



中國銀行(香港)

BANK OF CHINA (HONG KONG)

離岸人民幣快報

2022年6月號

總第99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

6

10

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

人民幣匯率窄幅波動

IMF上調人民幣SDR權重

5月離岸人民幣匯率波動較上月收窄。離岸人民幣主要業務指標反彈。人民幣全球支付佔比排名穩居第五，國際貨幣基金組織上調人民幣SDR權重。外資連續四個月淨賣出人民幣債券，對中國的金融衝擊有限，相關市場均保持了平穩運行。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、5月離岸人民幣雙向波動較上月收窄

5月份，受美聯儲加息、美元指數走強、美債收益率快速攀升、中美利差倒掛等多因素影響，離岸人民幣兌美元匯率在6.62至6.82水平維持雙向波動，由月初的6.6742下跌至月中的6.8273，其後走強至6.67。美國聯儲局5月5日加息0.5厘，至介乎0.75至1厘，亦宣佈6月開始縮減資產負債表。受美聯儲加息影響，美元指數由上月末的102.9走強至五月中的104關口，更在5月13日觸及105高位。而因美元指數站穩高位，離岸人民幣兌美元匯率在當週累計下跌431個基點，報收於6.7997(5月13日)。同日，中國銀保監向市場釋出正面信息，表示人民幣匯率短期波動主要受市場情緒影響，總體仍處於合理區間，人民幣貶值不會長期單邊持續。5月20日，人行超預期大手筆下調5年期LPR利率15個基點，刺激A股、港股和匯率等中國資產大漲。5月31日，離岸人民幣報6.6787，環比貶值0.58%；在岸人民幣收報6.6718，環比貶值0.96%；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6.6607，環比貶值0.65%。

儘管離岸人民幣月內波動，特別是在美元走強期間，但市場沒有明顯的不安情緒，並未出現人民幣較大部分貨幣均走弱的情況，反映中國經濟長期看好的基本面不變。而當

前人民幣有升有貶，並保持基本穩定，表明市場交易情緒總體健康，更市場化，亦有利於穩外貿穩外資。人民幣匯率經歷先前幾波短期波動後，人民幣兌美元雙邊匯率和兌一籃子貨幣的匯率都實現了一定程度修正。隨著官方紓困企業政策效果逐步浮現，復工復產加速推進，經濟企穩回暖；對外貿易保持韌性，人民幣進一步貶值的基礎明顯弱化，或將維持雙向波動。短期看，美元指數和國內經濟基本面的修復仍是影響人民幣匯率走勢的兩大關鍵因素。

離岸人民幣流動性方面，5月31日香港銀行同業拆息(CNH Hibor)顯示，隔夜利率為2.5903%；一週期HIBOR為2.0753%；一個月HIBOR為2.3565%；三個月為2.6903%。

二、香港人民幣存款餘額反彈 人民幣全球支付佔比穩居第五位

2022年5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4月底反彈至8,419.07億元，環比上升6.4%，同比上升7.7%。4月香港人民幣貸款餘額為1,783.59億元，環比增長0.2%。今年前四個月跨境人民幣貿易結算總額為2.74萬億元，比去年同期增長21.4%。

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5月份為29.87萬億元，前四個月累計清算額為159.5萬億元，同比增長13.2%。另據SWIFT發佈的資料顯示，人民幣全球支付貨幣排名於5月份繼續位居第5位。人民幣全球支付佔比由4月的2.14%上升至2.15%；排在美元(41.13%)、歐元(36.11%)、英鎊(6.26%)及日圓(2.71%)之後。

另據彭博統計，2022年前五個月，離岸人民幣債券一級市場公募發行規模為680.37億元，較去年同期(684.35億元)下降0.58%。5月23日，中國人民銀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，1年期央行票據150億元，中標利率分別為2.49%和2.80%。此次發行投標總量接近580億元，約為發行量的2.3倍，表明人民幣資產對境外投資者有較強吸引力，也反映了全球投資者對中國經濟的信心。

三、外資人民幣債券持倉持續調整，IMF上調人民幣SDR權重

5月，跨境證券投資續現短期波動，境外淨減持境內人民幣債券1,094億元，主要是因為中美經濟週期和貨幣政策分化，中美利差快速收斂甚至倒掛，美債吸引力增強。人行上海總部資料顯示，截至2022年5月末，境外機構在銀行間債券市場的託管餘額為3.66萬億元(4月末為3.77萬億)，約佔銀行間債券市場總託管量的3%。從券種看，境外機構的主要託管券種是國債，託管量為2.38萬億元(4月末為2.39萬億)，佔比64.9%；其次是政策性金融債，託管量為0.90萬億元(4月末為

0.97萬億)，佔比24.5%。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，5月境外機構投資者買入債券5363億元，賣出債券5793億元，淨賣出430億元。境外機構投資者共達成現券交易11155億元。同時，5月新增4家境外機構主體進入銀行間債券市場，截至5月末，共有1038家境外機構主體入市。其中，516家通過直接投資管道入市，751家通過“債券通”管道入市，229家同時通過以上兩個管道入市。

債券通運行報告顯示，5月債券通交易活躍，共成交6750億元人民幣，環比上升33%，日均交易量達355億元人民幣。國債和政策性金融債交投最為活躍，分別佔51%和35%。債券通帳戶數量延續上升趨勢，當月新增37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3513家。

國際貨幣基金組織(IMF)5月14日宣佈將人民幣SDR中的權重由10.92%上調至12.28%。同時，IMF將美元權重由41.73%上調至43.38%，而歐元、日元和英鎊則分別由30.93%、8.33%和8.09%下調至29.31%、7.59%和7.44%。此次調整後，人民幣權重仍保持第三位，新的SDR貨幣籃子在今年8月1日正式生效。五年一次的SDR定值審查標準主要包括出口規模和貨幣“可自由使用”程度。是次權重上升，反映出中國出口優勢。SDR權重的提高有助增強人民幣的國際認可度，增強人民幣資產對國際投資者的吸引力和全球儲備貨幣地位。當前中國通脹維持相對低位，人民幣資產的回報率相較其他國家高。相信全球投資者增加配置人民幣資產的需求會有所上升。

內地與香港監管機構原則同意兩地交易所將符合條件的ETF納入互聯互通

5月27日中國證監會、香港證監會原則同意兩地交易所將符合條件的交易型開放式基金（英文縮寫ETF）納入互聯互通。同日，證監會就《關於交易型開放式基金納入互聯互通相關安排的公告》公開徵求意見。《公告》共5條，一是明確內地與香港股票市場交易互聯互通機制拓展至交易型開放式基金，二是明確相關制度安排參照股票互聯互通，三是明確投資者識別碼安排，四是明確證券公司、公募基金管理人相關要求，五是明確業務實施細則相關安排。

同日，滬深交易所就ETF納入互聯互通標的的相關規則向社會公開徵求意見。納入標準具體如下：內地市場ETF過去6個月日均資產規模達15億元人民幣，且成份證券以滬深股通標的股票為主；香港市場ETF過去6個月日均資產規模達17億元港幣，成份證券以港股通標的股票為主，且不含合成ETF、杠桿及反向產品。同時，此次納入標的的ETF須滿足上市6個月、標的指數發佈已一年等要求。原則上，納入標的的ETF每半年調整一次。

人民銀行、證監會、外匯局發佈“關於進一步便利境外機構投資者投資中國債券市場有關事宜”

5月27日，人民銀行、證監會、外匯局發佈聯合公告〔2022〕第4號（關於進一步便利境外機構投資者投資中國債券市場有關事宜）（以下簡稱《公告》），按照“一套制度規則、一個債券市場”原則，在現行制度框架下，進一步便利境外機構投資者投資中國債券市場，統一資金跨境管理。一是堅持以法人機構為市場主體和監管對象，明確各方權責，支持境外機構投資者直接或通過互聯互通投資交易所債券市場，自主選擇交易場所。二是立足我國商業銀行櫃檯、跨市場轉託管、“債券通”業務等多年良好實踐，堅持穿透式資料和資訊收集，探索建立健全相容多級託管的包容性制度安排。投資銀行間債券市場的境外機構投資者可以根據實際需要，自主選擇債券登記結算機構或者境內託管銀行提供債券託管服務。

商務部、央行、國家外匯局發佈《關於支援外經貿企業提升匯率風險管理能力的通知》

5月26日，商務部、中國人民銀行、國家外匯管理局發佈《關於支援外經貿企業提升匯率風險管理能力的通知》（以下簡稱《通知》）。《通知》提出充分認識匯率風險管理重要意義，聚焦“急難愁盼”出臺針對性措施；加強宣傳和培訓，幫助企業樹立匯率“風險中性”理念；完善匯率避險產品服務，進一步提升人民幣跨境結算的便利性；建立“政銀企”對接機制，精準服務中小微外經貿企業；發揮財政資金引導作用，降低企業綜合成本等五方面措施。

時隔4個月LPR再次下調

5月20日，中國人民銀行授權全國銀行間同業拆借中心公布，1年期貸款市場報價利率（LPR）為3.7%， “按兵不動”；5年期以上LPR為4.45%，時隔4個月再次下調，降幅為15個基點。自LPR報價形成機制改革以來，這是首次出現1年期LPR不降、5年期以上LPR下降。5年期以上LPR大幅降低，有助於降低實體經濟中長期融資成本，支持中長期信貸增長。





從布雷頓森林體系2.0 看信用貨幣國際化新變局

中銀香港首席經濟學家 鄂志寰博士

進入2022年以來，全球經濟在面對新冠疫情帶來巨大不確定性的同時，開始承受烏克蘭局勢引發的大宗商品價格上漲和供給鏈衝擊，發達經濟體通貨膨脹整體上行，並開始向新興市場傳遞價格上漲壓力，推動全球經濟增長呈現結構性差異；與此同時，後疫情時代的逆全球化大潮仍在持續，美國及西方各國對俄羅斯實施多輪金融制裁，引發市場參與者對國際儲備資產安全性的憂慮以及對於現行國際貨幣體系內在不穩定性的關注，假以時日，可能推動國際貨幣格局進入新的調整期。

一、現行國際貨幣體系的內涵

1971年，美國時任總統尼克森宣佈不再履行布雷頓森林體系下以35美元兌換1盎司黃金的義務，解除了美元和黃金的關聯，史稱“尼克森衝擊”，以此為標誌，國際貨幣體系由二戰後的布雷頓森林體系進入牙買加體系，也稱無體系的體系，學術界亦稱其為布雷頓森林體系2.0。

從國際貨幣體系的簡要歷程看，布雷頓森林體系的基礎是美國承諾以固定價格實現美元與黃金的兌換，其他貨幣對美元保持固定匯率制度。在美元事實綁定黃金的安排下，美國只有不斷輸出美元才能滿足國際市場需

求，必然引發貿易逆差而難以為繼，成為“特裡芬難題”。

布雷頓森林體系2.0的內涵是美元擺脫黃金的錨定實行自由浮動，其他貨幣對美元轉向浮動匯率制度。事實上是美元作為信用貨幣主導國際貨幣體系，即完成了信用貨幣的國際化過程，但各國貨幣對美元的匯率安排則經歷了70年代的浮動為主到90年代浮動與固定相互交織的演變。

美元脫離了黃金的制約，美國的流動性釋放亦失去外在約束，金融市場交易量快速增長，全球金融市場的交易規模數十倍於布雷頓森林體系時期，金融市場的波動性亦有上升。

二、布雷頓森林體系2.0內在不穩定性的根源

近年全球金融危機頻繁爆發，暴露出現行國際貨幣體系存在系統性內在缺陷：在全球經濟上行期，脫離了黃金約束的美元流動性“洪水氾濫”，充斥全球市場，在全球經濟下行期，美元流動性急劇收縮，甚至在新興市場出現“美元荒”，引發金融危機。布雷頓森林體系2.0內在不穩定性的根源是美聯儲貨幣政策目標與美元國際貨幣職能之間的錯位。

美聯儲成為全球流動性的主要供應者，實際上被賦予了“全球央行”的職能。但是美國的貨幣政策長期以來都是內向性的，以國內的通脹數據、勞動力市場失業率等指標作為其貨幣政策調整的依據。一個內向型央行和外向型“世界央行職能”間的矛盾不可調和，任何一屆美聯儲主席都沒有能力解決這個難題。

美國前財長康納利在布雷頓森林體系瓦解後的首場十國集團會議上引用了兩句話：“美元是我們的貨幣，卻是你們的難題”，這是對布雷頓森林體系2.0下美元獨大的最佳寫照。

金融危機往往伴隨著改革國際貨幣體系的呼聲。在2008年美國次貸危機引發全球金融危機期間，法國當時的總統薩科齊提出改革國際貨幣體系，獲得了部分國家的回應。但國際貨幣體系的改革知易行難，道阻且長。解決問題的出路在哪裡？一定是儲備貨幣多元化，但多元化又是與國際經濟實力與力量的對比有著密不可分的聯繫，它不是一個自然而然的過程，需要多方推動，需要大量的國際協調。

三、信用貨幣國際化新格局

從國際支付、外匯交易、外匯儲備構成等數據看，近年來，美元所佔比例有微弱的調整，但美元始終是國際交易和儲備的主導貨幣。

根據國際貨幣基金的統計，2021年年底，美元佔國際儲備的60.6%，歐元佔國際儲備的21.3%，日圓佔國際儲備的5.7%，英鎊佔國際儲備的4.9%，人民幣佔國際儲備的2.9%。

從國際貨幣演變的歷程看，英鎊是人類歷史上第一個國際貨幣，但其背景是金本位，與其說是英鎊國際化，不如說是黃金作為天然的貨幣，通過英鎊這一形式體現其國際化，其根基是英國當時舉足輕重的經濟實力，各國普遍相信持有英鎊可以直接兌換成黃金，因此，英鎊的國際化基礎是黃金。

美元取代英鎊後，初期是金匯兌本位制，基礎是1盎司的黃金可以兌換成35美元的保證，反過來也是同樣，只要拿35美元就可以去換1盎司黃金，這是布雷頓森林體系的重要基礎，因此，美元初期是金匯兌本位下的國際化，美元也是靠著黃金的支持奠定了它的儲備貨幣地位。1971年出現尼克森衝擊，表明美國的經濟實力和金融市場的調控能力，使其可以擺脫黃金，進入信用貨幣支持美元儲備貨幣地位時期。現在看，在擺脫了黃金儲備的約束之後，美元的國際儲備貨幣地位並沒有削減，而是實現了從量到質的跨越。

歐元國際化從主要資料看通常居於全球第二位，但其與美元的差距較大。從主要國際化幾個指標來看，歐元低於美元的二分之一，有的甚至是三分之一的位置，顯然，歐元作為第二大國際儲備貨幣，其實力遠遠落後於美元，缺乏跟美元獨大抗衡的能力。其原因一方面歐元是全球第一個超主權貨幣，是一個區域的組合性貨幣，它的國際化是通過把幾個成員國貨幣的國際化加總形成的，核心是德國馬克的使用。一個組合型的貨幣始終面臨內在缺陷，大家對它的信任也時有波動。在歐債危機時期，國際上有一些輿論擔心歐元區解體，歐元區的貨幣一體化有金融一體化支持，但缺乏財政一體化的支撐，歐元區經濟整合有待繼續提升，這是歐元國際化的本質性障礙。

日圓國際化靠政策推動和當年全球領先的貿易實力，90年代，日本成立專門機構遊說各國使用日圓。近年重點推動日圓在亞洲區域和東盟的使用，儘管日圓佔比在百分之五上下，但日圓在東盟區域的國際化程度比較穩定。

國際貨幣基金組織最近發佈的特別提款權（SDR）籃子貨幣構成顯示，從總量上看，美元主導的格局在短期內沒有出現變化。但從增量來看，在SDR籃子的五個貨幣，美元和人民幣的佔比在上升，歐元、日圓、英鎊佔比都有所下降，下降幅度不等。

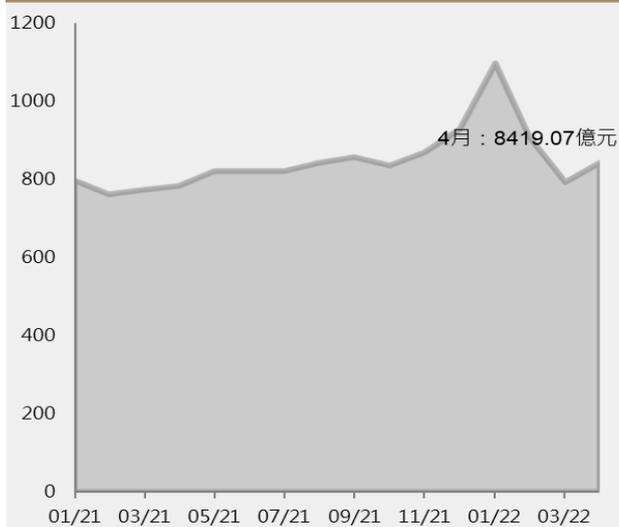
整體來說，從增量上看，在特別提款權的籃子中已經開始出現美元和人民幣兩大貨幣主導的新局面，亦可能代表未來信用貨幣國際化的新格局。





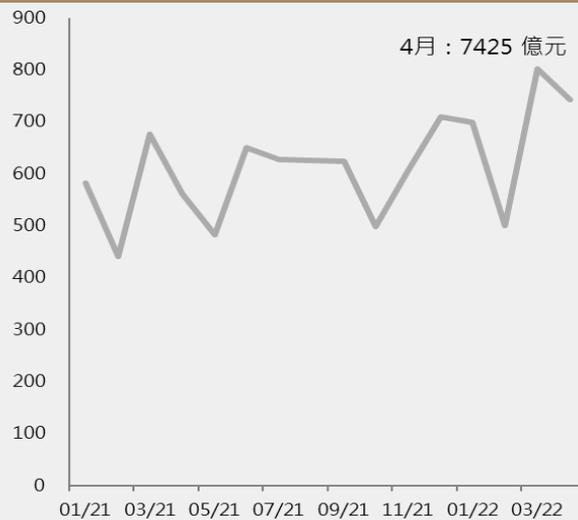
主要指標

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)



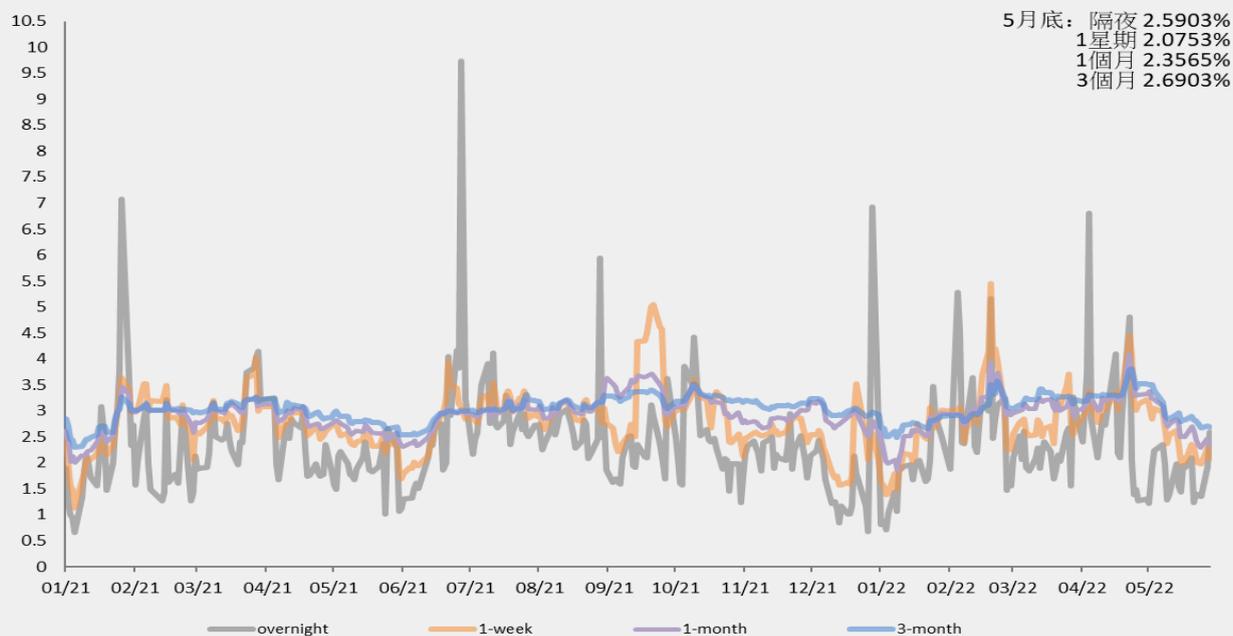
資料來源：香港金管局

離岸人民幣(CNH)及在岸人民幣(CNY)兌美元匯率



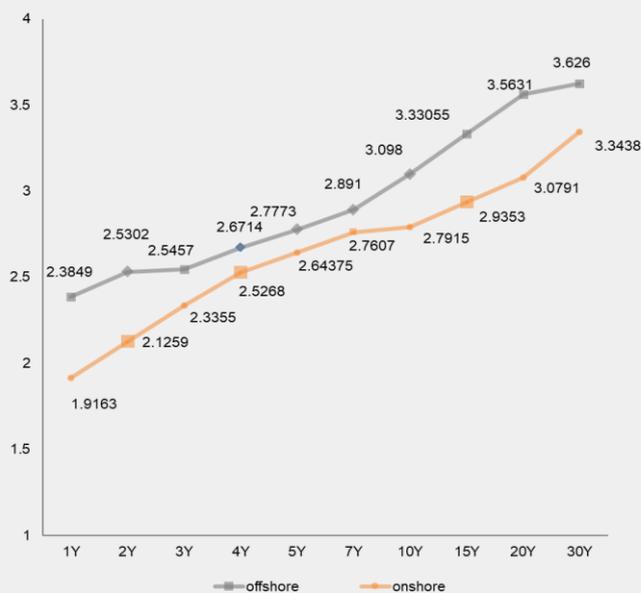
資料來源：彭博

離岸人民幣拆息定價 (%)



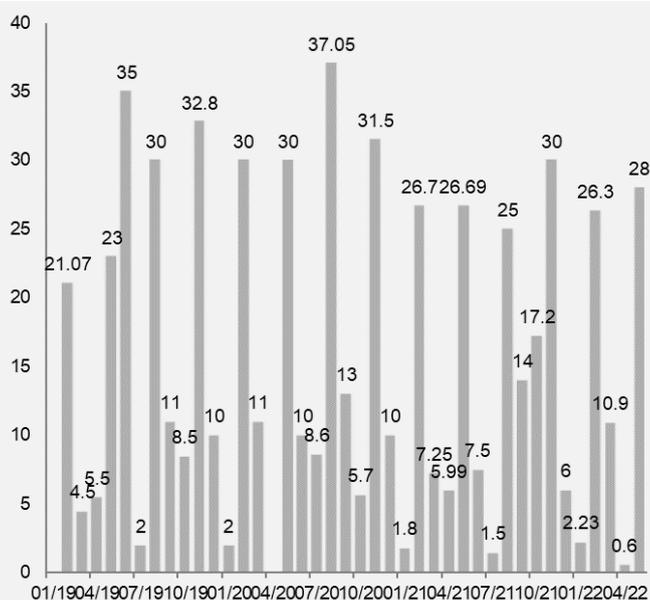
資料來源：彭博

離岸及在岸人民幣國債收益率曲線 (% , 2022年5月31日)

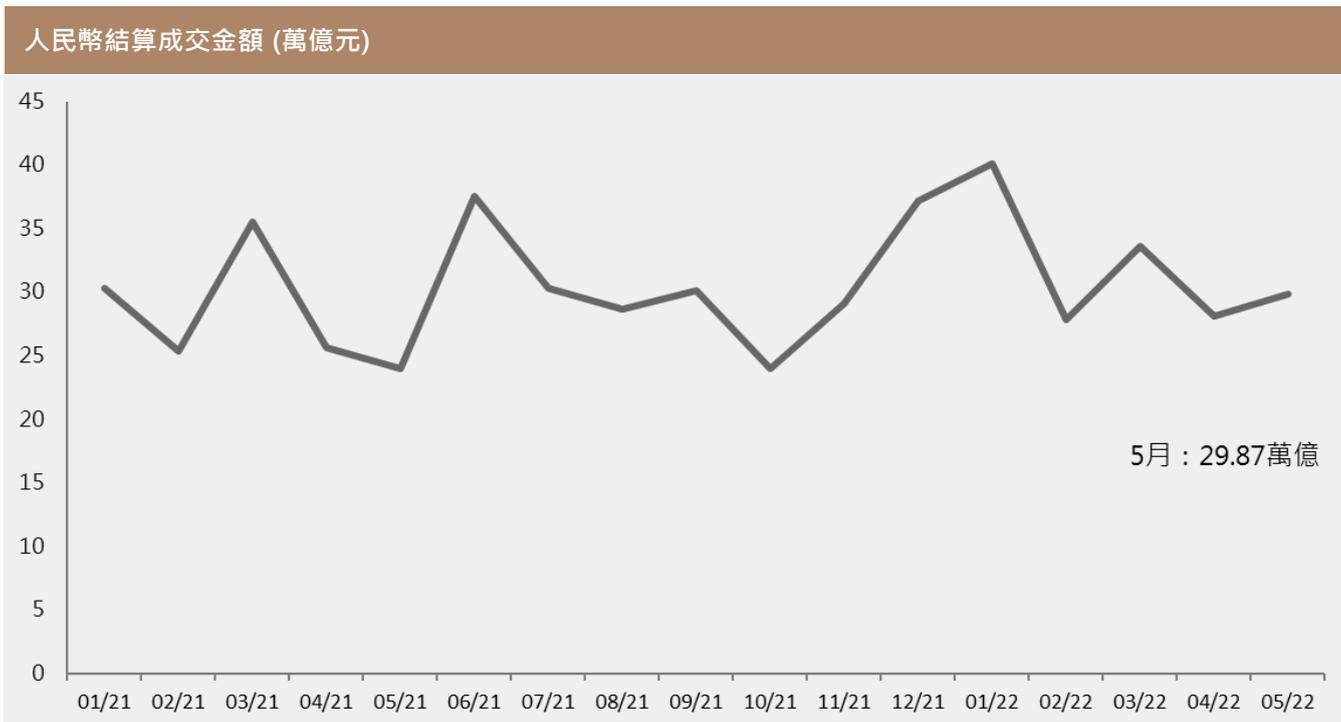


資料來源：彭博

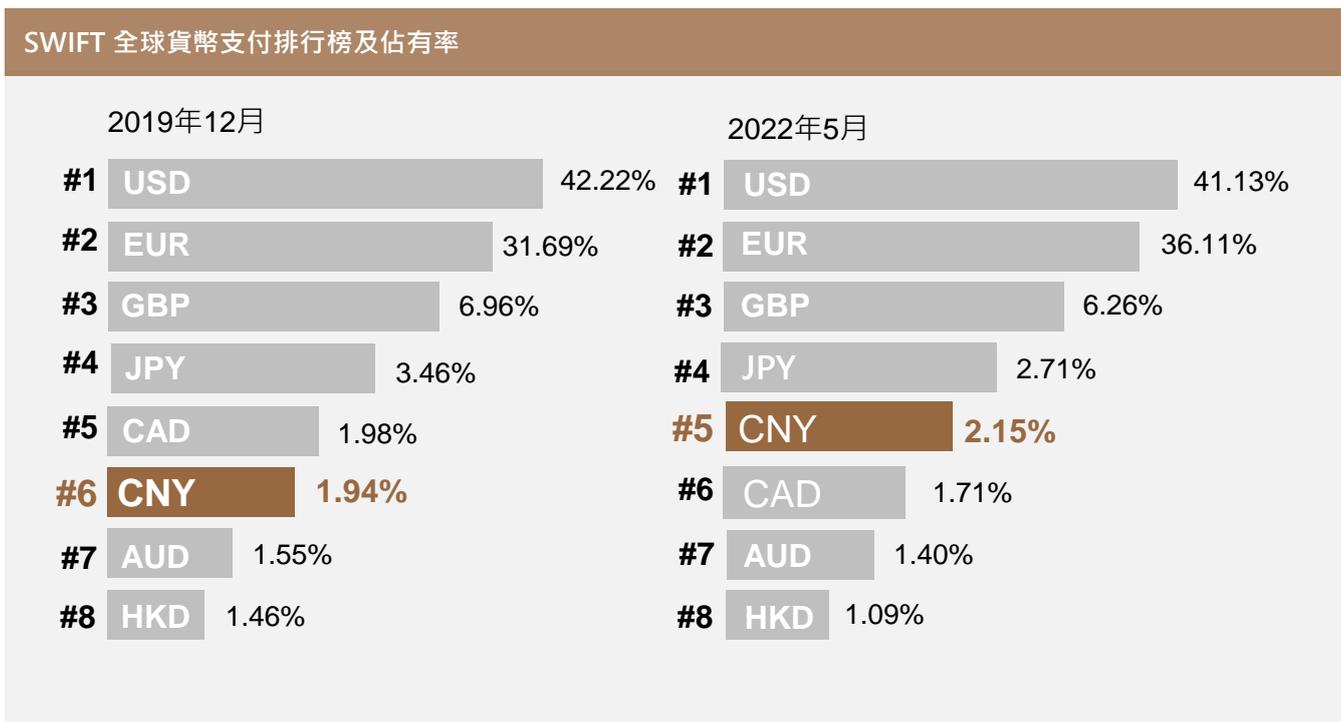
香港離岸人民幣債券發行量 (十億元)



資料來源：中銀香港全球市場估計



資料來源：香港銀行同業結算



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。