



中國銀行(香港)

BANK OF CHINA (HONG KONG)

離岸人民幣快報

2020年6月號

總第76期



# 目錄

## 第一部份

市場回顧

## 第二部份

政策及同業追蹤

## 第三部份

專題研究

## 第四部份

市場趨勢

1

3

4

7

編者：

張華琳

電話：+852 2826 6586

電郵：zhanghualin@bochk.com

曾綺瑤

電話：+852 2826 6763

電郵：sharontsang@bochk.com

梁紹仁

電話：+852 3982 7177

電郵：matthewleung@bochk.com

# 離岸人民幣市場短期承壓

受新冠肺炎和中美關係惡化影響，5月份人民幣匯率出現明顯貶值，月底曾經突破去年9月最低點；離岸人民幣主要業務指標高位回落，但同比仍錄得較大增幅；外資投資中國債市提速，債券通日均交易量再創新高；人行落實取消QFII/RQFII額度限制，進一步便利境外投資者參與中國金融市場。

## 一、5月人民幣匯率走貶後在低位整固

內地疫情基本得到控制，加上PMI採購經理人指數及出口好轉，增強了市場信心，5月初人民幣匯率在7.10水準徘徊。5月中旬，中美摩擦進一步加劇，美國總統特朗普表示中美貿易協議已經不如以往重要，令市場避險情緒升溫，人民幣貶值幅度加大，CNH及CNY最低時觸及7.196及7.179，突破去年9月的最低點。5月底，美元匯率指數開始回落至約98水準，人民幣亦在低位徘徊。如兩國關係未能有效處理，不能排除人民幣匯率（尤其是CNH）進一步走軟的可能性。5月29日，人民幣兌美元匯率中間價報7.1316，環比貶值0.9%，較年初貶值2.4%；離岸人民幣報收7.1332，環比貶值0.5%，較年初貶值2.4%；在岸人民幣報收7.1365，環比貶值0.7%，較年初貶值2.5%。

新冠疫情對各國經濟及金融市場造成的影響較難預測，成為人民幣匯率的另一大變數。另外，超過400家中資企業港股計劃於今年5至9月期間派息，預計今年派息規模將較去年上升超過兩成，估計總量達近4,481億港元。若中資企業集中通過沽售人民幣方式來支付境外股息，或會進一步拖低人民幣匯率。

5月末CNHHIBOR有輕微上行現象。截至5月29日，香港人民幣隔夜、1週及3個月拆息率分別為2.1602%、2.4408%和2.6232%。香港金管局有回購協議流動性安排，因此預計流動性會在短期內回復穩定。

## 二、離岸人民幣主要業務指標輕微回落

截至2020年4月末，香港人民幣存款餘額為6,543億元，環比減少1.5%，同比增長6.9%；人民幣貸款餘額為1,612億元，環比增長2.2%，同比增長45.2%。自上月創3年新高後，4月人民幣跨境貿易結算為5,402億元，環比減少16.3%，但仍較年初大幅增長33.5%，同比增長28.4%。5月，人民幣RTGS清算額為21.3萬億元，較上月減少3.2%。截至2020年5月末，離岸人民幣債券發行規模為730億元（包括700億元央票）。

SWIFT報告顯示，2020年4月份人民幣為全球第六大支付貨幣。人民幣於國際及國內支付市場佔比為1.66%，僅次於美元、歐元、英鎊、日元及加元。人民幣支付金額按月減少25.1%，其他所有支付貨幣的支付總額亦環比減少16.6%。



### 三、外資投資中國債市提速，債券通日均交易量再創新高

全球主要經濟體央行維持貨幣寬鬆政策，導致環球債券資產收益率大幅下行，中外利差擴大吸引外資繼續增持人民幣債券(中國3年期國債在4月底較同期限美國債券高約120個基點)。2020年4月，境外機構在中國銀行間債券市場債券託管餘額達2.31萬億元，同比大幅增長31%，單月淨流入達504億元。伴隨中國債市對外開放的推進，外資在中國債市的佔比現在達2.5%，預計境外投資者對中國債市的參與度將會繼續加大。2020年首季，債券通二手市場平均每日錄得197筆交易，金額約193億元，較2019年全年約106億元的日均交易金額增加82%。4月份，債券通上線到期違約債券轉讓服務，全球投資者可參考債券通公司發佈的指引，瞭解相關交易結算安排，參與銀行間債券市場到期違約債券投資。

5月份，債券通共計成交5824筆，交易量達4682億元，淨流入穩定，日均260億元，再創歷史新高。政策性金融債、國債和同業存單依然是境外投資者最關注的品種，分別佔月交易量的51%、32%和14%。地方政府債本月交投較為活躍，月度成交86億元人民幣，是去年同期的6.6倍。債券通本月共新增

68家境外機構投資者入市，截至5月底，累計境外機構投資者數量達1951家，並迎來首批芬蘭投資者，服務範圍擴展至全球32個國家和地區。全球前100家頂級資產管理公司中已有70家完成債券通入市。

今年以來，國際養老金機構踴躍入市，全球前100家養老金機構中已有20家完成備案，另有多家正在申請過程中，債券通持續為銀行間市場引入中長期機構投資者。

### 四、人行落實取消QFII/RQFII額度限制

5月7日，中國人民銀行、國家外匯管理局發布《境外機構投資者境內證券期貨投資資金管理規定》，明確並簡化境外機構投資者對境內證券期貨投資資金的管理要求，包括落實取消QFII/RQFII額度限制、本外幣一體化管理等規定，進一步便利境外投資者參與中國金融市場。隨著投資額度限制的放開，將吸引更多境外投資者投資中國資本市場，維持外資淨流入的趨勢。

## 央行等四部門推出26條金融措施支持粵港澳大灣區建設

5月14日，人民銀行、銀保監會、證監會、外匯局發佈《關於金融支援粵港澳大灣區建設的意見》，從促進粵港澳大灣區跨境貿易和投融資便利化、擴大金融業對外開放、促進金融市場和金融基礎設施互聯互通、提升粵港澳大灣區金融服務創新水準、切實防範跨境金融風險等五個方面提出26條具體措施。

意見提出，支持銀行開展跨境貸款業務。支持粵港澳大灣區內地銀行在宏觀審慎框架下，向港澳地區的機構或項目發放跨境貸款。支援港澳銀行在內地的分支機構為粵港澳大灣區建設提供貸款服務。意見還提出，逐步開放港澳人民幣清算行參與內地銀行間拆借市場。優化完善“滬港通”“深港通”和“債券通”等金融市場互聯互通安排(包括適時研究擴展至“南向通”)。

意見的出台，有利於提升粵港澳大灣區在國家經濟發展和對外開放中的支援引領作用，為建設富有活力和國際競爭力的一流灣區和世界級城市群提供有力的金融支撐。

## 外匯局：4月我國證券投資項下跨境資金恢復淨流入

國家外匯管理局5月22日公佈的資料顯示，4月份我國銀行結售匯順差148億美元，我國企業、個人等非銀行部門涉外收支重現淨流入，實現順差49億美元，此前的3月表現為逆差。4月，證券投資項下跨境資金恢復淨流入，其中，境外投資者淨增持境內債券和上市股票189億美元。

## 中國銀行金邊分行成為銀行間外匯市場會員

人行6月1日公告，批復中國銀行(香港)有限公司金邊分行成為銀行間外匯市場會員，可從事人民幣對柬埔寨瑞爾區域交易。

# 近期人民幣匯率波動的原因和前景

高級經濟研究員 應堅

近期離岸人民幣市場發生顯著變化，市場氣氛不明朗，人民幣匯率持續受壓。5月27日，CNH進一步被拉低至接近7.2水準。

的反應。人民幣貶值幅度加大，5月27日CNH及CNY最低時觸及7.196及7,179，突破去年9月中美貿易摩擦的最低點。

## 一、短期內人民幣匯率面臨新的不確定性

受疫情因素影響，今年2月以來，全球金融市場波動明顯加快，全球避險情緒急升，美元成為投資者追逐的主要避險資產。人民幣隨波逐流，與歐元、日元、英鎊等其他主要國際貨幣及新興市場貨幣綁在一起，同向而行。特別是中國疫情最先被發現，武漢及其他湖北地區確診個案於春節前後加速增加，中國政府嚴格執行隔離病毒及保持社交距離措施，經濟領域所受影響比其他國家更早反映出來，3月上旬公佈的主要經濟指標已經逆轉，CNH及CNY跌入7至7.1波動區間，個別時段試探7.15新低。

3月中旬以後，境內疫情得以有效控制，境外疫情反而加劇惡化，特別是義大利、法國及德國成為新的疫情中心，全球避險情緒再度被啟動，人民幣匯率跟隨大市調整。不過，4月上旬內地疫情基本控制後，著力推動復工復產，PMI採購經理人指數及出口好轉，增強了市場信心，有助於穩定人民幣匯率。

5月下旬，第十屆全國人大審議“健全香港維護國家安全的法律制度和執行機制決定（草案）”，特朗普表示將做出“非常強烈”

## 二、跨境人民幣流動直接影響匯率變化

在內地積極推動人民幣跨境使用、人民幣邁向主要國際貨幣之際，跨境人民幣流動不斷發生變化，對於人民幣匯率走勢產生重要影響，令境內外CNH及CNY發生偏離。跨境人民幣流動對人民幣匯率影響方式值得關注。

早在2013-2014年，市場對人民幣升值預期較為強烈，離岸市場人民幣需求持續上升，CNH與CNY之間形成較大點差。香港一些貿易公司向內地出口時採用人民幣結算，形成人民幣從內地大量流向香港的資金流，貿易公司由此通過兩地點差套利。另一方面，市場相信人民幣還會進一步升值，持有人民幣及人民幣資產增多，從而對於人民幣升值起到推波助瀾的作用。

2015年“8.11”匯改後，跨境人民幣資金流發生逆轉。人民幣匯率由升值轉為貶值，CNH比CNY貶值幅度更大，形成較大負點差。香港進口商更多採用人民幣結算，進行反向套利。由於內地監管部門加強結售匯管理，資本項目及經常項目購匯難度同時上升，一些企業亦以人民幣對外支付，在離岸市場大量兌換美

元，加劇CNH貶值幅度，也增加了宏觀調控的難度。

近期跨境人民幣流動情況如何，對人民幣匯率變化又會產生什麼影響？

首先，跨境人民幣流動的結構有了新特點。隨著人民幣加入SDR籃子，成為國際儲備貨幣，人民幣儲備及投資功能明顯上升。全球央行及機構投資者根據資產配置多元化需要及既定投資策略，近年來不斷增加人民幣資產，並對其他機構及個人投資者產生示範效應。另一方面，人民幣匯率基本保持穩定，因中美保持較大利差，人民幣資產享有較理想回報率，增加了人民幣對境外投資者的吸引力。內地加大金融市場開放，引入股票通、債券通，便利境外投資者增持人民幣股票及債券。跨境人民幣流動資本項目尤其是跨境投資所佔比重越來越大，對整體資金流向的影響自然上升。2015年第三季，跨境貿易人民幣結算佔跨境人民幣收付的比重為64%，2019年降到30%，今年第一季度進一步下降至24%。

其次，資本項目尤其是跨境投資人民幣流動對人民幣匯率產生越來越大的影響。2013-14年及2015年後一段時間，跨境資金流動對人民幣匯率的影響主要發生在經常項目方面，表現為貿易商改變結算方式，形成不同方向資金流，利用“點差”及“負點差”進行跨境套利。2017年以來經常項目跨境人民幣流動大致保持穩定，而資本項目流動卻顯示快速、大規模轉向跡象。股票通及債券通是導致資金流向變化的最直接因素。一種可能性是，避險情緒影響到全球對人民幣資

產的投資行為，境外機構投資者從境內市場抽回人民幣，轉投美元及美元資產，令CNH進一步承壓。

### 三、下一步人民幣匯率將受幾大因素交織影響

2005年內地對人民幣匯率形成機制進行改革，實行以市場供應為基礎、參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度。之後，內地不斷完善中間價形成辦法，減少對外匯市場直接干預，引導市場主體理性交易行為，人民幣匯率市場化程度越來越高。決定人民幣匯率的根本因素是市場對人民幣的供求關係，內地經濟穩定增長、國力不斷增強、國際收支大致平衡是保持人民幣在合理、均衡水準上基本穩定的支柱。

具體而言，人民幣匯率受到內部及外部因素的共同影響，包括中國及歐美主要國家的基本經濟面、貨幣政策變化等。在新冠疫情發生及大規模在全球蔓延後，以上基本因素並未發生根本性變化。例如，中國經濟今年第一季出現負增長，但歐美第一季亦是負增長，而當中國經濟努力擺脫疫情的不利影響之際，歐美第二季有可能進一步滑入深淵。另一方面，在歐美全面實施無限量寬，甚至邁向負利率的背景下，中美之間將保持長期、較大利差，對人民幣匯率也是一個支持。

此外，人民幣匯率與其他主要國際貨幣一樣，受到各種黑天鵝、灰犀牛事件的影響。各種貨幣之間匯率對比，也決定著人民幣匯率的基本方向。例如，美元仍擔當全球主要避險工具，美元匯率將繼續保持強勢。

人民幣與其他國際貨幣、新興市場貨幣相對美元貶值。因此，美元匯率指數變化是人民幣匯率走勢的一項非常重要的參考指標。

在經歷過去兩年中美貿易戰、今年新冠疫情，目前又面對因香港國安法審議帶來的新的市場風險。該三項不同性質的不確定性因素，在未來一段時間內會同時發生作用，增加了人民幣匯率波動的可能性。

新冠疫情：5月末，全球新冠肺炎確診病例累計達到600多萬，尚未顯現放緩跡象，疫情中心則從歐洲轉到美國，從美國轉到俄羅斯、巴西，目前正向印度及其他貧困國家擴散。倘若疫情得不到有效控制，不僅市場避險情緒不會改變，而且經濟活動很難完全恢復正常。對一些疫情已得到控制或基本好轉的國家及地區來說，復工復產復學正在推進，但與歐美及其他新興市場之間則會相互隔離，實際上還是受到很大影響。由疫情發展對各國經濟及金融市場造成的影響較難預測，成為人民幣匯率的一大變數。

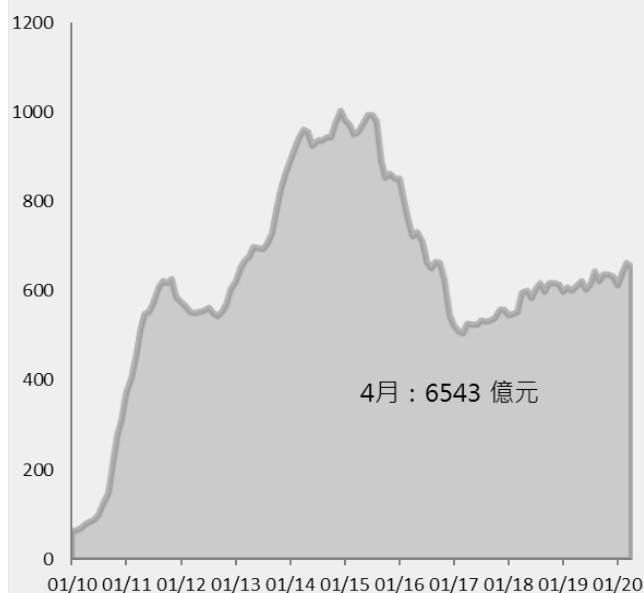
中美貿易戰：今年1月15日中美簽署了第一階段貿易協定，儘管境內疫情1月底進入高峰，中國還是大量進口美國農產品，兌現協議承諾。特朗普對中美貿易協定抱著矛盾心理，一方面希望中國更多進口，有助於自己選情，另一方面，卻又不斷抵毀中國抗疫，以轉嫁美國防疫抗疫失誤帶來的巨大人員及經濟損失。此外，中美達成第一階段協議後，按雙方共識將進入第二階段談判。根據疫情變化，稍後雙方展開談判的可能性仍然存在。由於第二階段要解決的分歧很大，市場較為擔心談判進展。因此，儘管中國加大實現進口承諾，但中美貿易摩擦並未緩解，成為人民幣匯率的另一大變數。

總體上，今年人民幣匯率面對的是一個多事之秋，特別是新冠疫情、中美貿易戰及港區國安法事件迭加在一起，增加了對人民幣匯率走勢進行判斷的難度。筆者個人估計，未來幾個月人民幣穩定在7至7.1區間比較困難，波動區間會擴大至7至7.2，如果兩國關係未能有效處理，人民幣匯率（尤其是CNH）進一步走軟的可能性不能排除。



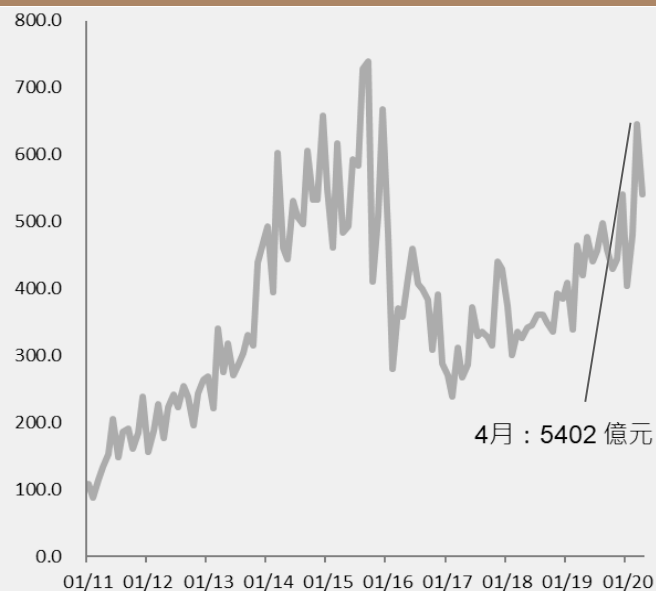
# 主要指標

香港人民幣存款 (十億元)



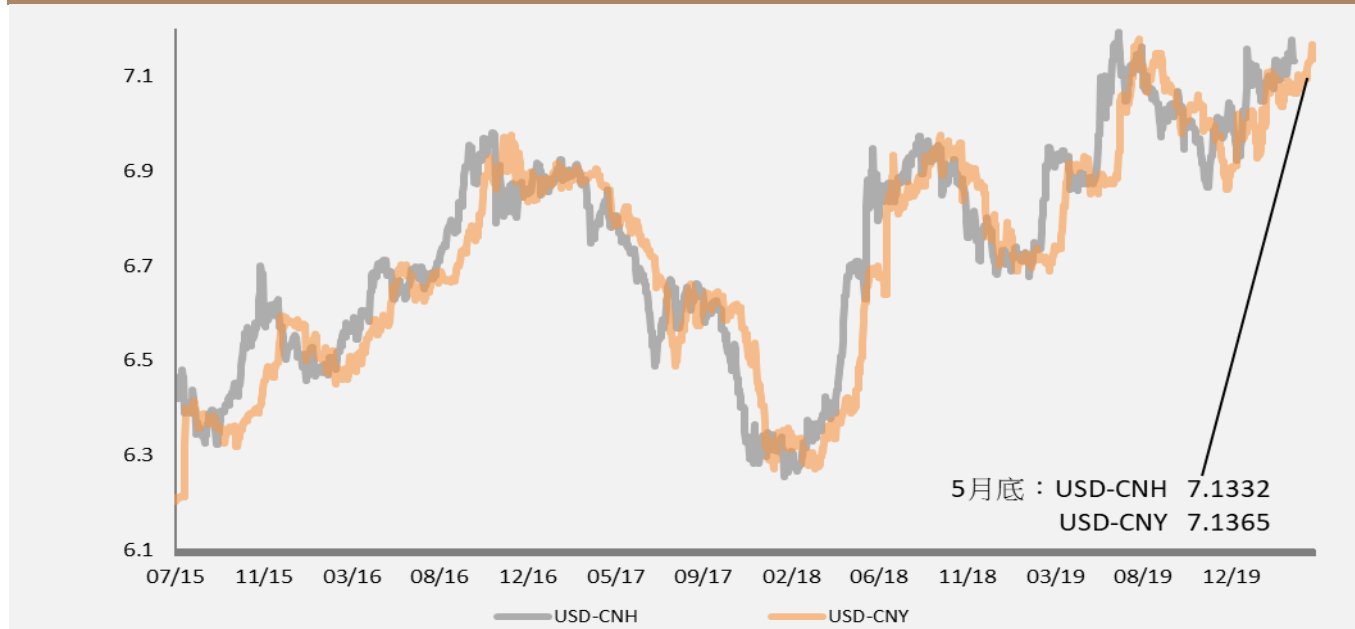
資料來源：香港金管局

香港人民幣跨境貿易結算 (十億元)



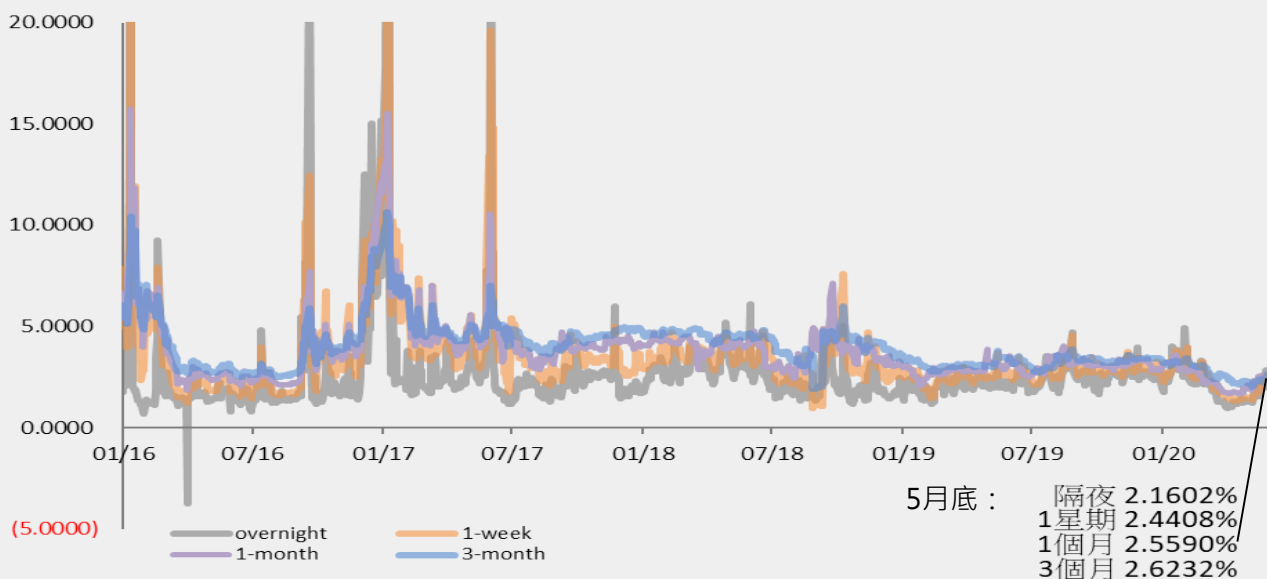
資料來源：香港金管局

離岸人民幣(CNH)及在岸人民幣(CNY)兌美元匯率



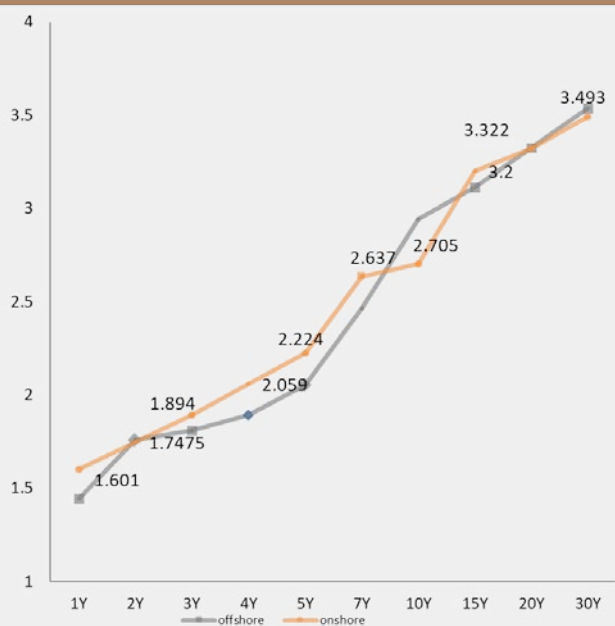
資料來源：彭博

離岸人民幣拆息定價 (%)



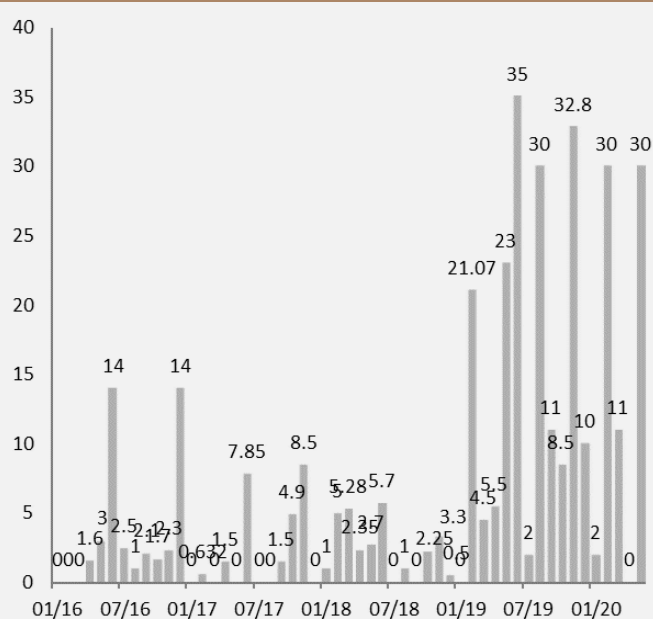
資料來源：彭博

離岸及在岸人民幣國債收益率曲線 (%，2020年5月31日)



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

## 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

2019年12月		2020年4月	
#1	USD 42.22%	#1	USD 43.37%
#2	EUR 31.69%	#2	EUR 31.46%
#3	GBP 6.96%	#3	GBP 6.57%
#4	JPY 3.46%	#4	JPY 3.79%
#5	CAD 1.98%	#5	CAD 1.79%
#6	CNY 1.94%	#6	CNY 1.66%
#7	AUD 1.55%	#7	AUD 1.45%
#8	HKD 1.46%	#8	HKD 1.25%

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。