



中國銀行(香港)

BANK OF CHINA (HONG KONG)

離岸人民幣快報

2020年8月號

總第78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

6

11

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

離岸人民幣市場重回強勢

7月份境外投資者加大增持人民幣資產力度，加上美元指數下跌，帶動離岸人民幣匯率升至6.97水準；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；境外資金大幅流入中國債券市場，單月增持量創歷史新高；債券通開通三週年，單月淨買入亦同時創歷史新高；人行將在港再發300億元央票。人民幣匯率近期強勢反映出人民幣資產在全球經濟重啟階段的相對價值，有利進一步推動人民幣國際化發展速度。

一、7月人民幣匯率展現強勢

在境外投資者增持人民幣資產帶動下，人民幣在7月展現強勢，離岸及在岸人民幣匯率曾同步升破6.97水平，其後在7月底曾短暫失守7，但很快重新收復並繼續上升。另一方面，新冠肺炎疫情至今在美國仍然無法得到有效控制，加上今年第二季度美國國內生產總值按年下滑32.9%，創自1947年開始公佈季度數據以來的最大跌幅，導致美元指數在7月底跌至93，相較3月高位近103下跌約10%。7月31日，人民幣兌美元匯率中間價報6.9848，環比升值1.3%，較年初貶值0.3%；離岸人民幣報收6.9888，環比升值1.1%，較年初貶值0.3%；在岸人民幣報收6.9752，環比升值1.3%，較年初貶值0.2%。

美元指數在8月初出現輕微回升，但美國新冠疫情仍未得到有效控制，經濟恢復仍需一定時間，抑制美元短期走勢，同時預計短期內中美利差仍將維持高位，境外投資者有意欲和動力繼續增持人民幣資產，支撐人民幣匯率。預料人民幣短期內將繼續在7區間波動。

7月份離岸人民幣流動性穩定。截至7月31日，香港人民幣隔夜、1週及3個月拆息率分別為2.1373%、2.4046%和2.5250%。

二、離岸人民幣主要業務指標高位回落

截至2020年6月末，香港人民幣存款餘額為6,399億元，環比減少7.9%，同比增長5.9%；人民幣貸款餘額為1,631億元，環比減少1.0%，同比增長47.2%。6月人民幣跨境貿易結算為5,428億元，環比增長4.1%，同比增長23.2%。2020年7月，人民幣RTGS清算額為25.2萬億元，較上月增加5.1%，同比增加12.7%。截至2020年7月末，離岸人民幣債券發行規模為916億元(包括800億元央票)。

SWIFT報告顯示，2020年6月份人民幣為全球第五大支付貨幣。人民幣於國際及國內支付市場佔比1.76%，僅次於美元、歐元、英鎊及日元。人民幣支付金額按月增長14.2%，其他所有支付貨幣的支付總額亦環比增長16.1%。

三、境外投資者單月增持量創歷史新高

目前全球主要市場債券收益率持續走低，美國採取寬鬆政策，中美利差攀至新高，中國債券對境外機構的吸引力進一步增強。2020年7月，境外機構在中國銀行間債券市場債券託管餘額達2.67萬億元，同比大幅增長32.5%，單月淨流入達1650億元，創歷史新高。政策方面，人行近期召開2020年下半年工作會議，提出深化金融改革開放，進一步便利境外投資者進入境內債市，同時加快跨境人民幣貿易融資資產轉讓服務等，顯示中國對引導境外資金流入不遺餘力。

債券通單月淨買入創歷史新高。7月份，債券通共計成交6401筆，交易量達4469億元，日均194億元，其中淨買入755億元，創月度新高。本月有超過70家客戶完成入市以來首筆債券通交易。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55%、34%和9%。債券通本月共新增60境外機構投資者入市，截至7月底，累計境外機構投資者數量達2068家，服務範

圍擴展至全球33個國家和地區。全球100家頂級資產管理公司中已有72家完成債券通入市。

7月3日，債券通開通三週年，中國人民銀行副行長、國家外匯管理局局長潘功勝宣佈四項新舉措。具體包括：進一步降低交易成本、延長交易時間、與新的境外交易平台對接及進一步完善一級市場服務品質。

四、人行將在港再發300億元央票

人行表示，為豐富香港高信用等級人民幣金融產品，完善香港人民幣收益率曲線，將於8月中旬在香港招標發行總額300億元央行票據，包括三個月200億元和一年期100億元。

上述央票分別為今年第七期和第八期，兩期央票起息日均為8月17日，到期日分別為2020年11月16日和2021年8月17日。截至2020年7月末，離岸人民幣債券發行規模為916億元(包括800億元央票)。

中國外匯交易中心暫免部分直接交易貨幣對交易手續費

8月3日，中國外匯交易中心發佈公告稱，自8月1日起，暫免人民幣對新加坡元、盧布、林吉特、紐西蘭元、南非蘭特、沙特里亞爾、阿聯酋迪拉姆、波蘭茲羅提、匈牙利福林、土耳其里拉、韓元和泰銖等十二個直接交易貨幣對競價與詢價交易手續費，暫免期為三年。

《人民幣國際化報告2020》發佈

中國人民大學國際貨幣研究所（IMI）7月25日發佈的《人民幣國際化報告2020》指出，截至2019年底，用來度量人民幣在國際經濟活動中實際使用程度的綜合指標——人民幣國際化指數（RII）達到3.03，同比增長13.2%。究其原因，是越來越多境外企業打算使用人民幣或進一步提升人民幣的使用比例，與此同時，境內企業的境外交易夥伴接受人民幣結算的意願也在穩步提升。



央行上半年縮表7200億，貨幣乘數創歷史新高

中國人民銀行最新公佈的資產負債表顯示，截至6月末中國央行資產負債表總規模為36.4萬億，相比去年末收縮約7200億。主要原因在於資產端“對其他存款性公司債權”餘額收縮6130億。細分來看，則是TMLF、MLF、PSL等結構性貨幣政策工具餘額均出現下滑。負債端，6月末，基礎貨幣餘額下降1.58萬億，主要由降準所致。

今年來央行多次降準，金融機構平均法定存款準備金率已降至9.4%，小型銀行的法定存款準備金率已降至6%，處於歷史較低水準。降準會擴大貨幣乘數（貨幣乘數等於M2除以基礎貨幣），使得廣義貨幣M2擴張。6月末貨幣乘數達到6.92，創出歷史新高。6月末廣義貨幣（M2）餘額213.49萬億元，同比增長11.1%，增速比上年同期高2.6個百分點。





“債券通” 助力人民幣國際化踏上更高台階

高級經濟研究員 應堅

到今年7月3日，“債券通”已成功運行了三週年。這種將境內與境外債券市場基礎設施有效連接在一起，充分利用不同市場體系的交易、託管及結算安排，為投資者跨境買賣債券提供最大便利的做法，受到市場歡迎，取得了預期效果，成為金融市場互聯互通的成功案例。

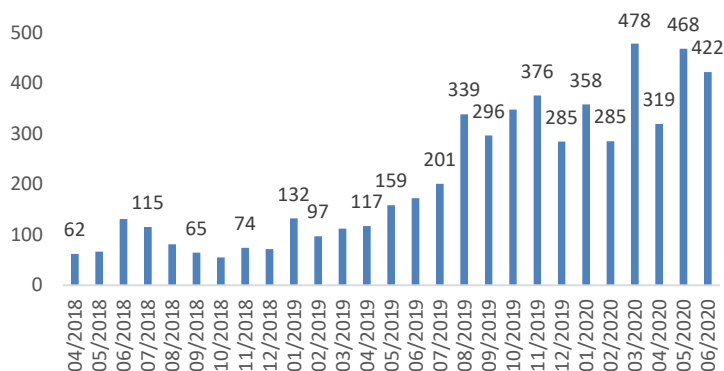
一、“債券通”運行的效果

“債券通”是內地金融業主動對外開放的重要舉措。近年來內地不斷加快債券市場開放力度，打通海外投資者進入境內債券市場的途徑，並提供更多便利化措施。主要有兩種模式：一是允許符合條件的境外機構直接申請入市並通過境內機構代理買賣人民幣債券；二是建立“債券通”機制，允許境外機構通過香港金管局的債務工具中央結算系統（CMU），在境外買賣境內債券。兩種投資模式各具特點、各有所長，又相互補充。

到今年6月底，有來自33個國家和地區的2,012家機構投資者在“債券通”備案，包括全球前100大資產管理公司中的72家。從2017年7月至今，“債券通”累計成交6萬億元(人民幣,下同)。

三年來，“債券通”交易日趨活躍，而境外機構通過“債券通”增持人民幣債券的佔比也不斷上升。

圖一 “債券通”每月成交金額（10億元）



來源：中國銀行香港金融研究院、CEIC

從機構數量看，2017年有459家境外機構進入境內銀行間債券市場，其中通過“債券通”入市有249家，佔全部新入市一半以上；2018年，“債券通”入市有256家，佔比升至八成；2019年及今年上半年又各有1,096家及550家入市。到2019年底，境內債券市場共有2,608家境外參與者，其中通過“債券通”進入的有1,601家，佔了六成以上。

從交易金額看，2017年“債券通”日均交易20至30億元；2018年“債券通”交易量達1.03萬億元，佔全部境外機構債券交易量的28%；2019年，“債券通”交易量增至2.6萬億元，佔比進一步升至49%；今年上半年“債券通”交易金額2.33萬元，日均199億元。其中，5月份交易4,682億元，日均260億元，創下歷史新高。

二、“債券通”機制的特點

兩種境外投資者投資境內人民幣債券的模式設計理念不同，操作方式不同，監管手法不同，投資成本也有差異，但總體上各自優點及好處都很突出，投資者可根據自身條件、市場變化及投資策略進行選擇。

直接入市的好處是境外機構置身於境內市場，投資主動，產品選擇也較多，因此，有實力的投資者較願意選擇。按規定，境外機構通過境內代理人（商業銀行）完成備案、開戶、交易，在委託商業銀行的同時也就獲得了對方全方位的服務。因境內債券投資以持有到期為主，二級市場流動性不高，直接入市更容易從委託方獲得所需債券。同時，

將觸角伸入境內，對境內政策及市場有更多了解，也便於境外機構作出敏捷反應。

“債券通”則更多從投資者操作便利性角度去設計運行框架。根據“債券通”管理辦法，相關交易結算遵循交易結算發生地的監管規定及業務規則，對於熟悉境外市場的投資者來說，無疑提供了最大便利，亦沒有增加額外成本，投資興趣必然上升。

“債券通”連接境內外債券交易的關鍵環節是託管結算機制——境外託管機構（CMU）在境內託管機構（中債登及上清所）開立名義持有人賬戶，用於記載名義持有的全部債券餘額。境外投資者在境外電子交易平台發送交易指令，在與境內電子交易平台達成交易後，由境內外託管機構合作，協助客戶完成債券過戶、交割、結算及託管，在整個過程中，境外投資者並未涉足境內交易環節，感覺上如同在境外交易，與買賣其他境外債券沒有什麼差別。這種名義持有的債券投資方式又叫多級託管機制，是境外債券市場通行交易規則，相對而言，管理較寬鬆，準入門檻較低，操作流程也較靈便。此外，境外法律體系對處理債券交易糾紛有成熟安排，有效地保護了投資者利益。

內地在推動金融市場對外開放中，充分尊重境內外法律體系、監管方法及交易規則的差別，**通過“債券通”有機銜接境內一級託管機制及境外多級託管機制，開闢互聯互通新通道**。另一方面，香港雲集了來自其他國家和地區的資產管理機構。這些機構規模大小不一，“債券通”降低了交易成本，

令一些規模相對較小或暫時無意直接進入內地的機構更容易增持內地債券，擴大了投資者範圍。

正因為“債券通”交易的便利性特點，其發展相對較快，並與直接入市相得益彰，共同推動境外投資者增持境內人民幣資產。

三、“債券通”的重要意義

“債券通”的正式啟動及平穩運行，對推動人民幣國際化具有以下幾方面重要意義：

1、滿足全球增持人民幣資產的需求，有利於境外央行及機構投資者更合理配置資產。

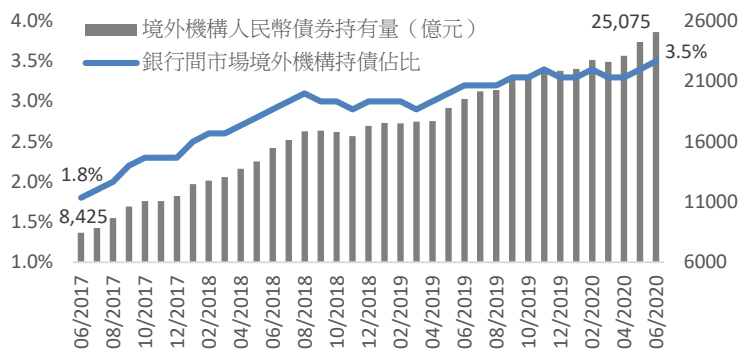
2015年底IMF宣布將人民幣納入SDR貨幣籃子後，內地進一步打開市場大門，特別是引入“債券通”，境外投資步伐明顯提速。到今年6月底，境外機構持有人民幣債券2.5萬億元，比“債券通”啟動前的2017年6月增加1.66萬億元（增幅近2倍）。境外機構持有人民幣債券佔全部人民幣債券的比重從1.8%上升至3.5%。到今年第一季度，全球央行持有人民幣外匯儲備2,215億美元，比2017年第二

季增長1.2倍，遠高於同期外匯儲備18%的增幅，人民幣外匯儲備佔全部外匯儲備的比重從1.07%升至2.02%；

2、成功推動上海成為全球人民幣資產配置中心，亦提升香港作為境外投資境內人民幣資產的通道功能。

上海擁有全球最大規模及最具產品深度的人民幣市場。到今年6月底，境內人民幣債券市值接近72萬億元，是境外投資人民幣資產的當然之選。然而，香港吸引境外投資者投資人民幣資產的作用也不容忽視。香港是亞太區最重要的資產管理中心，2018年管理資產24萬億港元。其中62%的資產（約14萬億港元）來自香港以外，不少利用香港平台投資內地股票和債券。“債券通”啟動後，香港通道功能進一步強化，近兩年由香港銀行發出的確認人民幣債券交易的SWIFT報文大幅增加，2019年佔了全球六成五，“債券通”對鞏固香港離岸人民幣業務樞紐地位作出一定貢獻；

圖二 境外機構人民幣債券持有量及持有佔比



來源：中國銀行香港金融研究院、CEIC

3、促進離岸人民幣業務創新，有利於中國資本項目可兌換及金融市場開放向縱深發展。內地資本項目尚未實現完全可自由兌換，作為一個多年來堅持自主發展並已建有獨特市場體系的經濟大國，從防範金融風險角度，也不可能完全放開金融市場。內地在保留現有市場制度及監管體系的基礎上，以創新思維探索打通境內外金融市場。除“債券通”外，內地還推出“滬港通”、“深港通”，金融市場互聯互通效果不錯，主要經驗是，事先做好了結算交易制度設計及風險防範措施，在此基礎上，最大限度給予投資者交易自由。“滬港通”、“深港通”及“債券通”連續獲得成功，給監管層及市場更大信心，有利於下一步推出更多金融市場互聯互通；

4、推動內地債券市場不斷完善現代債券交易制度，增強人民幣債券融入全球債券市場的競爭力。內地債券市場目前已是全球第三大債券市場，但從市場完善及成熟程度看，與歐美債券市場仍存在一定差距，例如，發行及交易結構不夠合理，違約債券處理機制不夠健全，債券信用體系建設不夠成熟，代理能力尤其是對境外投資者的服務缺乏經驗。“債券通”啟動後，形成跨境債券投資競爭機制，倒逼內地債券市場深化改革，將促進交易機制、產品系列及服務水平的提升，有助於人民幣債券更好融入全球市場。另一方面，香港CMU是全球最先進的債券託管體系之一，無縫連接各主要債券交易體系、即時支付體系及外匯交易體系，有助於人民幣債券通達全球主要市場；

5、引導主要債券指數納入人民幣債券，促成全球債券投資連成一體，亦提升了人民幣投資及儲備功能。“債券通”正式啟動及穩定運行，引起主要國際債券指數供應商的濃厚興趣。彭博去年已將中國國債和政策性銀行債券納入彭博巴克萊全球綜合指數（權重約6%），摩根大通今年將若干流動性好的人幣國債納入多隻基準債券指數（部分指數中人民幣債券權重可達10%），富時羅素亦宣布將中國列入其指數觀察國名單，反映全球市場對中國經濟及人民幣債券的信心，有助於將人民幣債券打造成又一個主要國際債券。此外，歐美再次實施無限量寬，三大貨幣債券孳息降至極低水平，人民幣幣值穩定，而人民幣債券又保持合理投資回報，給予全球投資者更靈活配置資產的機會。

另一方面，“債券通”對香港來說也是意義重大。近年來香港經濟遇到一些困難，但人民幣業務逆勢成長，大部分指標出現反彈，為金融業平穩增長並紓緩經濟負增長帶來的痛楚作出一些貢獻。**內地優先將“債券通”等跨境人民幣試點放在香港，必會增強市場信心，有助於香港經濟儘快反彈。**



四、“債券通”的發展前景

“債券通”運行已滿三年，從推出起，相關機制完善工作都在積極推進：一是出台境外投資者投資境內債券市場的稅收安排，對債券投資的利息收入三年暫免徵收企業所得稅和增值稅；二是不斷擴大債券報價機構範圍，同時大幅度下調“債券通”交易平台費用；三是實現“債券通”交易貨銀兩訖（DvP）結算（內地稱為“券款對付”），提升了結算效率，也降低了結算風險；四是上線大宗交易分倉功能，便利投資者在下單前將大宗交易分配給多個單獨賬戶；

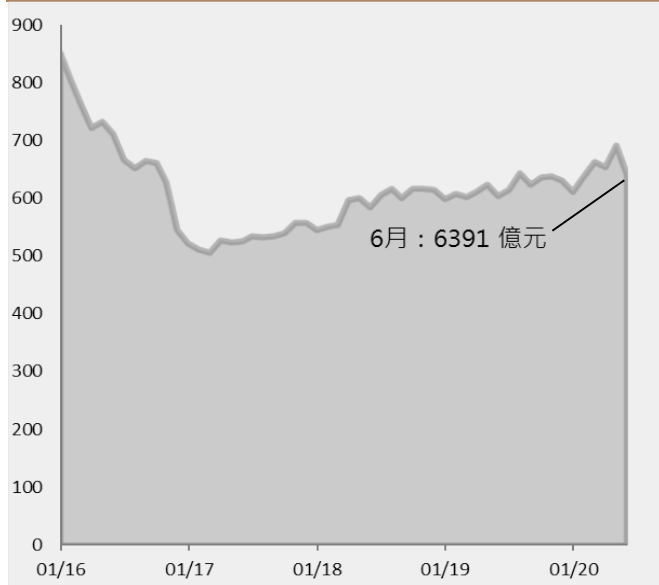
在“債券通”迎來三週年之際，人行提出進一步優化完善“債券通”的政策方向，並宣布將推出四項新舉措：一是進一步降低交易成本；二是適當延長交易服務平台的服務時間；三是推動與新的境外交易平台對接；四是進一步完善一級市場的服務品質。同時，內地會繼續研究開放“債券通”回購業務及衍生品交易，包括債券回購、債券借貸、債券遠期、利率互換和遠期利率協議等，便利境外投資者風險對沖。

另一個探索方向是研究“南向通”業務。2017年“債券通”率先上線試運行“北向通”，但兩地亦表示，會抓緊研究推出南向交易，爭取儘早開放內地合資格投資者投資香港債券市場。近年來，兩地業界不斷呼喚“南向通”。今年5月，人行等四部委公布《金融支持粵港澳大灣區建設的意見》，首次提出優化完善“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”），“南向通”腳步越來越近。

香港是重要的國際金融中心，是亞太區G3貨幣債券主要發行市場，同時還是境外最大的點心債市場，並廣泛聯通歐美債券市場。因此，開通“南向通”，引北水南流，必將進一步促進香港債券市場發展，同時為境內機構合理配置資產、分散投資風險創造條件。“債券通”也必將踏上更高台階。

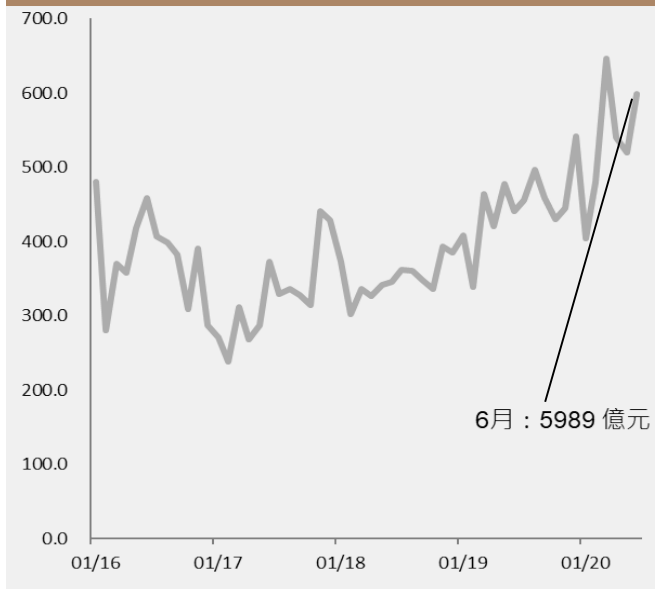
主要指標

香港人民幣存款 (十億元)



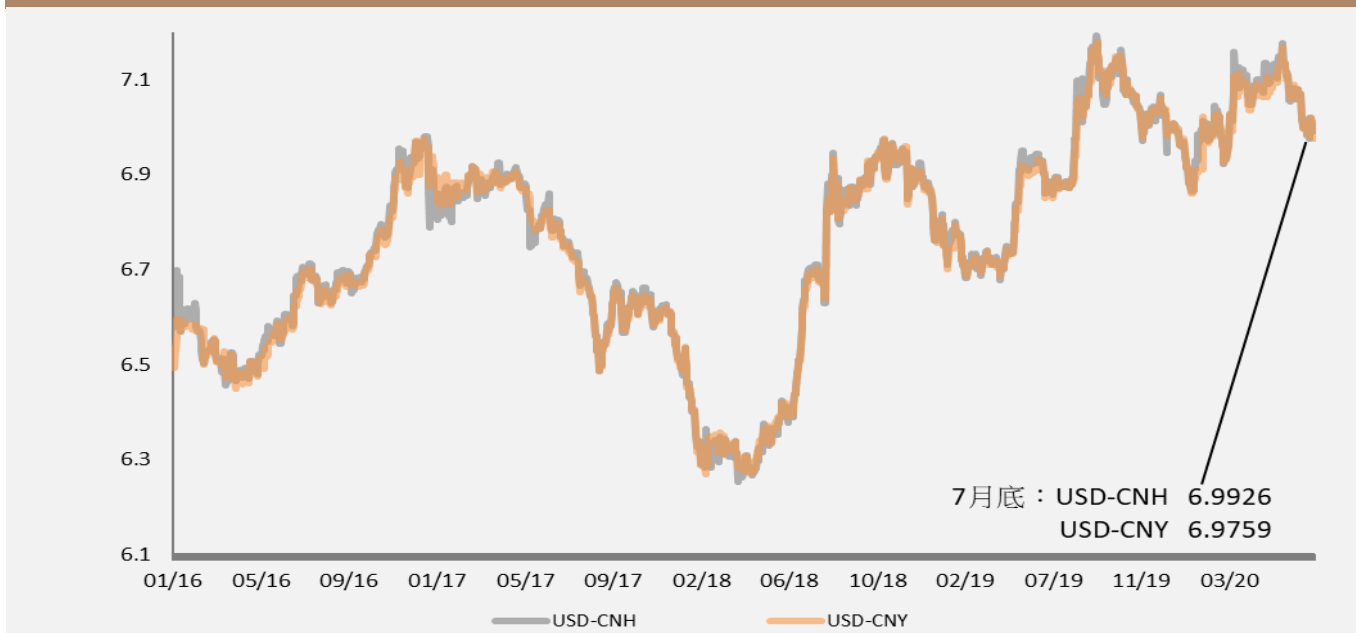
資料來源：香港金管局

香港人民幣跨境貿易結算 (十億元)



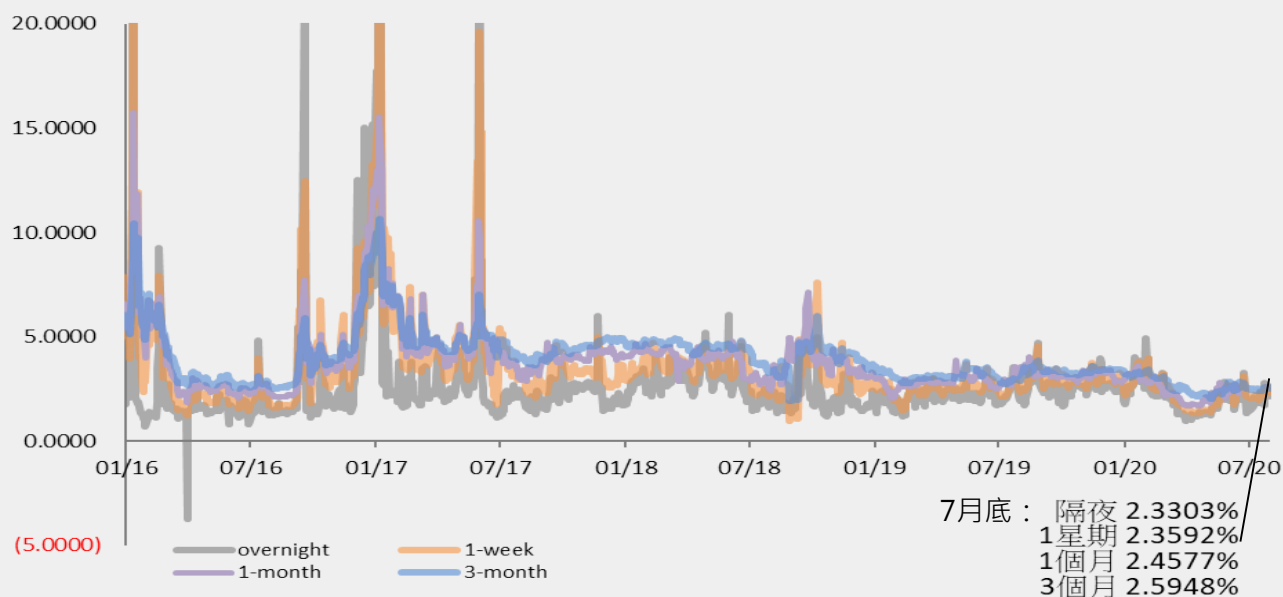
資料來源：香港金管局

離岸人民幣(CNH)及在岸人民幣(CNY)兌美元匯率



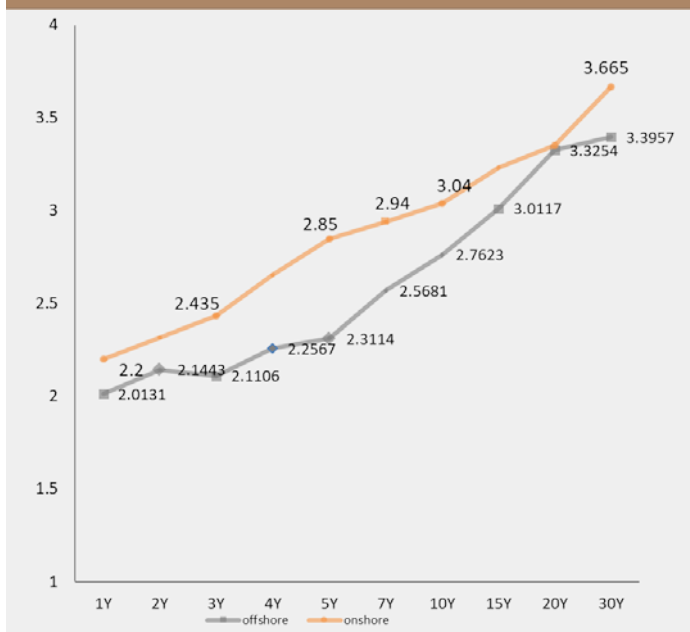
資料來源：彭博

離岸人民幣拆息定價 (%)



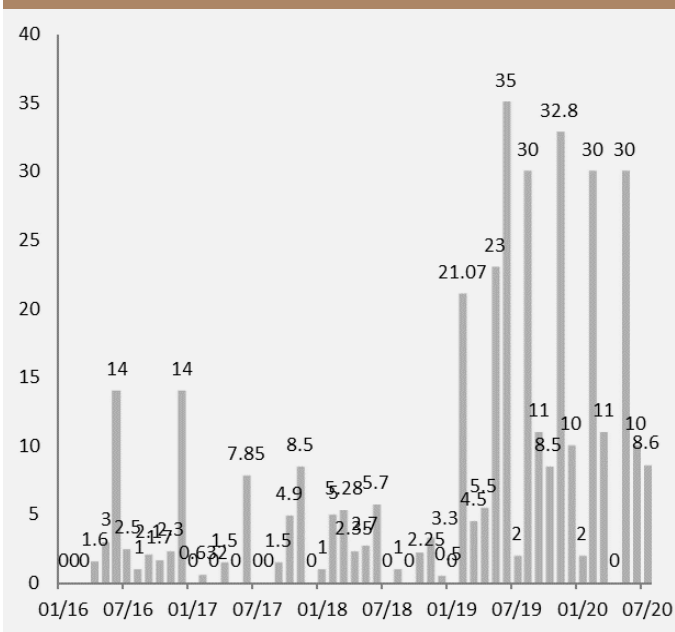
資料來源：彭博

離岸及在岸人民幣國債收益率曲線 (%，2020年7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6月	
#1	USD 42.22%	#1	USD 40.33%
#2	EUR 31.69%	#2	EUR 34.10%
#3	GBP 6.96%	#3	GBP 7.08%
#4	JPY 3.46%	#4	JPY 3.74%
#5	CAD 1.98%	#5	CNY 1.76%
#6	CNY 1.94%	#6	CAD 1.75%
#7	AUD 1.55%	#7	HKD 1.47%
#8	HKD 1.46%	#8	AUD 1.44%

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。