



中國銀行(香港)

BANK OF CHINA (HONG KONG)

離岸人民幣快報

2022年5月號

總第98期

2018年7月
總第53期



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

3

5

9

編者：

張華琳

電話：+852 2826 6586

電郵：zhanghualin@bochk.com

楊泳鋒

電話：+852 2826 6205

電郵：nathanyeung@bochk.com

人民幣匯率快速調整 長期價值是投資主要考慮因素

4月離岸人民幣匯率短期內出現了急跌，達到一年以來的新低，主要受國內疫情多點散發、美元指數走強、金融市場波動等因素綜合影響。離岸人民幣主要業務指標保持基本穩定，人民幣全球支付佔比排名穩居第五。中美10年期國債利差出現倒掛，為2010年來首次；股市和債市外資依然維持淨流出，但規模均有所收窄。隨著市場對一些短期因素的消化和預期的釋放，境外機構對中國證券投資將會回歸穩態。

一、4月離岸人民幣短期下行

4月份，離岸人民幣兌美元匯率由月初的6.3678急跌至6.6404，月內下跌近2800基點，達到一年以來的新低。美國通脹走強令美聯儲加快加息節奏，推升美國10年期國債收益率，帶動美元指數走強，資金流出新興市場，令人民幣兌美元匯率貶值。離岸人民幣兌美元匯率月初至月中在6.37至6.38水準窄幅徘徊。4月18日至22日，市場對美聯儲緊縮預期增強。18日，聖路易聯儲主席布拉德公開建議5月份一次性加息75BP；21日，美聯儲主席鮑威爾在IMF年會上表示，5月將討論加息50個基點，之後可能進行類似幅度的加息以抑制通脹。受此影響，美元指數站穩100以上。加上IMF下調中國2022年經濟增長預測值0.4個百分點，令離岸人民幣出現快速調整，多天錄得貶值，一度在月底跌破6.6關口，為2020年11月以來首次。4月25日，人行下調金融機構外匯存款準備金率1個百分點，旨在增加外匯供給調節外匯供求促進市場平衡，同時也釋放了外匯市場“穩”的信號，避免匯率超調。4月29日，離岸人民幣報6.6404，環比貶值4.50%；在岸人民幣收報6.6085，環比貶值

4.24%；當天中國外匯交易中心公佈的人民幣兌美元匯率中間價報6.6177，環比貶值4.25%。

4月份，美國經濟陷入衰退的風險正在上升。受俄烏衝突、供應鏈中斷等因素影響，能源、居住成本以及食品價格均明顯攀升，進一步推高通脹率。美國通脹水準在短期內回落到美聯儲設定的2%目標水準可能性較小，令美聯儲緊縮壓力上升，美元指數走強。中美貨幣政策顯著分化，導致中美利差持續壓縮。4月11日，中美10年期國債利差出現倒掛，為2010年來首次。鮑威爾在IMF年會的講話後，美債繼續遭到大幅拋售，十年期美債收益率最高觸及2.975%，創三年多新高，引發了投資者對於貨幣政策後續操作空間以及資金流向的擔憂。本輪人民幣貶值速度明顯加快，有助於釋放壓力，避免預期積累。短期來看，考慮到美國通脹率持續走高，中國經濟下行壓力較大，中美貨幣政策分化將進一步加劇，中美利差收窄甚至倒掛或將延續。後續關注出口衝擊對貿易順差的潛在影響、國際資金對中國股債的佈局情況，以及海外量化緊縮（QE）進程等，美元兌人民幣可能呈現寬幅震盪態勢。

離岸人民幣流動性方面，4月29日香港銀行同業拆息(CNH Hibor)顯示，隔夜利率為1.21467%；一週期HIBOR為3.1478%；一個月HIBOR為3.307%；三個月為3.516%。

二、香港人民幣跨境貿易結算按月上升六成 人民幣全球支付佔比穩居第五位

2022年3月，離岸人民幣業務指標保持基本穩定。按金管局公佈資料，香港人民幣存款餘額於3月底回落至7,913.42億元，環比下降12.7%，或與人民幣貶值壓力，市場融資活動，全球央行加息等因素造成人民幣利率吸引力下降有關；同比上升2.4%，整體仍維持正常水準。3月香港人民幣貸款餘額為1,779.9億元，環比增長0.8%。香港跨境貿易結算的人民幣匯款總額於3月份達8,016億元，環比上升60.1%；今年一季度跨境人民幣貿易結算總額為2萬億元，比去年同期增長17.8%。

香港銀行同業結算有限公司(HKICL)資料顯示，人民幣RTGS清算額於4月份為28.09萬億元，前四個月累計清算額為129.6萬億元，同比增長10.9%。另據SWIFT發佈的資料顯示，人民幣全球支付貨幣排名於4月份繼續位居第5位。人民幣全球支付佔比由3月的2.20%下降至2.14%；排在美元(41.81%)、歐元(34.74%)、英鎊(6.26%)及日圓(3.08%)之後。另據彭博統計，2022年前四個月，離岸人民幣債券一級市場公募發行規模為400.37億元，較去年同期(417.4億元)下降4.08%。

三、跨境證券投資短期波動，長期價值投資仍是主要考慮因素

受美聯儲加息預期、中美利差收窄等外部

因素影響，跨境證券投資續現短期波動。4月，境外淨減持境內人民幣債券1,085億元。人行資料顯示，截至2022年4月末，境外機構在銀行間債券市場的託管餘額為3.77萬億元(3月末為3.88萬億)，約佔銀行間債券市場總託管量的3.2%。從券種看，境外機構的主要託管券種是國債，託管量為2.39萬億元(3月末為2.43萬億)，佔比63.4%；其次是政策性金融債，託管量為0.97萬億元(3月末為1.01萬億)，佔比25.8%。國債和政府金融債仍然最受歡迎。中國外匯交易中心資料顯示，4月境外機構投資者買入債券4872億元，賣出債券5330億元，淨賣出459億元。境外機構投資者共達成現券交易12243億元，同比增加13%，環比減少17%。同時，4月新增2家境外機構主體進入銀行間債券市場，截至4月末，共有1035家境外機構主體入市。其中，514家通過直接投資管道入市，749家通過“債券通”管道入市，228家同時通過以上兩個管道入市。

債券通運行報告顯示，4月份債券通市場參與度保持穩定，共成交5911億元人民幣，環比上升10.3%，日均交易量達311億元人民幣。國債和政策性金融債交投最為活躍，分別佔51%和32%。債券通帳戶數量延續上升趨勢，當月新增36家境外機構投資者，累計獲批入市境外投資者數量累計已達3483家。

2022年以來主要發達經濟體貨幣政策轉向加快，全球股、債、匯市場波動明顯加大，跨境資本流動更不穩定。近月，中國跨境證券投資階段性調整屬於市場的自然反應。隨著市場對一些短期因素的消化和預期的釋放，境外機構對中國證券投資將會回歸穩態，長期價值投資仍然是主要的考慮因素。

中美利差12年首次“倒掛”

北京時間4月11日盤中，中美10年期國債利差出現倒掛，為2010年來首次。截至當日收盤，10年期中國國債活躍券收益率報2.7402%，10年期美國國債收益率上破2.76%。中美經濟週期和貨幣政策週期錯位是根本原因，逐步升溫的美聯儲緊縮預期是美債收益率快速上升的推手。4月13日召開的國務院常務會議，作出“適時運用降准等貨幣政策工具”明確部署。

人行下調金融機構外匯存款準備金率

4月25日，為提升金融機構外匯資金運用能力，中國人民銀行決定，自2022年5月15日起，下調金融機構外匯存款準備金率1個百分點，由現行的9%下調至8%。在近期人民幣匯率波動較大的背景下，央行此舉既能增加外匯供給，調節外匯供求促進市場平衡，也釋放出外匯市場“穩”的信號，避免市場超調。消息落地後，市場迅速對政策調整作出反應，在岸、離岸人民幣匯率雙雙走升。

人民銀行發佈《2022年第一季度中國貨幣政策執行報告》

人民銀行5月9日發佈《2022年第一季度中國貨幣政策執行報告》（以下簡稱《報告》），指出近期新冠肺炎疫情和烏克蘭危機導致風險挑戰增多，我國經濟發展環境的複雜性、嚴峻性、不確定性上升。同時也要看到，我國發展有諸多戰略性有利條件，經濟體量大、迴旋餘地廣，具有強大韌性和超大規模市場，長期向好的基本面沒有改變。對於下一階段貨幣政策的思路，《報告》提出，穩健的貨幣政策加大對實體經濟的支援力度，穩字當頭，主動應對，提振信心，搞好跨週期調節，堅持不搞“大水漫灌”，發揮好貨幣政策工具的總量和結構雙重功能。對於下階段的外匯政策，《報告》提出，堅持以市場供求為基礎、參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度，加強跨境資金流動宏觀審慎管理，強化預期管理，引導市場主體樹立“風險中性”理念，保持外匯市場正常運行，保持人民幣匯率在合理均衡水準上的基本穩定。



人民幣匯率展望—利差有多重要？

經濟研究員 丁孟

一、匯率決定理論匯總

簡而言之，主要的匯率決定理論可以分為以下四類：

(一) 購買力平價理論

該理論基於一價定律，認為兩國貨幣的價值之比，由它們在各自國家可以購買的同樣商品或勞務的價格之比決定。而匯率的變動則是由兩國的通貨膨脹率決定。

(二) 利率平價理論

在一個資本自由流動、交易參與者理性的市場環境下，由於本外幣買賣雙方會充分利用利率套補或者單純購入高利率貨幣的方式，讓各國匯率符合一價定律，達到均衡。此時各國的匯率則由各國貨幣的利率決定。

(三) 國際收支理論

國際收支理論將匯率看為一種特殊的商品價格，其價格由供求決定。而各國匯率背後反映的供求資訊主要透過一國的國際收支和在岸離岸貨幣市場的情況來體現。然而在國際收支理論中，決定短期匯率的決定因素源於處於結匯支付狀態的交易額。國際收支理論是所有匯率理論的基石，目前也是被用於做匯率走勢基本面分析的重要工具。

(四) 資產市場理論

該理論成型於20世紀70年代佈雷頓森林體系解體後。與前面各派理論最大的區別在於其將貨幣視為資產，因此借鑒了各類資產

定價思想分析匯率，而匯率是本外幣資產的相對價格。通常，人們會根據貨幣與其他證券的替代效應決定應採用貨幣分析法框架或是資產組合平衡分析框架兩套方案。

對應於市場上對於人民幣匯率的討論，利率平價和資本市場理論更加強調利率差等短期因素的影響，國際收支理論可以在不同的經常帳戶和資本帳戶的條件下討論其相對影響的大小，而購買力平價理論則更加重視長期的因素的影響，較少被直接納入外匯市場短期價格決定的討論。

二、近期人民幣匯率變動分析及展望

(一) 人民幣匯率短期內回檔壓力大

在經典的短期匯率決定理論中，在資本自由流動的情況下，短期利率利差對匯率有較為直接的影響，例如兩年期的德國國債和美國國債差與歐元對美元匯率有較為直接影響。相比較短端國債收益率，10年及以上的較長期限的國債利率其實並不能很好的反映貨幣政策差異，其更多受到對通脹的長期走勢預測和市場上的避險需求影響，從理論上說與匯率的相關性低於短端。市場參與者經常比較十年期中美利差的主要原因是短期端中美利率的代表性期限不同（1年相對2年），因此只能退而求其次使用十年利率差，但這也意味著十年利率差對匯率的指示作用其實有限。當然，儘管不易精確量化，中美利率差即使在短期端也在很大程度上收窄，這可能導致追求利率差的外資流出。

受中美兩國經濟週期差異影響，雙方貨幣政策週期顯著差異。一方面，為了提振經濟，中國人民銀行採取寬貨幣、寬信用、降利率的政策組合。另一方面，為控制國內高通脹，美聯儲不斷加速升息並開始討論縮表進程。截止4月8日，中美10年期國債利差縮小至僅3個基點。2022年3月資料顯示，在2月下降800億人民幣的情況下，外資持有的人民幣債券金額進一步在3月下降1125億人民幣，刷新2017年開始公佈該項資料以來最大的流出量。這對人民幣匯率會有短期負面影響。但是由於中國的資本專案管制和債券通等外資買賣債券的管道中資金實際上是閉環流動的，特別是資本管制政策下，人民幣匯率更加決定於經常帳戶的表現，我們認為短期內中美利差收窄對匯率有負面影響。中長期中CNH和CNY的表現將更取決於中國未來經常帳戶的走勢。

（二）人民幣幣值並無長期下行傾向

儘管目前中美利差收窄、貨基相對寬鬆等問題會使人民幣短期內有貶值可能，但從長期來看，尚無證據表明人民幣幣值會在未來呈現單邊下行走勢。國際收支狀況和本外幣市場供需是影響匯率的決定因素。利差縮窄並不會對貨幣幣值造成決定性影響。當前，儘管未來增速可能放緩，但經常往來帳戶和非儲備金融帳戶的順差數額仍然較大，境內美元流動性充足，直接投資的資本外流仍然可控，因此從長期來看暫不具備長期下行的壓力。

與歷次因中美經濟週期錯位引發的政策週期差異相比，本輪利差收窄存在相似性，也存在諸多不同。儘管歷史經驗表明，當中

美利率反向運動、雙方政策組合為一方寬貨幣一方抬利率時，人民幣往往會經歷一輪貶值波動。如2015年下半年到2016年初與2018年初到2018年末兩個時期。

然而，與當下相比，這兩個時期人民幣大幅度貶值或有他因：2015-2016年除去利差不斷縮小外，最為顯著的特徵是資本和金融帳戶的持續逆差，以及淨誤差和遺漏項代表的非正規途徑的資本外流。其背後的具體路徑大致如下：1.新常態與轉變經濟發展方式帶來的外匯佔款下滑難以支撐自2010年匯改以來的人民幣幣值高位。2.當時正值權益資產牛市後半段，外資獲利了結的需求增加貶值隱憂。3.權益市場由多轉空刺激各類外資大舉撤出，證券投資、直接投資等收支專案出現結構性失衡。4.“811”匯改促使人民幣一次性貶值，成為貶值預期的重要催化劑。5.走出去戰略促進我國資本國際運作與海外並購大幅增加，進一步減少借方項目數額。6.上述因素促成市場形成人民幣貶值預期，促使大量外資企業提前結匯，國內外貿企業持有美元，延遲結匯。進一步惡化資本和金融帳戶狀況。

儘管後續央行不斷採取積極的財政政策幹預救市，連續5次下調市場利率。但仍然用了近兩年時間改變貶值預期。與15-16年的情況相比，18-19年的主要因為經常性項目的順差萎縮甚至是逆差的出現。面對中美貿易摩擦挑戰和美聯儲的加息週期，我國為防範化解系統性金融風險始終採取獨立穩健的貨幣政策。貸款市場報價利率 (LPR)等主要利率長期保持不變，美債升息產生的替代效應使得非儲帳戶小幅外流。

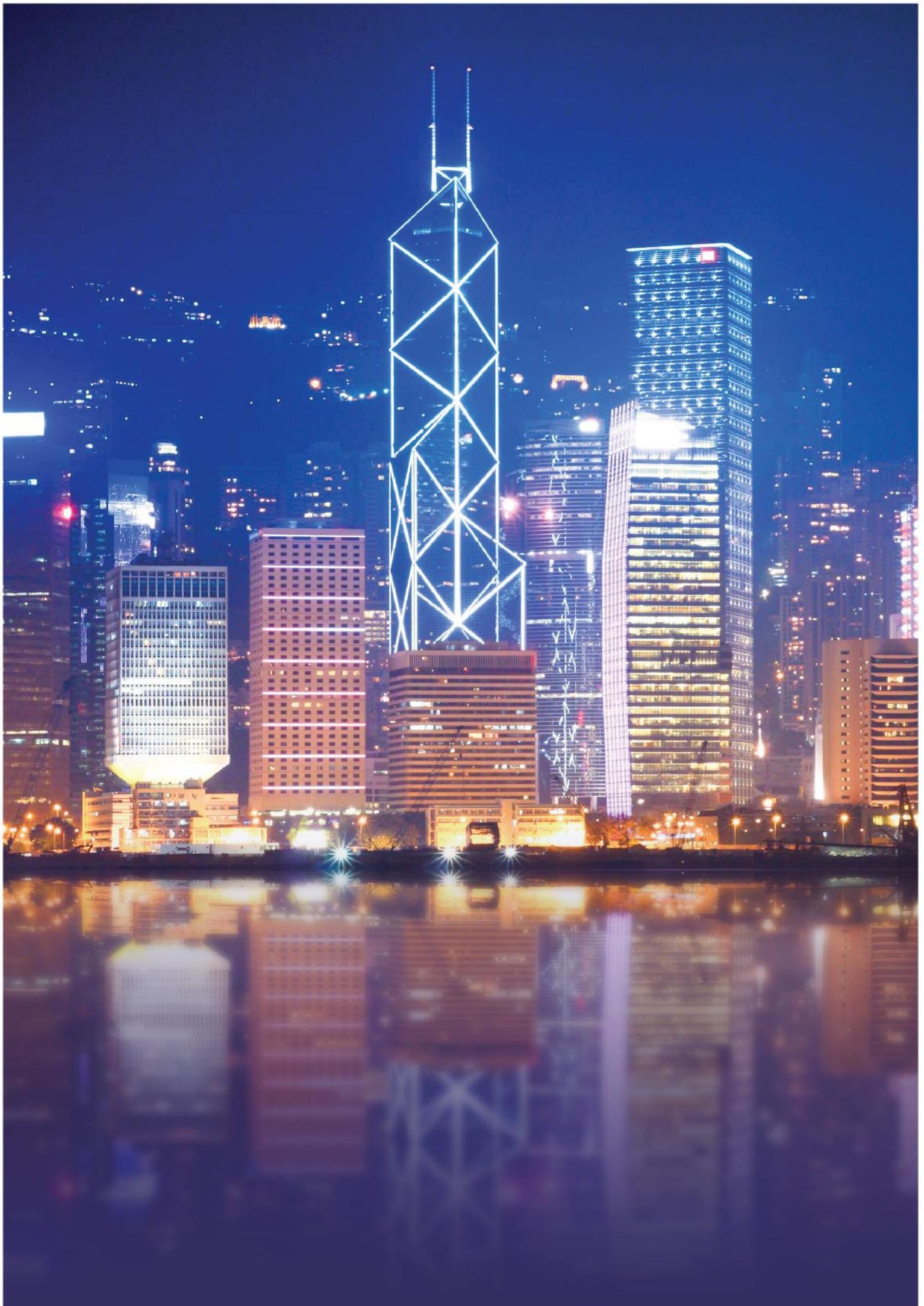
此外，貿易戰所施加的關稅使得中美貿易大受影響。由此帶來經常性帳戶流入流出兩端同比萎縮，再一次使市場形成悲觀貶值預期。這也促使我國於19年下半年轉變相對穩健中性的貨幣政策，向全面支援實體經濟，保增長穩就業轉變。

2022年，雖然近期中美利差快速壓縮，一度降低至歷史較低水準。但與前兩次顯著不同的是，2020年和2021年所積累的國際收支帳戶順差可以有效支撐人民幣幣值。儘管目前人民幣走勢短期承壓，股市債市均有較大規模資金流出，但整體而言當下時點的資金流出和匯率變動主要為短期情緒擾動，且證券市場的結匯需求僅佔總需求的6%-8%。雖然國際收支順差增速放緩，但仍然足以保持國內美元流動性充足。另外，當前人民幣匯率仍處相對高位，因此結匯壓力尚且可控。總之，目前兩國利差收窄-資本外流-人民幣貶值這一傳導機制並不顯著。長期雖需警惕其他外生衝擊引發的人民幣貶值預期，但受國際收支餘額支撐，人民幣未來難以形成單邊下行的走勢。

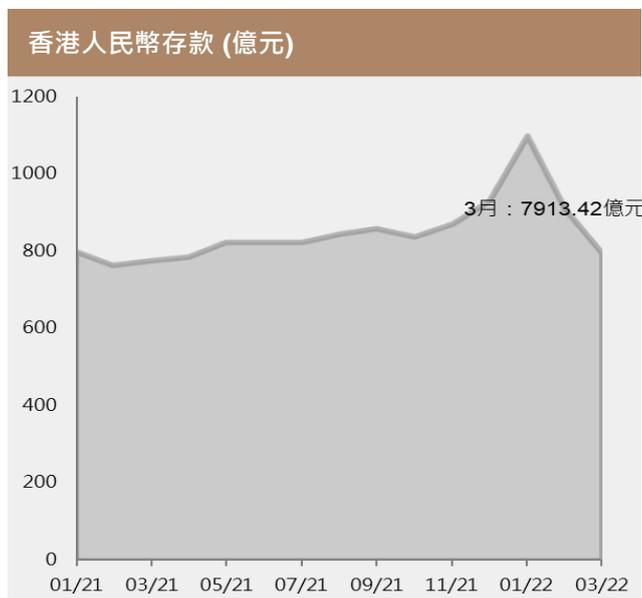
（三）匯率雙向波動下的套保操作尤其重要

綜合上述分析，儘管短期人民幣情緒偏空，但中長期中多空雙方博弈力量總體均衡，難以持續走弱。未來美元對人民幣匯率雙向波動或成常態：人民幣走勢的空方力量主要來自國內外政治經濟形勢引發的市場悲觀預期，多方支撐力量主要來自目前的國際收支順差，以及尚未從貿易順差轉換的結匯需求——一旦人民幣加速下跌，企業逢高結匯的意願變會對人民幣幣值起到有效的托底作用。

建議在跟進美元對人民幣走勢時，重點監控在岸離岸人民幣價差變動情況和人民幣即期遠期貼水情況，並結合經常帳戶順差和逆差的變化做好中長期人民幣匯率走勢的研判。短期內而言，從結售匯意願等多項指標觀察，尚看不到人民幣快速貶值的風險，但考慮到近期國際金融市場的波動性加大以及國內經濟環境和貨幣政策變動的可能，建議就美元對人民幣匯率而言，提前圍繞6.3-6.6這一短期價值中樞做好匯率鎖定、套期保值等工作，及時做好匯率對沖準備。



主要指標



資料來源：香港金管局

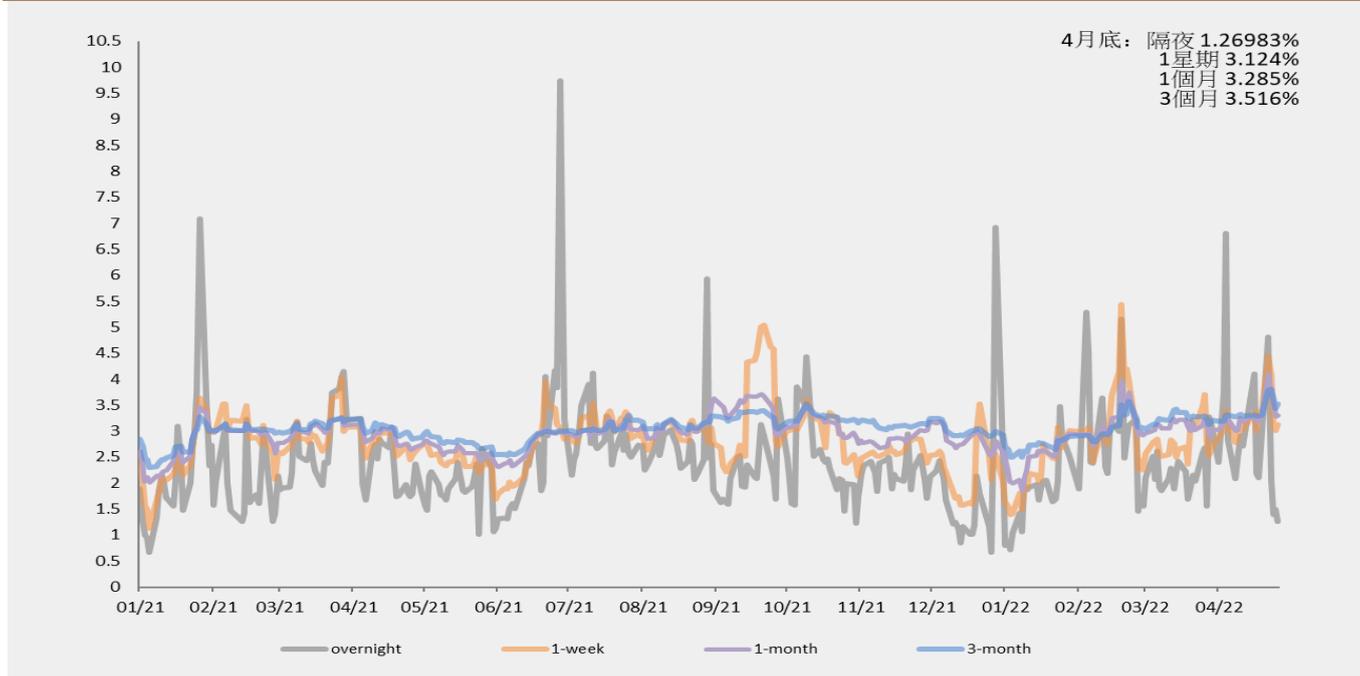


資料來源：香港金管局



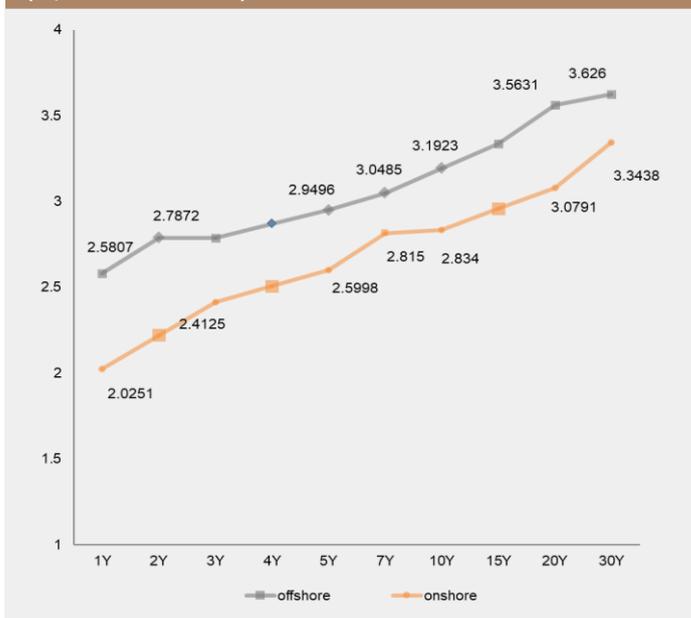
資料來源：彭博

離岸人民幣拆息定價 (%)



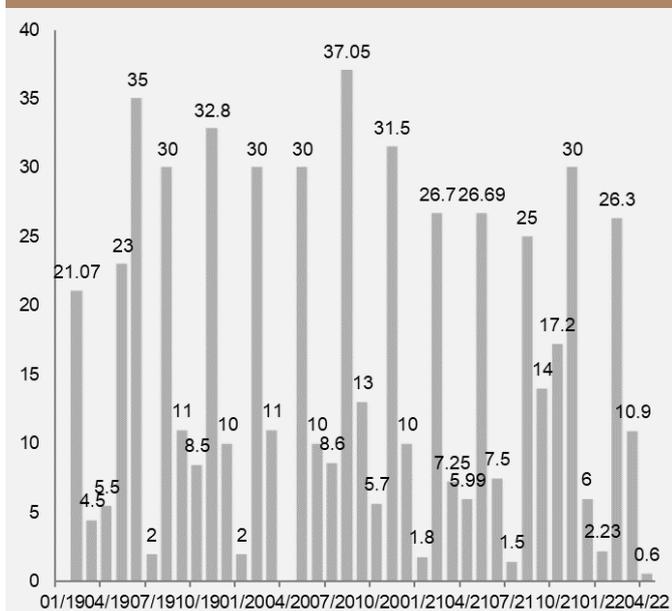
資料來源：彭博

離岸及在岸人民幣國債收益率曲線 (%，2022年4月29日)



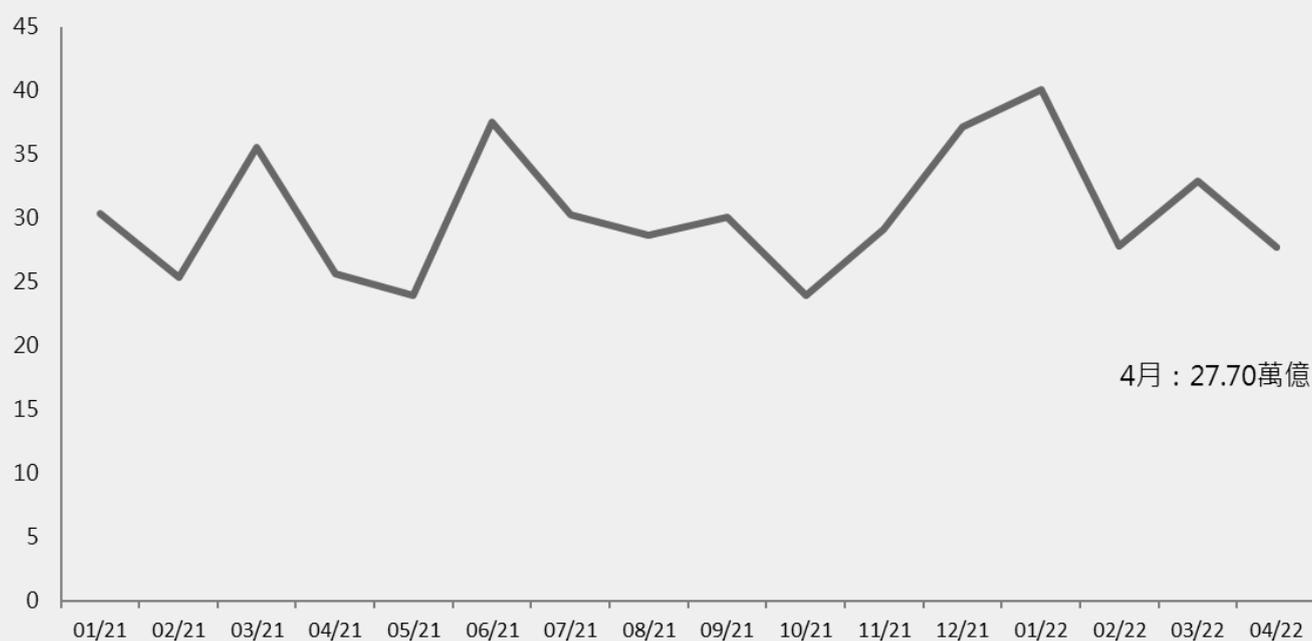
資料來源：彭博

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%

2022年4月

#1	USD	41.81%
#2	EUR	34.74%
#3	GBP	6.26%
#4	JPY	3.08%
#5	CNY	2.14%
#6	CAD	1.82%
#7	AUD	1.41%
#8	HKD	1.11%

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。