



中國銀行(香港)

BANK OF CHINA (HONG KONG)

離岸人民幣快報

2021年2月號

總第84期

人民幣

RMB

人民幣

RMB



目錄

第一部份 市場回顧

第二部份 政策追蹤

第三部份 專題研究

第四部份 市場趨勢與數據

1

6

10

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

曾綺珪

電話：+852 2826 6763

電郵：sharontsang@bochk.com

2020年離岸人民幣市場回顧及展望

2020年，人民幣匯率寬幅雙向波動，保持基本穩定；離岸人民幣市場發展平穩，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，全球投資者加大人民幣資產配置，境外機構持有中國債券餘額突破3萬億元，債券通成交創歷史新高；離岸央票發行繼續支撐香港點心債市場發展。年內，人行及多個部委在連續發佈多份關於跨境人民幣政策及投資境內金融市場的徵求意見稿及管理政策，顯示國家對人民幣國際化發展的重視程度和支持力度，有助擴大離岸人民幣市場規模和深度。

一、2020年離岸人民幣市場穩步發展

1、人民幣匯率雙向波動、穩中有升仍是主旋律

2020年，離岸人民幣匯率大致可分為兩個變動階段：第一階段，從年初到5月底。受多重不利因素影響，人民幣匯率承受較大拋售壓力，CNH 從年初6.96 跌至年內最低點7.17。第二階段，從5 月底至12 月底。中國率先走出疫情，經濟復蘇進展良好，同時美元開始轉弱，人民幣與其他主要貨幣一路反彈。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，美元兌人民幣匯率中間價報6.5249，較年初升值6.3%；美元兌離岸人民幣匯率報收6.5028，較年初升值6.6%；美元兌在岸人民幣兌美元匯率報收6.5272，較年初升值6.3%。

2、主要離岸人民幣業務指標創新高

2020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。香港人民幣資金池突破7000億元。按金管局公佈資料，2020年12月末香港人民幣存款達7,217億元，連續兩個月突破7000億元，較2019年末增長14.2%。人民幣貸款餘額為1,520億元人民幣，較2019年末減少3.5%。在央行發行票據帶動下，據彭博統計，截至2020年12月末，離岸人民幣債券一級市場發行規模為1,888.5億元(包括2020年人行於香港發行共1,550億元人民幣央票)，較2019年全年的1833.7億元上升3%。跨境貿易人民幣結算量再創新高，2020年累計香港跨境貿易結算人民幣匯款總額為6.32萬億元人民幣，較去年同期增加17.6%。香港同業結算公司（HKICL）網頁顯示，2020年全年經香港人民幣RTGS系統處理的清算總量達282.5萬億元人民幣，較去年同期增加6.3%，代表香港的人民幣資金池繼續支撐大量金融活動。

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2020年第三季度，人民幣外匯儲備規模增至2,445.2億美元，較2019年末增268.5億美元，佔全球官方外匯儲備資產的2.13%，高於前季的2.05%，創下IMF自2016年10月報告人民幣儲備資產以來的最高水準，反映對持有人民幣資產的興趣持續增加。

根據SWIFT統計，2020年12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1.88%，僅次於美元、歐元、英鎊及日圓。

4、境外投資者持續增持人民幣資產

全球主要經濟體央行維持寬鬆貨幣政策，導致環球債券資產收益率大幅下行。與此同時，美國重新實施量化寬鬆，中美利差擴大至接近250個基點的歷史高位，吸引外資繼續增持人民幣債券，同時利好人民幣利率升值。外資單月淨流入過千億元中國債券漸成常態，證明了中國債券市場對外資的吸引力，就算未來中美利差收窄，也不一定造成大規模資金流出。截至2020年12月，境外機構在中國銀行間債券市場託管餘額突破3.25萬億元，同比增長48.8%。全年外資淨流入累計超過1萬億元，國債仍為境外機構投資首選，在全部外資持有量中佔比超過六成。

債券通開通3年多以來，通過債券通進入中國債券市場的機構數量增長明顯，總成交量和日均交易量屢創新高。2020年度債券通債券累計交易量達4.81萬億元，較2019年同期大幅增長82.8%；全年境外機構投資者入市數量突破2352家，較去年底增長46.9%。12月16日，債券通單日交易量創歷史新高，達369.4億元人民幣。年內，債券通的各項交易機制得到優化，包括債券通管道資金兌換及外匯風險對沖安排進一步完善，債券通境外投資者可作為客戶與經備案的3家外匯結算行開展債券通相關外匯交易，債券通交易時長延長等。

5、離岸央票發行支撐香港點心債市場發展

2018年11月以來，人行先後在香港發行了25期、3,150億元人民幣央行票據，在港發行央票已成常態，期限品種涵蓋1個月、3個月、6個月及1年。2020年香港人民幣點心債市場繼續反彈。截至2020年12月末，發行人民幣點心債共28筆，發行規模達1,888.5億元，較2019年同期增長3%。其中，中國財政部發行50億元人民幣國債，人行發行1,550億元人民幣央票，滿足了境外市場對優質主權類人民幣債務工具的投資需求。非主權類點心債發行人以中資金融機構及中資企業為主，累計發行288.5億元，較2019年同期增加24.8億元。2020年發行利率約2.8%；央票平均利率約2.2%（3個月、1年期為主）。

二、2021年人民幣國際化迎來新機遇

人民幣國際化已進入第二個十年，境外市場接受人民幣程度普遍提高，市場主體使用人民幣熱情不斷上升，海外央行及機構投資者持續增加持有人民幣資產，人民幣國際化進入一個新的機遇期。人民幣國際化相關工作積極推進，人行及其他政府部門聯合出台新的推動跨境人民幣業務及投資中國資本市場相關政策措施，加快境內債券市場開放，推動中國市場加速融入全球金融體系，為人民幣國際化發展提供有力支撐，也為香港金融業帶來重大機遇。

人民幣匯率彈性增強，經濟復蘇進度將主導其走向。2021年，內部因素仍決定人民幣匯率走勢的基本面，包括中國經濟復蘇進度，以及內地宏觀調控和貨幣政策操作等。外部因素方面，包括新冠肺炎發展及疫苗效果，美國新總統拜登對華政策及歐元走勢等。近期美元指數連升數日重上90以上，創兩個月新高，或對人民幣升勢構成壓力，但境內金融市場進一步開放，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。綜合利好及利淡因素，2021年人民幣匯率雙向波動，基本穩定將是主基調，波動方向除了取決於美元與歐元、日元等其他主要貨幣變化方向之外，亦將繼續取決於國內外經濟形勢、國際收支狀況和國際外匯市場變化等因素。

人民幣政策不斷開放，滿足國際投資者多樣化需求。《中共中央關於制定國民經濟和社會發展第十四個五年規劃和二〇三五年遠景目標的建議》提出，“穩慎推進人民幣國際化，堅持市場驅動和企業自主選擇，營造以人民幣自由使用為基礎的新型互利合作關係”，對於下一步人民幣國際化發展有重要的指導意義。2020年9月，人行及多個部委連續發佈多份關於跨境人民幣政策及投資境內金融市場的徵求意見稿及管理政策，顯示國家對人民幣國際化發展的重視程度和支持力度。這幾項政策的陸續公佈，一方面理清政策思路，逐步加大了對跨境人民幣工作及投資人民幣資產的支持力度，同時也進一步優化和完善人民幣使用的政策框架，顯示出強大的政策合力。

人民幣的貨幣功能將持續增強。近年中國重點佈局周邊國家和地區（比如一帶一路沿線、東南亞及大灣區），著力培養境外投資者與使用者對人民幣及人民幣計價資產的真實需求，提高人民幣的需求粘性，有利於增強人民幣作為結算、投資與儲備貨幣的使用。大部分「一帶一路」沿線國家與中國建立貨幣合作關係，包括委任人民幣清算行、簽署本幣互換協議等，部分國家如印尼等更積極推動雙邊本幣結算模式，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。境內資本市場不斷開放，吸引更多外資配置持有人民幣資產，此類需求長遠來看將處於上升趨勢。於此同時，QDLP/QDIE的擴容、未來“南向通”的開通，代表中國資本市場呈現出雙向開放的新特徵。香港是主要的離岸人民幣中心，擁有滬港通、深港通、債券通等進出境內資本市場的獨有管道，海外投資

者可以通過香港連接進入境內資本市場，同時境內投資者亦可以通過香港投資海外。展望未來，香港將憑藉自身優勢，跟隨市場參與者的需求，在完善互聯互通的基礎上，推出更多股票和債券相關的產品與服務，為投資者帶來更多的選擇和更大的便利，繼續在人民幣國際化的進程中發揮獨特的作用。





人民幣國際化最新進展

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，釋放約8000多億元長期資金。

人行在港發行300億元央票

人行在港成功發行了兩期人民幣央行票據，其中3個月期央行票據200億元，1年期央行票據100億元，中標利率分別為2.55%和2.60%，投標總量是發行量的2.8倍。

美國取消對中國“匯率操縱國”的認定

美國財政部發表半年度匯率政策報告，取消去年8月對中國“匯率操縱國”的認定。

五部門出台金融措施支持疫情防控

人行等五部門聯合出台30條措施，其中包括要求金融機構簡化外匯及跨境人民幣業務流程，提高辦理效率，滿足疫情防控需要。

人行在港發行100億元央票

人行在港成功發行了100億元6個月期人民幣央行票據，中標利率為2.19%，投標總量是發行量的3.5倍。

2020

1月

1日

13日

2月

1日

12日

13日

14日

3月

26日

外管局出台便利境外機構投資者外匯風險管理新舉措

外管局發佈《關於完善銀行間債券市場境外機構投資者外匯風險管理有關問題的通知》，其中明確境外非銀行類投資者可以作為客戶與境內金融機構（不超過3家）直接交易或以主經紀業務模式間接進入銀行間外匯市場交易；境外銀行類投資者除上述兩種管道外，還可以直接進入銀行間外匯市場交易。

廣西自貿區建設實施方案發佈

《中國（廣西）自由貿易試驗區建設實施方案》公佈，這將突出中國—東盟開放合作先行先試、沿邊特色、陸海聯動，擴大金融業對內對外開放，便利人民幣使用。

境外投資者可簽署ISDA進入內地市場

人行等四部門和上海市政府聯合發佈《關於進一步加快推進上海國際金融中心建設和金融支援長三角一體化發展的意見》，其中明確了“允許境外機構自主選擇簽署中國銀行間市場交易商協會、中國證券期貨市場或國際掉期與衍生工具協會衍生品主協議。”

首筆國際金融組織疫情防控熊貓債發行

金磚國家新開發銀行成功在中國銀行間債券市場發行50億元抗擊新冠肺炎疫情債券，為期3年，超額認購達到3倍多，募集資金用於向中國提供抗擊疫情方面的緊急援助主權貸款。

中國銀行金邊分行成為銀行間外匯市場會員

人行公告，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。

人行在港發行300億元央票

人行在港成功發行了兩期人民幣央行票據，其中3個月期央行票據200億元，1年期央行票據100億元，中標利率分別為1.77%和1.78%，投標總量為發行量的2.7倍。

26條金融措施支持粵港澳大灣區建設

人行等四部門發佈《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，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。



廣東80 條措施支持大灣區金融創新

廣東省印發《關於貫徹落實金融支持粵港澳大灣區建設意見的實施方案》，分別就《關於金融支持粵港澳大灣區建設的意見》五個方面提出80條具體舉措。

外匯交易中心進一步完善債券通管道有關安排

中國外匯交易中心發佈《關於落實完善債券通渠道資金匯兌和外匯風險管理有關安排的公告》，完善債券通“北向通”下的境外機構投資者參與境外銀行對客市場的相關安排。

人行在港成功發行100億元央票

人行在港成功發行了100億元6個月期人民幣央行票據，投標總量超過350億元，中標利率為2.68%。

六部門發徵求意見稿：進一步優化跨境人民幣政策

《中國人民銀行 國家發展和改革委員會 商務部 國務院 國有資產監督管理委員會 中國銀行保險監督管理委員會 國家外匯管理局關於進一步優化跨境人民幣政策 支持穩外貿穩外資的通知（徵求意見稿）》發佈，公開徵求意見。

外匯交易中心暫免部分直接交易貨幣對交易手續費

中國外匯交易中心發佈公告，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。

入債市場標準統一便利境外機構投資

人行、外管局發佈《境外機構投資者投資中國債券市場資金管理規定（徵求意見稿）》。

QFII/RQFII新規發佈

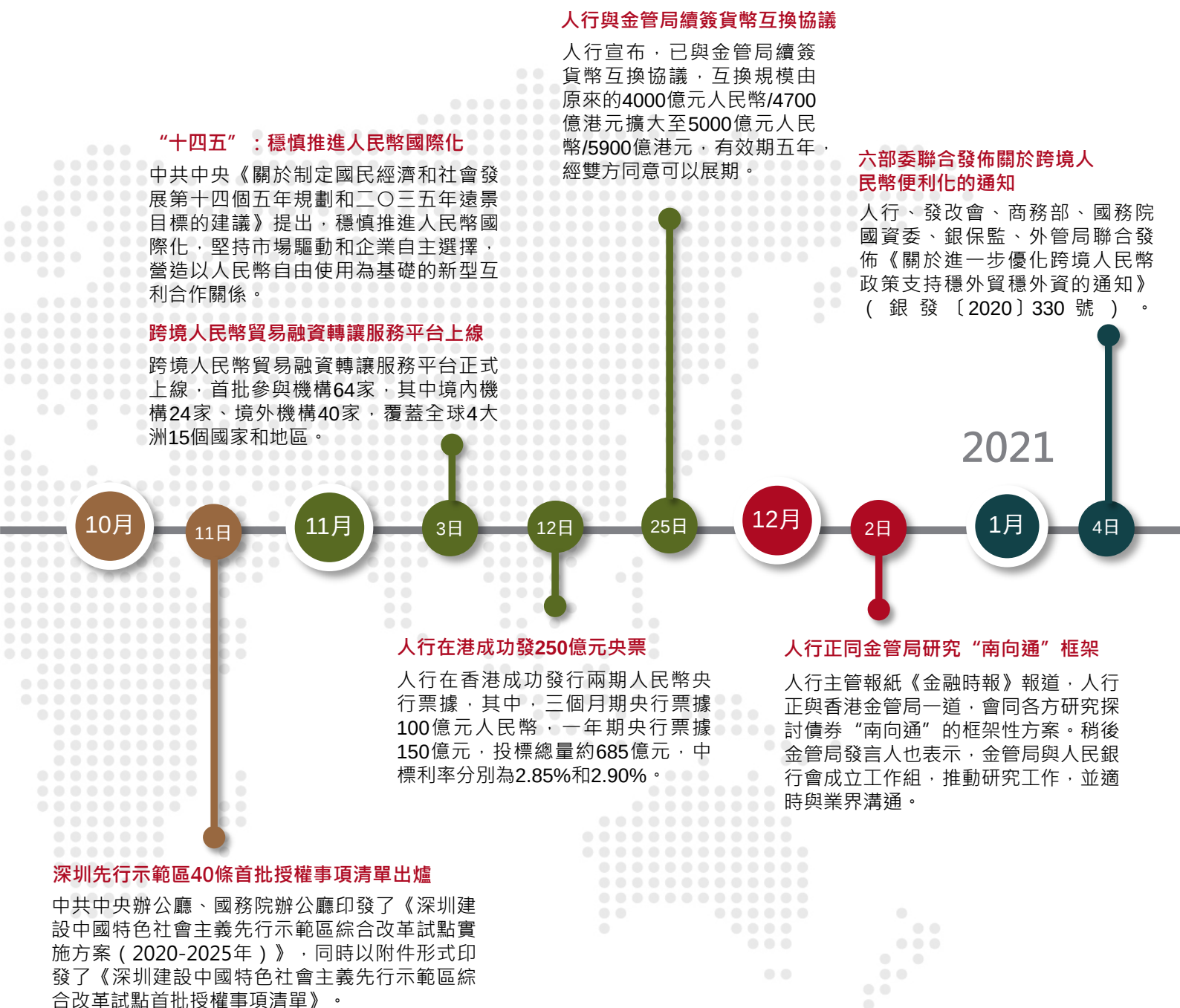
證監會、人行及外管局聯合發佈《合格境外機構投資者和人民幣合格境外機構投資者境內證券期貨投資管理辦法》。

中國國債將被納入富時世界國債指數

富時羅素公司宣佈將中國國債納入富時世界國債指數（WGBI），2021年10月正式安排生效後，國際投資者將可通過富時羅素指數投資中國債券市場。

境外投資者投資債券市場事宜公開徵求意見

人行、證監會和外管局發佈《關於境外機構投資者投資中國債券市場有關事宜的公告（徵求意見稿）》。



如何看待人民幣匯率的長期變化趨勢？

經濟研究員 陳蔣輝
高級經濟研究員 張謙

2020年，人民幣兌美元匯率先抑後揚，全年升幅約6.7%，與美元指數的跌幅大致相同。這其中，既有中美疫情管控不同導致的經濟發展差異的因素，也有國際收支巨大變化下中美息差擴大的影響。進入2021年，人民幣升值的勢頭仍在持續，時隔兩年半之後重新進入6.4時代。我們認為，人民幣在短期內或有回調的可能，但是從中長期來看，人民幣兌美元匯率已開啟升值長週期。

一、人民幣升值的長期因素

1. 經濟基本上，中國經濟持續好於美國

從中長期來看，經濟發展差異是決定兩國貨幣匯率的最重要因素。歸根到底，人民幣兌美元的匯率取決於中美兩國的經濟發展差異。2020年6月份以來人民幣兌美元不斷升值就是一個很好的例證。新冠肺炎疫情發生後，中國採取了一系列強有力的防控措施，經濟率先恢復，外貿活動迅速反彈，2020年全年經濟增長2.3%，是全球唯一錄得正增長的主要經濟體。而受困於疫情反復的影響，美國2020年GDP收縮約3.5%，創下自二戰以來最差紀錄。經濟增速的差異，為2020年6月以來的人民幣匯率走強提供了支撐。

未來，中國經濟發展增速高於美國的局面仍將在中長期存在。現時，中國仍屬於發展中國家，根據世界銀行的數據，2019年中國人均GDP只有美國的15%，發展潛力依然巨大；中國的城鎮化率只有60%，距離發達國家80%的平均水準還有很大差距；中國的

科研人數已超過美國成為全球科研人數最多的國家，2019年開始在國際專利申請數量上躍居全球第一。同時，中國也是全球工業體系最完善的國家，伴隨著國家的進一步對外開放，以及製造業升級消費升級等的持續推進，中國經濟仍然有望在未來5-10年取得較高的增速。反觀美國，2020年總統大選凸顯美國社會撕裂已較為嚴重，民粹主義有抬頭的趨勢，這些問題恐難以在短期內徹底解決，將抑制美國經濟的發展。以不變價美元來計算，2020年，中國GDP總量大概接近美國的三分之二。按照我們的推算，中國大概會在2027年左右超過美國，成為全球第一大經濟體。相對更快的經濟增速，將推動人民幣不斷升值。

2. 中國內需發力，外貿順差降低

中國內循環發力，貿易順差將收窄。當今世界正經歷百年未有之大變局，中國將在未來幾年推動形成以國內大循環為主體、國內國際雙循環相互促進的新發展格局。國家提出雙循環戰略，本質上是由中國的大國效應和發展階段所決定的。一個大國難以持續地

通過出口和全球消費來支撐其現代化；相反，大國的優勢恰恰在於龐大的內需市場。中國提倡內循環，成為消費大國的過程，將是一個外貿順差收窄的過程。這主要有兩方面的原因，一是低端製造業轉移之後相關出口產品會有所減少，這一過程通常與消費升級同時發生；二是消費升級帶動進口增長。

從歷史經驗來看，中國外貿順差降低與人民幣升值基本呈正相關關係。外貿順差的變化與匯率關係密切，互為影響。從邏輯上來說，如果外貿順差的降低由經濟發展滯滯導致，將增加本國貨幣貶值壓力；如果外貿順差降低由消費升級和產業升級下進口快速上升引起，則本國貨幣往往呈現升值狀態。然而從歷史實際數據來看，從2017年起，中國外貿順差佔GDP比重降低同步伴隨著人民幣的升值（圖1）。值得一提的是，外貿順差降低將會使得更多的本幣流向海外，反過來將推動本國貨幣的國際化。可以預見，隨著“雙循環”新發展格局的確立，中國內地進口將會提速，中國外貿順差會逐步減小，乃至最終成為外貿逆差國，這一過程大概率將伴隨著人民幣匯率的升值，同時也有利於人民幣的國際化。可以預見，隨著“雙循環”新發展格局的確立，中國內地進口將會提速，中國外貿順差會逐步減小，乃至最終成為外貿逆差國，這一過程大概率將伴隨

著人民幣匯率的升值，同時也有利於人民幣的國際化。

3. 金融開放，外資湧入中國

中國金融開放力度加大，資金將持續流入中國。近些年，中國資本市場開放措施密集落地，相繼取消了一系列金融領域的外資持股限制，同時在企業征信、信用評級、支付清算等領域給予外資國民待遇，並積極推動會計、稅收和交易制度的國際接軌，外資機構在華業務版圖不斷擴大，海外資金也開始加速湧入中國。聯合國貿易和發展會議發佈的《全球投資趨勢監測》顯示，2020年中國吸收外資逆勢上漲，全年吸收外資1630億美元，已超過美國成為全球最大的外資流入國。海外資金的不斷湧入，將帶動人民幣升值的繼續走強。

從全球資產配置中國的比例來看，這一數值仍然遠低於中國經濟佔全球經濟的比重。現時，中國已成為全球第二大經濟體，2019年中國GDP佔全球GDP的比重約為14%。然而，外資在中國資產的配置比例遠低於這一數字，外資入場中國仍處於初級階段（圖2）。

圖1：中國外貿順差佔GDP的比例與美元兌人民幣

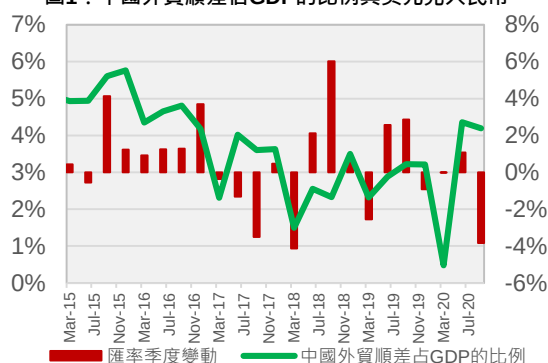
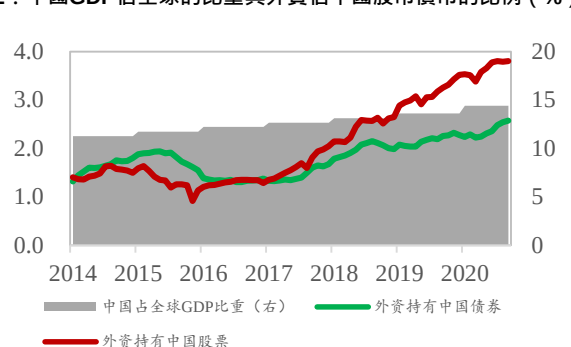


圖2：中國GDP佔全球的比重與外資佔中國股市債市的比例（%）



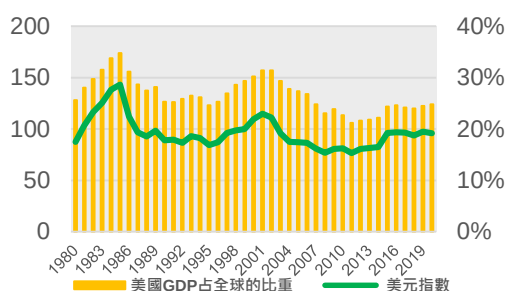
從股市數據來看，截至2020年第三季度，海外投資者持有中國流通股市值佔比約4%，日均成交佔比接近10%。債券市場方面，雖然近些年境外投資者加速佈局人民幣債券，但截止2020年年底，海外投資者共持有3.3萬億人民幣債券，在國內債券市場上的持有量仍不足3%。隨著中國金融業的逐步開放，人民幣資產有望進一步受到國際資本的追捧，全球資產中配置中國資產的比例將逐步向中國經濟在世界經濟中的佔比靠攏，這一過程也將伴隨著人民幣的升值浪潮。

二、美元貶值的長期因素

1. 美元的國際使用佔比將向美國在全球GDP中的份額靠攏

除了在2008年和2020年出現美元流動性緊縮的情況外，美元指數與美國經濟佔全球GDP的比例呈現顯著的正相關關係（圖3）。國際貨幣基金組織最新報告預測，美國GDP增速將從2021年的5.1%逐步放緩至2025年的1.8%，而全球GDP增速在未來5年則會從5.5%放緩至3.5%。由於美國經濟增速下降更快，美國在全球GDP中所佔份額將呈現總體下降的態勢，不利於美元指數的走強。

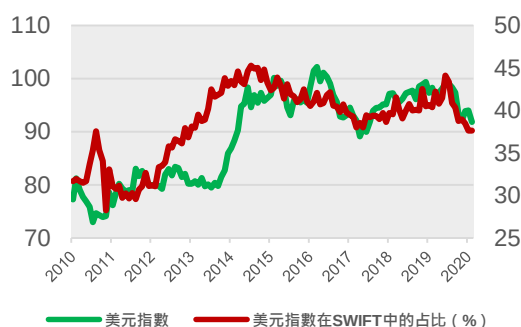
圖3：美元指數與美國GDP佔全球的比重



數據來源：CEIC，中國銀行香港金融研究院

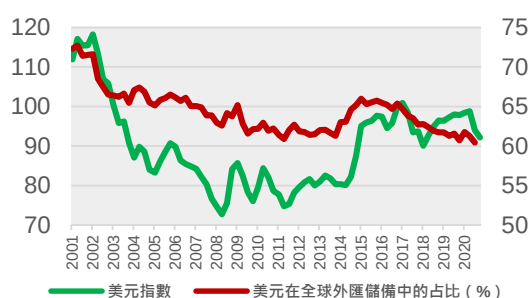
同時，全球企業以美元結算跨境支付，主權投資者以美元儲存外匯儲備的比例與美元指數也存在正向關係（圖4和5）。未來一段時間，中國的長期增長戰略更多地轉向國內消費，中國龐大的美元外匯儲備可能會有所減少；同時歐佩克國家由於美國頁岩油工業的增長或導致石油出口出現萎縮，全球石油美元結算以及其他國家儲備美元的需求將有所減弱。此外，自2014年以來，中國、歐盟和俄羅斯分別開發了跨境銀行間支付系統，支持貿易交流的工具和金融資訊傳遞系統，目的就是為了避免隨著地緣政治風險的增加而受到美國的制裁。這些遠離美元結算和儲備的戰略舉措，從中長期來看，都將給美元帶來下行壓力。更弱的美元將使得人民幣兌美元的匯率走強。

圖4：美元指數在全球SWIFT結算中比重



數據來源：CEIC，Bloomberg，中國銀行香港金融研究院

圖5：美元指數在全球外匯儲備中的比重



數據來源：CEIC，Bloomberg，中國銀行香港金融研究院

2. 美國的經常帳戶和財政雙重赤字阻礙美元走強

從歷史數據來看，美國經常帳戶和財政赤字總和佔GDP的比例是美元指數的領先指標，大約領先兩年左右的時間（圖6）。當然，美國在2020年的雙重赤字急劇增加並不一定意味著美元指數會急劇走弱，因為新冠疫情下G20的大多數國家財政赤字都錄得大幅增加。但是，從中長期來看，隨著美國人口老齡化的加劇，以及低儲蓄下基礎投資支出居高不下，美國經常帳戶前景不容樂觀。在此大背景下，美國財政部可能繼續將某些國家認定為匯率操縱國，限制美元升值，從而來改善其經常帳戶赤字。此外，美國財政赤字也有繼續上升的壓力。根據美國國會預算辦公室於2020年9月發佈的《長期預算展望》，美國財政赤字佔GDP的比例將從過去50年3%的平均水平逐步增長到2050年的13%。不斷攀升的美國經常帳戶和財政赤字恐令美元進一步走弱。

圖6：美元指數與美國經常帳戶和財政赤字
佔GDP的比重

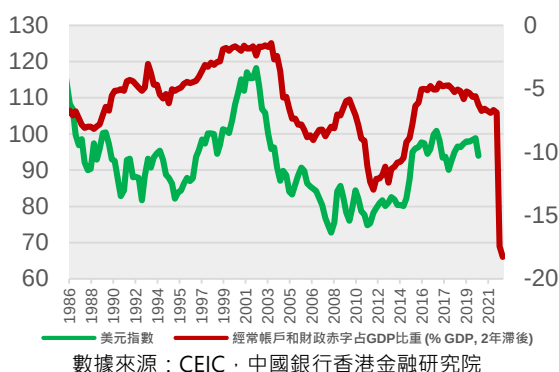
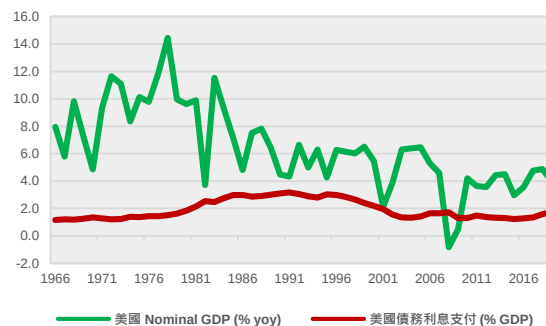


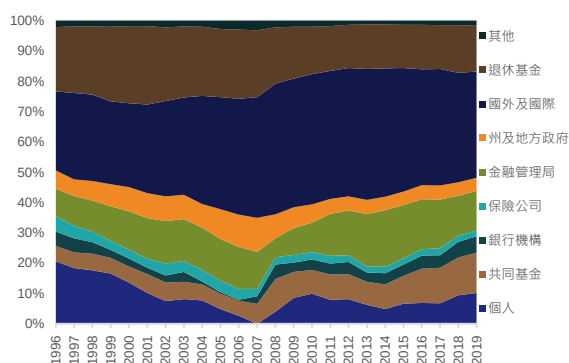
圖7：美國GDP與美國債務利息支付比較



值得一提的是，只要借貸成本相對於GDP的比率低於GDP增速，市場就不會擔心美國債務的可持續性問題。在過去50年，美國債務成本在大部分時間裏都是低於其GDP的增量。（圖7）當下，美國10年期國債的實際利率已跌入負區間，利息支出壓力尚處於可控的範圍之內。這也是2020年7月惠譽宣佈美國主權評級展望為負面後，市場對美國主權CDS利差反應不大的最主要原因。而展望未來，受收入不平等、科技驅動等因素影響，美國人均支出增速可能會有所回落，這將壓制實際利率保持在較低水平。這樣的環境不僅保持了較低的償債成本，也為更多的財政刺激措施提供了更大的空間。另一方面，現時外國投資者持有美國約35%的主權債務，與美國國內投資者相比，他們更可能受美國財政赤字的影响而調整投資策略。不過，美國的短期和外幣計價債務相對較少，未來更多地可能會傾向於發佈超長期債券，例如50年期的國債。只要所有發達經濟體的利率都處於低位，即使外國投資者賣出美國國債，美國國內的投資者可能也會積極買入。

事實上，自2008年全球金融危機以來，類似的情況就在不斷發生（圖8），間接導致了美國修復財政赤字的動力減弱。

圖8：美國財政部組合權重



數據來源：FRED · SIFMA · 中國銀行香港金融研究院

行主導的數字人民幣，也有非官方的類似於Facebook打造的Libra。現時，全球正在積極探索更好的實現形式，數字貨幣未來對全球貨幣體系的影響存在巨大的不確定性。理論上講，由Facebook主導打造的數字貨幣Libra在應用過程中有可能、也有潛力“青出於藍而勝於藍”，逐步演化成爲取代美元的國際支柱貨幣。而其他各國央行推出官方數字貨幣，或使得支付結算更爲便捷，可能導致國際結算中美元一家獨大的局面逐步消失，形成多支柱、多元化、更平衡的全球貨幣新格局。技術革新下，全球貨幣體系正在發生巨變，這是人民幣國際化的機會，也會對人民幣的匯率產生巨大的影響。

三、需要關注的風險點

1. 數字貨幣衝擊全球貨幣體系

當前的國際貨幣體系是一個完全依賴於國家信用的信用貨幣體系。它以美元為主，歐元為輔，英鎊、日元和人民幣等貨幣為配角。這一體系的形成源自1945年的布雷頓森林體系，到1971年美元與黃金脫鉤後進入純粹基於各國央行信用的信用貨幣體系。之後全球貨幣體系又經歷了多次危機與變革，包括從固定匯率制過渡到浮動匯率制、日元的崛起、歐元的誕生、英鎊的衰落、人民幣國際化等等。時至今日，美元仍然是國際貨幣的核心，在這個體系中的支柱地位堅如磐石。

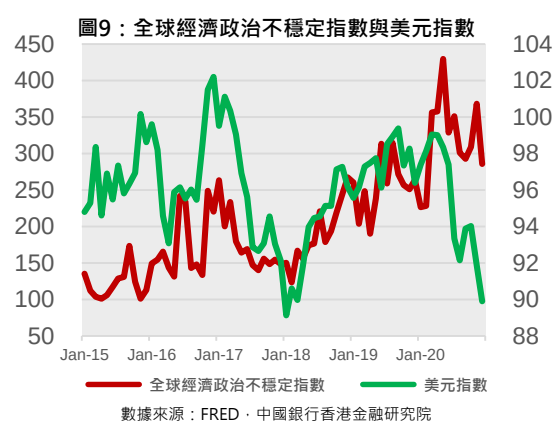
然而，近些年，數字貨幣發展迅猛，已對現有的國際貨幣體系形成了前所未有的挑戰。這其中，既有官方的類似於中國人民銀

2. 國際政治局勢前景不明

世界已進入百年未有之大變局，眼下國際格局和國際治理體系正在發生深刻調整，國際力量對比發生了近代以來最具革命性的變化。世界經濟重心開始加快“自西向東”位移；新一輪科技革命和產業變革已重塑世界；新興市場國家和發展中國家GDP總量佔全球的比重持續上升，國際影響力不斷增強；全球治理的話語權越來越向發展中國家傾斜，世界的格局正迎來新一輪的洗牌。國際政治局勢重新進入動盪期，充滿不確定性。

這其中，中美全方位的摩擦對抗可能會在較長一段時間內持續存在。雖然本次拜登當選，中美經貿摩擦或在短期內有機會緩和，雙邊對話可望加強，但從中長期來看，美國對華遏制打壓的態勢很難扭轉，中美已經陷入一種深刻的新型冷戰狀態。

在中美對抗的大背景下，西方可能抱團對華施壓，並塑造從環境到勞動力、貿易、科技、以及透明度的規則，防止中國主導未來的科技和產業發展，人民幣兌美元的匯率走勢也將受此影響。資料顯示，基於全球經貿衝突的全球經濟政治不穩定指數與美元指數就存在較強的正相關關係（圖9），倘若衝突加劇，也可能會阻礙人民幣的走強。



牛市走勢帶來一定的擾動。其他風險點還包括中國央行進一步開放資本帳戶的意願，人民幣走強對中國出口的影響，以及美聯儲貨幣政策正常化的進程等。如果由於人民幣迅速升值，導致“熱錢”流入和可支配收入增加，而後導致房屋或股票資產泡沫，那麼中國人民銀行還有許多逆週期工具可以採用，包括重新引入逆週期因子，針對跨境資本流動的宏觀審慎係數調整，以及窗口指導。總體上，我們預計人民幣兌美元將在5到10年內波動中上行。

四、結論

經過連續8個月的升值，人民幣匯率在短期內或有回調的可能，例如中美利差因全球經濟復甦而收縮，或美元因美國疫苗接種進展快於歐洲而強勁，但是從中長期來看，我們認為人民幣兌美元已開啟升值長週期。從內部來看，中國經濟發展勢頭依然強勁，貿易順差的減弱和更強勁的金融帳戶盈餘仍將有利於人民幣走強。從外部看，美元的國際使用可能趨同於美國在全球GDP中所佔的份額，這可能導致美元趨勢性走弱。同時，美國經常帳戶和財政狀況也有繼續惡化的壓力，會使得美元進一步貶值。展望未來，數字貨幣的興起和地緣政治的動態發展或為人民幣



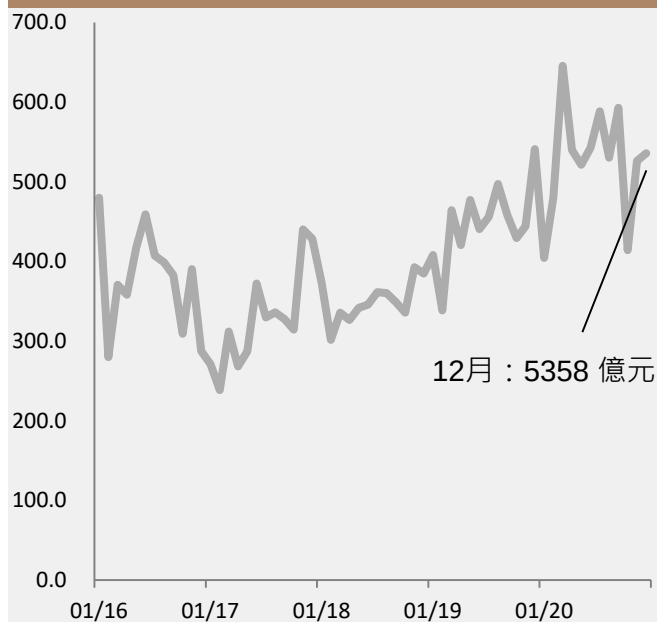
市場趨勢

香港人民幣存款 (十億元)



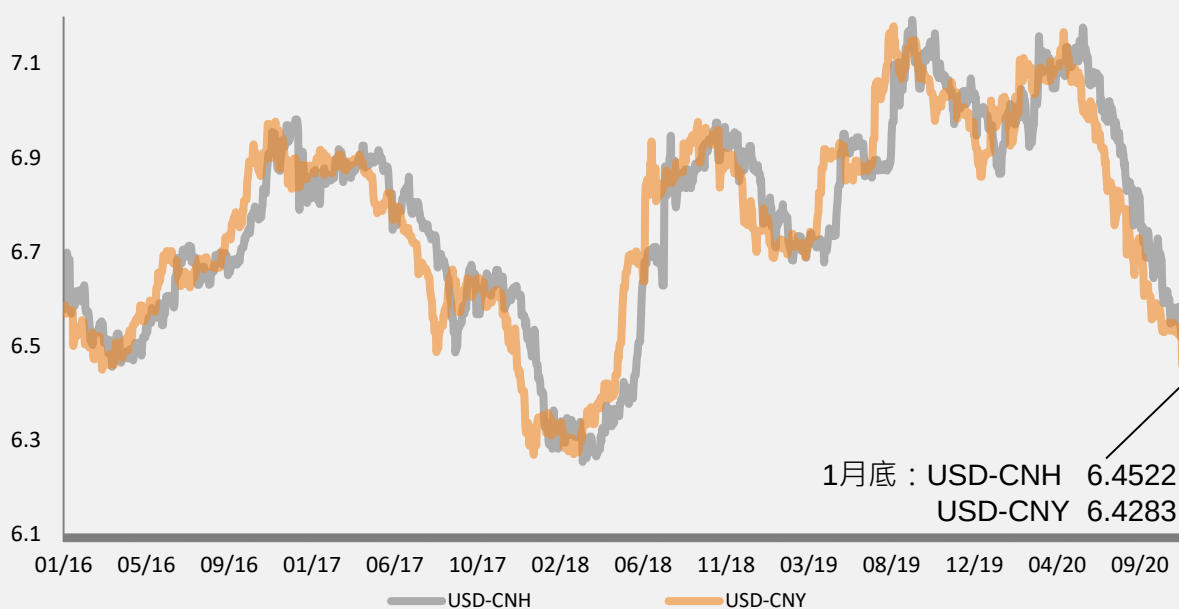
資料來源：香港金管局

人民幣跨境貿易結算 (十億元)



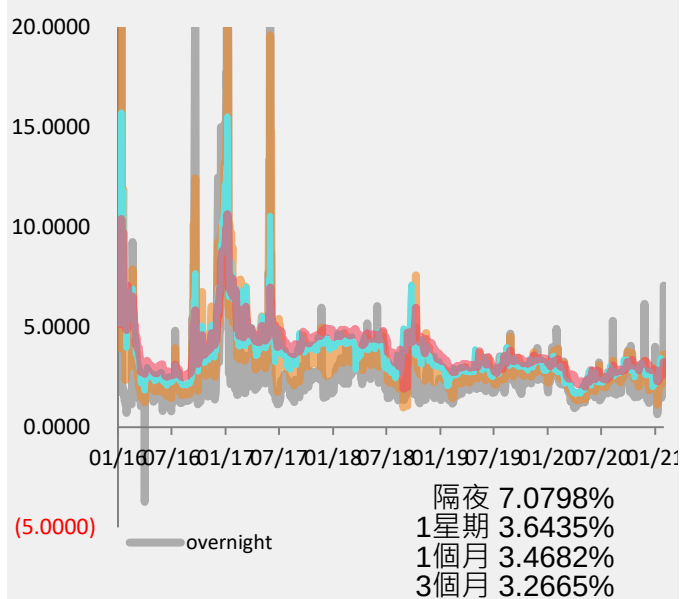
資料來源：香港金管局

離岸人民幣(CNH)及在岸人民幣(CNY)兌美元匯率



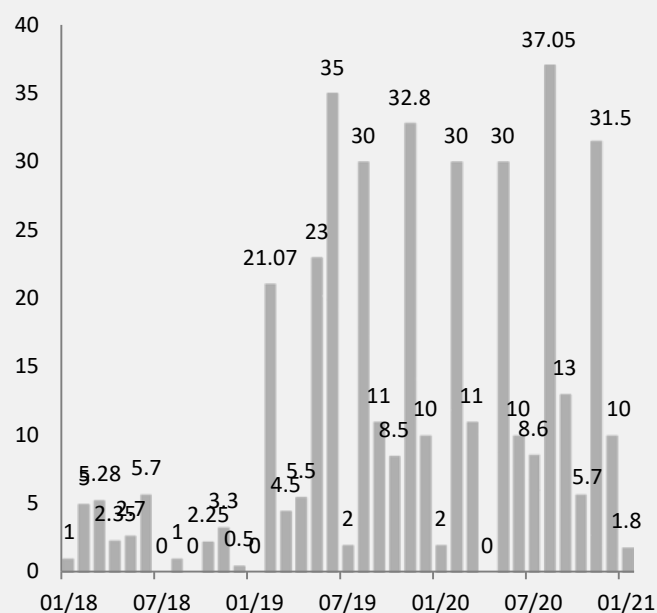
資料來源：彭博

離岸人民幣拆息定價 (%)



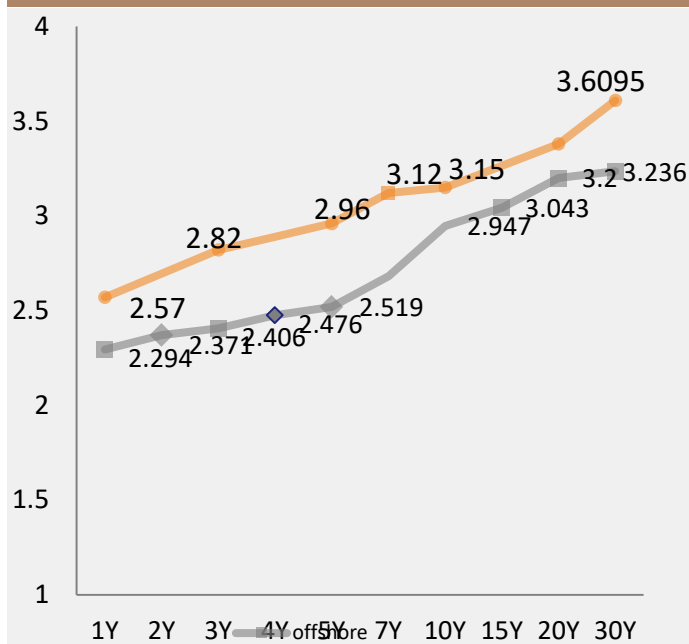
資料來源：彭博

香港離岸人民幣債券發行量 (十億元)



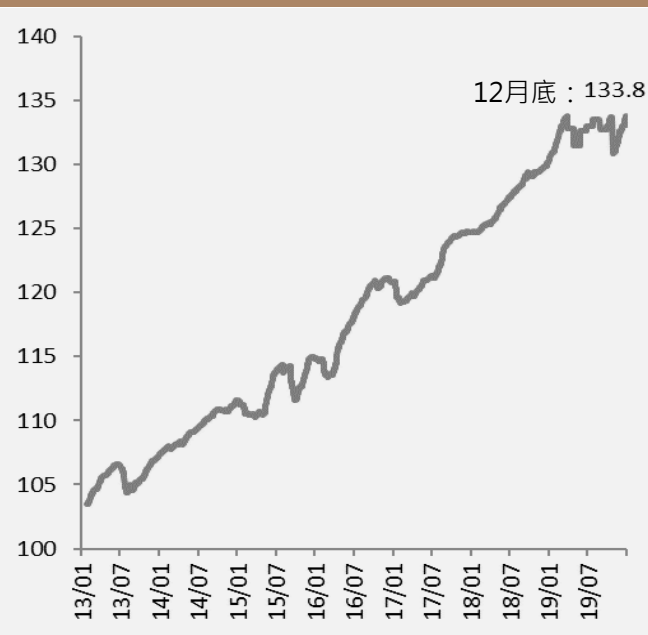
資料來源：中銀香港全球市場估計

離岸及在岸人民幣國債收益率曲線 (%，2021年1月29日)



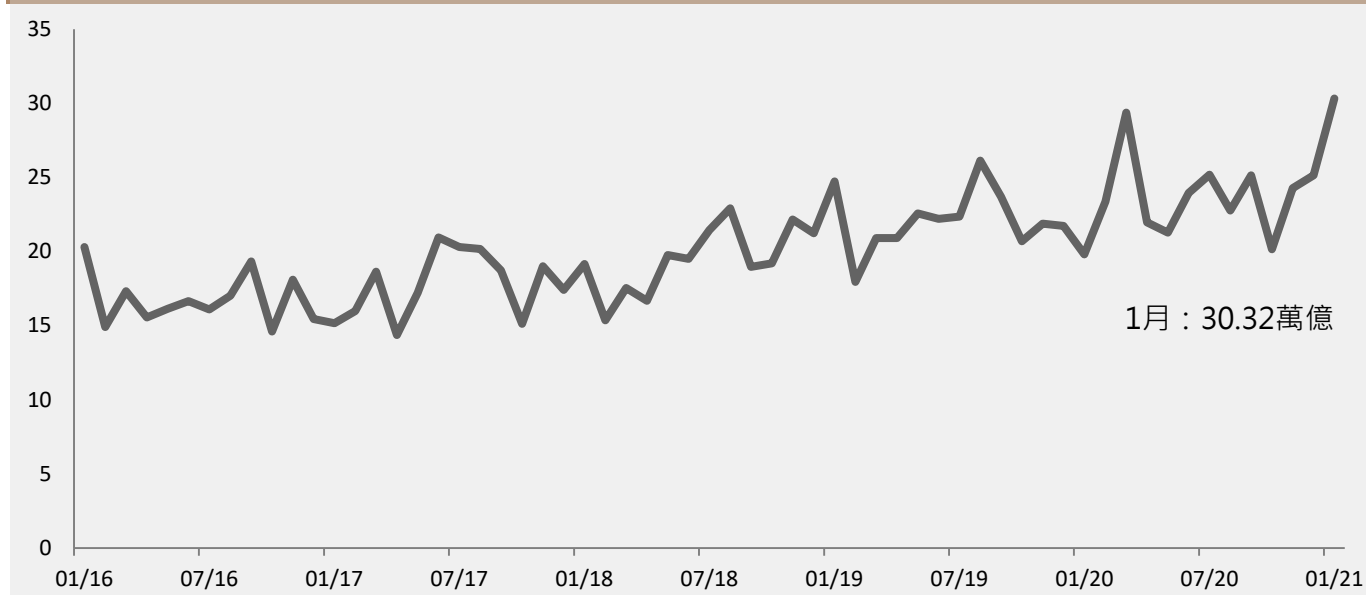
資料來源：彭博

中銀香港 - 富時離岸人民幣債券綜合指數



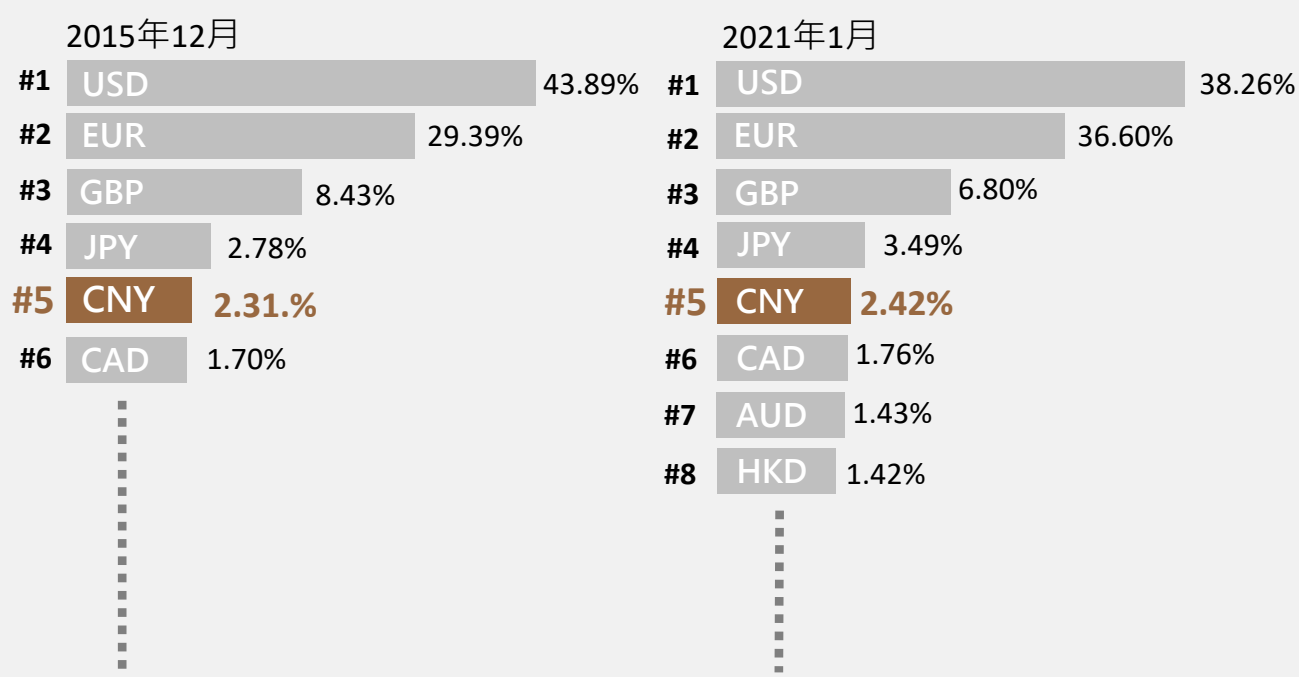
資料來源：彭博

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

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
2019	632.2	5376.3	265.81	1.929	2.400	3.260
2020	721.7	6324.1	282.47	4.031	2.958	2.882

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
2019	6.963	6.963	133.8	183.4	3.189
2020	6.503	6.527	/	188.9	2.947



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。