



中國銀行(香港)

BANK OF CHINA (HONG KONG)

離岸人民幣快報

2022年1月號

總第94期

2022年1月
總第94期



目錄

第一部份

市場回顧

1

第二部份

政策追蹤

6

第三部份

專題研究

10

第四部份

市場趨勢與數據

17

編者：

張華琳

電話：+852 2826 6586

電郵：zhanghualin@bochk.com

曾綺珺

電話：+852 2826 6763

電郵：sharontsang@bochk.com

楊泳鋒

電話：+852 2826 6205

電郵：nathanyeung@bochk.com

2021年離岸人民幣市場回顧及展望

2021年境外疫情繼續肆虐，全球商務活動受到限制，令不同市場拓展離岸人民幣業務也受到不同程度的影響。2021年內，人民幣匯率寬幅雙向波動，保持基本穩定。香港離岸人民幣市場逆勢成長，各項業務指標總體趨勢向好。人民幣資金池穩步擴容，人民幣投融資業務反彈。互聯互通項目取得重大突破，債券南向通及理財通順利落地，香港作為全球離岸人民幣業務樞紐地位進一步穩固。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4萬億元，債券通成交創歷史新高。

一、2021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

2021年，人民幣兌美元匯率有升有貶，整體穩中趨升。從全年波動情況來看，大致可以分成四個階段。第一階段是從年初至3月底，受美國經濟復蘇、美元指數上行，以及中美利差收窄的影響，人民幣兌美元匯率在波動中貶值。2021年3月31日，人民幣匯率降至年內最低點，貶值至6.5713。第二個階段是3月底至6月初，由於美元指數回落，多個國家疫情爆發提升了中國出口的韌性，人民幣資產投資價值凸顯，人民幣持續升值至6月1日的上半年最高點的6.3572。第三階段是2021年6月至9月下旬，人民幣匯率震盪貶值，主要歸因於歐美經濟逐漸轉好，同時國內政策層面出手引導市場預期，上調外匯存款準

備金率，給外匯市場降溫。第四階段是9月底至今，人民幣匯率表現強勢，與美元指數之間的背離態勢日漸明顯。12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6.3757，較年初升值2.29%。彭博顯示，當天在岸人民幣收報6.3561，較年初升值3%；離岸人民幣收報6.3571，較年初升值2.24%。

2、主要離岸人民幣業務指標創新高

2021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。按金管局公佈資料，2021年11月末香港人民幣存款達8,687億元，環比增長4%，較2020年末增長20.4%，連續第五年保持正增長，比2017年3月的低位反彈近七成。人民幣貸款餘額為1,882.07億元人民幣，環比增長2.2%，較2020年末增長23.8%。2021年前11個月香港人民幣跨境貿易結算額彙計達63,750億元，較去年同期增長10.1%。

香港同業結算公司 (HKICL) 數據顯示，2021年全年經香港人民幣RTGS系統處理的清算總量達357.7萬億元人民幣，較去年同期增加26.6%，代表香港的人民幣資金池繼續支撐大量的金融活動。

據彭博統計，截至2021年12月末，離岸人民幣債券一級市場發行規模1696.35億元 (包括1200億元人行央票和140億元財政部國債)，較2020年的1888.5億元 (包括1550億元央票和50億元財政部國債) 減少10%。主要原因是央票滾動到期，而其中非主权类发行人发行规模较2020年增加23.5%。

3、人民幣在全球外匯儲備中佔比創歷史最高水平

隨著境外機構持有人民幣資產的意願增強，人民幣國際儲備貨幣地位逐步攀升。國際貨幣基金組織公佈的最新官方外匯儲備貨幣構成 (COFER) 數據顯示，截至2021年第三季度，人民幣外匯儲備規模增至3189.9億美元，較第二季度末增47.5億美元，實現連續十一個季度增長。人民幣在全球外匯儲備中的佔比為2.66%，高於前季的2.61%，續刷IMF自2016年10月報告人民幣儲備資產以來的最高水準；位居美元 (59.15%)、歐元 (20%)、日元 (6%)、英鎊 (4.8%) 之後排名第五。過去四年人民幣在全球外匯儲備的比重累計上升1.54%，進一步拉大了與澳元、瑞郎和加元的差距，反映對持有人民幣資產的興趣持續增加。

除了儲備計價之外，人民幣支付在全球比中也逐步攀升。據環球銀行金融電信協會發佈的資料顯示，2021年12月，在基於金額統計的全球支付貨幣排名中，人民幣自2015年8月中國央行匯改以來首次超越日元升至第4位。人民幣於全球支付市場的佔比由11月的2.14%升至12月的2.7% (歷史最高點為2015年8月的2.79%)，排在美元(40.51%)、歐元(36.65%)及英鎊(5.89%)，日圓此次以2.56%的佔比排名第五。人民幣支付總額較11月增加了34.6%，同期全球所有貨幣支付金額總體增加了6.44%。

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。人民幣資產與發達經濟體、新興經濟體資產價格、收益相關度較低，是國際投資組合分散風險非常好的選擇，吸引外資繼續增持人民幣債券。

人民銀行上海總部發佈的境外機構投資銀行間債券市場簡報顯示，境外機構持債規模和託管量佔比均創出歷史新高。在規模方面，截至2021年12月末，境外機構持有銀行間市場債券是4萬億元，較2020年12月末的3.25萬億元債券託管規模淨增加7500億元。從佔比看，境外機構持債佔銀行間債券市場總託管量的比例，也從2020年年末的3.2%增長至2021年年末的3.5%。

境外機構入市數量也在穩步增加。截至2021年12月末，共有1016家境外機構主體入市。過去一年，進入我國銀行間債券市場的境外機構主體數量增加了110餘家（2020年年末：905家）。債券通公司的資料顯示，截至2021年12月底，通過債券通入市的境外投資者（包括境外非法人產品帳戶）共計3233家，較2020年年底增長37.5%。

從市場成交看，境外機構交易保持活躍。2021年12月份，境外機構在銀行間債券市場的現券交易量約為9345億元，日均交易量約為406億元，同比增長接近兩成。債券通2021年累計成交72929筆，票面總額6.4萬億元，較2020年增長33.1%。

外資在我國股市和債市中的佔比保持在3%至5%的水準，與日本、韓國、巴西等發達經濟體、新興經濟體相比均較低，未來提升潛力仍將較大。

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加速增持人民幣資產。展望2022年，發展香港人民幣業務的內外部環境仍然穩定。人民幣國際化進入一個戰略機遇期。

人民幣匯率彈性增強，雙向波動更加明顯。2022年，人民幣匯率存在一定的貶值壓力，但回調幅度將相對可控，雙向波動更加明顯。從內部看，2022年中國經濟增速將有所放緩。在國外供給能力的進一步修復的情形下，中國出口增速回落將是大概率事件，經常賬戶順差將收窄。二是未來通脹上升的可能性增加，2022年經濟不確定性增大。從外部看，隨着美國經濟加速恢復，貨幣政策正常化，中美利差將進一步收窄，支撐美元指數走強，給人民幣匯率造成一定的貶值壓力。支撐人民幣匯率的主要因素，一是中國金融市場對外開放進程穩步推進，人民幣資產吸引力提升。二是中國經濟仍具有較強的韌性，政府政策調控工具充足，央行強調預期管理，有助於市場主體理性認知匯率市場波動，使得人民幣匯率在合理均衡基礎上保持基本穩定。

人民幣政策及金融市場不斷開放，滿足多樣化需求。十四五規劃明確提出，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。2021年初，六部委發佈《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》，一方面顯示國家對人民幣國際化發展的重視程度和支持力度，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。人民幣資產吸引力增強，外資對人民幣資產配置增長速度快。2018年到2021年，外資累計淨增持境內債券和股票超過7000億美元，年均增速34%。

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。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，部分國家如印尼宣佈和中國啟動雙邊本幣結算機制，緬甸宣佈允許在邊境地區使用人民幣和緬元直接貿易結算，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。香港是最早開展跨境貿易和資本項目人民幣結算試點的境外地區，多年來市場對人民幣接受程度很高。去年以來境內進一步優化跨境人

民幣政策，企業及機構尤其是在港中資企業明顯提高人民幣結算比重。同時，境內資本市場不斷開放，全球增持人民幣資產動力強勁。香港已與內地建立起滬港通、深港通、債券通、理財通、黃金通等，將進一步吸引全球機構投資者將香港作為投資人民幣資產的平台，帶動其他人民幣業務發展。2022年是香港回歸祖國25周年，中央有可能研究出台新政策措施，支持香港離岸人民幣業務樞紐建設。預計受各種利好因素刺激，香港各項主要人民幣業務指標有望加快復甦，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

六部委聯合發佈關於跨境人民幣便利化的通知

人行、發改會、商務部、國務院國資委、銀保監、外管局聯合發佈《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》。

香港交易所小型美元兌人民幣（香港）期貨首天推出

香港交易所推出以現金結算的全新小型美元兌人民幣（香港）（美元兌離岸人民幣）期貨合約，成交量達9025張。

2021

1月

4日

2月

19日

3月

12日

25日

4月

8日

26日

中國人民銀行在香港成功發行250億元人民幣央行票據

中國央行在香港發行了兩期人民幣央行票據，其中3個月期票據100億元人民幣，1年期150億元，中標利率分別為2.70%和2.74%。投標總量約760億元人民幣。

跨國公司本外幣一體化資金池首批試點落地

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，便利跨國公司跨境資金統籌使用。

發改委、商務部發佈海南自貿港放寬市場准入特別措施

發改委、商務部發佈《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》，促進生產要素自由便利流動，高品質高標準建設自由貿易港。

銀行間市場推出CDS指數

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。

人行在香港成功發行50億元央票

人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，投標總量約250億元。

ISDA與中債登推動人民幣債券成為合格擔保品

ISDA與中央結算公司發佈《使用人民幣債券充抵場外衍生品交易保證金》白皮書，共同推動人民幣債券成為合格擔保品。

農發行首次直接面向境內外投資人試點招標債券

中國農業發展銀行在上海清算所推出首單面向境內外投資人招標發行業務。發行規模為60億元，期限為1年，發行利率為2.49%，認購倍數達11.55。

人民銀行上調金融機構外匯存款準備金率
為加強金融機構外匯流動性管理，中國人民銀行上調金融機構外匯存款準備金率2個百分點，即由5%提高到7%。

“跨境理財通”實施細則公開徵求意見

廣州、深圳兩地的人行、銀監局、證監局共六家機構聯合發佈通知，就跨境理財通業務試點公開徵求意見。

人行在香港發行250億元人民幣央行票據

人行在港發行了兩期央票，其中3個月期央行票據100億元，1年票據150億元，中標利率分別為2.48%和2.63%，投標總量約682億元。

上海市政府印發《關於加快推進上海全球資產管理中心建設的若干意見》

人行在港發行了兩期央票，其中3個月期央行票據100億元，1年票據150億元，中標利率分別為2.48%和2.63%，投標總量約682億元。

28日

5月

6日

21日

25日

31日

6月

人行下調金融機構存款準備金率

人行宣佈決定於7月15日全面下調金融機構存款準備金率0.5個百分點（不包括已執行5%存款準備金率的金融機構）。本次下調後，金融機構加權平均存款準備金率為8.9%。

人行發佈《中國數字人民幣的研發進展白皮書》

央行將繼續穩妥推進數位人民幣研發試點，適時適度擴大十點範圍；研究制定數字人民幣相關管理辦法，加強個人信息保護；加強重大問題研究。

24日

7月

9日

15日

16日

23日

人行下調金融機構存款準備金率

人行宣佈決定於7月15日全面下調金融機構存款準備金率0.5個百分點（不包括已執行5%存款準備金率的金融機構）。本次下調後，金融機構加權平均存款準備金率為8.9%。

澳門首次在境內發行人民幣債券

澳門國際銀行在中國境內銀行間市場發行第一期15億元熊貓債，發行利率為3.28%，認購倍數達到3.53倍。

浦東27條發佈，推動更高水準改革開放

中共中央、國務院印發《關於支持浦東新區高水準改革開放打造社會主義現代化建設引領區的意見》，支援浦東新區高水準改革開放、打造社會主義現代化建設引領區。

人行在港發行250億元人民幣央票

人行在港發行2021年第七期和第八期中央銀行票據，其中3個月期央行票據100億元，1年期央行票據150億元，中標利率分別為2.6%和2.75%。

香港交易所計劃推出全新MSCI中國A50互聯互通指數期貨合約

香港交易所宣布推出首隻A股期貨產品。新期貨合約以MSCI中國A50互聯互通指數為標的，追蹤50隻通過滬深港通交易的主要滬深股票表現。

中國和印尼宣佈啟動雙邊本幣結算機制LCS

中國人行及印度尼西亞銀行宣布，中國與印尼雙邊本幣結算機制啟動。中國銀行及中銀香港雅加達分行分別獲兩國央行委任為中國境內及印尼境內特許交叉貨幣做市商。

中共中央、國務院發佈“橫琴方案”和“前海方案”

《橫琴方案》圍繞促進澳門經濟適度多元發展，推動琴澳一體化發展進行設計；《前海方案》聚焦“擴區”和“改革開放”，支持香港青年在前海創新創業。

人行在港發行50億元人民幣央票

人民銀行在港成功發行第九期50億元6個月期人民幣央票，中標利率2.5%，投標總量約278億元，超額認購4.56倍。

內地與香港債券通“南向通”正式運行

“南向通”首個交易日，共有40餘家內地機構投資者與11家香港做市商達成了150餘筆債券交易，成交金額約合人民幣40億元。

8月

20日

9月

2日

5日

6日

10日

24日

北京證券交易所設立

北交所設立為中小企業上市帶來利好，服務中小企業創新發展，也將推動完善中國特色多層次資本市場體系。

粵港澳大灣區“跨境理財通”正式落地

《粵港澳大灣區“跨境理財通”業務試點實施細則》正式發布。“跨境理財通”業務包含“北向通”和“南向通”，港澳投資者和大灣區內地投資者可通過當地銀行跨境購買對方銀行銷售的合資格投資產品。

中國首批地方政府債在香港和澳門完成發行

中國首批離岸地方政府債完成發行，深圳市和廣東省分別在香港和澳門發行了50億元人民幣和22億元地方債。

粵港澳大灣區首批“跨境理財通”試點業務正式落地

人行廣州分行、深圳中支官方網站公佈了“跨境理財通”首批試點銀行名單。參與試點的21家內地銀行、19家香港銀行、7家澳門銀行上架了品種豐富的投資產品。

中國正式提出申請加入《數字經濟夥伴關係協定》(DEPA)

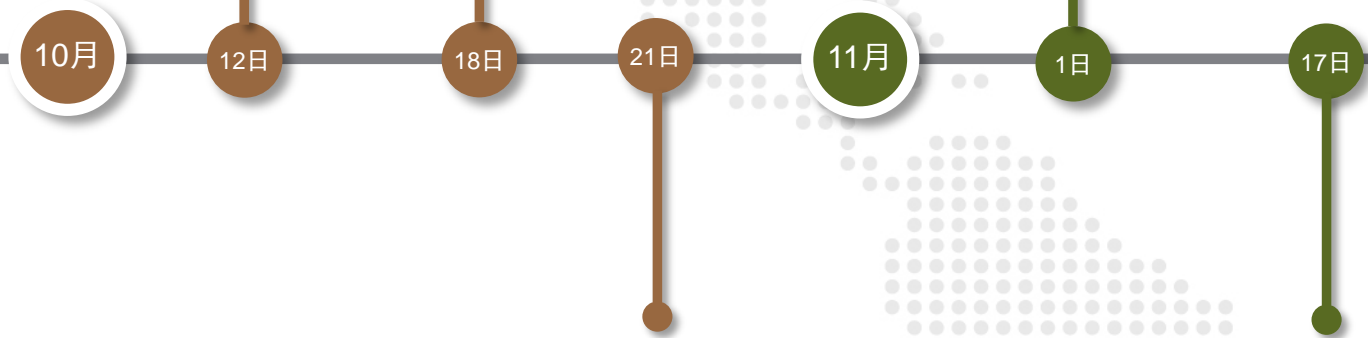
中方向《數字經濟夥伴關係協定》保存方新西蘭正式提出申請加入DEPA，有助於中國在新發展格局下與各成員加強數字經濟領域合作、促進創新和可持續發展。

中國人民銀行與香港金管局在粵港澳大灣區開展金融科技創新監管合作

雙方簽署將中國人民銀行金融科技創新監管工具與香港金融管理局金融科技監管沙箱進行聯網對接，提升粵港澳大灣區金融服務質效。

財政部在港發行60億元人民幣國債

機構投資者積極參與，本期60億元認購總額197.58億元，認購倍數3.3倍。



人行外匯局聯合發佈通知 支持新型離岸國際貿易發展

人行會同外匯局聯合發佈《關於支持新型離岸國際貿易發展有關問題的通知》，自2022年1月24日起實施。

緬甸允許使用人民幣和緬元結算邊境貿易結算

緬甸中央銀行宣佈，即日起允許在中緬邊境地區使用人民幣和緬元直接進行邊境貿易結算。允許緬甸符合條件的銀行為從事邊境貿易的進出口商開設人民幣帳戶。

人行在香港發行50億元人民幣央票

人行在香港成功發行50億元6個月期人民幣央行票據，中標利率為2.50%。投標總量超過發行量的4.4倍。

22日

12月

14日

15日

21日

23日

延續境外機構投資境內債券市場企業所得稅、增值稅政策

財政部和稅務總局發佈公告，對境外機構的債券利息收入暫免徵收企業所得稅和增值稅，有利於增強外資在國債券市場的積極性。

人行下調金融機構存款準備金率0.5個百分點

為支援實體經濟發展，人行決定下調金融機構存款準備金率0.5個百分點。本次下調後，金融機構加權平均存款準備金率為8.4%。

人行上調金融機構外匯存款準備金率

為加強金融機構外匯流動性管理，人行決定上調金融機構外匯存款準備金率2個百分點，即外匯存款準備金率由現行的7%提高到9%。

外管局啟動新一輪QDII額度發放

截至12月15日，國家外匯管理局已累計批准174家QDII機構投資額度1575.19億美元。

2022年增長率：百分之五至五點五

資深經濟研究員 蔡永雄

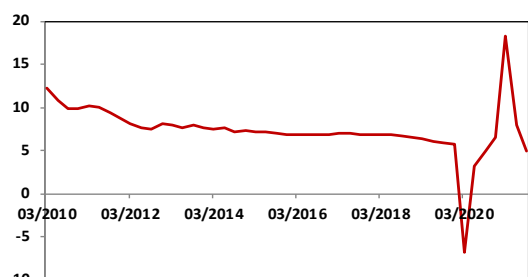
中國經濟自2020年2季度以來強勁復甦後，從2021年第三季度開始，各類經濟活動的增長勢頭放緩。除外需保持較好外，中國的經濟活動指標顯示內需放緩，消費和服務業表現疲軟，固定投資和工業活動進一步放緩。增速放緩的主要原因是基數效應減弱、變種病毒的區域性爆發、流動性收緊、國內和全球政策正常化、多個行業的監管變化、全球經濟活動逐步重啟等。

按實際GDP計算，中國經濟增速從2021年第一季度的 18.3% 放緩至2021年第二季度和第三季度的 7.9% 和 4.9%，而去年第一季度至第三季度的基數效應分別為 -6.8%、3.2% 和 4.9%。綜合前三季度，中國經濟實際同比增長 9.8%。2021年第三季度兩年平均同比增速放緩至約 4.9%，比2021年第二季度下降 0.6%，反映中國經濟增速仍低於疫情前 6% 至 6.5%。

名義上，中國經濟在第三季度和 2021年前三季度分別同比增長 9.8% 和 14.4%。按季度計算，中國經濟第三季度微升 0.2%，雖低於第二季度的 1.2%，但連續六個季度錄得正增長。

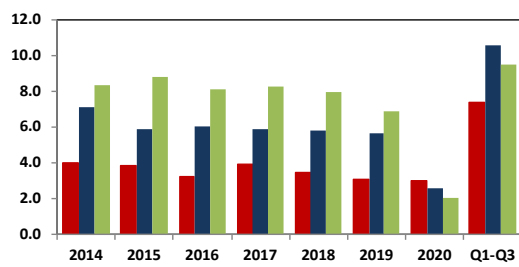
經濟行業方面，增長勢頭已恢復到近正常的水平，各板塊之間分佈亦較為均衡。服務業增長（第三季度增長 5.4%，前三季度增長 9.5%）超過製造業增長（第三季度增長 3.6%，前三季度增長 10.6%），而農業則保持穩健（第三季度增長 7.1%，前三季度增長 7.4%）。然而，因近期住房緊縮和電力短缺的因素，以及與病毒相關的限制和新經濟行業的監管變化，未來製造業和服務業的發展或會繼續受影響。從經濟行業的增加值數據看，各經濟行業個別發展，建築業（第三季度-1.8%，前三季度+4.3%）和房地產業（第三季度-1.6%，前三季度+8.2%）落後，而信息傳輸、軟件和資訊科技服務業（第三季度增長 17.1%，前三季度增長 19.3%）、批發和零售業（第三季度增長 7.6%，前三季度增長 13.5%）、運輸、倉儲和郵政（第三季度增長 5.9%，前三季度增長 15.3%），以及租賃活動和商業服務（第三季度增長 5.8%，第一季度增長 6.5%）四分之三）繼續率先復甦。

圖 1. 實際 GDP 增長 (YoY%)



Source: National Bureau of Statistics, BOCHK Financial Research Institute

圖 2. 實際 GDP 增長 - 按行業 (同比 %)



Source: National Bureau of Statistics, BOCHK Financial Research Institute

2021年首三季度，中國經濟實際增長率同比上升9.8%，即兩年平均增長率為5.2%，這是疫情期間的一項重大成就。中國經濟結構不斷優化。首先，2021年首三季度，服務業增加值為整體經濟增長貢獻54.2%，比首半年高1.2%；而製造業對前三季度GDP增長的貢獻率為27.4%，比首半年高1.1%。第二，受區域性病毒擴散、嚴格的疫情防控和社會隔離措施以及家庭收入和就業增長滯後的影響，零售銷售復甦滯後於投資和工業生產。但儘管如此，消費仍有所增強。首三季度，因消費和高技術活動快速提升，總消費支出佔整體經濟增長64.8%，高於資本形成總額49.2%。

儘管基數效應減弱，商品出口繼續保持強勁。首11個月合計，受出口額上升、貿易流轉移和假期前強勁的全球需求的推動，商品出口同比增長31.1%。2021年商品進口增長與出口增長基本持平。綜合前11個月，商品進口同比增長31.4%，反映了商品價格上漲和煤炭對電力生產的需求增加。綜合來看，2021年前11個月商品貿易順差擴大至5817億美元，好於2020年同期的4599億美元順差，為2021年GDP增長提供了堅實支撐。

同時，受基數效應消退、政策常態化、監管變化、區域性疫情等因素影響，固定資產投資、工業增加值、零售額等三大經濟指標在過去幾個月有所回落。這些指標在過去兩年內保持正增長，但低於疫情前增長趨勢。受基數偏低、外需穩健、復工復產和經濟持續回暖的推動，後疫情期的工業生產強勁復甦。然後在過去幾個月逐漸減速，2021年前

11個月同比增長10.1%，相當於兩年平均增長6.1%，優於2019年5.7%增長。而固定資產投資的增長則低於預期，尤其是從第一季度的同比25.6%到2021年首11個月的同比5.2%，相當於兩年平均增長3.9%，低於2019年全年5.4%的增長。最近單月同比增長或放緩至適度收縮。今年初，受疫情防控有效、復工復產成功等推動，固定資產投資較快回升。但同時受財政政策滯後而影響，如地方政府債發行速度放緩、財政支出超出預算、季節性因素、去碳化、能源短缺、房地產市場情緒減弱和住房政策持續收緊等。

消費和服務業增長落後於工業生產和投資，主因政府缺乏對家庭直接財政支持、區域性疫情再次爆發、流動性收緊以及就業和收入狀況改善緩慢的拖累。2021年前11個月，零售額和服務業生產指數同比分別增長15.4%和14.0%，相當於過去兩年年均增長4.0%和6.0%，低於2019年同期8.0%和6.9%的增速。受地區性疫情、流動性限制收緊以及收入和就業市場前景的壓力，消費者減少支出，同時，從商品轉向服務的勢頭明顯滯後。

2022年實體經濟增長支持

踏入2022年，預計環比增長將溫和復甦。但由於比較基數較高，同比的增長可能會有所放緩。首先，近期區域性疫情受控，加上地方政府放寬出行限制，使消費和服務業進一步復甦。儘管失業率 and 家庭收入在過去幾個月均錄得改善，未來復甦情況仍取決於疫情發展以及家庭收入的增長速度。

其次，因應房屋政策和信貸緊縮、開發商財政狀況以及即將擴大的房產稅試點計劃的擔憂情緒，未來固定投資和地產活動將進一步放緩。但製造業和基建投資有望改善，前者受惠於全球和內需供求回暖和能源消費管控放鬆，後者則受惠於財政條件有所改善以及能源和綠色投資需求增強。最後，在較高的基數和全球製造業逐步開放的情況下，預計出口方面會稍為下跌，但出口增長仍會在短期內保持穩健。總括而言，投資向消費，製造業向服務業的貢獻輪動將繼續增長。在信貸問題和全球需求狀況有所緩解，以及國內消費穩步回升等利好因素的帶動下，總體增長將企穩或小幅回升。近期的疫情爆發和監管變化預計不會對整體增長表現有重大影響。

12月8日至10日，一年一度的中央經濟工作會議（CEWC）在北京召開。最高領導層回顧了2021年全國經濟形勢，分析了經濟前景，確定了2022年的重點工作。當中強調了三個外部環境更加複雜多變，中國經濟面臨需求萎縮、供給震盪、增長預期減弱等壓力。政策要推動高質量發展，保持合理增長，具體目標將在2022年3月全國人大公佈。會議強調全面貫徹新發展理念，加快構建新發展格局，全面深化改革開放，堅持創新驅動發展，推動高質量發展，以供給結構性改革為主要支柱。此外，會議亦強調做好防疫統籌、經濟社會發展和安全工作，繼續做好“六穩”和“六保”工作，改善民生，著力穩定宏觀經濟，保持經濟運行在合理區間和整體社會穩定。

穩中求進是2022年經濟工作的重中之重。各地方政府要擔負起穩定經濟運行的重任，積極出台有利於經濟穩定的政策。宏觀政策要穩健有效，繼續實施積極的財政政策和穩健的貨幣政策。財政政策要提高效率，牢牢守住基層三保底線，更加著重精準性和可持續性。再者，各地方政府要確保財政支出的規模和節奏，實施新的減稅降費措施，加強對中小企業、個體工商戶、製造業和風險化解的支持，並前置基礎設施投資。政府部門要堅持從嚴管理財政紀律，根據各地區實際情況和區域協調發展要求，制定合理的2022年定額和分配方案，嚴厲遏制地方政府影子債務。

穩健的貨幣政策必須靈活適度，以保持流動性合理充裕。促進金融機構加大對實體經濟特別是中小企業、科技創新、綠色經濟等的支持力度。財政和貨幣政策要協調好，跨週期和逆週期政策要兼顧，並實施支持內需和發展戰略的政策。具體而言，中國人民銀行（PBOC）將依靠流動性管理工具，包括中期借貸便利（MLF）和公開市場操作（OMO），來穩定流動性。過去推出了新的綠色融資工具，向綠色項目和中小企業再貸款，以及降低農業和中小企業的再貸款利率等。這些工具為有針對性的寬鬆措施，以在短期內抵消下行壓力，同時有助於實現減碳和支持中小企業。加上，在12月降準50個基點以及1年期LPR下調5個基點，均提高宏觀政策的針對性和有效性，保障經濟平穩健康發展。

總括而言，我們預計人行將放緩信貸增速和保持信貸支持，輔以宏觀審慎措施，解決住房、地方政府債務、影子銀行等金融問題，並維持整體貨幣環境保持寬鬆。鑑於近期一次降准後，銀行體系的平均存款準備金率保持在 8.4%，如果經濟下行壓力持續存在，預計 2022 年將在有限的降息空間下適度下調存款準備金率。

穩健的貨幣政策必須靈活適度，以保持流動性合理充裕。促進金融機構加大對實體經濟特別是中小企業、科技創新、綠色經濟等的支持力度。財政和貨幣政策要協調好，跨週期和逆週期政策要兼顧，並實施支持內需和發展戰略的政策。具體而言，中國人民銀行（PBOC）將依靠流動性管理工具，包括中期借貸便利（MLF）和公開市場操作（OMO），來穩定流動性。過去推出了新的綠色融資工具，向綠色項目和中小企業再貸款，以及降低農業和中小企業的再貸款利率等。這些工具為有針對性的寬鬆措施，以在短期內抵消下行壓力，同時有助於實現減碳和支持中小企業。加上，在12月降准50個基點以及1年期LPR下調5個基點，均提高宏觀政策的針對性和有效性，保障經濟平穩健康發展。總括而言，我們預計人行將放緩信貸增速和保持信貸支持，輔以宏觀審慎措施，解決住房、地方政府債務、影子銀行等金融問題，並維持整體貨幣環境保持寬鬆。鑑於近期一次降准後，銀行體系的平均存款準備金率保持在 8.4%，如果經濟下行壓力持續存在，預計 2022 年將在有限的降息空間下適度下調存款準備金率。

宏觀政策和產業政策會走不同路線。宏觀政策主要著眼於穩定增長勢頭，而產業政策的目標是實現中國長期的經濟目標。根據“十四五”規劃，推動雙循環作為中國長遠發展的理論基礎，以共同繁榮、加強內需、創新科技、對外開放為主題，助力中國實現高質量發展和解決其長期的結構性問題。因此，預計政府會在各方面繼續推行有利政策，促進長期經濟轉型、管理金融風險、確保公平競爭。同時，政府會監管可持續增長的產業，包括住房緊縮、影子銀行和新經濟領域等。但可能會根據經濟情況進行一些調整，例如提高煤炭產量和推行彈性電價等措施。事實上，鑑於較低的比較基數意味著較小的增長壓力，政府對 2021 年經濟放緩的容忍度可能更高。預計政府將利用財政空間和貨幣政策來支持不同行業，現有產業政策亦不太可能有重大改變。

綜合前三季度增速、近期增速和政策發展情況，預計中國經濟將出現環比溫和復蘇，但同比增長可能會因較高的比較基數而有所放緩。2022年，在全球和國內經濟進一步復甦、疫情得到更好控制、宏觀政策支持以及更多政策措施的推動下，中國有望保持5%至5.5%左右的中高速增長，支持“十四五”高質量發展等。

把握人民幣國際化機遇期，提升香港跨境金融業務優勢

資深策略規劃師 應堅
策略規劃師 席帥

跨境金融是因企業及個人跨境經營、交易、投資、往來等活動而產生的資金使用、調撥、配置等需求，而提供的金融服務。對於香港而言，無論是過去的積累、還是未來布局，在推動跨境金融業務上優勢突出。充分把握人民幣國際化新機遇期，將進一步打造及鞏固香港市場跨境金融優勢。

一、跨境金融業務迎來機遇期

（一）國家聚焦區域化發展戰略，在重點區域推動跨境金融

“十四五規劃綱要”聚焦區域協調發展，粵港澳大灣區、前海自貿區等一系列利好政策，為跨境金融業務提供了良好的政策環境。“綱要”提出要加快構建“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，並在區域發展、產業佈局、基礎設施建設等方面提出了一系列任務和舉措。其中，粵港澳大灣區是推動重大區域戰略融合發展的重點區域。2019年初出台的《建設粵港澳大灣區規劃綱要》中就提出，要在大灣區構建開放型經濟新體制，打造高水準開放平台，培育國際合作和競爭新優勢。其後中國人民銀行等四部委聯合發佈《關於金融支持粵港澳大灣區建設的意見》，把《綱要》關於金融業的主導意見落實到銀行、證券、保險等具體業務領域，推動大灣區金融業合作，全面提升香港金融業在大灣區的功能定位。2021年《全面深化前海深港現代服務業合作區改革開放方案》（“前海方案”）發佈，為港

澳大灣區全面合作注入了新內涵。通過實現制度創新與開放，為大灣區金融業利用前海合作區發展多元化、高水平、創新型的跨境金融服務提供了廣闊的市場和平台。

（二）人民幣國際化政策進一步優化，跨境投資便利性提升

十九屆四中全會提出要“穩步推進人民幣國際化”，首次把人民幣國際化放在國家戰略的高度。“十四五規劃綱要”對於人民幣國際化有了新的表述——“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”，成為推動人民幣國際化的政策基礎。在政策的引導和驅動下，人民幣國際化持續獲得新動力。人民銀行作為人民幣國際化的主管機關，做了很多的工作。2020年11月，央行和國資委聯合召開了跨境人民幣便利企業貿易投資工作座談會，會議上對於央企使用跨境人民幣提出了新要求，充分調動起央企在涉外經貿中使用人民幣的積極性。此外，推動人民幣國際化的政策合力正在形成。

2021年年初，人民銀行、發改委、商務部、國資委、外管局聯合發文，進一步優化跨境人民幣政策，解決了前期政策不統一、便利性不足的問題，人民幣跨境投資便利性得到進一步提升，為跨境人民幣使用向縱深發展提供了重要支持。

（三）人民幣資產吸引力提升，互聯互通成為發展重點

在當前全球面臨疫情形勢之下，中國經濟率先走出衰退，增強了全球對人民幣的信心。中國堅持施行正常的貨幣政策，使得人民幣幣值穩定，回報率高，當資金從新興市場流出時，在中國市場反應並不明顯，成為全周期下投資者追逐的資產。

另一方面，中國金融市場持續開放，國際認可度持續提升，雙向資金流動更具自由化、便利化，為境外資本投資境內市場提供了重要的便利化渠道。尤其是2017年“債券通”北向通開通以來，已經成為境外投資者投資境內市場的重要渠道。今年以來“債券通”南向通和“跨境理財通”相繼開通，與之前已有的“滬深港通”、中港基金互認共同構成了更廣闊的互聯互通圖譜。以互聯互通為代表的資本項目下跨境資金結算，無論是交易規模還是交易量都已經逐漸成為跨境金融的重要組成部分。

（四）一帶一路、RCEP等區域合作帶來跨境投融資持續增長點

RCEP 和“一帶一路”是促進區域經濟整合的兩大力量。2013年“一帶一路”倡議的

提出，從全新角度構建了多邊合作機制，為促進全球經濟可持續發展、推動世界經濟復蘇提供了中國智慧和中國方案。金融合作是“一帶一路”沿綫國家經濟、貿易與投資合作的重要支柱。推動共建“一帶一路”高質量發展仍是未來一段時間的重要發展目標，將持續創造跨境金融業務需求。2020年11月，我國與日本、韓國、澳大利亞、新西蘭和東盟十國共15方成員制定的《區域全面經濟夥伴關係協定》（RCEP）正式簽署，該協定不僅是全球最大的自貿協定，也是一個更全面、現代、高質量和互惠的協定，為我國構建新發展格局提供有力支撐，也將為推動我國與利益相關方進一步深化金融合作創造更多機遇。尤其是東盟地區，2020年已經成為我國第一大貿易夥伴，我國亦連續12年保持了東盟第一大貿易夥伴的地位。隨著雙方經貿聯繫更加緊密，與沿綫國家項目合作將從基礎設施向產業、金融等更多領域拓展，為推動金融機構合作及沿綫國家人民幣使用增長帶來機遇。

（五）金融科技發展為跨境金融注入新動能

金融科技，包括人工智能、區塊鏈、雲端運算和大數據在支付、結算、存款、借貸、保險、投資管理等的應用，正帶動全球金融服務不斷創新，尤其是在跨境金融領域應用日趨廣泛。金融科技其中一個特點就是無分國界。隨著金融科技的發展，過去無法實現的跨境金融服務成為可能，為精準化營銷、一體化交付、專業化風險管理提供了更加有效的工具和手段，創造出更多的金融服務的新形態，使得跨境金融的內涵得以不斷豐富。

二、香港在推動跨境金融業務上優勢突出

“十四五規劃綱要”提出了一系列支持香港發展的舉措，包括一如既往支持香港提升國際金融、航運、貿易中心地位；強化香港作為全球離岸人民幣業務樞紐、國際資產管理中心及風險管理中心。“一個樞紐，三個中心”是香港過去成績的總結，也是未來香港金融業務打造新優勢的重點方向。在推動跨境金融服務上，香港無論是過去的積累、還是未來布局都具有無可比擬的優勢。

（一）香港作為連接境內外市場的橋梁，集中了各類跨境金融需求

香港是全球領先的國際金融中心，其外匯市場在亞洲排名第二，全球排名第四，金融業增加值佔自身GDP的20%左右。金融市場對香港的經濟、民生具有重大意義，關係到中國內地對內對外雙向開放、“一帶一路”及人民幣國際化等重要戰略的實施成效。可以說，香港的國際金融中心功能是其對內地經濟價值的最大體現。內地將大部分跨境人民幣試點放到香港，香港亦主動承擔離岸業務樞紐角色，將人民幣業務輻射出去，吸引全球資本匯聚，確立了與內地經濟休戚與共的中國離岸金融中心的特色。長期以來，香港為各類投資者和市場主體提供安全、高效的經營環境，有來自世界主要國家/地區的1541家地區總部、2490家地區辦事處和5009家當地辦事處，對以回報為主的國際投資者和跨國企業來說，香港是他們投資內地市場的首選管道。中國三分之二的對內和對外直接投資，以及大部分金融投資，都是通過香港進行。

（二）香港成為離岸人民幣中心為跨境金融提供流動性資金支持

香港是全球最大的離岸人民幣結算中心，佔全球人民幣支付交易約75%。2021年上半年，香港人民幣即時支付系統RTGS處理的清算總量達178.4萬億元，較上年同期增長27.6%。在央行發行票據帶動下，截至10月末，香港人民幣點心債發行金額1336.4億元。截至2021年9月，香港人民幣存款餘額為8559億元，創近六年高位，比去年底增長18.6%；加上超過300億元存款證，估計約佔整體境外人民幣資金池的一半。香港人民幣貸款餘額為1971億元，比去年底增長29.7%；2020年以來保持在1600億元左右水準，較2019年初約1000億元的低谷反彈五成。2021年前9個月，香港跨境貿易結算的人民幣匯款總額達5.27萬億元，較上年同期增長8.7%。憑藉龐大的資金池、高效的金融基建，以及多個跨境資金流通渠道，為滿足跨境金融提供了強有力支持。

（三）香港作為國際金融中心，能夠提供豐富的跨境金融產品和服務

作為全球領先的國際金融中心之一，香港不但是金融服務的首選地點，也是許多金融機構的所在地。香港金融市場在有效、透明，以及符合國際標準的監管下運作。憑着在銀行、資本市場和資產管理方面的優勢，香港為來自世界各地的投資者、融資者、資產管理人、基金和金融機構，提供全方位和高質素的金融平台。作為最重要的集資渠道，香港有穩健和高效率的銀行體系，能夠在區內扮演關鍵角色，並提供多元化的產品和服務。香港證券市場容許資金自由進出、而且

交投活躍，具有相當深度，讓香港證券市場成為企業發行股票和債券的關鍵集資渠道。作為亞洲最大的國際資產管理中心，匯聚了國際基金經理、顧問業務和私人銀行，也是企業設立財資中心的不二之選。此外，作為通往內地的橋梁，香港和內地不斷開拓新渠道，以加強互聯互通，逐漸形成了一系列面向內地的香港獨有的或首先從香港啓航的跨境金融產品。包括合格境外機構投資者計劃（QFII）、人民幣合格境外機構投資者計劃（RQFII）、基金互認安排、滬港通、深港通及債券通等。依托香港豐富的產品和服務，跨境金融業務形態更具多樣化。

（四）香港金融科技的發展可支持跨境金融業務發展

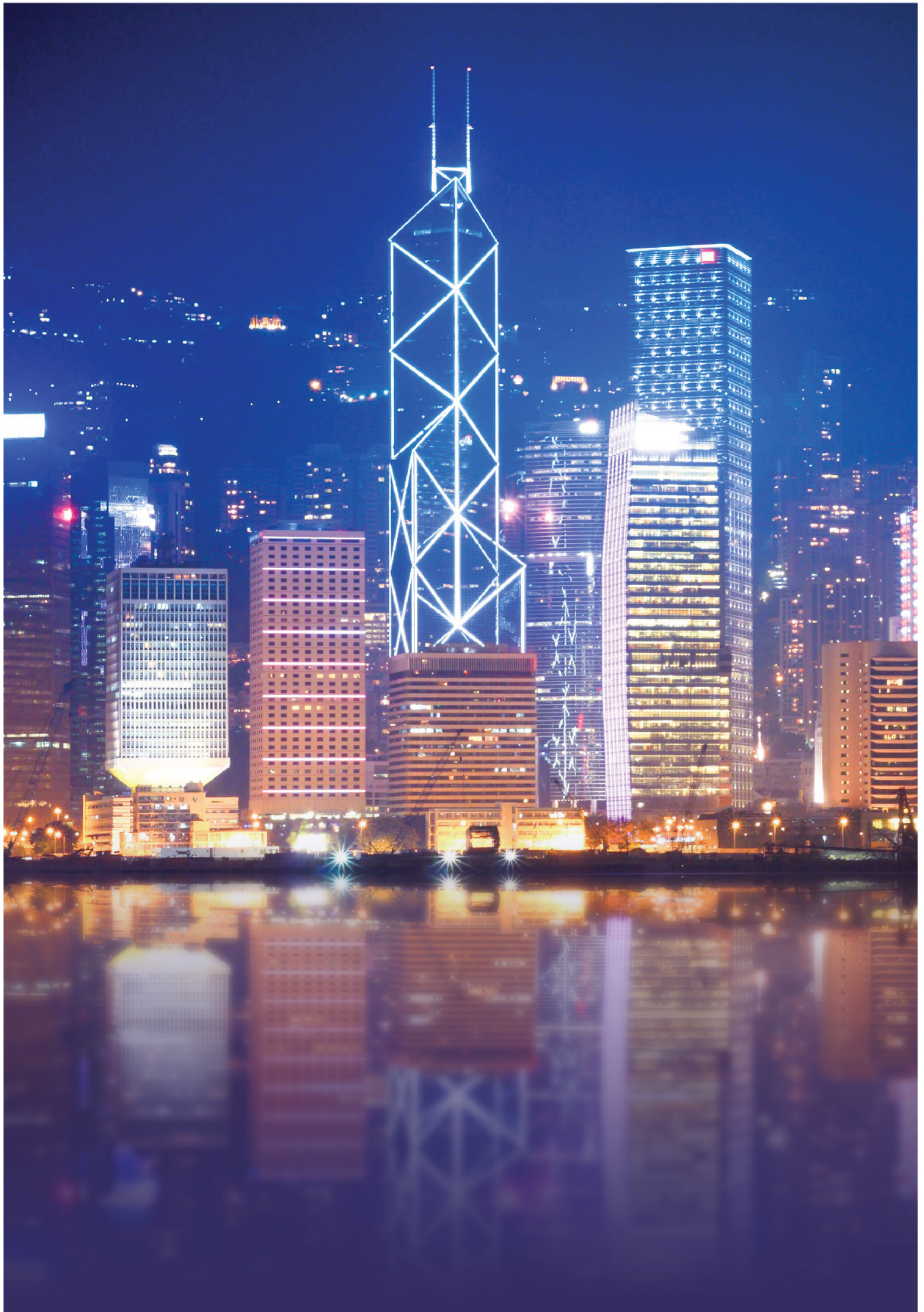
2021年6月，香港金管局公佈“金融科技2025”策略，推動香港金融科技發展，目前已吸引超過600家金融科技企業落戶香港。香港還推出了金融科技監管沙盒，為金融機構及金融科技公司提供安全、清晰的規管環境，便利其加快研發，降低成本及提高產品質素。香港目前有8家虛擬銀行、4家虛擬保險公司及1家虛擬資產交易平台，獲頒發牌照及授權營運，提供嶄新的金融服務。香港不斷優化金融科技基建，推出快速支付系統“轉數快”，擴大以“轉數快”繳付政府收費的服務範圍，使大部分政府賬單及牌照的相關繳費於明年起配備電子支付選項。此外，香港金融管理局亦繼續推廣及落實更多金融科技項目，以推動銀行業及商戶對金融科技的廣泛應用。今年10月，兩地簽署金融科技創新監管合作備忘錄，就兩地金融科技創新監管的合作模式達成共識，為未來推動金融科

技在支持跨境金融業務發展方面搭建了更廣闊平台。

三. 夯擊筑台，推動香港跨境金融業務再上層樓

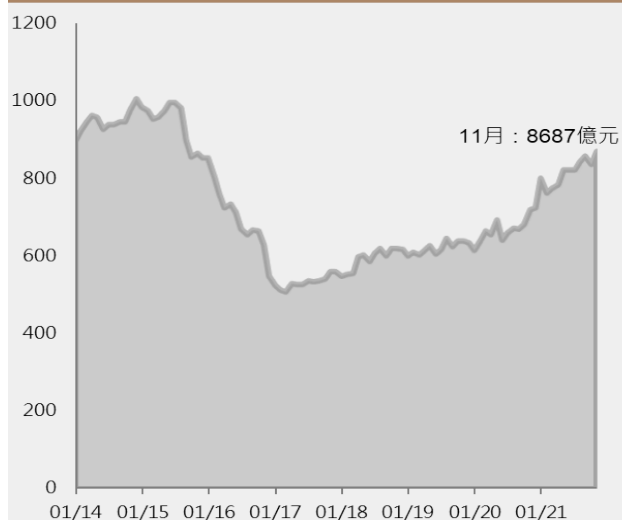
隨著內地加快對外開放，從沿海到內陸，從北方到南方，外向型經濟全面提升，下一步，根據香港區位優勢及國家戰略部署，可以進一步推動粵港澳大灣區區內，以及與以上海為中心的長三角、海南自貿港、廣西及雲南自貿區等區域合作，以區域優惠政策撬動跨境金融業務。第二，香港跨境金融的業務應當進一步豐富，研究新業態、新形式、新產品，盯住綠色金融、數字金融、科技金融、金融科技、大宗商品等具有廣闊發展前景的業務，培育成為新的跨境業務領域。第三，進一步強化離岸人民幣業務樞紐地位，繼續以人民幣業務作為拓展跨境金融著力點，推動大宗商品、境外產業園區、跨境投資等人民幣結算。第四，進一步提升互聯互通機制的效能，充分挖掘兩地投資者跨境投資的需求。此外，要進一步加強香港金融機構與內地機構間的合作，建立更全面的跨境客戶營銷及服務機制。

2022年亦是香港回歸祖國25周年，相信支持香港離岸人民幣業務樞紐建設政策會陸續有來。隨著人民幣國際化政策和香港離岸市場建設的持續推進，未來香港跨境金融業務優勢將得到不斷鞏固和提升。



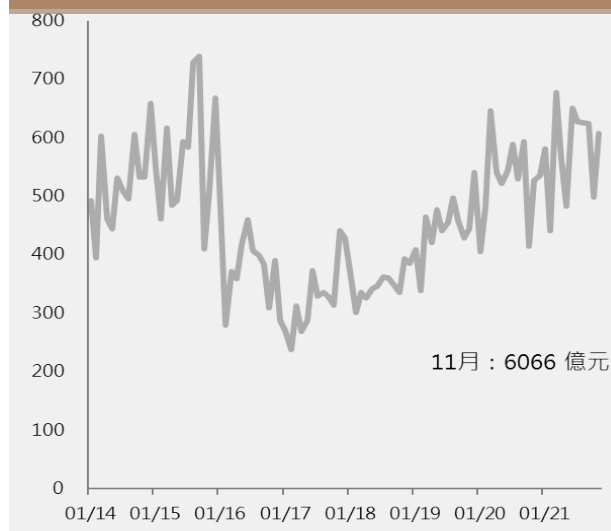
主要指標

香港人民幣存款 (億元)



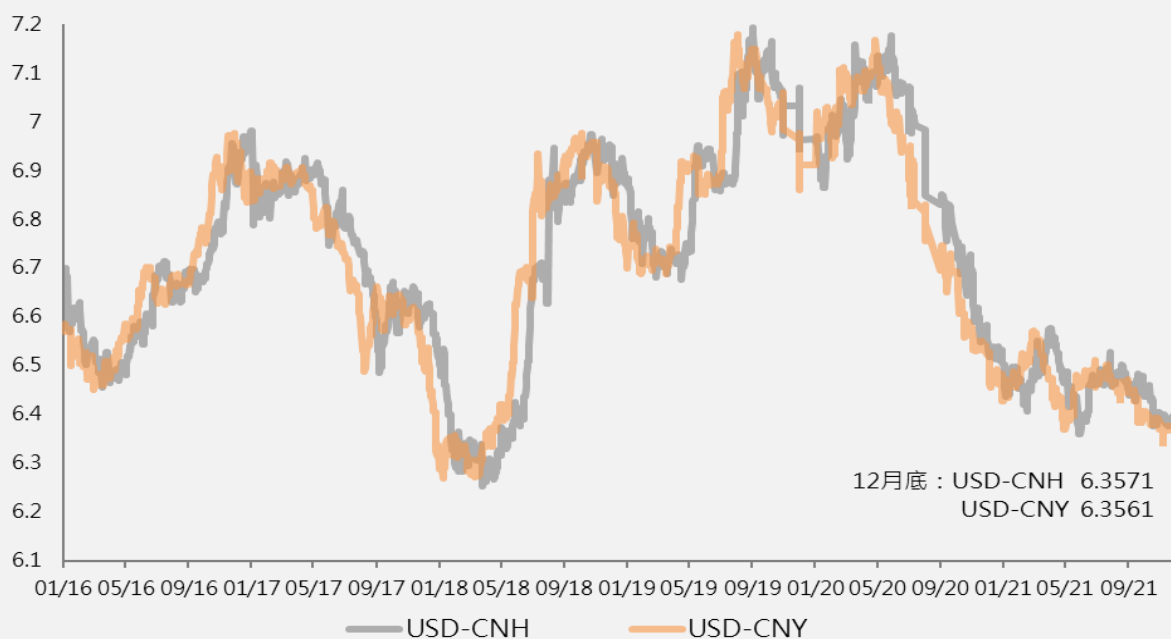
資料來源：香港金管局

香港人民幣跨境貿易結算 (億元)



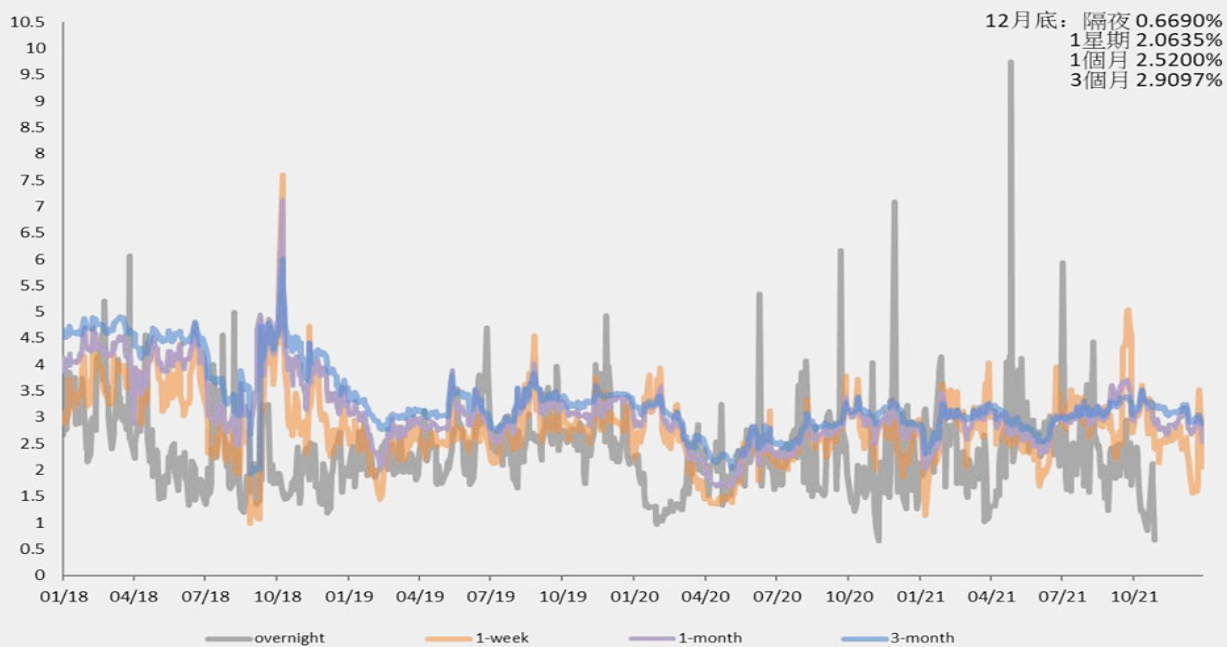
資料來源：香港金管局

離岸人民幣(CNH)及在岸人民幣(CNY)兌美元匯率



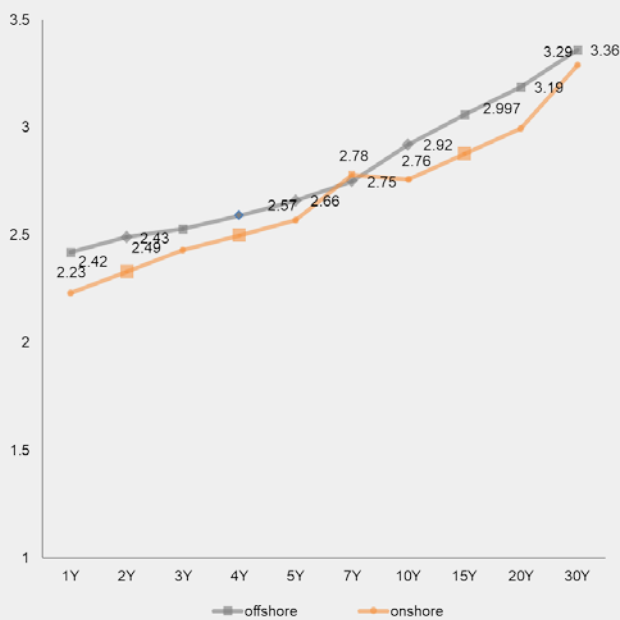
資料來源：彭博

離岸人民幣拆息定價 (%)



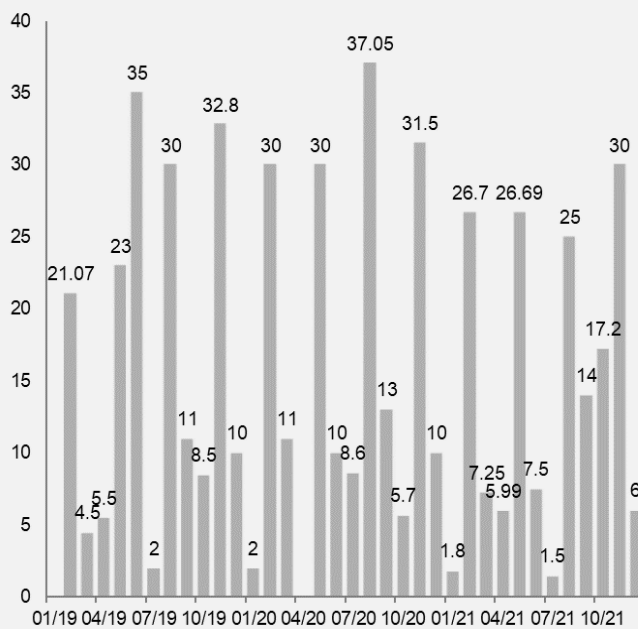
資料來源：彭博

離岸及在岸人民幣國債收益率曲線 (%，2021年12月31日)



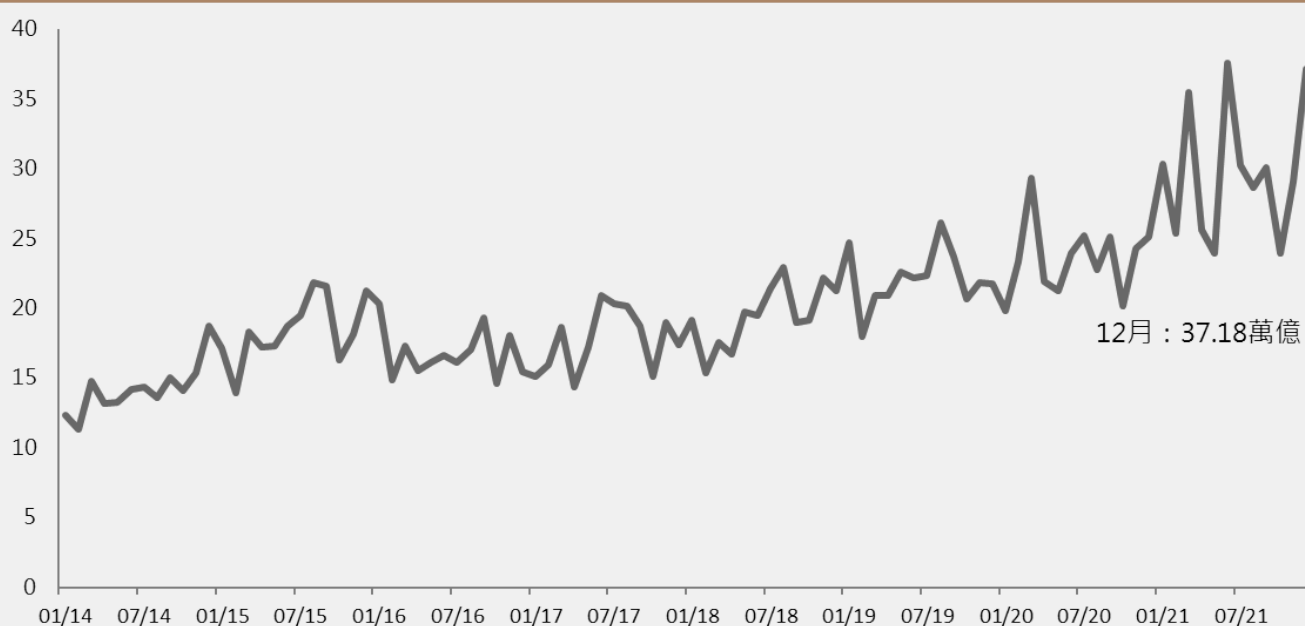
資料來源：彭博

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11月

#1	USD	39.16%
#2	EUR	37.66%
#3	GBP	6.72%
#4	JPY	2.58%
#5	CNY	2.14%
#6	CAD	1.72%
#7	AUD	1.40%
#8	HKD	1.13%

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。