



中國銀行(香港)

BANK OF CHINA (HONG KONG)

離岸人民幣快報

2021年3月號

總第85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

9

編者：

張華琳

電話：+852 2826 6586

電郵：zhanghualin@bochk.com

曾綺琚

電話：+852 2826 6763

電郵：sharontsang@bochk.com

梁紹仁

電話：+852 3982 7177

電郵：matthewleung@bochk.com

離岸人民幣市場穩步發展

2月離岸人民幣維持平穩，近期強勢受到美元反彈而減弱；離岸人民幣主要指標平穩上升，其中香港人民幣存款連續三個月突破7000億元；債券市場方面，外資持有中國國債規模首超2萬億元，債券通保持強勁發展態勢；人行在港發250億元央票，獲得境外機構投資者，以及國際金融組織踴躍參與認購，證明人民幣資產對境外投資者有較強吸引力，亦反映全球投資者對中國經濟信心。

一、2月人民幣匯率維持平穩

2月離岸人民幣維持平穩。月初，人民幣曾經走強至接近6.4附近，春節過後，結匯需求回落，導致人民幣回軟，其後月內在6.4-6.5區間窄幅波動。另一方面，美元指數先貶後升，月底升穿並維持在91以上水準，減慢了人民幣的升勢。2月26日，中國外匯交易中心公佈的人民幣兌美元匯率中間價報6.4713，環比持平，較年初貶值0.3%；當天在岸人民幣收報6.4782，環比貶值0.8%，較年初貶值0.2%；離岸人民幣收報6.4821，環比貶值0.6%，較年初貶值0.4%。

人民幣強勢受到近期美元反彈而減弱。美國新增非農業職位數據優於預期、美國國債孳息率上升，以及美國刺激經濟法案進展等因素，帶動美元指數在3月初突破92，創3個月高位，令離岸人民幣抵消今年以來的升幅。短期來看，美元強勢將繼續令人民幣受壓，但是，人民幣失守6.5關口後購匯盤湧現，因此預計短期大幅貶值的可能性不大。中長期來看，中國經濟持續反彈以及外資繼續增持人民幣資產，加上跨境資金雙向均衡流動措施，將有助人民幣匯率維持整體穩定，保持雙向波動。

離岸人民幣流動性方面，彭博數據顯示2月26日香港人民幣隔夜、1周及3個月拆息率分別為2.6872%、2.8350%和3.0270%。

二、離岸人民幣主要業務指標在上月假期因素過後回升

按金管局公佈資料，2021年1月末香港人民幣存款餘額達7,977億元，連續三個月突破7000億元，比去年底增長10.5%；人民幣貸款餘額為1,590億元，比去年底增長4.6%。根據人行資料，人民幣跨境貿易結算繼續增長，1月結算總額達5,813億元，比去年底增長8.5%。香港同業結算公司（HKICL）網頁顯示，2021年2月，人民幣RTGS清算額為25.4萬億元，較上月的歷史高位減少16.3%，比去年底增長0.9%。另據彭博統計，截至2021年2月末，離岸人民幣債券發行規模為285億元。

SWIFT報告顯示，2021年1月份人民幣為全球第五大支付貨幣。人民幣於全球支付市場的佔比為2.42%，排在美元(38.26%)、歐元(36.6%)、英鎊(6.8%)及日元(3.49%)之後。人民幣支付總額1月份按月增長21.3%，其他貨幣按月減少5.9%。

三、外資持有中國國債規模首超2萬億元，債券通保持強勁發展態勢

儘管中美利差因美國國債孳息率上升而收窄，中國債券仍較其他國家債券具吸引力，繼續吸引境外資金流入。2021年2月，境外機構在中國銀行間債券市場債券託管餘額高達3.5萬億元，同比大幅增長56.6%，單月淨流入達895億元，年初以來淨流入達3123億元。此外，境外投資者持有的中國國債總額達2.06萬億元，首次超過2萬億元，創历史新高。歐美國家債券繼續維持低利息、低回報，境外機構投資者預料將繼續增持中國債券以分散風險。

債券通2月份資料雖然包含春節假期，但交投依舊活躍，共計成交3731筆，交易量達3103億元，日均207億元。國債和政策性金融債交投最為活躍，分別佔月度交易量的43%和37%。債券通本月共新增24境外機構投資者入市，截至2月底，累計境外機構投資者數量達2428家，服務範圍擴展至全球34個國家和地區，全球100家頂級資產管理公司中已有76家完成債券通入市。為進一步提升境外投資者結算的便利程度，CMU將提交債券結算指令及通過香港即時支付結算系統（RTGS）存入資金指令的截止時間，由下午兩點延遲到三點，自2月18日起生效。

外管局葉海生撰文談外匯改革，資本項目開放有望迎來新進展

2月19日，國家外匯管理局資本項目管理司司長葉海生發表專文“深化改革 穩步推進高水準資本項目開放”，探討了在當前複雜國際形勢下資本項目外匯管理的總體思路及下一步措施。葉表示，新的一年，外管局將研究有序放寬個人資本項目下業務限制以及繼續推動金融市場開放。包括修訂境內個人參與境外上市公司股權激勵計劃的管理規定，取消年度購付匯額度限制；研究論證允許境內個人在年度5萬美元便利化額度內開展境外證券、保險等投資的可行性；配合中國人民銀行做好粵港澳大灣區“理財通”試點。完善常態化QDII額度發放機制；適時提高QDII總額度；適當放寬境外機構投資者只能基於套期保值原則開展境內金融期貨交易限制等。

中國人民銀行在香港成功發行250億元人民幣央行票據

2月19日，中國央行在香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100億元人民幣，1年期央行票據150億元，中標利率分別為2.70%和2.74%。此次發行受到境外投資者廣泛歡迎，投標總量約760億元人民幣，超過發行量的3倍。2020年，中國央行總共在港發行12期、1550億元人民幣央行票據。中銀香港於2021年1月27日啟動香港人民幣央票回購做市機制，進一步促進香港人民幣央票二級市場交易活躍度，擴大其適用範圍。

中美利差收窄難擋人民幣吸引力

高級經濟研究員 張謙

上期文章提到，人行跨境融資宏觀審慎調節及中美利差收窄，人民幣走強勢頭可能會暫緩。自1月中旬以來，人民幣兌美元匯率短線區間內波動(6.4-6.5)，美元指數也是如此(89.5-91.5)。中美10年期國債利差距進一步縮小10個基點至190點左右。在這篇快評中，我們簡要分析一下人民幣在利差收窄的情況下為何對外國投資者仍有一定吸引力。

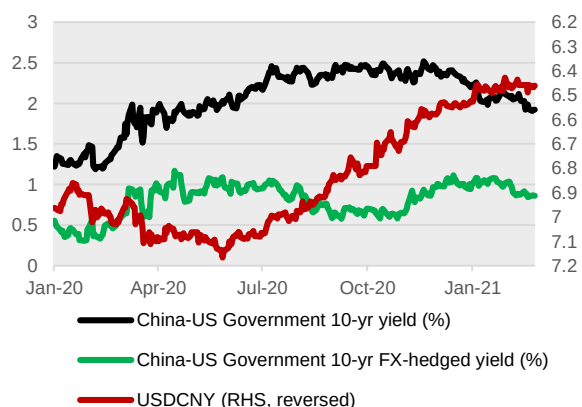
一、外匯對沖後的人民幣收益率仍居高不下

2020年人民幣匯率明顯分為兩個變動階段：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6.9573跌至年內最低點7.1745。第二階段，從5月底至12月底。全球疫情常態化發展，美元避險貨幣功能弱化，人民幣跟隨其他主要貨幣一路反彈。

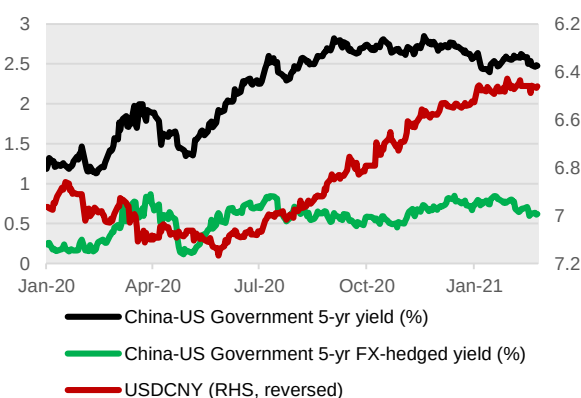
自2020年最後兩月創出新高以來，10年期和5年期中美國債名義利差分別縮小了約60和40個基點。然而，利用離岸貨幣互換產品進行風險對沖後兩者分別只縮小了約30和25個基點，至86和62點(見表1和2)。由於外匯掉期產品期限較短，美元投資者傾向於使用離岸貨幣互換產品對沖投資長期限人民幣債券的外匯風險敞口。人民幣債券的外匯風險對沖具體包括通過貨幣互換將固定的人民幣利率轉換為浮動的美元利率，再通過利率掉期將浮動的美元利率轉換為固定利率。

鑒於人民幣債券與離岸貨幣互換的票息支付頻率不匹配，匯率基礎風險仍然存在。CNH和CNY之間的價差也可能降低外匯風險對沖的有效性。然而，考慮到今年人民幣沒有明顯要大幅走強或走弱趨勢，離岸人民幣與在岸人民幣價差這一因素可不作重點考慮(見表3)。

表一：中美10年期國債利差



表二：中美5年期國債利差



数据来源：彭博，中国银行香港金融研究院

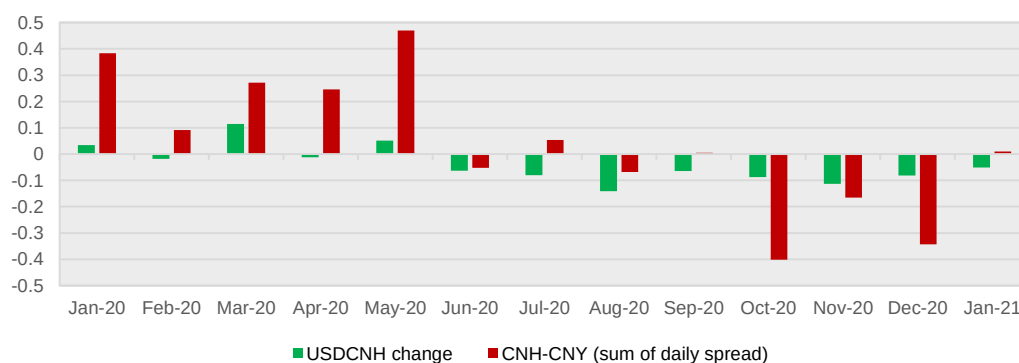
二、人民幣波動幅度、與美元關聯度有所降低

與其他SDR貨幣相比，人民幣除了擁有高於美元的外匯對沖收益外，波動幅度且與美元關聯性較低(見表4)。在2020年之前，人民幣波動幅度及與美元關聯性明顯低於其它SDR貨幣。2020年，人民幣波動率上升了13%，但仍只有SDR貨幣平均波動率的一半左右。此外，2020年人民幣與美元指數的關聯性低於0.5，而其它SDR貨幣與美元指數的關聯性高於0.6。

三、人民幣市場展望

人民幣短期走勢或趨平緩，人中國經濟基本面的利好與人行對匯率的宏觀審慎調節和貨幣政策正常化立場互相抵消。外部環境方面，美元指數可能會保持反彈，首次出現雙重赤字的消極影響被美國經濟的優異表現、更有力的財政政策支持、放緩的貨幣寬鬆步伐以及相對於歐元區更快的疫苗接種進度所抵消。在美聯儲或人行尚未大幅正常化貨幣政策，或拜登政府準備與中國就從更全面、系統、長期的角度降低貿易壁壘而進行談判之前，人民幣匯率可能不會出現大的上漲或下跌行情。

表三：CNH-CNY價差與匯率波動之間的關係



数据来源：彭博，中国银行香港金融研究院

表四：人民幣從回報、波動幅度和與美元相關性三個方面與其它SDR貨幣的比較

2016-2019	Return (annualized)	Volatility (annualized)	Correlation with DXY	2020	Return	Volatility	Correlation with DXY
DXY	-0.6%	6.0%	1.00	DXY	-6.7%	7.1%	1.00
EURUSD	0.8%	7.0%	-0.92	EURUSD	9.0%	7.8%	-0.93
GBPUSD	-2.6%	10.0%	-0.63	GBPUSD	3.1%	11.0%	-0.75
JPYUSD	2.7%	8.5%	-0.47	JPYUSD	5.1%	8.9%	-0.59
CNYUSD	-1.7%	3.9%	-0.38	CNYUSD	6.7%	4.4%	-0.47

三地簽署諒解備忘錄 “跨境理財通” 啓動可期

策略員 席帥

2月5日，中國人民銀行、銀保監會、證監會、外匯管理局與香港金管局、香港證監會、澳門金管局簽署關於在粵港澳大灣區開展“跨境理財通”業務試點的諒解備忘錄，“跨境理財通”試點業務邁出重要一步。諒解備忘錄明確了在各自職責範圍內，對粵港澳大灣區跨境理財通業務試點進行監管並相互配合，這是自2020年6月三地公佈在大灣區開展“跨境理財通”業務試點聯合公告以來的一大重要舉措。在當前疫情形勢依然不明朗的情況下，三地就具體內容達成共識，有效提振了市場信心，相信跨境理財通正式啓動不會太遠。

一、跨境理財通的前期籌備情況

2019年2月，《粵港澳大灣區發展規劃綱要》發佈，其中提出要“擴大香港與內地居民和機構進行跨境投資的空間，穩步擴大兩地居民投資對方金融產品的渠道”。

2019年11月，粵港澳大灣區建設領導小組公布在大灣區探索建立跨境理財通機制，“跨境理財通”這個提法正式出現，這項便利大灣區居民跨境投資理財的新政策開始備受關注。

2020年5月中國人民銀行等四部委聯合發布《關於金融支持粵港澳大灣區建設的意見》，其中進一步提出“支持粵港澳大灣區內地居民通過港澳銀行購買港澳銀行銷售的理財產品，

以及港澳居民通過粵港澳大灣區內地銀行購買內地銀行銷售的理財產品”。

2020年6月，中國人民銀行、香港金管局、澳門金管局發佈公告，決定在粵港澳大灣區開展“跨境理財通”業務試點。其中原則性的說明了“跨境理財通”的內涵，在資金管理上第一次有了明確的規劃——“北向通”和“南向通”業務資金都需要通過賬戶一一綁定實現閉環匯劃和封閉管理，使用範圍僅限於購買合資格的投資產品。資金匯劃使用人民幣跨境結算，資金兌換在離岸市場完成。對“北向通”和“南向通”跨境資金流動實行總額度和單個投資者額度管理，總額度通過宏觀審慎系數動態調節。

本次簽署諒解備忘錄主要在三地監管如何合作配合上予以進一步明確，這是“跨境理財通”落地的重要前提。隨著細節逐漸敲定，相信正式啓動指日可待。

二、諒解備忘錄的主要內容

諒解備忘錄總共包括七個章節，第一章總則和第七章生效，原則性規定了三地就“跨境理財通”進行監管合作應在各自權責和機制範圍內，盡可能為對方提供最充分的監管協助，待“跨境理財通”正式開始試點后即生效。

關於資金的進出一直以來是“跨境理財通”一個核心關注點。諒解備忘錄再次強調了三地就賬戶管理的共識，確保專款專用，資金都是以人民幣原路跨境匯回，實現閉環管理。確保資金及理財產品不得用於質押、擔保等其他用途，並滿足試點業務總額度和單個投資者額度管理要求。

第三章是監管信息交流，包括定期分享數據、信息收集和通報機制等。第四章是執法合作，金融領域的執法合作是提升違法違規成本的一道重要防線，尤其是涉及跨境資金流動中，備忘錄明確了執法合作中重要的信息請求和通報機制。第五章是投資者保護，包括投資者投訴處理、投資者保護和投資者教育的具體內容。第六章是聯絡協商機制，包括定期舉行聯絡會議，明確了在監管細則和政策事宜變更或修訂應事先徵求其他方意見。

三、監管機構重點關注內容

從諒解備忘錄和前期政策來看，三地監管機構在“跨境理財通”的落實上重點考慮如下幾個方面：

一是充分尊重三地現行監管制度和做法。諒解備忘錄強調了一個總的原則是要在“現行的監管和執法機制下”，“跨境理財通”是一項創新，但創新的前提是尊重，在尊重現有規則之上從中尋求適用三地的共通點和操作空間。按照“業務發生地管理”的管轄

原則，這為跨境理財通下如何適用和遵循三地關於理財產品和銷售監管的相關法律法規有了清晰的依據，有效避免由於監管制度的差異導致規則真空狀態發生。

二是確保風險可控，資金要在閉環內管理。循序漸進地推動是互聯互通機制開通以來一直遵循的一條原則。從股票通和債券通的經驗來看，審慎推進對於產品的運行是有好處的。在跨境理財通下，監管機構明確了“投資者在兩地銀行分別開設匯款和投資戶口、實施一對一綁定；人民幣跨境資金實施閉環匯劃和額度管理”，資金閉環管理好了，風險就能夠控制在有限範圍內。同時諒解備忘錄也規定了三地就資金和理財產品禁止用於質押、擔保等方面的業務管理，在起步階段求穩，行穩致遠的態度很明確。

三是重視保障投資者的合法權益。從諒解備忘錄的整個篇幅來看，從前端的投資者教育、到投資產品範圍首先涵蓋風險較低、相對簡單的投資產品、再到投資者保障以及執法合作，監管機構無疑把保障投資者權益放到了非常重要的位置。本身三地監管制度存在差異，而且“跨境投資者”是首次面向零售投資者來直接跨境開設和操作投資賬戶，建立健全監管合作安排、聯絡協商機制等必要措施，是給投資者在享受更大自由去做資產管理的同時，也享有合法利益得以充分保障的權利。

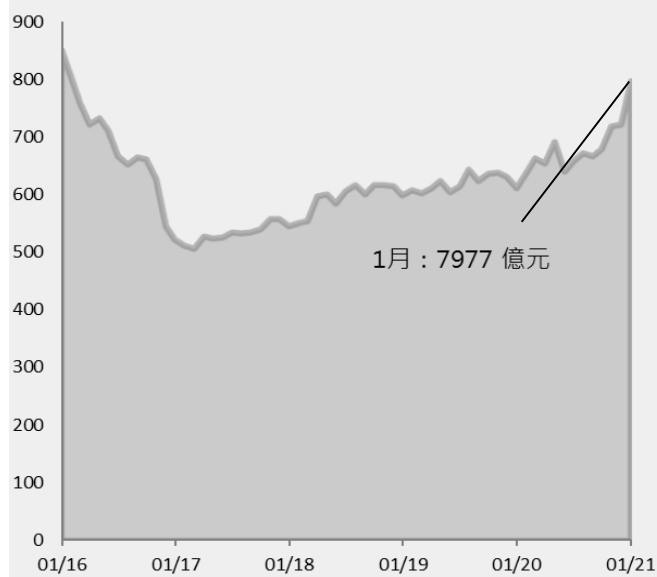
四、跨境理財通啟動可期

跨境理財通是深化粵港澳大灣區合作的又一里程碑，“一舉”通三地，為粵港澳居民跨境理財提供了便捷的新渠道。跨境理財通亦進一步豐富了兩地金融市場互聯互通內涵，是繼股票、債券市場聯通之後又一道互通橋梁，有助於深化港澳與內地金融合作。對於香港而言，理財通不僅可以為香港帶來更多的內地客源和業務，還將擴大香港財富管理的腹地，可以輻射整個大灣區，這將為國際金融機構提供更多誘因在香港投放資源，進一步鞏固香港國際金融中心和離岸人民幣業務中心的地位。

自2020年6月三地聯合發佈“跨境理財通”公告后，市場對於何時能夠試點正式啟動一直抱有期待。但由於去年全球疫情肆虐，跨境人員流動不便，給跨境親身開戶帶來難度，一定程度也使得市場機構產生顧慮，是否能夠按照原先計劃順利推出。諒解備忘錄的簽署，向市場傳遞了積極信號，監管機構共同研究理財通落實方案的進度並沒有受影響。諒解備忘錄明確了各方權責和操作責任等，也便於後續更深入洽談實施細節，為跨境理財通啟動奠定了穩固基礎。我們相信，跨境理財通落地可期。

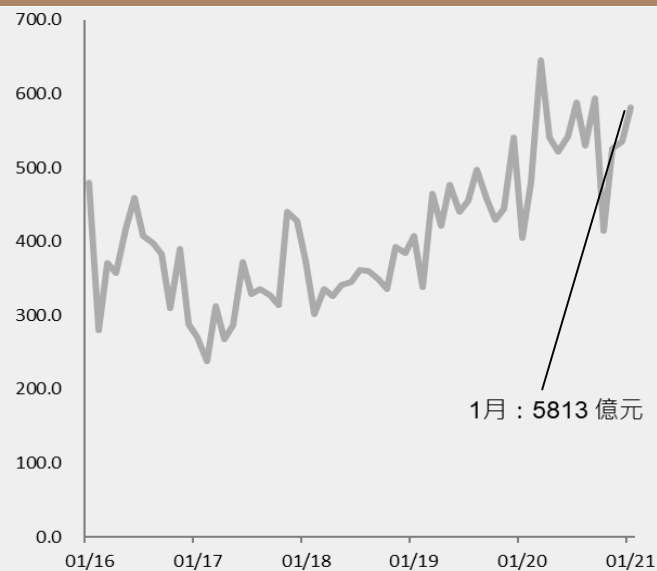
主要指標

香港人民幣存款 (十億元)



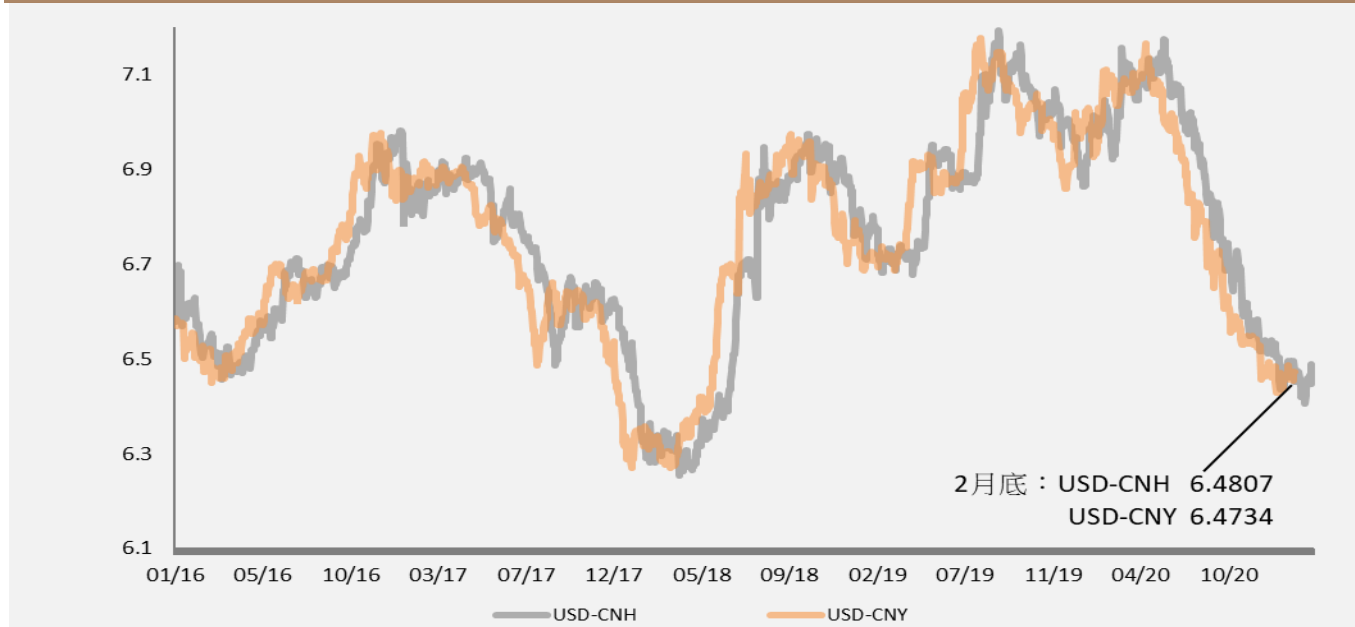
資料來源：香港金管局

香港人民幣跨境貿易結算 (十億元)



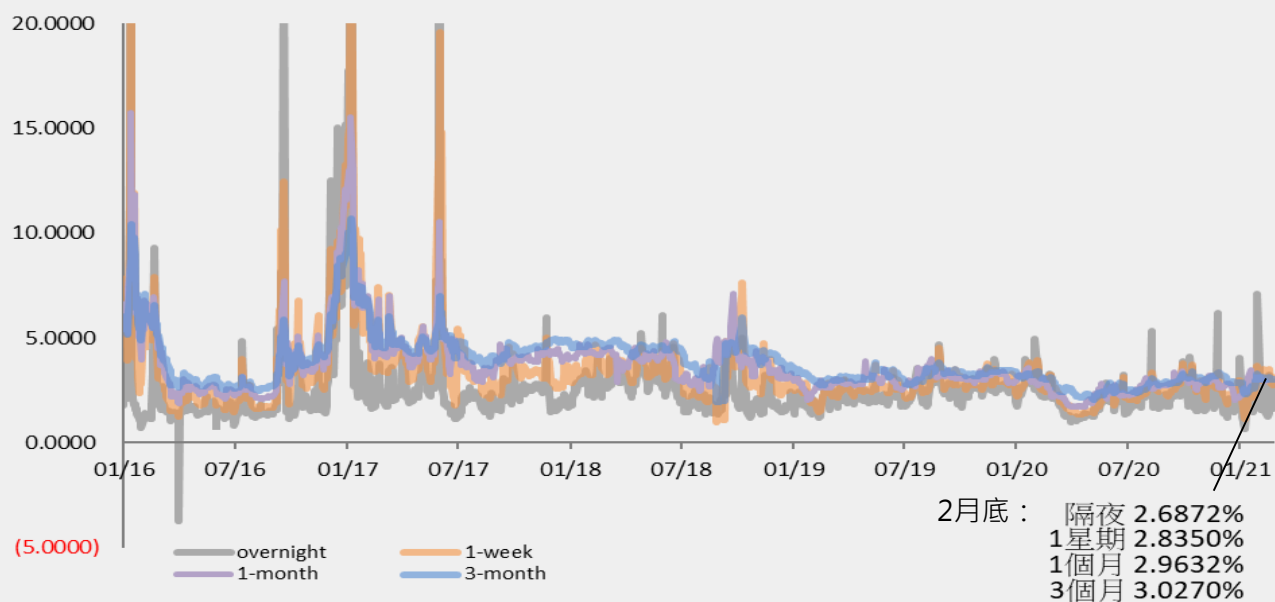
資料來源：香港金管局

離岸人民幣(CNH)及在岸人民幣(CNY)兌美元匯率



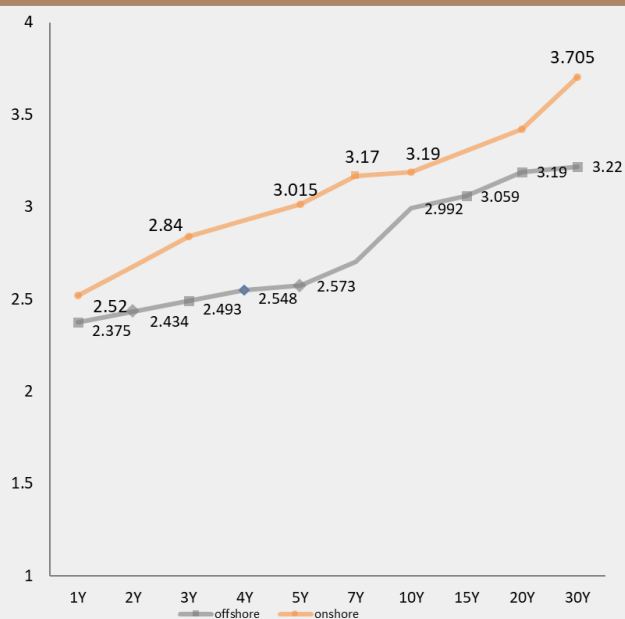
資料來源：彭博

離岸人民幣拆息定價 (%)



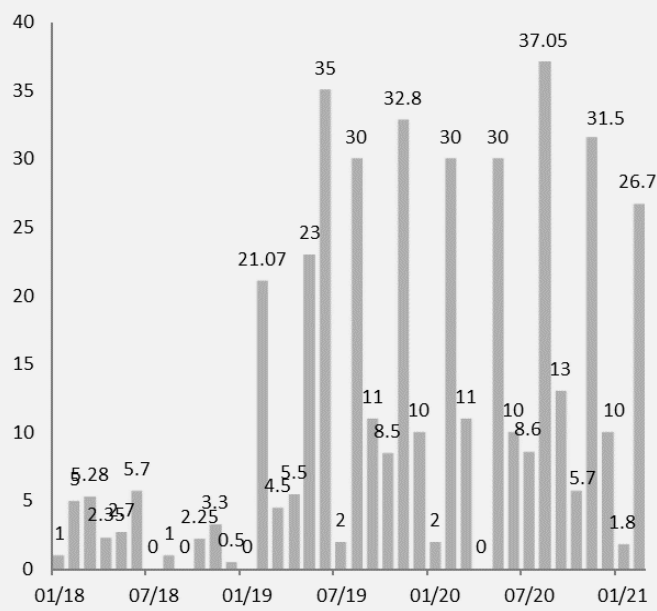
資料來源：彭博

離岸及在岸人民幣國債收益率曲線 (%，2021年2月26日)



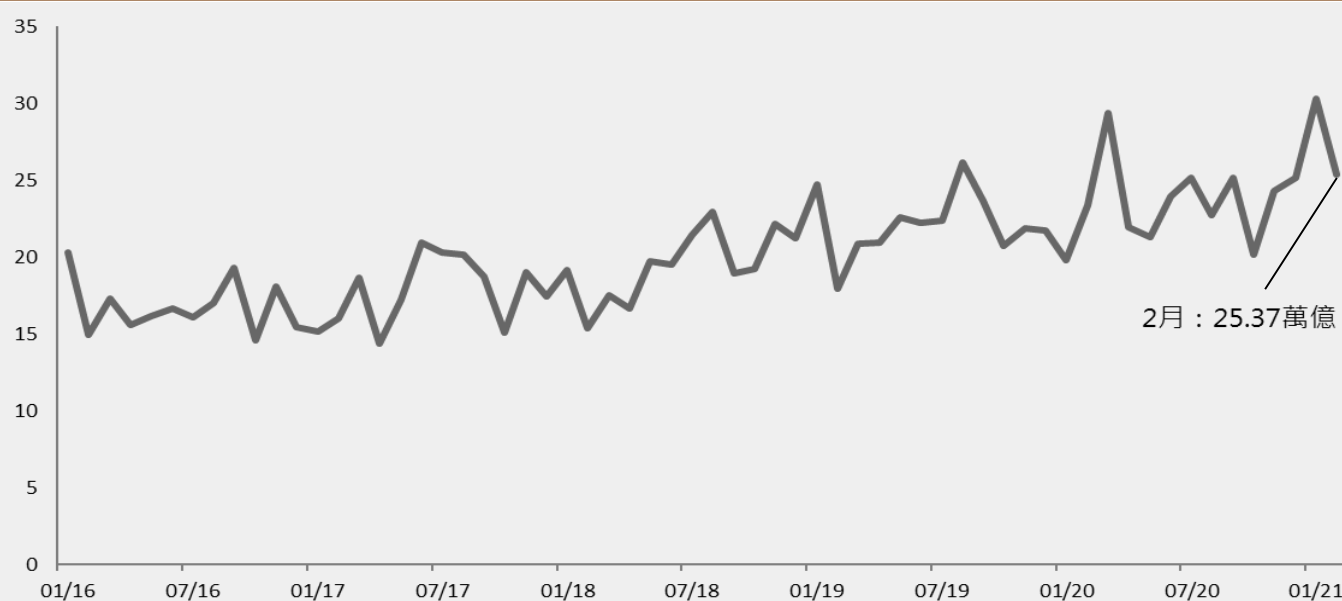
資料來源：彭博

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			2021年2月		
#1	USD	42.22%	#1	USD	38.43%
#2	EUR	31.69%	#2	EUR	37.13%
#3	GBP	6.96%	#3	GBP	6.57%
#4	JPY	3.46%	#4	JPY	3.18%
#5	CAD	1.98%	#5	CNY	2.20%
#6	CNY	1.94%	#6	CAD	1.79%
#7	AUD	1.55%	#7	HKD	1.51%
#8	HKD	1.46%	#8	AUD	1.45%

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。