

香港人民幣拆息為何大幅波動？

2016年1月12日，香港人民幣隔夜拆息定盤價（CNH HIBOR Fixing）飆升至歷史最高的 66.815%，其後迅速回落至 2%以下的水平並持續了一個月的時間；在 2月19日前後經歷了 5-6 天的走升、最高至 9.265%後，又回復平穩至今。為何香港人民幣拆息呈現如此大的波動性？本文將對此進行分析。

一、 香港人民幣拆借業務發展由來

香港銀行間的人民幣拆借業務始於 2009 年 7 月跨境貿易人民幣結算政策，清算行可為參加行辦理拆借。雖然當時香港的人民幣存款總額不足 600 億，但由於參加行人民幣資金除了投資尚處於起步階段的點心債市場之外，並沒有其他用途，主要存放於清算行賬戶，因此參加行並不缺人民幣流動性，只有零星的拆借交易發生。

2010 年 7 月金管局公佈新的清算協議，參加行之間可以按照香港常用的銀行慣例與規定辦理本地人民幣業務。拆借由清算行和參加行之間擴展到參加行之間相互拆借。參加行也開始為企業客戶發放人民幣貸款，隨著點心債市場的成長和三類機構（境外中央銀行或貨幣當局、境外人民幣清算行和境外參加行）投資境內銀行間債券市場政策的開放，境外人民幣資金出路逐漸增加。同時，香港金管局也逐漸放開直至 2013 年 4 月取消對參加行人民幣資金特別的流動性監管要求，參加行可按與其他貨幣相同的方式自由使用人民幣資金，可自行決定在清算行的留存結餘。香港銀行間人民幣拆借市場逐漸成長起來。香港財資市場公會 TMA 從 2013 年 6 月 24 日開始，每個工作日發布隔夜至一年期的人民幣香港銀行同業拆息定價（CNH HIBOR Fixing）。

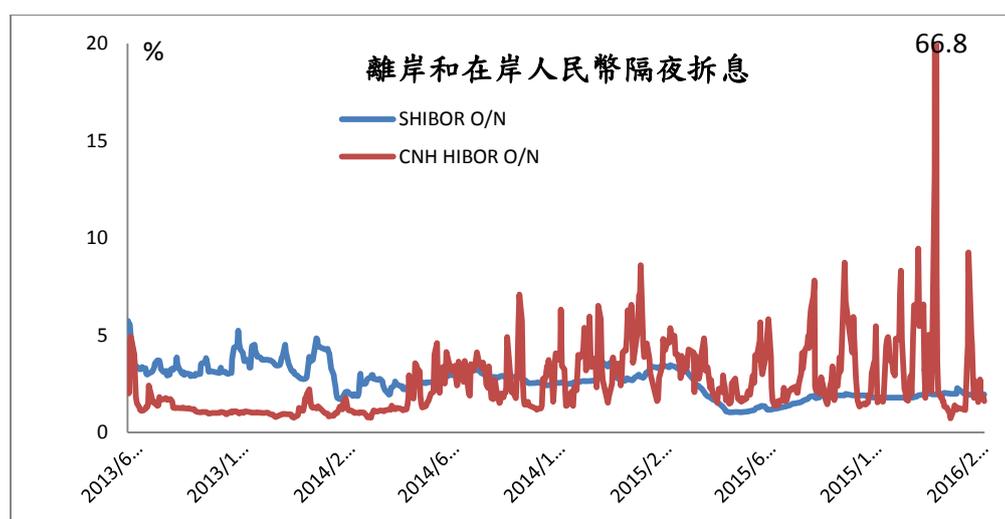
香港銀行間拆借市場是 OTC 交易，沒有官方或權威機構統計和發布交易量數據。目前僅有記錄可查的是 2013 年香港財資市場公會公佈的數據：2013 年 4 月人民幣拆借每月成交量約 230 億美元（日均約 12 億美元），人民幣拆借量與港元拆借量比較，由 2011 年 9 月時 5%顯著增至 2013 年的 45%。由於港幣的拆借量相對比較穩定，可以

推算人民幣拆借量在 2011 年 9 月至 2013 年 4 月期間增長了 8~9 倍。隨著離岸人民幣市場規模的擴大和業務內涵日漸豐富，拆借業務量總體上呈快速增長態勢。估算 2015 年日均交易量已達到約 80 億美元的規模，其中約 8 成是隔夜交易。

與內地市場相似的是，拆借並非香港銀行間獲取人民幣流動性的最主要渠道。內地銀行同業主要通過回購獲取流動性，2015 年內地銀行間市場拆借交易額 5.7 萬億人民幣，回購交易額（質押式+買斷式）47.6 萬億人民幣，是拆借的 8 倍多。原因在於有抵押的回購交易比信用拆借更少佔用同業額度，而且內地有較成熟的銀行間債券市場。在香港市場，人民幣外匯交易較債券交易活躍，銀行間主要以美元和人民幣掉期（swap）獲取人民幣流動性，交易量數倍於拆借。由於 swap 隱含利率與拆息基本相同，且拆息有 CNH HIBOR Fixing 的“官方”數據可供查詢，因此本文以拆息來分析香港銀行間的人民幣利率變動。

二、 引起香港人民幣拆息波動的主要因素

對比離岸和在岸拆息，我們發現，在拆借業務開始後很長一段時期，香港市場的人民幣拆息波動性較小，且價格水平低於內地拆息。變化出現在 2014 年 5 月之後，香港市場的人民幣拆息不再跟隨內地市場，波動幅度明顯加大。

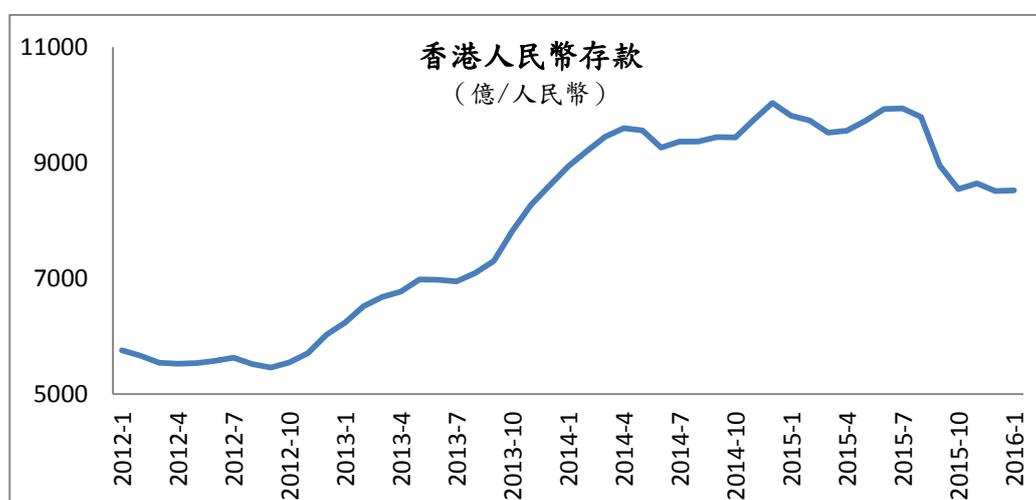


資料來源：路透

香港人民幣拆息走勢發生變化是以下幾個方面因素綜合作用的結果：

1. 人民幣存款增速迎來拐點，資金池規模出現階段性萎縮。

人民幣匯率在 2014 年 2-4 月間呈貶值走勢，受此影響，香港人民幣存款餘額由 2014 年 4 月底的 9599 億元，下跌到 5 月底的 9558、6 月底 9259 億元。其後人民幣匯率結束了單邊升值的走勢，或雙向波動、或階段性貶值。相應的，香港的人民幣存款也不再保持一貫的較快增長勢頭，增速減緩，亦出現階段性的負增長。一些跨境互聯互通項目的實施，也帶動了資金在兩地間的流動。以 2014 年開通的滬港通為例，在開通初期，北上投資滬股的熱情明顯高於南下投資港股，通過此渠道，最高峰時累計有近 830 億人民幣淨流入內地。人民幣資金面開始趨緊，香港的銀行業也開始以超過 3 厘的高息爭搶人民幣存款，銀行的資金成本因而節節攀升。



資料來源：香港金管局

2. 資金用途增加，銀行體系結餘資金減少。

在資金面趨緊的同時，人民幣資金的投放渠道越來越多：人行不斷開放境外機構投資境內債券市場的政策限制；2014 年點心債的發行量達到歷史最高的 2018 億元，是 2013 年發行量的 1.73 倍；人民幣貸款加快增長，餘額由 2013 年底的 1156 億元增加到 2014 年底的 1876 億元、2015 年 11 月底的 2976 億元，而之前年度人民幣貸款餘額增長從未超過 500 億元。在資金使用渠道越多、越自由的情況下，銀行為達到收益最大化，保留的結餘資金也越少，出現短期資金缺口的機會也越大，對拆借資金的需求增加，引起拆息的波動性。

3. 人民幣清算量快速增長，銀行流動性管理難度增加。

伴隨着離岸人民幣各項業務的發展，人民幣 RTGS 系統清算量一直保持較快的增長速度，2013 年月均清算量 6.7 億元人民幣，2014

年月均 14.2 億元人民幣，上升了一個數量級，2015 年進一步增加到 18.2 億/月。以金額計，人民幣 RTGS 清算量已超過港幣 RTGS 月均約 14 億元人民幣的水平。清算量快速增長而銀行體系結餘的人民幣流動資金沒有相應提升，增加了銀行流動性管理難度和複雜性。

4. 市場心理變化和恐慌情緒傳染

香港人民幣拆借市場有兩個特點：一是資金分佈不均，人民幣資金主要集中在幾家大行，有能力拆出資金的銀行不多，眾多中小銀行主要扮演資金需求方的角色；二是 OTC 交易機制下任何一家銀行都不掌握市場整體情況，信息不對稱容易產生市場誤判。因此，我們常常能看到這樣的情形：一、兩家銀行經過幾輪詢價未找到資金來源後，大幅提高報價，引起其他銀行的連鎖反應，造成市場情緒傳染和莫名恐慌；當有銀行拆出資金後，拆息顯著下降。所以市場上常出現拆息上午飆升、下午回落的情景。

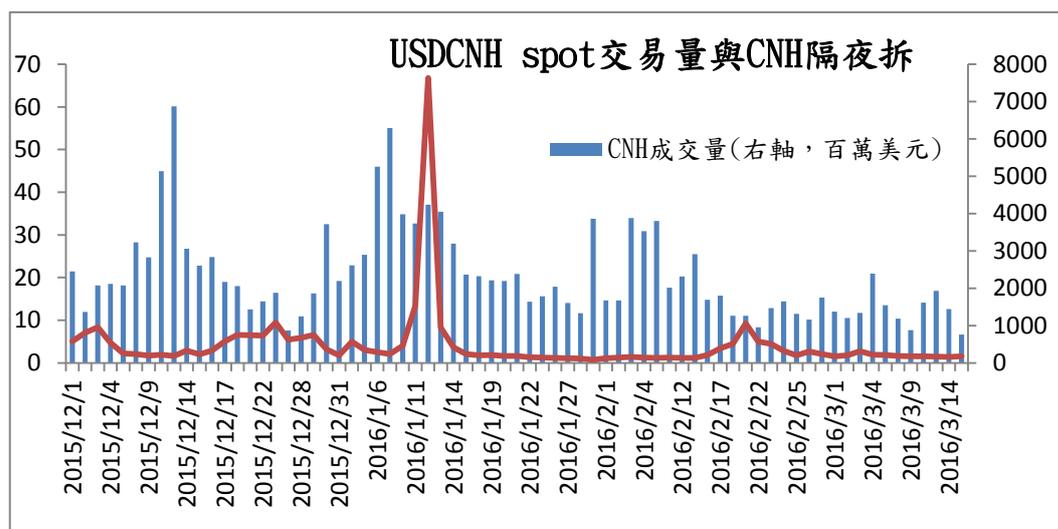
三、細解 2016 年拆息變化

2016 年以來香港市場人民幣拆息的變化，既有上述幾方面的因素，也有一些特殊背景。首先是資金池進一步收縮。2016 年 1 月香港人民幣存款比 2015 年 8 月份匯改之前跌去 1420 億，金管局表示，部分銀行的人民幣存款在 2016 年 2 月更錄得“較顯著的跌幅”。同時，人行自 2015 年 12 月陸續採取措施嚴控境內資金流出，離岸市場失去了原有的流動性補充渠道。市場傳言，人民銀行在離岸買入人民幣，通過抽乾離岸流動性，增加沽空成本，打擊人民幣空頭。各種因素累積的結果在 1 月 12 日集中爆發，隔夜拆息定盤價飆升至 66.8 厘、實際成交有超過 100 厘的情況。

為應對 1 月 12 日的市場變化，香港的銀行通過各種渠道調集流動資金，隨後三天的隔夜拆息快速回落（8.31%、3.6%、2.1%）。1 月 17 日人行公佈將對境外人民幣同業存款征收存款準備金，境外銀行大量從境內抽調資金出境。因此，雖然 1 月 25 日徵收準備金凍結了一部分資金，但市場上的人民幣流動性卻較之前充裕，拆借交易開始趨向淡靜。春節過後，1 月 12 日拆息飆升和準備金政策的影響減弱，加之對資金收益的要求，之前調出的資金逐漸回歸正常用途，但拆借交易量仍較少，除了 2 月 20 日前後的波動外，拆息大體保持平穩。

1 月 12 日和 2 月 20 日前後人民幣拆息的兩次波動，可能與 CNH 外匯交易量變化帶來的資金交割有關。標準的外匯即期交易（spot）

是 T+2 交割，即 T 日成交，2 個工作日後交割資金。參照路透提供的 USDCNH 即期交易數據¹，我們觀察到，1 月 6-7 日 USDCNH 成交量較之前大幅增加，人民幣賣出方需要在 1 月 8 日和 11 日交割資金（1 月 9 日和 10 日非工作日），相應的隔夜 CNH 拆息在 1 月 8 日由前一日的 2.1% 上漲到 4.0%，11 日拉高到 13.396%，是 12 日市場行情的前奏。同樣的，春節假期前後至 2 月 15 日 USDCNH 交易量較大，多日資金交割累積的結果帶來 CNH 拆息自 2 月 17 日開始攀升，並在 19 日達到 9.265%。之後，USDCNH 即期交易轉淡，拆息回穩。



資料來源：路透

2014 年 5 月之後香港人民幣拆息波動，既緣於資金池總體規模不足，也是市場各項交易活躍度提升，對人民幣資金需求增加的反應。而當前拆息保持平穩狀態的背後是市場各項交易趨向淡靜。從這個意義上說，拆息的“適當”波動是離岸市場發展狀態的正面信號。觀察離岸人民幣市場的發展走向，除了關注匯率之外，拆息（利率）的走勢變化也是一項重要指標。

¹ 路透的 USDCNH 即期交易數據僅包含通過路透交易終端成交的業務量，並非市場全部成交量，但大致可以反映市場成交量走勢。