中國(上海)自由貿易試驗區臨港新片區總體方案”，提出進一步簡化優質企業跨境人民幣業務办理流程，推動跨境金融服務便利化，研究開展自由貿易帳戶本外幣一體化功能試點，探索新片區內資本自由流入流出和自由兌換。

中行獲准擔任菲律賓人民幣清算行

摩人行授權中國銀行馬尼拉分行擔任菲律賓人民幣業務清算行。

財政部和人行在港發主權債券

財政部在港發行50億元人民幣國債，其中面向機構投資者招標發行45億元，面向國外中央銀行和地區貨幣管理當局發行5億元，包括2年期和5年期，中標利率分別為2.80%和2.85%。人行亦於翌日在港發行六個月央行票據100億元，中標利率2.89%。

人行在港發行央票

人行透過香港金管局的債務工具中央結算系統發行6個月期央票100億元，中標利率為2.9%。

人行在港發行央票

人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200億元，1年期100億元，中標利率均是2.9%。

人行宣佈降準

人行宣佈自1月6日起，全面下調金融機構存款準備金率0.5個百分點，釋放8000多億元長期資金。

MSCI再增加內地A股在指數中的權重

MSCI中國指數增加204隻內地A股，其中189家為中型股；現有268隻成份股的納入因子將從15%提高至20%。另外，內地A股在MSCI中國指數和MSCI新興市場指數中的權重分別為12.1%和4.1%。

人行擴大LPR應用範圍

人行宣佈自2020年1月1日起，銀行不得簽訂參考貸款基準利率的浮動利率貸款合約；3月起要與客戶商議，將原定貸款的利率定價基準轉換成LPR，並於8月底前要完成所有轉換。

內地便利境外投資者參與銀行間債市

人行和國家外匯管理局發佈通知，允許同一境外主體QFII/RQFII和直接入市管道下的債券進行非交易過戶，資金帳戶之間可以直接劃轉；另外，同一境外主體通過上述管道入市只需備案一次。

美國將中國剔出匯率操縱國名單

美國財政部表示，中國做出了避免競爭性貨幣貶值的可執行承諾，以及同意發佈匯率信息。因此，財政部決定不再把中國列為匯率操縱國，而加入觀察名單。

2020

25&
26日

10月

16日

11月

7日

26日

12月

20日

28日

1月

1日

13日

2020年中國政府債券孳息率呈U形走勢

經濟研究員 韓鑫豪

儘管貿易戰持續，10年期中國政府債券(CGB)孳息率於2019年在2.98%至3.44%之間溫和波動。2020年，我們認為隨著經濟基本面的變化，孳息率將呈現U形走勢，最低點為2.8%將於二季度出現，到四季度末回升至約3.1%。

2019年CGB孳息率窄幅波動

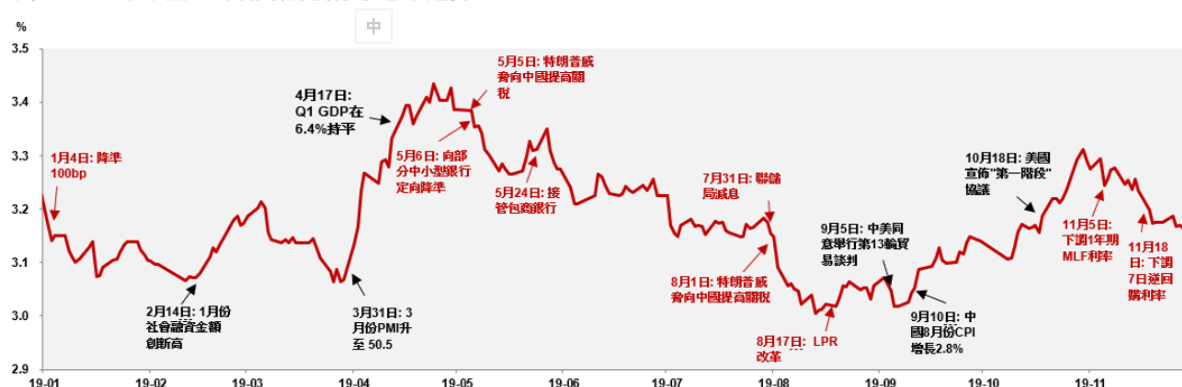
10年期CGB孳息率在2019年保持窄幅波動（圖1）。1月初意外降準，加上對經濟放緩的預期，推低了債券孳息率至農曆新年。從2月中旬起，中國強勁的信貸融資數據提振了股市表現，對債券市場構成壓力。在3月，由於全球經濟趨緩，以及聯儲局和歐洲央行採取鴿派立場，引導債券孳息率再次走低。

然而，中國4月份的經濟數據，如PMI，GDP增長和信貸融資等數據令市場感到意外。因此，10年期CGB債券孳息率從3.06%飆升至3.44%。

在5月初，貿易戰升級和意外的定向降準重新提振了債券市場。5月24日接管包商銀行的消息，進一步推升了政府債券的表現。為了穩定金融市場，人行隨後向市場投入了大量的流動性。存款機構的隔夜回購利率甚至在6月下旬創下歷史新低。到6月底，10年期CGB孳息率逐漸下跌至3.15%左右。

債券孳息率於7月份徘徊在3.15%水平一個月後，受聯儲局減息和8月初貿易戰升級的積極信號提振，債券孳息率再度回落。當時，越來越多央行下調其經濟增長預測，並轉向放鬆貨幣政策。

圖1: 2019年中國10年期政府債券孳息率走勢



資料來源: Wind, 中銀香港經濟研究

同時，美國國債孳息率曲線倒掛，引發了市場對經濟衰退的擔憂。在這種背景下，內地投資者加大押注人行會降息。在8月中旬，10年期政府債券孳息率觸及3%的門檻。然而，人行並未如市場預期的那樣降低貸款利率，而是在8月19日對利率定價機制進行調整。隨後至9月中旬，債券孳息率在3.05%左右波動。稍後，通脹急升和貿易戰暫停。截至10月底，10年期政府債券孳息率回升至3.3%左右。

在11月，人行意外地將1年期中期借貸便利(MLF)利率和7天人行逆回購利率分別下調了5個基點。這些寬鬆措施因而導致10年期政府債券孳息率下降了10個基點。目前，10年期CGB孳息率保持在3.2%左右，略高於年初的3.17%。債券市場正等待進一步貨幣政策寬鬆的跡象。

2020年政府債券供應量增加

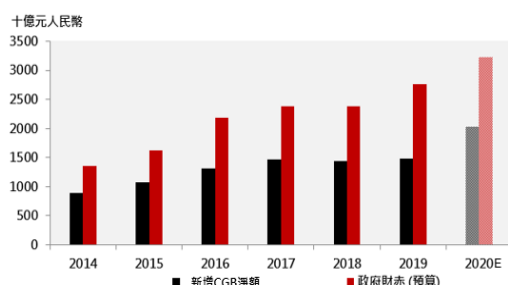
為了支持基建投資，由於財政壓力，當局將在2020年通過政府債券市場籌集更多資金。此外，地方政府債務置換以及支持中小企業仍然進行，將促使政策性銀行增加其年度債券配額。為了評估2020年的供應壓力，我們預計CGB和政策性銀行債券的發行如下。

我們估計CGB的總發行量為4.34萬億元（圖2）。假設到2020年，一般財政赤字佔名義GDP的比重提高到3%，名義GDP增長8.0%，政府財政赤字將達到3.21萬億元。根據過去五年的數據，鑑於CGB的淨發行量約為政府赤字的63%，CGB的淨發行額估計約為2.02萬億元。同時，截至11月30日，2020年將有約2.32萬億元的政府債券到期，故預料發行量為4.34萬億元，高於2019年的4.1萬億元。

我們認為CGB的發行速度將遵循其歷史趨勢，即發行量在一季度達到年度低點，然後保持在較高水平，尤其是在二季度。鑑於四季度的贖回規模僅約0.44萬億元，規模遠低於其他三個季度，相信四季度的淨發行量將會最大。

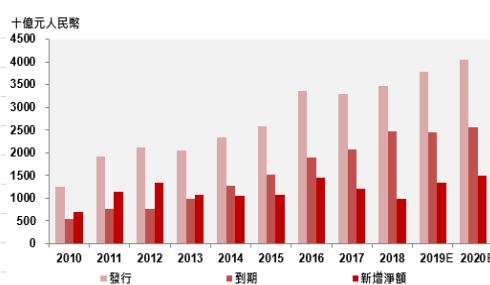
至於政策性銀行債券，中國三大政策性銀行在2019年發行的債券比2018年更多。截至11月底，淨發行量為1.27萬億元，明顯高於2018年的0.99萬億元。抵押補充貸款(PSL)作為另一個資金來源，人行對其嚴格控制，以防範金融風險。政策性銀行亦利用債券市場融資，以支持棚戶區改造。此外，國務院還委派政策性銀行提供低息貸款，以置換地方政府債務，並支持中小企業和民營企業。這些職責，將增加政策性銀行在2020年的資金需求。

圖2: 2020年中國政府債券發行金額預測



資料來源: Wind, 中經香港經濟研究

圖3: 政策性銀行債券發行金額預測



資料來源: Wind, 中經香港經濟研究

因此，我們預料三家政策性銀行將發行約4萬億元的債券來充實資金來源（圖3），其中贖回金額將為2.5萬億元，淨發行量約為1.5萬億元。至於債券的發行速度，根據我們的經驗，政策性銀行將會在二季度較其他季度發行更多的債券。

2020年經濟動態牽動債券孳息率

2020年，整體經濟可能會受到經常賬戶盈餘惡化和房地產投資放緩的影響。關於房地產投資，我們認為土地購買將持續減慢，而建築投資將因過往兩年的大量新開工而保持韌性。因此，2020年的GDP增長估計為6.0%左右。在一季度，我們認為基建投資將通過提前發行的專項債券來支撐，規模為1萬億元。驅動因素疊加貿易戰休戰意味著，債券市場可能在2020年初保持良好（圖表4）。在二季度，預期土地購買量下降，加上貿易戰的滯後效應，可能給經濟帶來壓力。預料人行將採取更多擴張性貨幣政策，通過降低

主要政策利率和存款準備金率以支持經濟增長。這種利好的經濟和政策環境將大大推動債券市場的發展。我們認為，10年期CGB債券孳息率有望低見2.8%的水平。儘管總體CPI將在下半年恢復正常，但中國經濟的小幅反彈、以及全球政治不確定性減少將導致主要長期債券孳息率上升至3.1%的水平。總體而言，10年期CGB債券孳息率可能呈U形走勢，二季度的最低點為2.8%，到2020年四季度末約3.1%左右（圖5）。至於孳息率曲線的形狀，寬鬆的貨幣政策以及通脹壓力緩和將導致中國政府債券孳息率曲線更加陡峭。

歸根究底，如果出現經濟衰退，由於全球銀行體系的資產負債表穩建，即使是經濟衰退最大機率也是溫和的。在這情況下，預料10年期債券孳息率會下跌至2016年大約2.64%左右的水平。

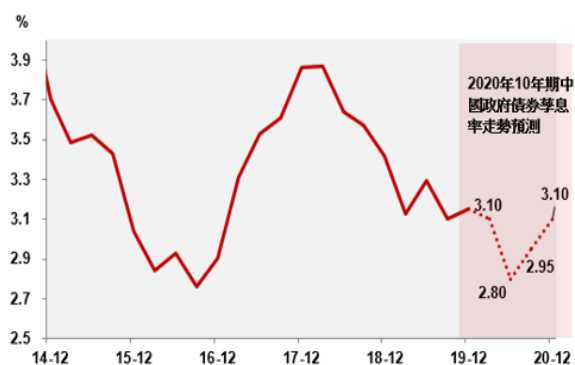
圖5: 2020年主要CGB孳息率預測

指標	目前	基本情景		利淡情景	
		4Q20	4Q20	4Q20	4Q20
2年期CGB	2.53	2.50	2.20		
10年期CGB	3.15	3.10	2.65		

	Q1	Q2	Q3	Q4
10年期CGB	3.10	2.80	2.95	3.10

註: 數據截至 1/2/2020
資料來源: Wind, 中銀香港經濟研究

圖4: 2020年10年期中國政府債券孳息率預測



資料來源: Wind, 中銀香港經濟研究

貿易緊張降溫為人民幣帶來上升動力

高級經濟研究員 張謙

2019年四季度，人民幣匯率波動主要受美元和美國對華關稅兩個主要因素影響。美元兌在岸人民幣和美元兌離岸人民幣在10月1日至12月16日之間均下行約2.2%，美元指數同期下降2.4%。中國外匯交易中心公佈的人民幣兌一籃子貨幣匯率保持穩定，只稍微下浮了0.2%。美元下跌高於人民幣升值幅度，儘管關稅取消（分別針對1600億美元和2500億美元中國商品徵收15%和5%的關稅）和減免（對另外1100億美元中國商品加征7.5%的關稅）原本可能導致人民幣再攀升1.8個百分點¹。但如之前報告中提到的，考慮到貿易轉向和投機活動等次級效應，這樣的估算在現實中或多或少會有些偏差。鑒於美聯儲在12月份的會議上對明年展望表態偏中性，且第二輪貿易談判進程難料，中國自身的增長基礎和政策方向會對2020年人民幣走勢有更強的影響。我們也看到人民幣國際化穩步邁進，人民幣保持高收益，低波動，相對其他主要貨幣受美元影響小。

圖1: USDCNY v.s 美元指數



資料來源: Bloomberg, 中銀香港經濟研究

圖2: USDCNY v.s CNH-CNY價差



資料來源: Bloomberg, 中銀香港經濟研究

圖3: 2020年人民幣前景

因素	人民幣指標	影響力	近期發展
技術面	最近範圍內的均值回歸	中性	•人民幣兌美元(7.0)接近過去12個月範圍(6.7-7.2)的中軸
	就業	中性	•城市失業率5.1% (十月)低於2019年的5.5%目標
	通貨膨脹	中性	•豬肉價格短暫上漲，CPI於10月為4.5%，高於中國人民銀行設定的3%的目標，但核心通脹率穩定在1.4%
	經常賬戶	向好	•經常賬戶佔GDP的百分比(第三季度為1.5%)已連續四個季度攀升
	資金流動	向下	•銀行外匯淨結算量略為負數，而銀行客戶的外匯結算為人民幣佔跨境外匯收入佔58%，接近過去12個月的低端範圍(54%-73%)
相關市場	採購經理指數	中性	•官方製造業採購經理人指數為50.2 (11月)自2019年5月以來首次轉為正
	短期收益率曲線	向好	•2.78-2.5 = 28 bps (2年政府利率-7天中國人民銀行反向回購利率)
	在岸匯率與中間價和離岸人民幣差距	中性	•12月16日，人民幣比中間價0.1% (過去12個月的平均水平接近0.2%)
	遠期匯率 (離岸-在岸)	中性	•CNH-CNY在12月16日的價差為-0.06% (過去12個月的平均水平接近0.05%)
貨幣政策	通期匯率 (離岸-在岸)	中性	•離岸-在岸3個月通期匯率接近零
	利率差異 (中美)	向好	•10年期政府利率差 (中美) 為138 bps，接近過去12個月的區間上限 (24-160 bps)
貨幣政策	中央銀行政策聲明和執行	向下	•貨幣政策比第三季度更加溫和，如削減MLF和7天反向回購交易，以及相對於名義GDP較高的M2和社會融資總額增長，正如第三季度《貨幣政策實施報告》所示，匯率政策仍具有靈活性 (讓匯率具有自動穩定作用)
政治	財政/地緣政治	向好	•持續的政府預算赤字支出 (2019年目標為名義GDP的2.8%) 有利於貨幣 •很難就國家補貼和區域安全等第二階段貿易議題達成共識
2020 人民幣展望		稍微看漲	•由於美元疲軟以及國內增長放緩導致的彈性財政政策，人民幣小幅上漲 •人民幣下行空間受到逆週期調整因子，離岸無擔發行，資本控制，指數納入流入以及在進一步貿易緊張局勢下的溫和美聯儲政策的限制

¹ 1.8% = (0.05*250+0.15*160+0.075*110)/2500, 2018年內地總出口約25,000億美元

人民幣升值東風強勁。過去四個季度經常帳戶一直為正；中美10年期利率差到達138個基點，相較過去12個月（24到160個基點的區間）也處於高位。其他支持因素還包括財政赤字支出穩定，離岸政府債券和央票發行活躍，以及國際股票和債券指數納入等利好消息。假使貿易局勢回歸緊張，人民幣貶值的幅度也會受到反週期因素和美元疲軟的遏制（如果美聯儲表態偏鴿）。12月13日第一階段貿易協定達成後，離岸與在岸3個月遠期利差一度趨近於零。

貨幣政策進一步寬鬆。11月5日，人行小幅下調中期借貸便利（MLF）5個基點（2016年來首次），18日下調7天逆回購中標利率5個基點（2015年來首次），20日下調貸款市場報價利率（LPR）5個基點。前兩個操作的時點並未像後者那樣如市場預期，但人民幣並未受此影響明顯波動。這可以歸咎於操作幅度的微調，且實際目的旨在降低金融機構的融資成本，而不是影響匯率走向。但在11月17日人行發佈的《2019年第三季度中國貨幣政策執行報告》中，有一個變化值得注意。在把M2和整體社會融資規模增速與前三季度名義GDP增速相較時，措辭從“基本匹配”修改為“基本匹配並略高，反映出更強的逆週期調節”。這一變化說明人行雖然面臨來自供應驅動的通貨膨脹壓力，仍趨向於審慎寬鬆的貨幣政策。這點與美聯儲和歐洲央行同一季度的降准政策不謀而合。“讓匯率發揮自動穩定器作用”的措辭也預示人民幣在更高關稅的外部環境下仍有貶值空間。

正如在12月中央經濟工作會議（CEWC）新聞稿中所看到的那樣，2020年中央將繼續實施“積極”的財政政策。2018年“減稅降費”和“增加地方政府專項債券規模”等詞被替換為“深化結構調整”。實現“小康社會”這一目標（以2010年至2020年GDP和人均收入翻一番為衡量標準）被重複了7次（比2018年CEWC新聞稿多3次），因此任何經濟放緩的信號都可能導致採取“積極的”財政政策。在貨幣政策接近中性但財政政策明顯擴張的環境下，在岸匯率預計可能會走高。

與2019年三季度相比，一些經濟和市場指標對第四季度的人民幣匯率更為看跌。自9月以來，工業生產，零售和固定資產投資的增速均繼續放緩。資本流動方面，用銀行客戶外匯結算比為衡量標準。該比率計算以人民幣結算的跨境外匯結匯比例，第四季度比率为58%，接近過去12個月的低點，表明出口商對人民幣需求較低。

圖4: 在岸和離岸遠期利率



過去四個月製造業PMI的收縮水平顯示美國經濟持續放緩，2020年年終美元走勢前景略顯看跌。自4月份以來，以核心個人消費支出（PCE）衡量的通貨膨脹率為1.6%，一直低於美聯儲2%的目標。短期收益率曲線沒有像第三季度那樣倒掛，但到2020年底市場對聯邦基金利率的預期仍存在38bp的寬鬆偏差。鑒於美聯儲比歐洲央行和日本央行有更大的寬鬆空間，而人行會努力“保持審慎”的貨幣政策以避免債務問題拖經濟增長的後腿，鴿派政策可能對2020年的美元有下行壓力。

此外，10月9日美聯儲主席鮑威爾宣佈擬擴大美聯儲的資產負債表。此舉是對銀行在美聯儲儲備不足導致9月17日隔夜回購市場出現兩位數飆升的回應。這種補救措施在有效聯邦基金利率已高於美聯儲目標利率區間的情況下非常關鍵。然而，10月11日，美聯儲宣佈每月購買600億美元美國短期國債以擴張

資產負債表，一些人把這一操作冠以QE4的名號。的確，此次金額超過了QE3期間月購450億美元長期國債。如果按此計劃，美聯儲按計劃從2019年10月中開始到2020年第二季度每月購買600億美元國債，美聯儲的資產負債表規模將從3.95萬億美元增至4.46萬億美元，達到2017年資產負債表剛開始減縮時的水平。

鑒於未來關稅情景的不確定性，我們對美元兌人民幣的預測涉及兩個方面。首先，我們根據幾種關稅情景下的當前現貨價格估算潛在的USDCNY水平。其次，我們通過稱為TEMMP（技術，經濟學，市場，貨幣政策，政治）的多因素評分模型對2020年預測的每種情景結果調整近期美元兌人民幣的前景，其中五個因素均獲得一個評分在-2（最有可能貶值）和2（最有可能升值）之間，得分是根據貨幣展望表中提到的一些指標確定的。每種貨幣都應用自己的指標列表，

圖5: 銀行客戶的人民幣結算



資料來源: Bloomberg, 中銀香港經濟研究

圖6: 2020年底預測

2020 人民幣展望	人民幣兌美元基於個別的關稅情景	機率	2020年底人民幣兌美元	潛在的中美關稅情景	中國對美年度出口關稅調整
最看跌	7.46	0.05	7.33	關稅將大幅增加一如特朗普總統於2019年11月12日的威脅	•將所有5500億美元的關稅提高至45%
看跌	7.13	0.15	7.00	先前宣布但自第一階段協議執行後暫停的關稅開始生效	•徵收1600億美元的15%關稅 •將1100億美元的關稅由7.5%提高至15% •將2500億美元中的關稅由25%提高至30%
基準線	7.00	0.50	6.88	維持現狀，第二階段談判沒有進展	•9月1日實施1100億美元的7.5%關稅繼續執行 •2500億美元的25%關稅繼續執行
看漲	6.89	0.20	6.77	2500億美元的9月1日關稅完全取消和25%關稅的減半	•9月1日實施1100億美元的7.5%取消 •2500億美元的關稅25%降至12.5%
最看漲	6.69	0.10	6.58	完全取消所有以前的關稅	•9月1日實施1100億美元的7.5%完全取消 •2500億美元的關稅25%完全取消
2020 人民幣兌美元展望			6.9		

例如，製造業PMI對人民幣的影響要大於對美元指數的影響，因為中國經濟更加依賴製造業。然後使用總和為1的不等權重將這五個分數合併在一起，此合併後的人民幣貨幣分數與美元分數相結合，以得到USDCNY的相對匯率分數。USDCNY分數表示預測將偏離當前現貨價格的標準差（以歷史波動率衡量）。TEMMP模型顯示，到2020年年底USDCNY可能貶值1.7%，因此每種USDCNY情景都進行了相應調整。

我們的基準關稅情景是12月16日第一階段貿易協定正式完成之後，第二階段沒有進一步的進展，並且美元兌人民幣的現貨價格保持在7.0水平附近。其他貿易場景的人民幣匯率水平可以根據相對於中國每年25,000億美元總出口額徵收關稅的比例來估算。例如，在看漲的情況下，如果取消對1100億美元的

7.5%關稅和對2500億美元的12.5%關稅，那麼人民幣可能升值1.6%²至6.89。

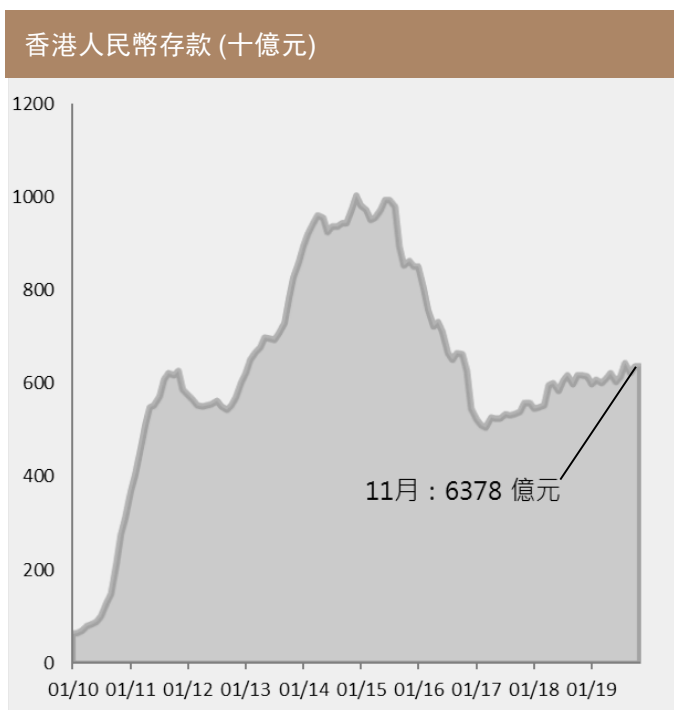
鑒於特朗普政府將不得不依靠削減關稅作為強制協議執行的機制，短期內我們最樂觀的情況不太可能出現。另一方面，對中國對美國的全部年度出口徵收45%關稅的最悲觀假設可能是特朗普總統在11月12日在紐約經濟俱樂部“大幅提高這些關稅”的意思，因為他在2016年1月接受《紐約時報》採訪時提出了這樣的建議。但是，2019年12月，距離美國總統大選還不到一年的時間。如果貿易緊張局勢加劇，考慮到特朗普目前的支持率（大約是42.7%³，第二次世界大戰以來低於所有前任總統第一個四年任期的支持率），連任總統的機會將會較小。因此，最悲觀的情況可能與最樂觀的情況一樣不太可能。



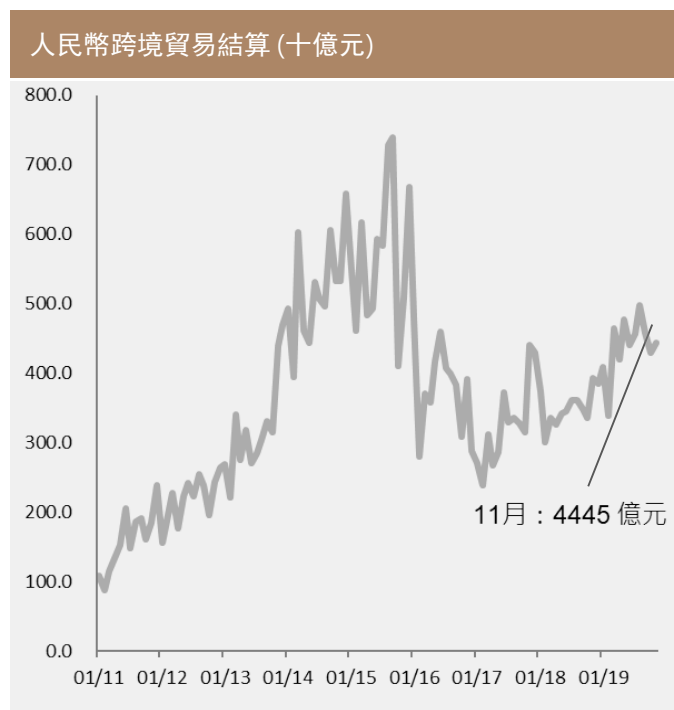
²1.6%=(0.075*110+0.125*250)/2500，2018年內地總出口約25,000億美元

³<https://projects.fivethirtyeight.com/trump-approval-ratings>

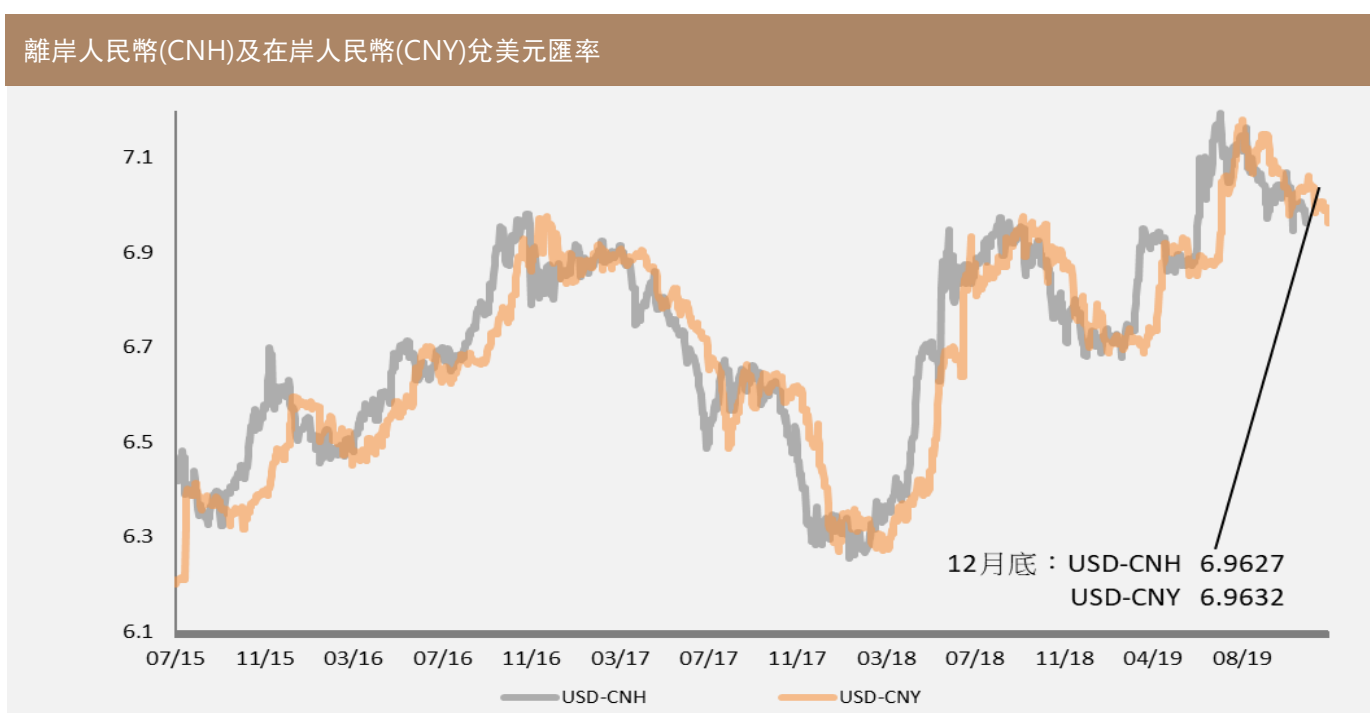
市場趨勢



資料來源：香港金管局

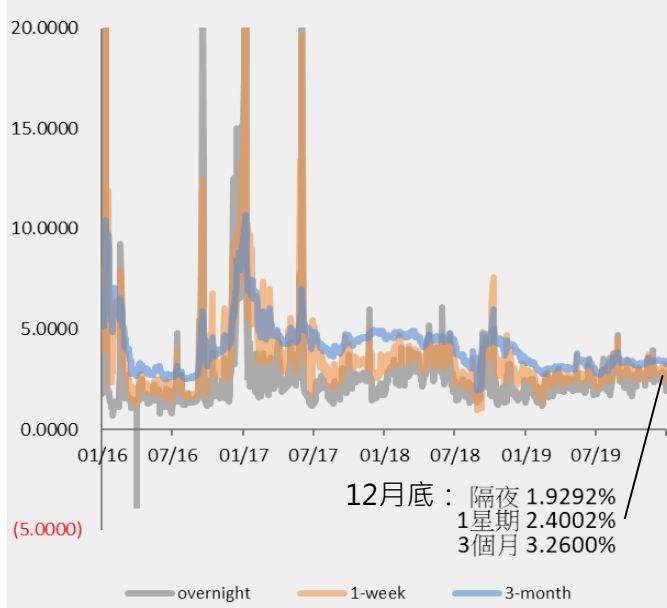


資料來源：香港金管局



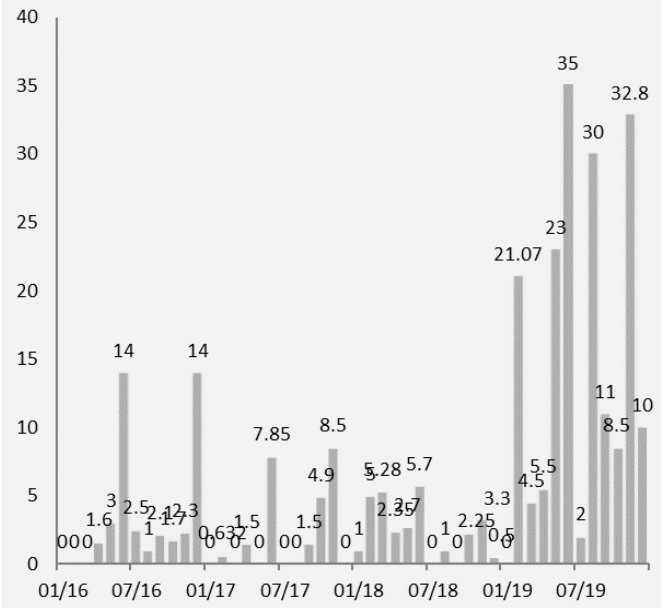
資料來源：彭博

離岸人民幣拆息定價 (%)



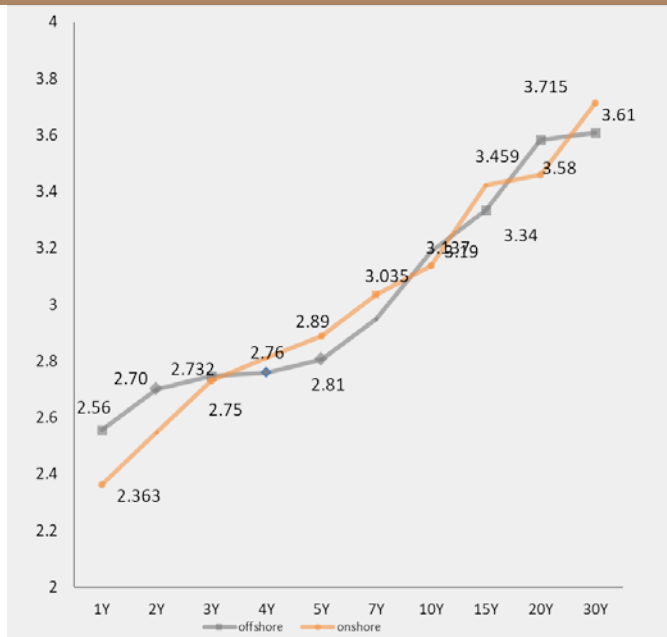
資料來源：彭博

香港離岸人民幣債券發行量 (十億元)



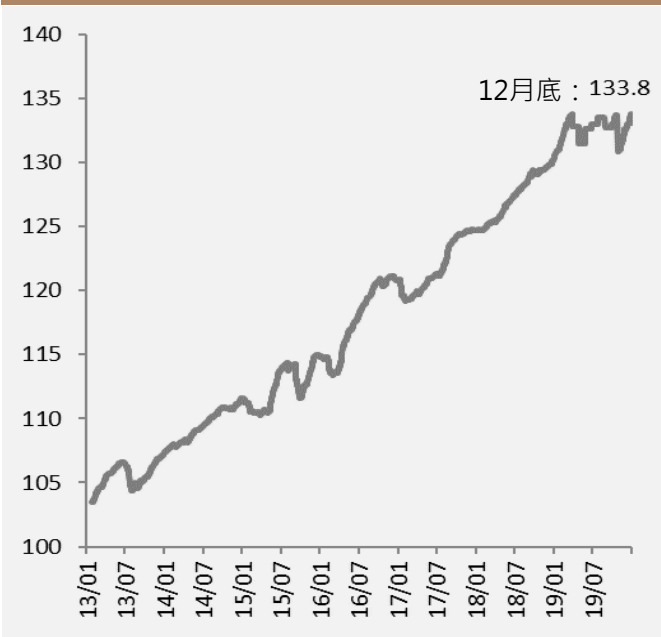
資料來源：中銀香港全球市場估計

離岸及在岸人民幣國債收益率曲線 (%，2019年12月31日)



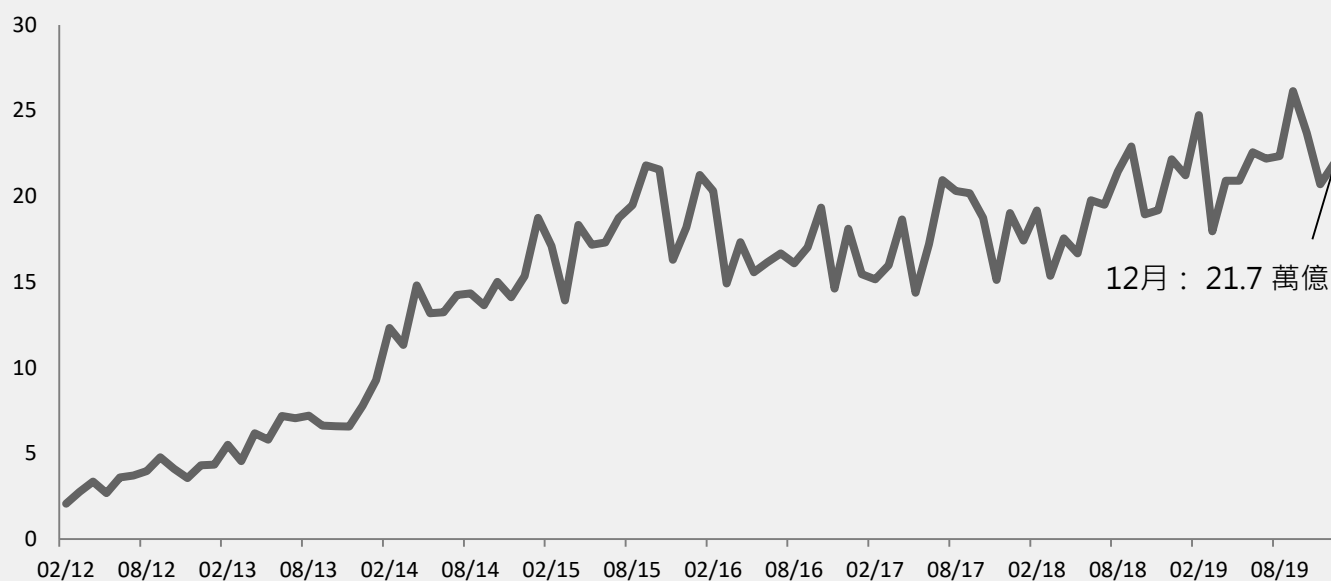
資料來源：彭博

中銀香港 - 富時離岸人民幣債券綜合指數



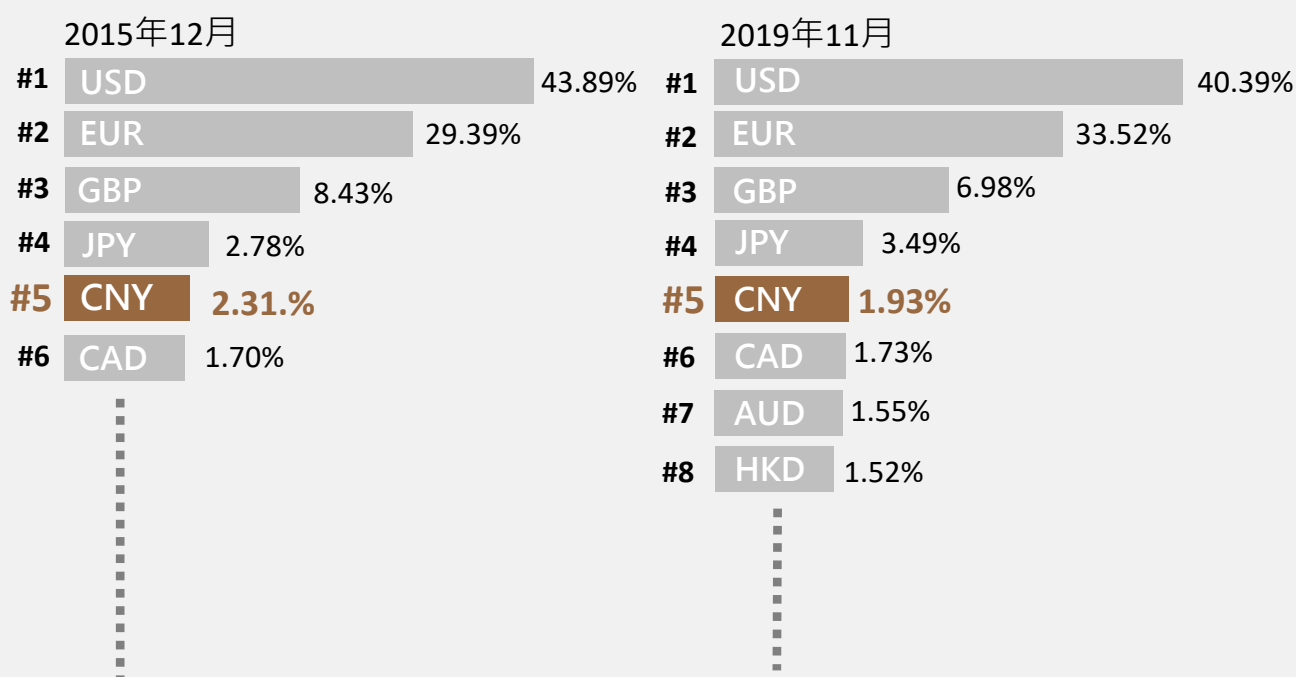
資料來源：彭博

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

市場數據

	香港人民幣存款 (十億元) (年底 / 月底)	人民幣跨境貿易 結算 (十億元) (全年 / 當月)	人民幣結算 成交金額 (萬億元) (全年 / 當月)	隔夜離岸 人民幣拆息 (%) (年底 / 月底)	1星期離岸 人民幣拆息 (%) (年底 / 月底)	3個月離岸 人民幣拆息 (%) (年底 / 月底)
2015	851.1	6833.1	221.22	1.763	5.026	5.459
2016	546.7	4542.0	201.57	12.813	11.817	9.131
2017	559.1	3926.4	212.63	1.729	3.000	4.803
2018	615.0	4208.9	233.98	1.726	2.795	3.582
12/2018	615.0	384.9	21.23	1.726	2.795	3.582
1/2019	599.1	408.1	24.74	1.343	2.004	3.045
2/2019	608.3	338.6	17.96	1.586	2.513	3.015
3/2019	602.2	464.5	20.91	1.899	2.566	3.120
4/2019	612.3	420.7	20.92	2.508	2.542	3.035
5/2019	624.4	477.3	22.58	2.096	2.583	3.423
6/2019	604.2	440.6	22.21	2.099	2.533	3.071
7/2019	616.0	455.9	22.35	1.940	2.386	2.914
8/2019	644.2	497.3	26.14	2.727	3.136	3.538
9/2019	623.4	458.2	23.69	2.612	2.906	3.347
10/2019	636.4	429.4	20.70	2.535	2.759	3.252
11/2019	637.8	444.5	21.88	2.696	2.977	3.422
12/2019	/	/	21.73	1.929	2.400	3.260

資料來源：香港金管局、彭博、香港銀行同業結算、中銀香港

	離岸人民幣(CNH) 兌美元匯率 (年底 / 月底)	在岸人民幣(CNY) 兌美元匯率 (年底 / 月底)	中銀香港—富時離岸 人民幣債券綜合指數 (年底 / 月底)	香港離岸人民幣債 券發行量 (十億元) (全年 / 當月)	離岸人民幣10年期 國債收益率 (%) (年底 / 月底)
2015	6.570	6.495	114.8	84.1	3.372
2016	6.981	6.952	119.5	42.2	3.637
2017	6.515	6.507	124.7	24.9	4.140
2018	6.870	6.879	131.1	29.1	3.602
12/2018	6.870	6.879	131.1	0.5	3.602
1/2019	6.7099	6.7004	132.8	0	3.353
2/2019	6.7032	6.6937	133.8	21.07	3.351
3/2019	6.7231	6.7121	133.8	4.5	3.204
4/2019	6.7372	6.7348	133.8	5.5	3.204
5/2019	6.9369	6.9051	133.8	23	3.390
6/2019	6.8679	6.8668	133.8	35	3.488
7/2019	6.9102	6.8842	133.8	2	3.408
8/2019	7.1617	7.1567	133.8	30	3.029
9/2019	7.1410	7.1484	133.8	11	3.022
10/2019	7.0466	7.0387	133.8	8.5	3.141
11/2019	7.0328	7.0326	133.8	32.8	3.091
12/2019	6.9627	6.9632	133.8	10	3.189



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。