

2020 年 12 月 17 日

策略員 梁紹仁

策略員 張華琳

境內相對高息環境下的人民幣國際化發展要點

2008 年全球金融海嘯後，全球主要經濟體實施各類量化寬鬆貨幣政策手段用以刺激和支持經濟，甚至出現了負利率、資產負收益率。當前肆虐全球的新冠疫情和經濟衰退進一步擴大和強化了這一趨勢，疫情後境外央行紛紛大幅放水，造成全球普遍低息環境。另一方面，中國是第一個從疫情中走出來的國家，隨著經濟復蘇，國內貨幣政策常態化回歸，人民幣利率匯率保持相對穩定。在境外極端低息背景下，境內市場現處於相對高息的利率環境。

本文主要討論境內相對高息環境下會對人民幣國際化產生哪些積極影響及可能出現的問題，並對如何利用這個窗口期更好地全面推進人民幣作為國際貨幣的地位，同時平衡風險提出了一點建議。

一、背景

1、環球低息環境常態化

低息環境始於次貸危機：美聯儲在 2007 年 9 月至 2008 年 12 月間不同幅度地降息 10 次，到 2008 年 12 月，聯邦基金利率目標區間降至 0% 至 0.25%，並持續長達 7 年之久。為了刺激經濟走出衰退，歐洲、日本等主要經濟體央行也陸續推出了大規模量化寬鬆政策，部分央行甚至實施了負利率。

2020 年，在新冠肺炎疫情的衝擊下，全球經濟跌入深度衰退。為應對疫情帶來的負面衝擊，全球大範圍的“降息潮”再起。美聯儲在 3 月大幅降息共 150 個基點，聯邦基金利率目標區間再度降至 0% 至 0.25%；歐洲以及日本央行維持負利率政策，負收益率債券規模也在不斷擴大；巴西以及南非等新興市場經濟體央行也開啟了降息模式。如今，超低利率政策已從「金融危機時的非常規手段」演變成了「席捲全球的常態化措施」，全球已步入低利率時代。

事實上，全球金融市場環境已發生深刻變化。主要發達經濟體長年以來債務負擔日益沉重，依靠低利率延緩或緩解債務危機。此外，

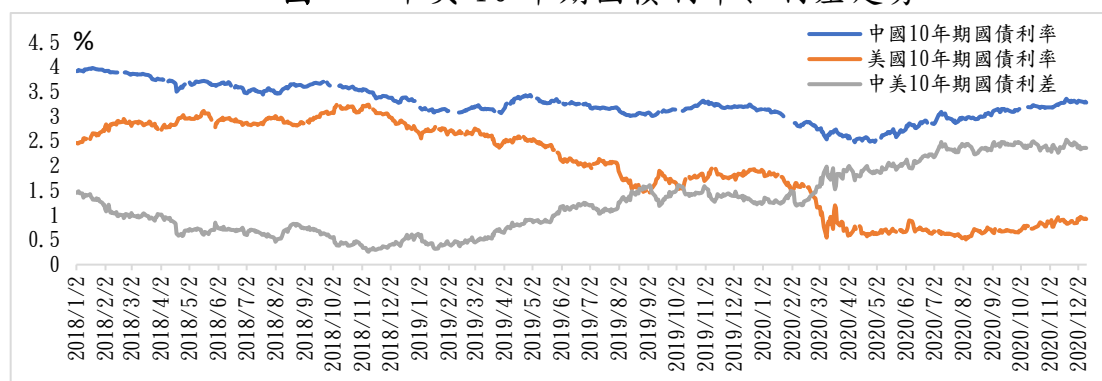
全球經濟潛在增長率下降、收入差距擴大、人口老齡化以及產業結構失衡等長期結構性因素也成為全球低利率的重要原因。從美聯儲及歐洲央行等近期的表態來看，全球經濟“低增長、低通脹、低利率”的狀態在今後可預見的一段時間內將難以逆轉。

2、今年中美利差持續走闊

中美經濟修復週期、貨幣政策分化是今年中美利差不斷走闊的主要驅動力。中美利率快速分化始於今年5月，彼時國內疫情逐步得到控制，貨幣政策由寬鬆轉向中性，市場資金面收緊；而美、歐等經濟體疫情爆發，控制效果不佳，美聯儲實施快速降息和無上限量化寬鬆，推動中美利差一路走高。此外，近期信用債違約對債市產生負面影響，市場資金對債券配置偏好走弱，也驅動中國國債利率走高。

從圖一可見，第二季度以來中國十年期國債利率持續上行，美債收益率仍在低位徘徊。11月21日，中國十年期國債收益率為3.33%，美國十年期收益率為0.83%，當日中美十年期國債利差接近250個基點，達到歷史最大差。

圖一：中美10年期國債利率、利差走勢



資料來源：彭博、中國銀行香港金融研究院整理

然而，新冠疫情這一“黑天鵝”引發的經濟衰退悲觀情緒已被市場消化。隨著美國大選結果快將落定、疫苗研發等利好短期推高美債收益率，美國失業率的下降削弱美聯儲進一步寬鬆預期，加上國債等利率債收益率上行空間有限，中美長端利差在目前高位的基礎上，繼續走闊的可能性不大。

二、境內相對高息環境為人民幣國際化帶來的機遇及潛在問題

近期，央行等金融監管部門負責人密集發聲，透露了新一輪金融文章觀點，僅代表作者個人意見

開放的思路和方向。“十四五”規劃提出，“穩慎推進人民幣國際化”。中國人民銀行行長易綱在第二屆外灘金融峰會上表示，下一步將統籌推進金融服務業開放、匯率形成機制改革和人民幣國際化，即持續提高資本市場雙向開放程度，增強人民幣匯率彈性，人民幣國際化堅持市場主導。在當前境內相對高息環境下，如何更好地實現上述長遠發展目標，有哪些潛在風險需要平衡和規避是值得我們接下來思考和探討的問題。

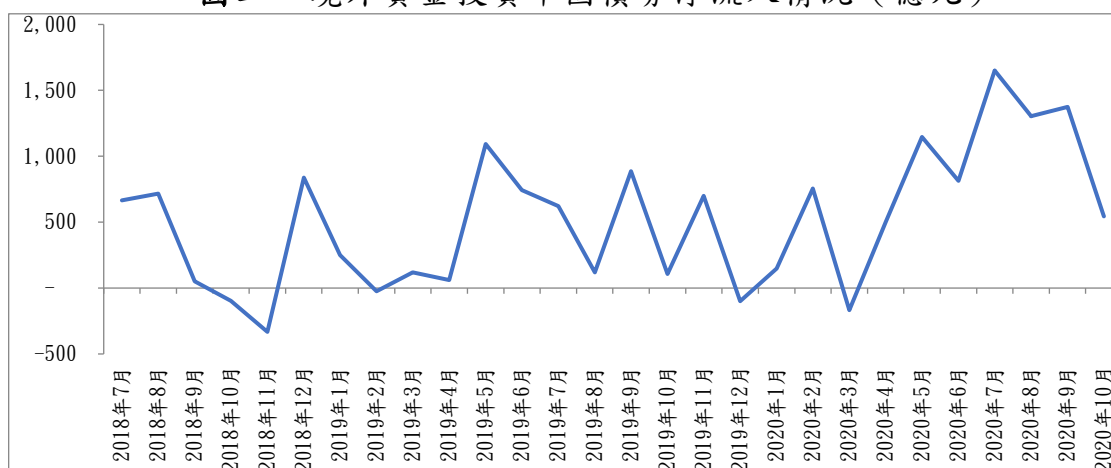
（一）機遇

隨著全球經濟增長前景低迷，投資者擔憂情緒日益加重，全球債券收益率水準不斷下降，負收益率債券規模繼續擴大。目前，大部分歐洲國家的10年期國債已跌入負值區間。截至12月9日，僅有西班牙、義大利和希臘成為歐元區仍能提供正收益率基準國債的國家。洲際交易所（ICE）的資料顯示，截至6月30日，全球債券市場中約86%的債券收益率不超過2%，60%以上的債券收益率不足1%。

受低利率的政策大環境影響，除了傳統避險資產，投資者也會將目光轉向相對較高收益的中國債券。據彭博報道，11月5日，在彭博巴克萊全球綜合指數中，人民幣在前10大貨幣的債券中，中國債券的收益率高達3.3%，遠遠高於其餘9種貨幣債券。成長性和多元化也使得中國市場對全球配置充滿吸引力。

從今年市場情況看，中美利差走闊直接刺激了資金流入境內市場。由圖一和圖二可見，境外資金投資中國債券淨流入區間與中美利差走闊區間基本重合。2019年中美利率分化開始，境外投資中國債券市場資金基本保持淨流入狀態，當年中國國際收支表中證券投資項下債券細項的外國資金淨流入規模為1025億美元。今年5月份以來，中美10年期國債收益率之間息差超過200個基點，境外投資債券市場資金單月淨流入數次超過千億元，有呈常態化的趨勢。

圖二：境外資金投資中國債券淨流入情況（億元）



資料來源：彭博、中國銀行香港金融研究院整理

外資流入同時利好人民幣升值。11月以來，人民幣匯率創年內新高，進一步推升海外資本大幅增加持有人民幣債券的熱情。尤其是美元指數跌至過去兩年半以來最低點，不少機構將人民幣債券視為對沖美元貶值風險的重要工具。

為對抗疫情造成的負面衝擊，中國政府陸續發行較大規模的特別國債與地方政府專項債，增加了中國債券市場上優質資產的供給。中美利差走闊，中國低風險的利率債對境外投資者具有很大吸引力。有外資投行預測，到2020年年底，外國持有的中國政府債券可能會超過市場總額的10%。預計未來幾年，外國投資者持有的中國債券規模將會持續高速增長。

境內相對高息環境有助於推進資本市場雙向開放和人民幣國際化。相比股市，債券市場可以吸引國外中長期的資金，而不是“熱錢”，受國際上“風吹草動”的影響更小。吸引境外投資者投資人民幣計價的股票和債券，相當於增強了人民幣的購買力，有利於提升人民幣的計價功能。此外，政策上跨境貿易人民幣結算已全面放開，然而實際上貿易使用人民幣的比重仍然偏低，2019年為19%，與歐元區及日本4成及3成左右的本幣結算比重仍有一定差距。目前境內的相對高息環境，加上人民幣匯率穩定預期，有助於東盟、一帶一路沿線等人民幣需求多源自實體經濟活動的地區在跨境交往中更有意願使用人民幣進行計價與結算。同時，人民幣計價金融產品的輸出鼓勵人民幣境外使用者增持人民幣計價金融資產，培養使用粘性更高的境外人民幣用戶，有利於人民幣在境外地區長期使用及沉澱。

(二) 潛在問題

1、人民幣資金淨流入或抽緊境外人民幣流動性，增加人民幣融資成本

中美利差走闊，導致境外人民幣資金長期持續流入境內，或抽緊境外人民幣流動性，令境外人民幣融資成本上升。由圖三可見，自 5 月開始，3 個月 CNH HIBOR 一直呈震盪上行態勢。



資料來源：彭博、中國銀行香港金融研究院整理

對於不同企業、機構來說，亦有差別影響。舉例如下：

- 對境外大型機構投資者來說，本身有人民幣資產收益或持有人民幣頭寸，貸款需求不大，受影響程度較小。
- 對沒有人民幣收入/頭寸的境外客戶來說，支付人民幣或投資境內需要直接借人民幣，或以美元融資配以人民幣掉期交易，將會比較直接承受人民幣融資成本上升的衝擊，受影響程度較大。
- 對“走出去”企業來說，境內企業從境外貸美元，成本除利息外，還包括鎖匯成本、擔保成本、稅務及時間成本等；在境內以人民幣融資並配以美元掉期交易，如果掉期價格配合，反而可以降低成本。

高息環境下境內人民幣資產回報高，吸引人民幣流入境內，導致境外人民幣流動性趨緊，離岸人民幣利率上行，負債成本有所提高。目前企業從境外融入人民幣成本已經高於境內，若無法適當拓寬人民幣流出渠道或增加人民幣在離岸市場的使用和有效沉澱來充實境外人民幣流動性，將對整體離岸人民幣市場健康發展較為不利，進而影響

人民幣國際化穩健發展的步伐。

2、人民幣資金持續淨流入或增加境內金融資產風險

中美利差走闊，另一影響就是帶來套利資本的跨國流動。目前，境外人民幣資產市場尚未成熟，境內金融市場股票和債券已成境外投資主體增配人民幣資產的主要品種。利用中美利差及人民幣穩定升值預期到境內進行套利，即期兌換人民幣作短暫投資擺佈。在全球大放水以後，跨境資本流量增加在所難免，在匯率穩定和疫情受控時更是如此。

從歷史經驗來看，外資持續流入最大的風險就是避實向虛，過於推高流入國內金融資產價格，以至於陷入金融泡沫。2010 年至 2015 年期間，中美利差整體處於高位水準，曾四次發出高位信號。此期間美國受歐債危機等因素影響，經濟下行，中美利差走闊，大量“熱錢”湧入國內市場，對貨幣政策形成制約。

中國股市當前的估值相對國際處於較低水準，加上國內嚴格去杠桿的監管環境下，國內資本帳戶監管也較為嚴格，‘熱錢’大舉湧入渠道有限。但仍需保持警惕，防範面臨資本流入，人民幣匯率升值過快，境內金融資產價格推高，帶來不理想的通貨膨脹，增加金融資產相關風險。

3、若利差收窄壓力加大，或引起外資加速流出

2015 年 8.11 事件中國股市大幅震盪，數千億美元的大規模資本外流，導致人民幣大幅貶值，境外人民幣資金池萎縮。雖然採取多種措施後匯率回穩，但市場對人民幣信心受到打擊，境外人民幣資金池仍未回復到之前的水準。以香港為例，人民幣存款量在 2014 年底高峰期超過一萬億元，2017 年跌至約 5 千億元，其後緩慢回升至目前的約 6800 億元，但與 2014 年比還有一定距離。

目前，資金淨流入的情況與 2015 年相反，但仍需要密切監測，做好風險管理，避免資金流大幅轉向時市場震盪的情況再次發生。若美國國債利率攀升，中美利差加速收窄，靠利差優勢吸引海外機構加倉人民幣資產優勢不再，外資機構購入人民幣債券的規模有可能減少，投資股市的熱情亦會受到打擊，轉投境外投資其他資產。值得一提的是，現有股票通和債券通機制並不限制投資者每日賣出的規模，一旦利率環境改變，資金流出有可能數量較龐大且速度快。以上情況或將

導致人民幣貶值壓力加大，進一步驅動跨境資金流出。

當然，利差影響跨境資金的流動，但並不是唯一因素。相對穩健的經濟基本面、依然較高的綜合投資收益、逐步提升的人民幣資產配置需求等因素，會對中國跨境資本流動產生更加重要和長期的影響。當前，國內經濟平穩復蘇，人民幣相對穩定且處於較高幣值階段，中國股票和債券均被納入全球基準指數，但外資持有比例只有 2%-4% 的水準，人民幣資產在國際資本投資中還屬於低配階段。基於上述原因，即使未來中美利差有所收窄，對於外資仍有相當吸引力。相比 2015 年，未來再出現極端情況的機會應大為減小。

三、初步建議

3 月以來，國際金融市場劇烈波動，全球利率走低。相較之下，中國經濟的韌性、貨幣政策與人民幣匯率的穩定性更加突出。增長優勢與利差疊加，中國資本市場吸引大量境外資金湧入。在此背景下，建議從**拓寬跨境人民幣資金渠道、完善離岸人民幣財資產品配套、拓寬離岸央票功能**三方面入手，把握高息環境下帶來的機遇，同時維護跨境資金流動基本平衡，構建金融市場雙向開放新格局，推進人民幣國際化穩步向前發展。

（一）拓展人民幣資金流出渠道，促進跨境資金流動平衡

高息環境將帶動債券通、滬深港通等互聯互通渠道的需求及使用。因此，需持續整合現有互聯互通渠道，簡化完善現有規則機制，完善基礎設施及風險配套，便利境外投資者投資境內資本市場。另外，在吸引外資的同時，打通資金流出的渠道、平衡跨境資金流的需求逐漸顯現。建議可從以下幾種方式開拓放寬境內投資者投資海外渠道，維護跨境資金流動基本平衡。

1、推進落實債券通“南向通”

市場對於“南向通”的開通期待已久。債券通“北向通”開通已三年多，運行平穩高效，“債券通”開通和發展所需的結算、稅務、託管、評級等基礎設施亦在不斷完善，從技術對接角度“南向通”的條件更為成熟。

“南向通”有助於平衡資本市場外資持續淨流入局面。對於境內投資者而言，“南向通”有助於豐富境內投資標的，提高資產回報率。

目前境內機構投資者的境內資金可透過 QDII(合資格境內機構投資者)和 RQDII(人民幣合格境內機構投資者)計劃下的基金投資香港的債券市場，但不能自主選擇債券品種、類別，以及何時買入賣出。如債券通南向交易開通，“南向通”將允許境內投資者自主選擇多種具體的交易結算安排，構建便捷、可控的“走出去”通道，推動跨境資金流向朝“雙向波動、平衡健康”的方向發展。

“南向通”有助於推動離岸人民幣市場發展。首先，相較於股票市場、外匯市場，債券是香港金融市場的短板。而“南向通”會為香港債市帶來境內投資者及資金，有助於吸引企業在香港增加發行債券融資。其次，隨著流出資金經過在香港形成存量，對擴大離岸資金池、降低企業境外融資成本都有積極作用。第三，“南向通”可以引導境內資金去配置境外的人民幣債券，強化人民幣作為投資貨幣功能的活躍度，從而提升人民幣國際化水準。

業務機遇方面，除了戶口、存款及資金清算等爭取資金沉澱外，在外匯交易、託管業務、債券交易代理業務等方面銀行亦大有可為。建議金融機構積極獻言獻策，如設立通過香港銀行代理投資境外債券的交易模式、託管機制、外匯及利率風險和流動性管理安排，設計風險可控的業務模型供監管參考，推動機制早日落地。

2、優化現有互聯互通機制：放寬 QDII 政策、擴大試點區域

目前，境內企業和金融機構主要通過 QDII 渠道投資、配置境外資產，但受制於額度限制，一些投資配置需求未能滿足。建議根據市場的實際需求，穩步加大發放 QDII 額度力度，擴大合格境內有限合夥 (QDLP) / 投資企業 (QDIE) 試點規模，考慮新增具有資質的自由貿易區和二線主要城市作為 QDLP 試點，進一步滿足境內投資者全球配置資產的需求，既能緩解資金淨流入壓力，亦能令金融市場的雙向開放成為“雙循環”相互促進的紐帶。

3、研究落實跨境“理財通”項目

跨境理財通是大灣區的居民個人跨境投資大灣區銀行銷售的理財產品的雙向安排，促進實現更緊密的互聯互通，打開便捷的理財通道。南向通方面，基金行業預期，跨境理財通有望推動香港基金客戶數目增長十倍。

理財通的開通將為香港金融業界開拓巨大的客源和業務發展空間，

帶動產品銷售、資產管理、產品開發等整條金融產業鏈的發展。建議境外金融機構提前準備好項目的推出，做好系統測試及產品流程審核。針對跨境客戶特徵及需求偏好，研發提供更多具有大灣區特色的人民幣投資產品及服務選擇。同時，吸引國際金融機構在香港設立分支機構和投放更多資源，服務各類投資者，進一步鞏固香港國際金融中心和全球離岸人民幣業務樞紐的地位。

（二）優化離岸人民幣財資產品配套，完善人民幣市場建設

今年國際金融市場大幅震盪的大背景下，企業和投資者對於跨境資金管理、匯率和衍生品風險對沖的需求顯著增強。境內高息環境更增加了跨境投資活動，相信市場上對財資產品的需求將會繼續攀升。以此，目前境外人民幣財資產品和衍生品總類遠遠不能滿足客戶的實際需求，對人民幣在境外使用的進一步推廣形成一定阻礙。

以港交所為例：目前，其人民幣財資產品當中，主要針對的是人民幣匯率風險，市場參與者可選用美元、歐元、日元、澳元或印度盧比兌人民幣（香港）期貨、期權來對沖潛在的貨幣風險。人民幣利率產品選擇很少，亟待開發，某部分長年期產品甚至沒有開價的能力。今年9月，港交所宣佈再次引入3年前擱置的國債期貨合約試點計劃，也正是看到了潛在商機。建議根據市場需求，積極研究利率互換、遠期利率協定等利率財資產品，在適當時機逐步放寬到互聯互通項下，進一步完善離岸利率人民幣產品線。

境外金融機構方面，需增強現有離岸人民幣理財及投資產品服務的整體競爭力，包括定期存款、結構性定期存款、人民幣債券、人民幣證券及基金買賣等。在離岸發行更多以人民幣計價的各類金融產品，協助投資者在境外對其人民幣頭寸進行更有效管理，在不進入境內的情況下也能在當地投資、託管、結算符合當地投資法規的人民幣產品，繼而增加境外當地客戶中長期持有人民幣的意願，促進人民幣在境外留存沉澱，做大當地人民幣市場。

風險管理方面，為客戶提供更高質素財資配套服務、衍生產品和流動性保障，使投資者能更有效管理跨境投資所帶來的流動性及其他風險。例如，跨境企業在日常營運中遇到的人民幣與外幣資產負債及資金錯配情況，可為企業提供即期兌換、交割遠期交易、不交割遠期交易，以及交叉貨幣利率掉期等，如市場價格配合，既能管理匯率及利率風險，滿足日常結匯及用匯的需要之餘，更能節省綜合成本。另外，鼓勵“走出去”客戶全流程使用人民幣，拉動跨境投資人民幣結

算、融資需求。例如，營銷工程承包項目及中間代理商以人民幣採購境內設備及材料等。

（三）拓寬離岸央票功能，完善離岸人民幣孳息曲線

2018年11月以來，人行先後在香港發行了25期、3,150億元人民幣央行票據，在港發行央票已成常態，期限品種涵蓋1個月、3個月、6個月及1年。在高息環境資金呈淨流入態勢下，離岸央票作為人民幣回流機制，穩定人民幣匯率的政策效應將有所降低。建議研究拓寬央票功能，擴大使用範圍，例如：抵押品。2018年香港金管局將人民幣流動資金安排的合資格抵押品名單，擴大至包括由中國人民銀行在香港發行的人民幣票據，就是一個很好的範例。建議研究推動在港發行的人民幣央票在更多地域，特別是比較發達的離岸區域人民幣中心、和人行有貨幣互換協議或有人民幣清算行安排的國家和地區，在更多領域有進行交易使用的可能性。金融機構可配合提供相關的做市報價和交易結算服務，增加央票的認受性和使用程度。

除了發行央票給離岸人民幣短期利率樹立標杆外，也需要研究增加長期限的利率工具。目前財政部在香港持續發行人民幣國債，除此之外，建議鼓勵更多中資機構和企業到香港發較長期限的債券，例如：深圳在港先行先試發行離岸人民幣地方政府債券，有利於豐富境外市場人民幣投資產品系列和人民幣流動性管理工具，提供更加完整的基準孳息率曲線，為離岸人民幣資產定價、風險管理等提供重要的參考價值。