



中國銀行(香港)

BANK OF CHINA (HONG KONG)

離岸人民幣快報

2021年4月號

總第86期

RMB

人民幣

人民幣

RMB

¥

¥

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

離岸人民幣市場表現穩健

3月離岸人民幣匯率雙向區間波動；離岸人民幣主要業務指標受假期因素影響輕微下跌；債券市場方面，富時羅素10月起將中國國債納入旗下指數，為期36個月，完成納入之後權重為5.25%。指數的納入將進一步促進外資流入中國債市，支持人民幣匯率；債券通交投維持活躍，日均交易量達248億元；人行在港發50億元央票，獲得境外機構投資者及國際金融組織踴躍參與認購；人民幣全球外儲佔比再創新高，連續第8個季度增長。

一、3月離岸人民幣匯率雙向區間波動

3月離岸人民幣在6.5附近雙向區間波動。歐洲疫情出現第三波傳染，市場避險情緒升溫，3月初美元指數短線拉升，導致離岸人民幣跌破6.5關口，創今年來新低，其後離岸人民幣匯率曾經連續回升數個交易日至6.47。3月下旬，美國初次申請失業救濟金人數下降至一年低位，消費者信心指數升至一年高位，加上新刺激計劃提振美國經濟復蘇預期，帶動美元指數升至92.9，創超過4個月高位，同時令離岸人民幣匯率再度回軟至6.55。3月31日，中國外匯交易中心公佈的人民幣兌美元匯率中間價報6.5713，環比貶值1.5%，較年初貶值1.9%；當天在岸人民幣收報6.5539，環比貶值1.2%，較年初貶值1.4%；離岸人民幣收報6.5681，環比貶值1.3%，較年初貶值1.7%。

在國內先行復蘇，美國後發復蘇趕上的背景下，後續若美債收益率繼續上行，美元反彈持續，或減弱人民幣近期強勢。值得注意的是，中國經濟復蘇速度較其他國家快，儘管今年以來離岸人民幣兌美元下跌了約1.7%，離岸人民幣兌大多數其他國家貨幣仍保持強勢，其中兌日元和瑞士法郎升值4%以

上。中期來看，世界經濟慢慢復甦，提高外部與中國貿易中產生的人民幣結匯需求，加上富時全球政府債券指數將在10月納入中國國債，料能吸引更多國際資金流入，對人民幣匯率建構支撐，繼續維持雙向波動的走勢，波動區間範圍可能擴大。

離岸人民幣流動性方面，彭博數據顯示3月31日香港人民幣隔夜、1周及3個月拆息率分別為4.1503%、3.0011%和3.1757%。

二、離岸人民幣主要業務指標受假期因素影響輕微下跌

離岸人民幣主要業務指標受假期因素影響輕微下跌。按金管局公佈資料，2021年2月末香港人民幣存款餘額達7,610億元，連續四個月突破7000億元，比年初減少4.6%；人民幣貸款餘額為1,589億元，比年初持平。根據人民銀行資料，2月人民幣跨境貿易結算總額達4,411億元，比年初減少24.1%。香港銀行同業結算有限公司（HKICL）網頁顯示，2021年3月，人民幣RTGS清算額為35.5萬億元，較上月增長40%，比年初增長17.1%。另據彭博統計，截至2021年3月末，離岸人民幣債券發行規模為357.5億元。

SWIFT報告顯示，2021年2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2.2%，排在美元(38.43%)、歐元(37.13%)、英鎊(6.57%)及日元(3.18%)之後。受春節假期因素影響，人民幣支付總額2月份按月減少13%，其他貨幣按月減少4.2%。

三、富時羅素10月起將中國國債納入旗下指數，債券通交投活躍

3月美債利率上升，部分海外投資者轉投美債，導致外資增持中國國債速度稍微減慢。中債登數據顯示，3月底境外機構持有約2.04萬億元人民幣中國國債，月內減持了約165.1億元。中美利差或繼續收窄，未來幾個月外資流入可能有波動。3月29日，富時羅素公司確認將於2021年10月把中國國債納入其全球政府債券指數(WGBI)，按逐步納入的方式實施，為期36個月，完成納入之後，權重為5.25%。WGBI指數涵蓋了超過20個國家的債券，日本在亞洲地區國家中佔比最高，超過17%，英國國債佔比為5.48%。指數的納入將進一步促進外資流入中國債市，支持人民幣匯率。

債券通3月份交投維持活躍，共計成交6723筆，交易量達5703億元，日均248億元。國債和政策性金融債交投最為活躍，分別佔月度交易量的42%和38%。債券通本月共新增27境外機構投資者入市，截至3月底，累計境外機構投資者數量達2450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。

四、人民幣全球外儲佔比再創新高

國際貨幣基金組織(IMF)3月31日發佈的官方外匯儲備貨幣構成(COFER)資料顯示，2020年四季度，人民幣全球外匯儲備佔比升至2.25%，再創新高。人民幣全球儲備規模同步上揚，升至2675.2億美元，為連續第8個季度增長。

當前，美元仍為全球最大的儲備貨幣。2020年四季度，美元在全球外匯儲備中佔比降至59.02%，為連續第3個季度下降，在一定程度上反映了美元貶值的影響。不過，人民幣全球儲備佔比繼續攀升尚存不確定性。2021年一季度美債利率高企，美元指數階段性回升對人民幣匯率強勢構成回調壓力，美元外匯儲備佔比可能止跌回升，人民幣官方外匯儲備佔比可能出現下降。

跨國公司本外幣一體化資金池首批試點落地

3月12日，中國人民銀行、國家外匯管理局決定在深圳、北京開展跨國公司本外幣一體化資金池業務首批試點，進一步便利跨國公司企業集團跨境資金統籌使用。政策主要內容包括：實行雙向宏觀審慎管理，適度調整外債和境外放款額度，提升跨境投融資的自主性和資金利用效率；進一步便利資金劃轉和使用，主辦企業國內資金主（子）賬戶結匯資金可直接進入人民幣國內資金主（子）賬戶，國內資金主賬戶資金可直接下撥至成員企業自有賬戶辦理相關業務；實現一定額度內意願購匯；強化事中事後監管。

ISDA與中債登推動人民幣債券成為合格擔保品

3月25日，國際掉期與衍生工具協會（ISDA）與中央結算公司公佈《使用人民幣債券充抵場外衍生品交易保證金》白皮書，從法律、監管、市場等多個層面展開論證，全面探討了使用人民幣債券充抵國際場外衍生品交易保證金的可行性，共同推動人民幣債券成為合格擔保品。

人行在香港成功發行50億元央票

3月25日，人民銀行在香港成功發行總額50億元6個月央行票據，中標利率為2.6厘，較上次同期限品種(2.7厘)降低10個基點。此次發行投標總量約250億元，達到發行量的5倍。2021年以來，人行總計在香港發行過三期央行票據，總計300億元。

國家發改委、商務部發佈支援海南自貿港建設放寬市場准入特別措施

4月8日，國家發展改革委、商務部召開專題新聞發佈會，公開發佈《關於支持海南自由貿易港建設放寬市場准入若干特別措施的意見》，提出五大領域22條具體措施，促進生產要素自由便利流動，加快培育國際比較優勢產業，高品質高標準建設自由貿易港。為支持海南自由貿易港建設，特別提出一批放寬市場准入的特別措施，在國內其他地區有條件准入的，在海南可以無條件准入；在國內其他地區禁止准入的，在海南可以有條件甚至無條件准入。

銀行間市場推出CDS指數

4月8日，外匯交易中心和上海清算所聯合發佈通知，於即日起推出CDS指數交易、清算業務，同時聯合發佈《全國銀行間同業拆借中心 銀行間市場清算所股份有限公司銀行間市場信用違約互換指數交易清算指引（試行）》。推出CDS指數的重要意義在於，可以幫助CDS賣方機構分散風險，從而增加市場CDS供給。





從貨幣國際化獨特實踐看國際國內雙循環格局下人民幣國際化的發展路徑

中銀香港首席經濟學家 鄂志寰
經濟研究員 丁孟

在後疫情時代，全球經濟整體下行，但經濟板塊重心繼續轉向新興市場；防疫措施衝擊國際貿易和投資，但產業鏈加速重啟；宏觀政策超級寬鬆、遊資氾濫積聚金融風險，但資本逐利本性主導全球佈局；宏觀視角下貿易保護長期持續，但全球化不會走向歷史的終結。面對全球經濟金融新格局的深刻變化，十四五規劃提出形成以國內大循環為主、國際國內雙循環相互促進的新格局，在金融市場開放新的歷史條件下，探索人民幣國際化的新發展路徑具有重要理論和現實意義。

一、國際貨幣發展簡要歷程與人民幣國際化獨特實踐的路徑總結

回顧歷史，英鎊和美元的國際化過程主要伴隨著本國經濟政治的力量成長，通過市場自發形成。日元國際化的特徵是由對外貿易和政策驅動，以區域貨幣合作推動國際化發展進程。

人民幣國際化走出來一條不同於美元、歐元和日元的獨特發展路徑。更多地體現為信用貨幣的國際化，人民幣國際化是政策驅動和市場牽引的結果。後疫情時代中國經濟和貿易投資將保持持續增加，將繼續推動人民幣提升國際使用程度。

鄂志寰（2015）提出決定人民幣國際化前景的三大因素包括實體經濟規模和對外貿易、

投資聯繫的廣泛程度；金融市場體系的深度和廣度，可以為該貨幣的國際使用提供高效、低成本的交易場所和充裕的流動性來源；國際市場對該貨幣資產的信心。

二、人民幣國際化是政策驅動和市場牽引的結果

以2009年人民幣貿易結算試點為標誌，相關部門陸續放鬆對人民幣業務的政策約束，出臺系列措施推動離岸債券市場發展，催生內生性的業務需求，基本形成離岸人民幣產品和服務體系。2016年，人民幣加入SDR，奏響從貿易媒介、投資工具到儲備貨幣的國際化三部曲，啟動了國際儲備貨幣多元化進程。其後，人民幣國際化政策逐漸讓位於市場發展，匯率及資本流動等因素對人民幣國際化的影響逐漸加大，人民幣國際化呈現市場主導的特點。

貨物貿易項下的人民幣跨境使用是人民幣國際化基礎。根據SWIFT統計，2014年11月，人民幣在國際支付貨幣中的佔比一度達2.45%的歷史高點，排名超過日元，2016年12月底，全球人民幣支付佔比從2015年12月的2.31%降至1.67%，2021年2月，該佔比為2.2%。目前，貿易領域的人民幣跨境使用政策完全放開，市場則根據人民幣匯率變化以及資本流動的情況進行調整。跨境貿易仍然是持續推動人民幣國際化發展的實質性基礎。

2017年3月，國際貨幣基金組織（IMF）發佈了官方外匯儲備貨幣構成（COFER）報告，首次單獨列出人民幣外匯儲備的持有情況，當年第三季度，人民幣外匯儲備規模為1079.4億美元，占整體已分配外匯儲備的1.12%。2020年三季度人民幣外匯儲備佔比上升至2.13%。

三、離岸市場是人民幣國際化的早期推動者和全週期參與者

從貨幣國際化理論層面來說，離岸市場對於推動貨幣國際化具有得天獨厚的重要性，美元的國際化很大程度上受益於倫敦離岸美元市場的深度和廣度支持，在歐元推出後，倫敦的歐元離岸市場也迅速發展，為歐元國際化提供了新動力。相反，日元則在離岸市場支持方面有所欠缺，制約了其國際化發展能力。

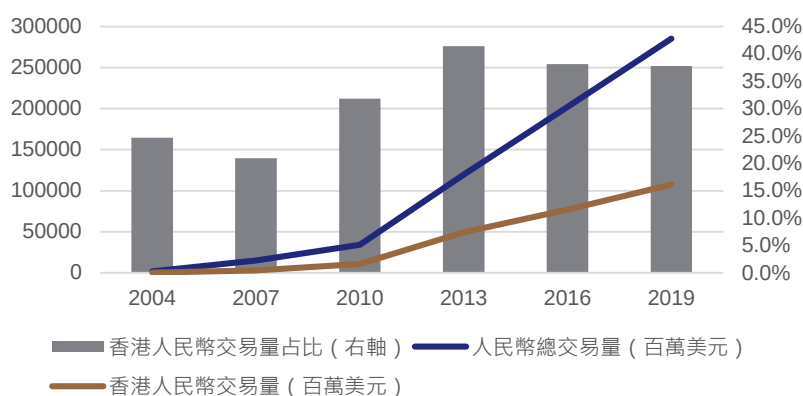
對於外匯交易而言，離岸金融中心扮演了重要角色。根據國際清算銀行2019年發佈的三年一度的外匯調查報告和英格蘭央行發佈的半年度外匯市場報告，倫敦仍是全球最大的外匯交易中心，也是最重要的美元和其

他貨幣對的外匯交易市場。截止2019年4月，倫敦的外匯交易量佔總全球外匯交易總量的43%，比美國紐約16.5%的佔比高出近3倍。

離岸市場是人民幣國際化的早期推動者和全週期參與者，通過貿易和投資跨境交易積累了先發優勢和規模優勢。香港擁有離岸首家人民幣清算體系，人民幣資金池規模全球領先，人民幣交易市場加速成長，人民幣產品體系日趨多元化。根據國際清算銀行（BIS）統計，2019年香港人民幣外匯交易平均每日成交1,076億美元，較三年前的調查增長了39.6%，佔全球人民幣外匯交易金額的37.8%，超過倫敦的567億美元及新加坡的415億美元。

資本帳戶的全面可兌換和培育外國投資者可以自由參與國內金融市場對於人民幣國際化的發展仍然至關重要。但是金融風險防控同樣不能在人民幣國際化過程中被忽視，因此，考慮在香港離岸市場上金融風險相對可以與內地市場隔絕的背景下，進一步推動人民幣國際化在資本賬戶下的條件的滿足就是合理的政策選擇。

圖1：全球和香港人民幣交易量



数据来源：BIS，中国银行香港金融研究院

資本帳戶的全面可兌換和培育外國投資者可以自由參與國內金融市場對於人民幣國際化的發展仍然至關重要。但是金融風險防控同樣不能在人民幣國際化過程中被忽視，因此，考慮在香港離岸市場上金融風險相對可以與內地市場隔絕的背景下，進一步推動人民幣國際化在資本帳戶下的條件的滿足就是合理的政策選擇。

四、人民幣國際化與人民幣匯率市場化相輔相成相互促進

人民幣匯率與國際化的關係有兩個層面，一是人民幣匯率彈性對人民幣國際化的相關關係，二是離岸人民幣市場與在岸市場匯率差異對人民幣國際化的影響。

隨著人民幣國際化程度的提升，人民幣匯率彈性逐漸加大，對一籃子貨幣保持基本穩定，對美元匯率則呈現雙向預期、雙向波動，人民幣匯率決定的市場化程度進一步提升。在疫情引發全球金融動盪過程中，人民幣匯率較其他貨幣表現更為穩健，在短暫下跌後進入反彈期，外匯市場逐漸擺脫人民幣匯率保或者破某一個價位的心理障礙，在保

持匯率彈性的同時提升了波動的韌性。

在匯率定價領域，人民幣作為一種區域國際性貨幣，在東盟國家匯率定價參考籃子中的作用正在提升，匯率是市場交易的結果，最能反映市場供求，匯率定價參考錨作用的發揮是人民幣在支付、儲備和投資等多個領域在區域內發揮國際化貨幣作用的綜合反映。

採用類似Jeffrey A. Frankel & Shang-Jin Wei (1994)探討日元匯率變動對東盟國家匯率變動解釋度的方法，使用2010年1月至2020年6月的匯率月度均值資料，檢驗人民幣作為東盟國家貨幣盯住的籃子成員的假設，結果發現：人民幣實際匯率變動對汶萊元、印尼盾、老撾基普、馬來西亞林吉特、新加坡元、泰銖、菲律賓比索七種東盟國家貨幣實際匯率變動的解釋都有統計上的顯著性。隨著RCEP進一步加深區域內的經濟融合程度，中國與東盟國家在貿易上的競爭與合作將繼續增多，預計東盟國家貨幣將人民幣納入其匯率變動的參考籃子的現象可能會更加明顯，人民幣國際化在東盟地區更容易實現突破性進展。

表1：東盟國家貨幣實際匯率變動對人民幣和美元實際匯率變動回歸分析結果匯總

	常數項	人民幣	美元	R-squared
汶萊元	0.0008	0.3924	-0.0643	0.155
印尼盾	-0.0031	0.4312	0.3459	0.105
老撾基普	-0.0005	0.1089	0.8716	0.835
馬來西亞林吉特	-0.0011	0.7561	-0.2969	0.143
新加坡元	0.0008	0.3983	-0.0606	0.161
泰銖	0.0008	0.4278	0.239	0.189
菲律賓比索	-0.0002	0.1964	0.5395	0.267
越南盾	-0.0021	0.0379	1.0213	0.669
柬埔寨瑞爾	0.0001	0.0767	0.9705	0.734
緬甸元	-0.0114	0.2851	0.2257	0.002

注：紅色的回歸係數其統計顯著性大於90%
資料來源：CEIC、中國銀行香港金融研究院

五、從應對國際貨幣競爭及雙循環高度勾畫人民幣國際化路線圖

未來一段時間，新冠疫情演變將推動全球經濟金融發展進入後疫情時代，主要經濟體經濟增長無法擺脫宏觀政策依賴，國際貿易和投資環境無法恢復常態，中國經濟運行的外部環境日趨嚴峻，在錯綜複雜的國際大變局中開拓人民幣國際化新局，並為中國經濟對外循環提供更多動能。為此，我們應認真分析，探索人民幣國際化新的發展方向。

1、穩步擴大人民幣國際使用範疇，拓展中國經濟對外循環的空間

從雙循環的角度看，貨幣是一國經濟對外及對內循環相互交織的關鍵環節。一方面，貨幣通過利率決定及調整機制，有效配置資本，實現價格發現，為實體經濟內部循環提供資金支持。另一方面，通過匯率的動態調整，在一定程度上過濾外部衝擊，為內部經濟循環提供相對穩定的運行環境，並通過商品和資本管道連接對內循環和對外循環。更為重要的是，如果該貨幣能夠獲得國際貨幣定位和屬性，有助於拓展該國對外循環的輻射空間，加強全球金融治理的能力建設。對中國而言，格外需要人民幣提升國際使用程度，保持人民幣在全球貨幣體系中的穩定地位可以成為中國參與國際規則制定、提升全球話語權及影響力的重要抓手，在全球金融治理中發揮積極的作用，拓展中國經濟對外循環的空間。

2、完善人民幣的國際貨幣屬性，提升中國金融資產的國際認受度

近年來，境外央行持有人民幣外匯儲備的意願逐漸增強。目前，全球有超過60家中央銀行和貨幣管理當局把人民幣納入外匯儲備，推動了人民幣國際儲備貨幣地位的提升。

提升人民幣國際貨幣屬性是人民幣國際化長遠發展的重要內涵。近年來，境外機構紛紛增持人民幣資產，跨境人民幣結算、海外人民幣清算、離岸人民幣存貸款、人民幣國際債發行等主要人民幣業務指標全面保持增長。中國抓住時機提出擴大人民幣在石油定價及交易中的使用，提升其對大宗商品交易定價的影響力，以“石油人民幣”將能源等相關產業和金融行業有機融合，應對國際大宗商品市場價格大幅度波動的挑戰，提高自然資源的可獲得性和安全性。

3、逐步打造人民幣避險貨幣新功能，為國際儲備資產提供更多選擇

近年來，人民幣匯率彈性逐漸加大，人民幣對一籃子貨幣保持基本穩定，人民幣對美元匯率則出現雙向預期、雙向波動的新特徵，外匯市場逐漸擺脫對於人民幣匯率某個特定價位的執念，人民幣匯率決定的市場化程度進一步提升，全球市場對於人民幣資產的信心隨之不斷改善。

在全球金融市場下行階段，人民幣匯率較其他貨幣表現更為穩健，在短暫下跌後往往出現明顯反彈，表明人民幣在保持匯率彈性的同時，其匯率波動具有一定的韌性。因此，在後疫情時代，應逐步建立人民幣匯率的避險功能，為人民幣的國際使用提供更有力的支援。

4、推動重點區域本幣結算體系建設，深化與“一帶一路”沿線的經濟合作

在中美貿易摩擦的持續影響下，中國對外貿易結構進入重構期，東南亞作為“一帶一路”沿線的重點區域，也是中國企業積極實施“走出去”戰略的重要目標市場，迫切需要國際銀行提供人民幣和區域貨幣等多種形式的金融服務。人民幣國際化應從錦上添花轉向雪中送炭，在重點區域內滿足多種多樣的需求，發揮積極作用。此外，“一帶一路”打造全球互联互通物理基礎和人文環境，亦將提升沿線實際需求和經濟發展潛力。

5、加強人民幣國際化基礎設施建設，打通人民幣國際化的關鍵一公里

後疫情時代，應該繼續優化CIPS的配套設施建設，完善CIPS系統有效運作，提升跨境資金匯劃效率，為人民幣外匯交易和石油等大宗商品期貨交易提供配套的流動性安排機制。鼓勵更多海外國家地區建立本國、本地的人民幣支付清算系統，並建立與CIPS之間的系統連接。促進境外投資者更廣泛地參與人民幣投融資和金融產品交易，便利外資流入，強化人民幣業務優勢，為人民幣國際化發展提供有力的支持。

6、繼續發揮離岸市場的先發優勢，擴大離岸市場輻射範圍，推動人民幣在一帶一路重點區域的使用

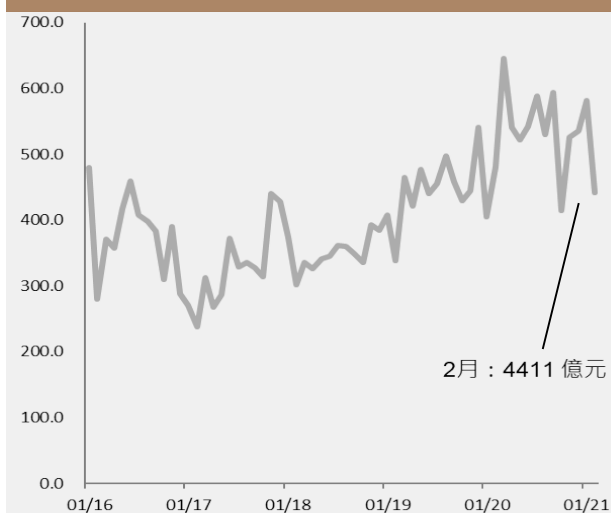
建議推動在岸市場與離岸市場進行更加廣泛的金融合作，發揮離岸市場金融基礎設施完善等綜合優勢，吸納更多的國際資本，

向國際投資者提供基金、保險、MCB存款等，豐富離岸人民幣產品譜系，把離岸人民幣市場做大做強。同時，依託在岸市場，積極配合和支援在岸市場進一步提升國際參與度和開放水準。境外市場主體近年來對人民幣接受程度普遍提高，亦有越來越多跨國企業及機構使用人民幣，但從全球市場範圍觀察，美元、歐元仍然是最主要結算手段，尤其是東南亞等周邊國家更依賴美元結算，有必要加強對當地市場的培育，鼓勵在當地經營的清算行、中資銀行、中資企業及中資行業協會，開展多種形式人民幣推介活動，邀請當地央行及客戶參與，有條件時人行亦可站台或通過視頻參與，共同推動人民幣成為一帶一路的關鍵貨幣。

總之，人民幣國際化知易行難，任重道遠，應從推動國內國際“雙循環”的大局出發，以拓展人民幣在東盟和“一帶一路”國家與中國的經貿往來和投資中的應用為突破口，發揮香港離岸人民幣中心和全球金融中心的作用，豐富離岸人民幣產品，依託粵港澳大灣區加強香港與內地金融市場的互联互通，打造與中國經濟地位相稱的人民幣國際化地位。

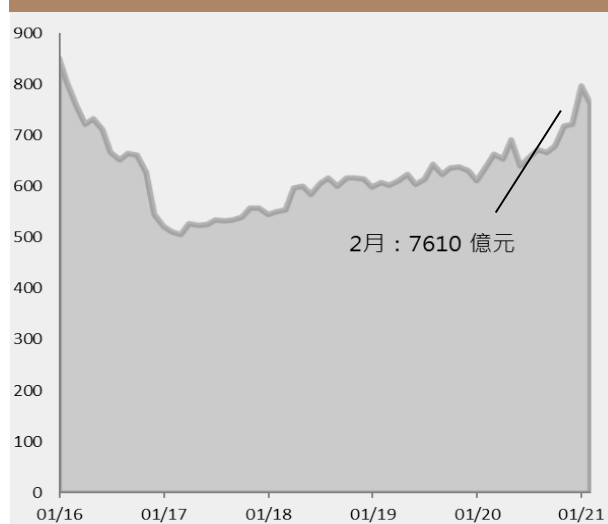
主要指標

香港人民幣存款 (十億元)



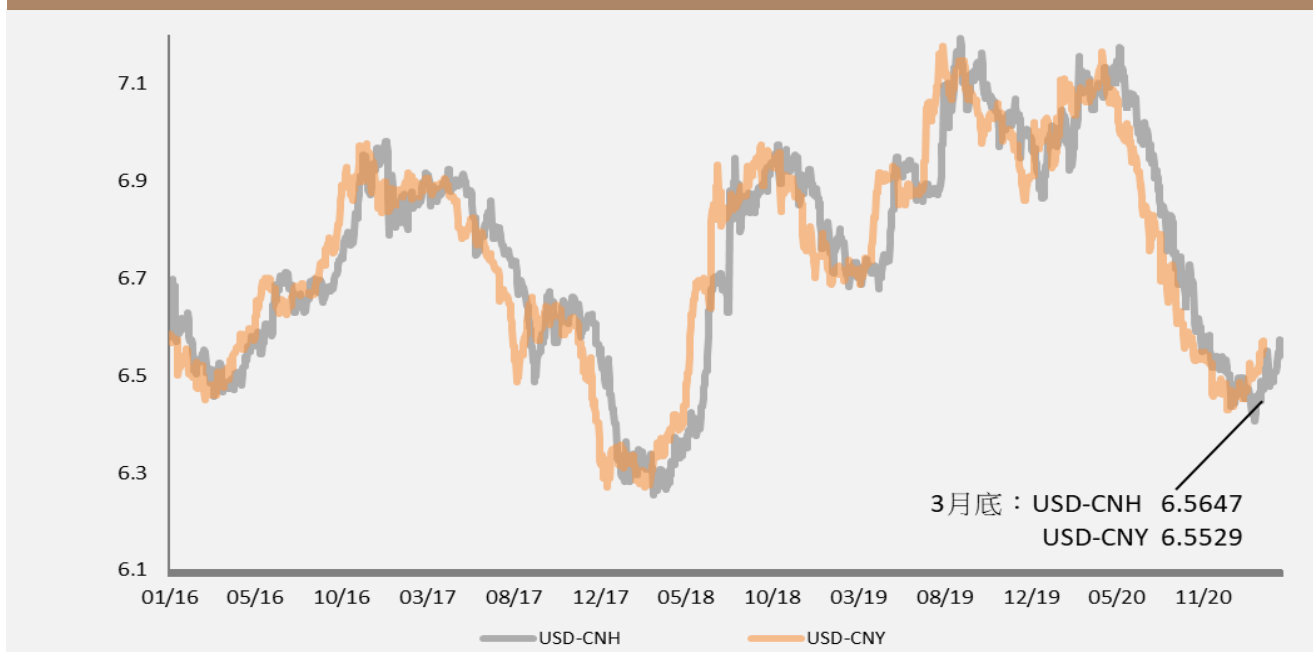
資料來源：香港金管局

香港人民幣跨境貿易結算 (十億元)



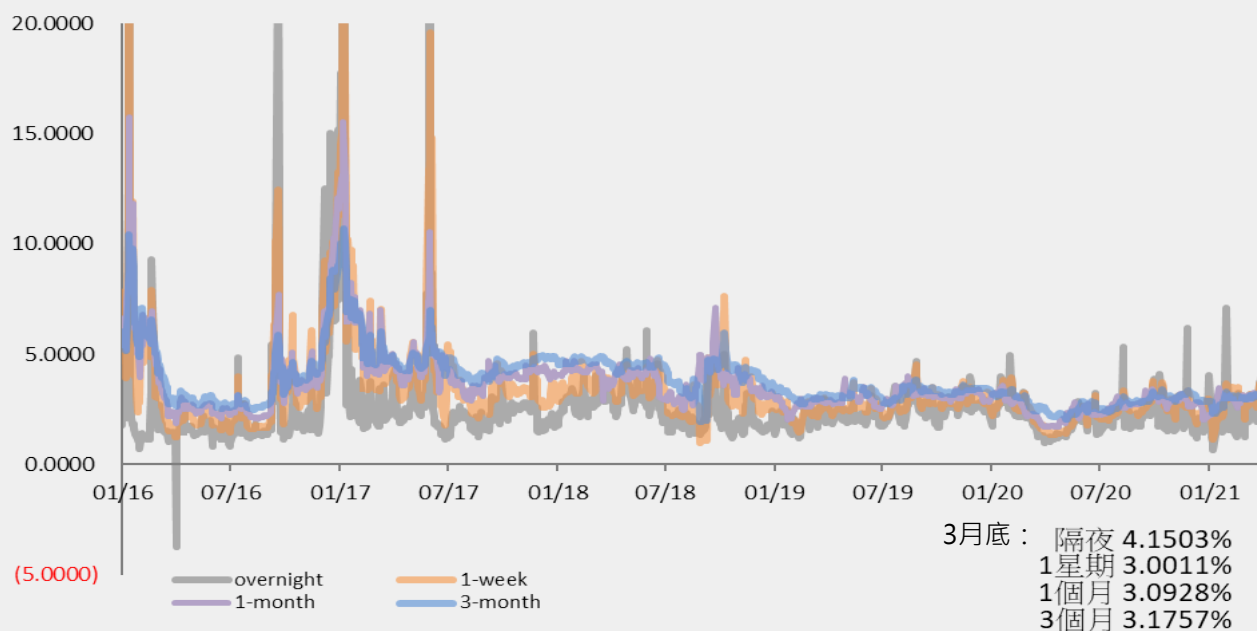
資料來源：香港金管局

離岸人民幣(CNH)及在岸人民幣(CNY)兌美元匯率



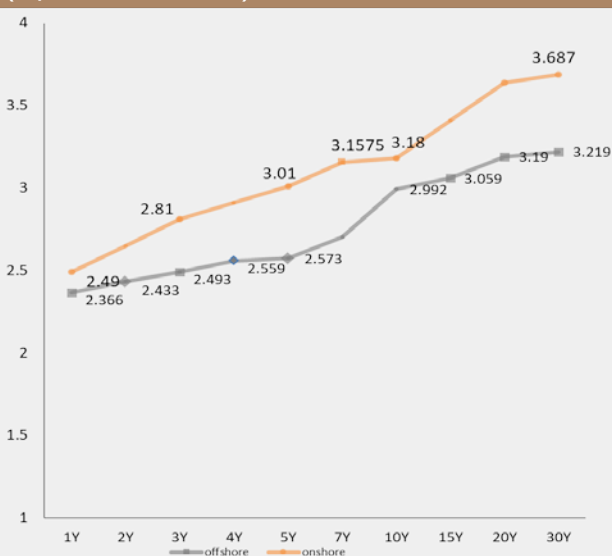
資料來源：彭博

離岸人民幣拆息定價 (%)



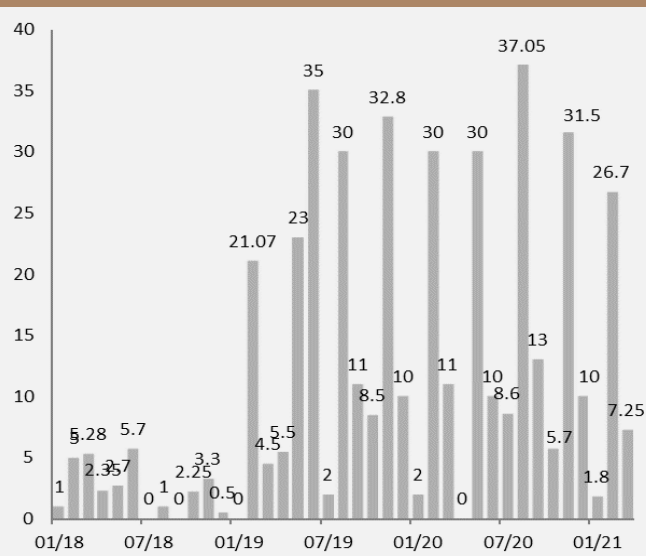
資料來源：彭博

離岸及在岸人民幣國債收益率曲線
(%, 2021年3月31日)



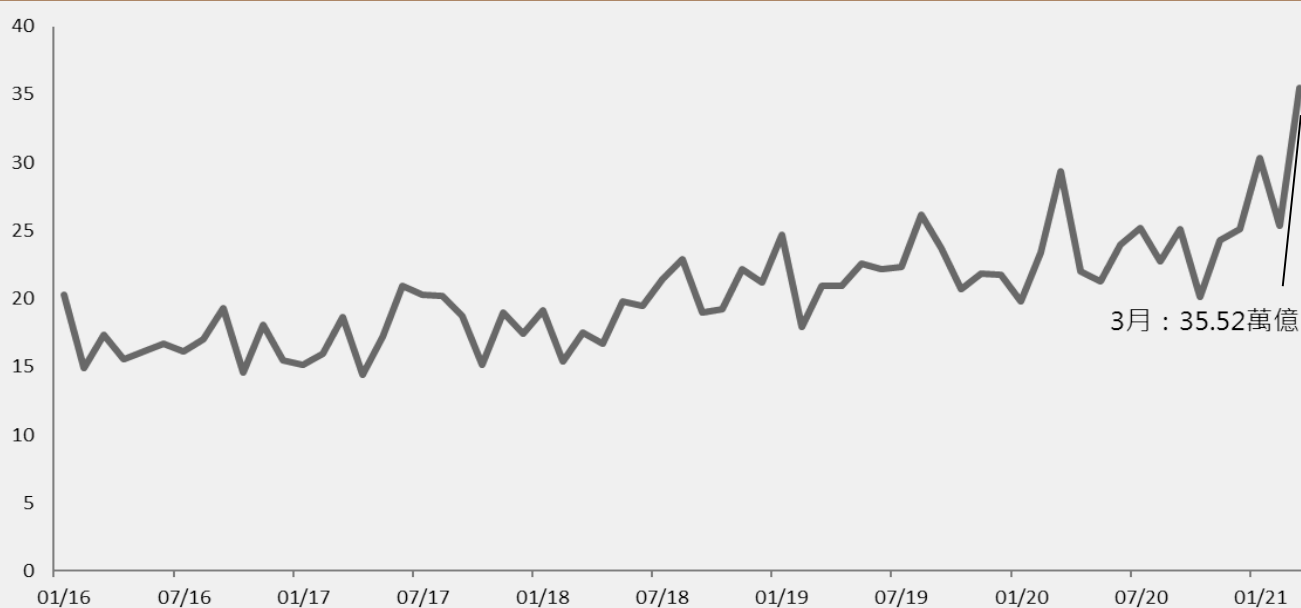
資料來源：彭博

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

#1	USD	42.22%
#2	EUR	31.69%
#3	GBP	6.96%
#4	JPY	3.46%
#5	CAD	1.98%
#6	CNY	1.94%
#7	AUD	1.55%
#8	HKD	1.46%

2021年2月

#1	USD	38.43%
#2	EUR	37.13%
#3	GBP	6.57%
#4	JPY	3.18%
#5	CNY	2.20%
#6	CAD	1.79%
#7	HKD	1.51%
#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。