

## 研究報告

歡迎掃碼關注  
工銀亞洲研究



工銀亞洲東南亞研究中心

夏林峰 李盧霞  
黃斯佳 楊妍

## 哪些因素影響離岸人民幣資金價格 年內 CNH HIBOR 怎麼走？

### 閱讀摘要

自 2003 年跨境人民幣清算業務開通至今近 20 年，香港地區憑藉國際金融中心的優勢地位逐漸發展形成全球最大的離岸人民幣資金池。從國際收支平衡表的角度來看，香港離岸人民幣流動性的供應來自經常項目、資本項目以及境外存放的儲備資產三個渠道，並逐漸形成了政府和市場雙渠道的流動性調節機制；需求端離岸人民幣資金運用及回流渠道日益多元化。

從貨幣需求角度分析，影響離岸人民幣利率的因素主要來自中國經濟基本面、中美貨幣政策差異、中國金融政策調整幾個方面，具體包括人民幣跨境貿易結算量、美元利率（LIBOR）、在岸-離岸人民幣匯差（USDCNY-USDCNH）、人民幣匯率預期、外匯管理及相關金融政策調整等因素。

展望年內剩餘時間，預計：（1）離岸人民幣利率（CNH HIBOR）中樞逐漸下行，離-在岸利差（CNH HIBOR-SHIBOR）逐漸收窄，對各影響因素更敏感的短端利率回落速度更快；（2）離岸人民幣利率（CNH HIBOR）峰值或在二季度出現，超過本輪緊縮週期前期高點的概率較低，3 個月離-在岸利差（CNH HIBOR-SHIBOR）有時點性倒掛可能，但較長期限離岸人民幣資金價格大概率仍將持續高於在岸。

根據 VAR 模型預測，2023 年內 3M 和 12M 離岸人民幣利率（CNH HIBOR）最高升破 3.54%、4.08%，最低跌穿 1.4%、2.34% 的概率不足 5%，3M 和 12M 離-在岸人民幣利差（CNH HIBOR-SHIBOR）最高升破 1.2%、1.34%，最低跌穿-0.41%、0.21% 的概率不足 5%。

注：“工銀亞洲”是中國工商銀行（亞洲）有限公司的簡稱。

本報告的預測及建議只作為一般的市場評論，僅供參考，不構成任何投資建議。

本報告版權歸工銀亞洲東南亞研究中心所有，並保留一切法律權利。任何機構或個人未經授權，不得以任何形式修改、複製、刊登、引用或向其他人分發。

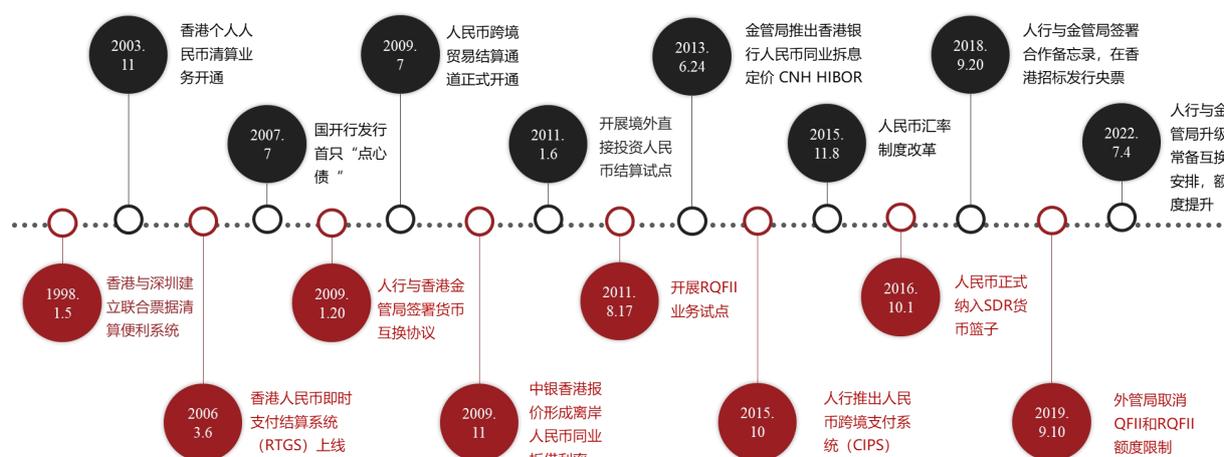
# 哪些因素影響離岸人民幣資金價格， 年內 CNH HIBOR 怎麼走？

## 一、香港離岸人民幣市場發展及離岸人民幣利率形成機制概述

### （一）香港已形成全球最大的離岸人民幣資金池，人民幣資金運用渠道日益多元化

香港已形成超萬億的離岸人民幣資金池。自 2003 年跨境人民幣清算業務開通至今已近 20 年，中國香港地區作為國際金融中心、依託內外互聯的區位優勢發展成為最重要的離岸人民幣市場，擁有最大的離岸人民幣資金池及多層次人民幣資本市場（見圖表 1），截至 2023 年 1 月，香港人民幣存款達到 8,373 億元<sup>1</sup>，2022 年初，香港人民幣存款規模時隔 8 年後再度突破萬億關口。離岸人民幣流動性合理充裕，是離岸人民幣資金價格和離岸人民幣金融資產定價的基礎。

圖表 1：香港離岸人民幣市場發展大事記

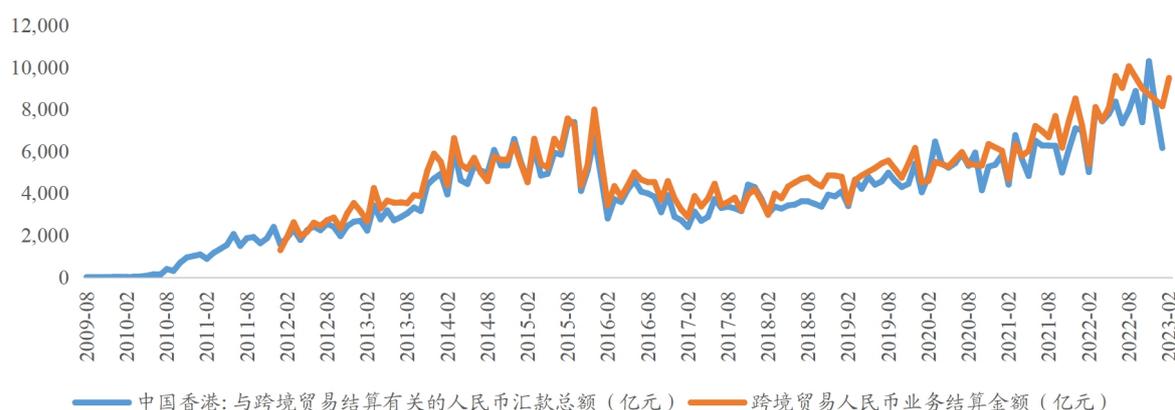


數據來源：《2022 年人民幣國際化報告》、香港金管局、工銀亞洲東南亞研究中心

<sup>1</sup> 未特殊說明，本文所用貨幣單位“元”均指人民幣。

從國際收支平衡表的角度來看，香港離岸人民幣流動性主要有三個來源。（1）經常項目：跨境貿易人民幣結算和個人攜帶現金和匯兌等分別是經常項目下由貨物貿易、服務貿易產生的人民幣資金來源。2009年兩地跨境貿易人民幣結算通道開啟，經常項目結算成為最重要的香港離岸人民幣資金來源。2022全年香港跨境貿易結算人民幣匯款總額為9.3萬億元，自2010年以來的年均複合增速高達31%，約占中國跨境貿易人民幣結算總額的9成（見圖表2），其中跨境貨物貿易占比約3/4，服務貿易及其他經常項目占1/4。

圖表 2：2009 年以來，人民幣跨境貿易結算匯款總額大幅增長



數據來源：WIND，工銀亞洲東南亞研究中心

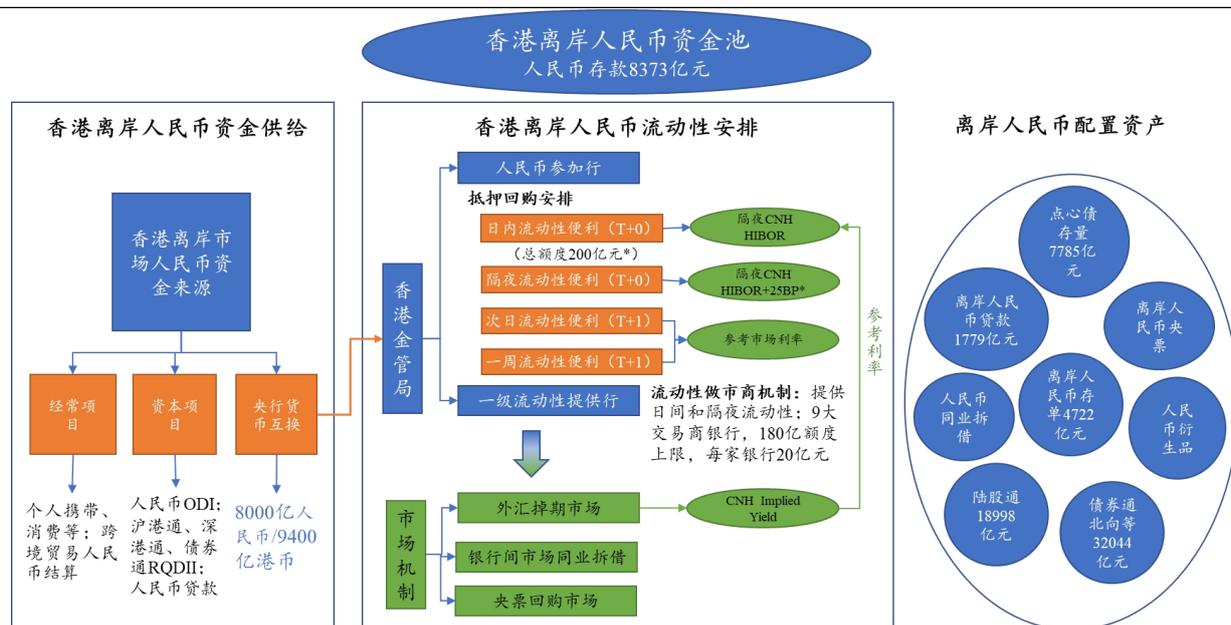
（2）資本項目：主要包括三個部分，一是依託兩地資本市場互聯互通機制下人民幣資金供給，包括人民幣合格境內投資者（RQDII）、合格境內有限合夥人（QDLP）<sup>2</sup>、港股通、債券南向通等；二是內地主體使用人民幣對香港實體進行直接投資；三是內地銀行業金融機構對境外提供的人民幣貸款。

<sup>2</sup> 即符合條件的投資管理機構(基金管理企業)經批准，在境內發起設立基金，面向境內投資者(合格境內有限合夥人)募集資金，並將募得資金購匯或直接以人民幣形式對境外投資標的進行投資。

(3) 儲備資產：主要包括人行與金管局人民幣貨幣互換協議下的人民幣資金流入以及其他國家央行存入香港的人民幣資金兩部分。2009年起人行與香港金管局建立貨幣互換安排，2022年7月正式升級為常備互換安排，總規模也經過3次擴容，從最初的2,000億人民幣/2,270億港幣增至8,000億人民幣/9,400億港幣。

離岸人民幣資金運用及回流渠道日益多元化。隨著離岸人民幣市場生態逐步發展完善，離岸人民幣的配置渠道日益多元化，涵蓋點心債、離岸人民幣貸款、離岸人民幣存單、互聯互通北向投資等（見圖表3）。

圖表3：香港離岸人民幣流動體系



數據來源：工銀亞洲東南亞研究中心

注：點心債、離岸人民幣同業存單餘額為2023年2月15日數據、陸股通為2023年3月28日數據，人民幣貸款為2022年9月數據，債券通北向為2023年2月的數據。

## (二) 政府和市場雙渠道的流動性調節及離岸人民幣利率定價機制逐步完善

伴隨離岸人民幣資金池持續擴容，香港本地逐漸發展形成政策和市場雙渠道的離岸人民幣流動性調節機制。自 2012 年起香港金管局與參知行<sup>3</sup>簽訂雙邊回購協議，為其提供短期人民幣流動性安排，包括翌日交收的 1 日及 1 星期回購協議和即日交收的隔夜和日間回購協議<sup>4</sup>；另外，為支持互聯互通機制開闢和擴容，自 2014 年起香港金管局還設立了人民幣流動性做市商機制，為指定的 9 家“一級流動性提供行”（Primary Liquidity Providers）提供各 20 億元的日間和隔夜回購協議安排。除政策機制外，短期流動性缺口亦可通過市場機制補足，目前最主要依賴美元兌人民幣外匯掉期交易機制，銀行間市場同業拆借、人民幣央票回購等多重渠道亦在不斷完善中。根據 BIS（國際清算銀行）的調查結果，2022 年 4 月香港市場上美元/人民幣外匯日均交易量達到 1,862 億美元<sup>5</sup>，其中美元/離岸人民幣占 93%，遠高於政策機制安排的限額。

流動性供需狀況是影響離岸人民幣資金價格的根本因素，流動性調節機制在平抑市場波動的同時也對短期市場價格產生一定影響。2009 年 11 月，中銀香港以 SHIBOR 為基準、結合香港人民幣資金供求狀況推出了香港銀行業同業人民幣拆息（CNY HIBOR）；此後 2013 年 6 月香港財資市場公會

<sup>3</sup> 參知行，即參與香港人民幣業務的認可機構，截至 2021 年 8 月末，共有 209 家參知行。

<sup>4</sup> 參知行與香港金管局簽訂雙邊回購協議，合格抵押品包括外匯基金票據及債券，香港特區政府債券，由內地人行、財政部、地方各級政府、政策性銀行在離岸市場發行的人民幣、美元、歐元債券。隔夜和日間流動性限額 200 億元，日間回購協議適用利率為最新公佈的三次隔夜 CNH HIBOR 均值，隔夜回購協議則在此基礎之上加點 25BP。

<sup>5</sup> 包括即期交易、單純遠期、外匯掉期、貨幣掉期及場外貨幣期權。

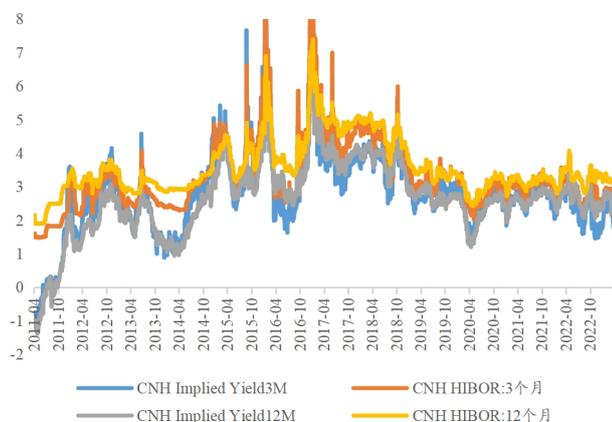
(TMA) 正式推出人民幣香港銀行同業拆息定價 (CNH HIBOR Fixing)，由 15-18 家活躍的人民幣參考銀行提供的報價計算而來<sup>6</sup>，是離岸人民幣的基準利率。進一步，由於外匯掉期市場發揮了重要的人民幣流動性樞紐作用，因而高頻且高度市場化的外匯掉期隱含利率 (CNH Implied Yield) 成為報價行提供報價的重要參考利率<sup>7</sup> (見圖表 4)，從數據檢驗結果看，CNH Implied Yield 是 CNH HIBOR 的 Granger 原因 (即外匯掉期隱含利率影響離岸人民幣利率走勢)。

離岸人民幣利率具有幾個典型特徵 (本報告所用離岸人民幣資金價格數據來自 TMA)：第一，國際金融市場衝擊及境外貨幣政策對離岸人民幣利率影響更大、利率波動性更大。人民幣和美元流動性同時影響外匯掉期交易，進而影響離岸人民幣利率。第二，流動性需求端對離岸人民幣利率的影響更大。在內地資本項目尚未完全開放背景下，短期內離岸人民幣流動性供給彈性較弱，需求端變動對離岸人民幣利率振幅影響更大 (見圖表 5)。第三，人行貨幣政策對離岸人民幣利率的影響弱於在岸市場。離岸人民幣利率與基準利率的相關性不及在岸市場，也不及美元 LIBOR 和聯邦基金利率的關聯度 (見圖表 6-7)。

<sup>6</sup> 目前報價行的數量是 17 家 (2022. 10. 1-2023. 9. 30 期間)，各家報價行於工作日 11 點前提供報價，刪除最高和最低的三個報價，計算平均值後確定當日 CNH HIBOR，有 0/N, 1W, 2W, 1M, 2M, 3M, 6M 和 12M 共 8 個期限的報價。

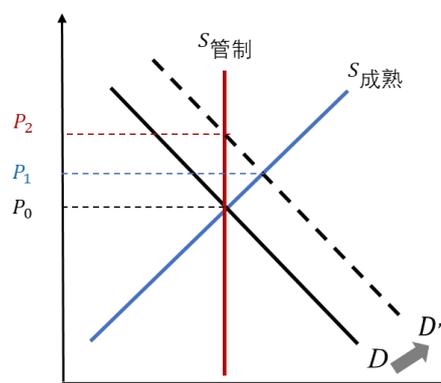
<sup>7</sup> 根據拋補利率評價理論  $(1 + r_{CNH}) = \frac{F_t}{S_t} (1 + r_{USD})$ ，則外匯掉期隱含利率  $CNH\ Implied\ Yield = r_{CNH} = \frac{F_t}{S_t} (1 + r_{USD}) - 1$ ，其中離岸人民幣和美元利率分別為  $r_{CNH}$  和  $r_{USD}$ ，即期和遠期美元兌人民幣匯率為  $S_t$  和  $F_t$ 。

圖表 4：CNH HIBOR 與掉期隱含離岸人民幣利率關係更為密切



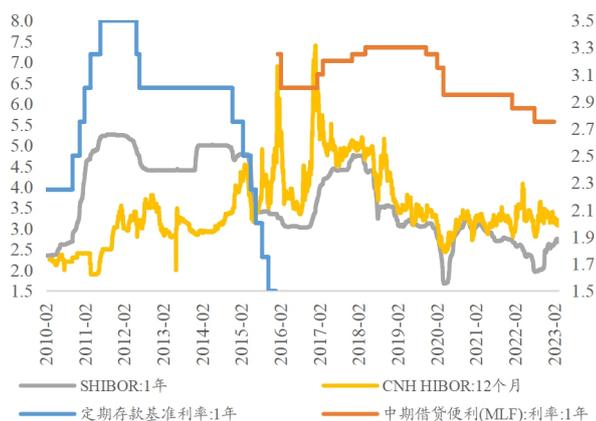
數據來源：Bloomberg，工銀亞洲東南亞研究中心  
注：數據更新至 2023 年 3 月 29 日

圖表 5：資本管制下，離岸人民幣流動性供給彈性較弱



數據來源：工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 6：離岸人民幣利率與基準利率關聯度弱於在岸，且波動性更大



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 7：離岸美元利率與基準利率、在岸利率的關聯度均較強



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

## 二、2010 年至今離岸人民幣利率及重要利差走勢回顧

回顧 2010 年至今的離岸人民幣利率（CNH HIBOR）及離-在岸利差（CNH HIBOR-SHIBOR）走勢波動情況，以離岸人民幣資金池規模變動作為區分依據，大致可分為四個階段（見圖表 8）。

第一階段（2010.01-2015.07，港元利率<離岸人民幣利率<在岸人民幣利率）：離岸人民幣利率（CNH HIBOR）中樞震盪上行、整體低於在岸（CNH HIBOR-SHIBOR 持續倒掛），離岸人民幣和港元利差（CNH HIBOR-HKD HIBOR）震盪走闊。該階段中國跨境貿易繁榮，貿易順差逐年走闊，香港離岸人民幣資金池逐步擴大，階段性突破萬億關口，貿易繁榮支撐下人民幣升值預期發酵，在2012年末-2014年中的多數時間，離岸人民幣均強於在岸（USDCNH<USDCNY），由此導致的套息套匯交易亦增加了部分離岸人民幣供給<sup>8</sup>，離-在岸資金利差（CNH HIBOR-SHIBOR）持續維持倒掛。

但2014年後，中美貨幣政策分化下人民幣貶值預期發酵，USDCNY-USDCNH<sup>9</sup>迅速走跌至倒掛（即離岸人民幣弱於在岸），反向套息套匯交易下離岸人民幣供給收縮；疊加2014年11月滬港通開啟後一段時間，北向投資流量超過南向，進一步推動離岸人民幣資金池規模增速環比回落，離岸人民幣資金利率（CNH HIBOR）走升，離-在岸人民幣利差（CNH HIBOR-SHIBOR）上行直至時點性回正。

整體來看，該階段內3個月和12個月離岸人民幣利率（CNH HIBOR）均較2010年3月末抬升130BP左右，3個月和12個月離-在岸利差（CNH HIBOR-SHIBOR）分別升16BP和27BP。聯繫匯率制下香港金管局跟隨美聯儲維持低息狀態，

<sup>8</sup>貿易商和套匯者選擇從香港向內地匯入美元並於內地結匯，再將兌換的人民幣匯回香港市場（套匯），或購買在岸的理財產品並於到期後匯回境外（套匯+套息），增加離岸市場人民幣供應，從而使離岸人民幣市場的流動性寬鬆，壓低了離岸人民幣利率。

<sup>9</sup> USDCNY 和 USDCNH 是美元兌在岸/離岸人民幣匯率，採用直接標價法，匯率數值上升表示人民幣兌美元貶值，USDCNY-USDCNH>0，表示在岸人民幣較離岸人民幣更弱，反之亦反是。

直至正式加息前香港銀行同業拆息（HKD HIBOR）均未有明顯升勢，3個月和12個月離岸人民幣-港幣息差（CNH HIBOR-HKD HIBOR）升幅分別為113BP和103BP。

**第二階段（2015.08-2017.3，港幣利率<在岸人民幣利率<離岸人民幣利率）：**CNH HIBOR 高位劇烈波動，並多次時點性跳升，CNH HIBOR-SHIBOR 由負轉正，CNH HIBOR-HKD HIBOR 波動加大。從內部因素來看，2015年“811匯改”落地，短期內人民幣貶值預期迅速發酵，境內外匯差快速收窄，最窄時倒掛140BP（即離岸人民幣弱於在岸）；此外，人民幣國際化步伐逐漸加快的大背景下，RQFII、滬深港通、債券通“北向通”等互聯互通渠道不斷拓寬，境外投資主體人民幣資產配置和交易需求顯著增加，資本和金融項目下的跨境人民幣自2017年起轉為回流內地，離岸人民幣資金池規模在2015年8月-2017年3月期間持續下降，跌幅近半，最低時略高於5,000億元。從外部因素來看，2015年底美聯儲正式進入加息週期，中美貨幣政策背離，美元利率抬升，離岸人民幣利率亦跟隨走強。多方因素共同擾動，利率和匯率走勢波動性大增，尤其部分臨近季末和較長節假日前等特殊時期CNH HIBOR出現跳漲。

整體來看，該階段內3個月和12個月CNH HIBOR高位劇烈波動，總升幅接近150BP；CNH HIBOR-SHIBOR由負轉正，升幅分別為17BP、66BP，香港金管局跟隨美聯儲上調貼現窗

利率，帶動港幣拆息上行，但升幅不及 CNH HIBOR，因此 3 個月和 12 個月 CNH HIBOR-HKD HIBOR 走升 80BP 左右。

**第三階段（2017.04-2022.2，港幣利率<在岸人民幣利率<離岸人民幣利率）：** CNH HIBOR 中樞高位下移，走勢逐漸平穩，CNH HIBOR-SHIBOR 收窄，美聯儲開啟寬鬆週期後 CNH HIBOR-HKD HIBOR 震盪走闊。2018 年 3 月後中美貿易摩擦升級，期間人民幣匯率走弱，USDCNY-USDCNH 差值中樞不斷走跌並多次倒掛（即離岸人民幣貶值更快）；直至 2020 年一季度後新冠疫情在海外快速蔓延，美聯儲開放大規模量化寬鬆，而人行堅持穩健政策基調，中國出口高增，人民幣自 2020 年下半年持續走強，在-離岸匯差快速拉升，離岸個人和機構持有人民幣的意願增強，加之跨境資本流動便利性和自由化程度提高、離岸人民幣短期流動性獲取渠道和規模有所拓寬，香港人民幣存款規模增速明顯加快，2020 年 11 月後連續 16 個月錄得雙位數的同比增幅，2022 年 1 月底錄得創紀錄的 1.096 萬億，離岸人民幣流動性寬裕帶動資金價格回落。

整體來看，該階段內 3 個月和 12 個月 CNH HIBOR 中樞高位下移，降幅分別為 138BP、175BP，穩定性較前一階段明顯提高，CNH HIBOR-SHIBOR 普遍收窄；美聯儲開啟寬鬆週期後，香港金管局跟進，帶動 HKD HIBOR 迅速下降並保持低位，CNH HIBOR-HKD HIBOR 自 2020 年 4 月起震盪走闊。

**第四階段（2022.03 至今，在岸人民幣利率<離岸人民幣利率<港元利率）：** CNH HIBOR 中樞寬幅波動、整體小幅下移，

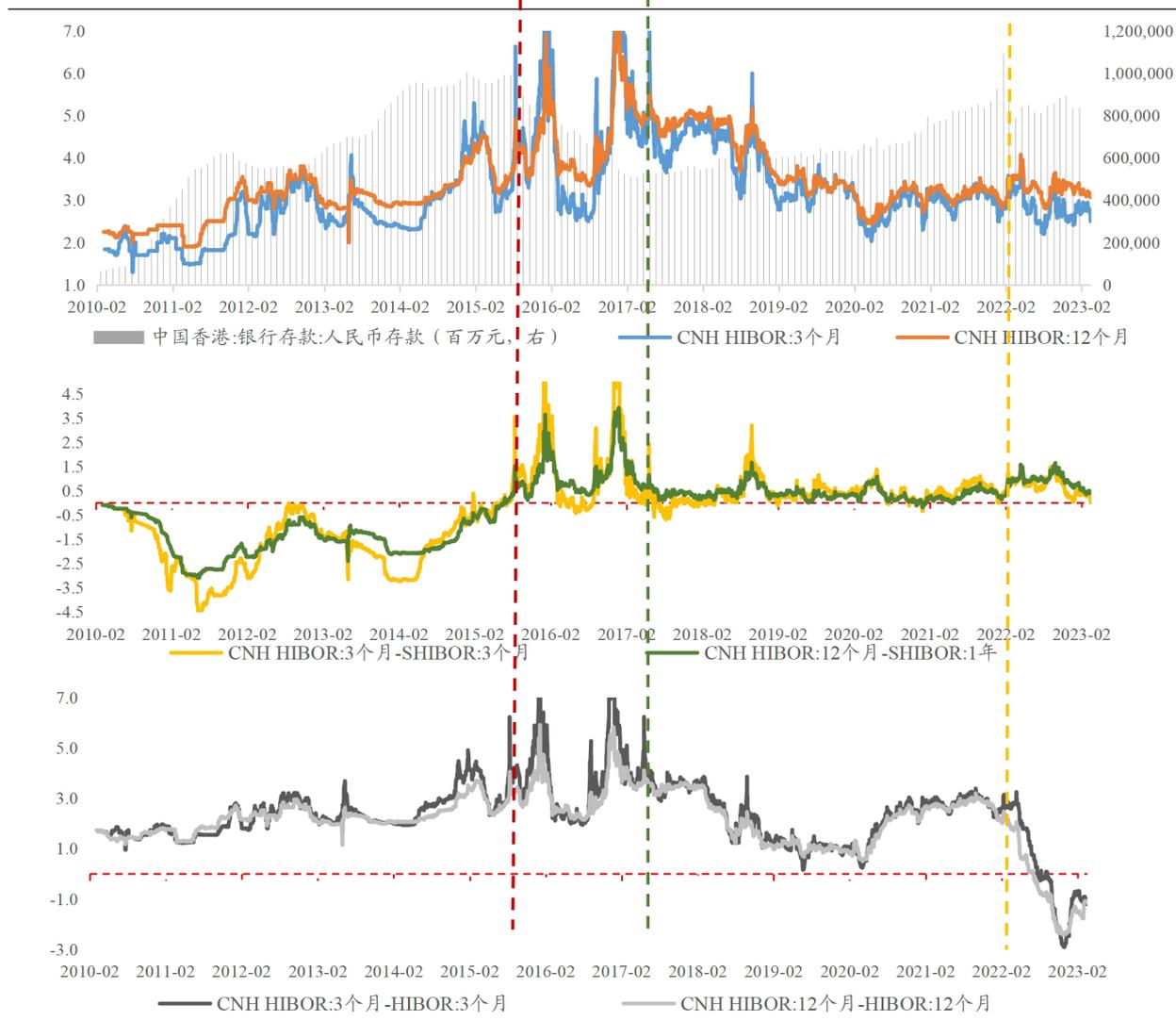
CNH HIBOR-SHIBOR 持續走闊，CNH HIBOR-HKD HIBOR 由正轉負並連續多月倒掛。受疫情反復散發影響，中國經濟在 2022 年 3 月後承壓下行，人行貨幣政策在堅持總體穩健基調的同時邊際寬鬆，3 月美聯儲首次加息落地，3-4 月間 CNH HIBOR 波動走升，5-8 月間為提振經濟，人行分別於 4 月、8 月降准降息，CNH HIBOR 跟隨 SHIBOR 波動走跌，8 月底-10 月上旬間，美聯儲接連 75BP 大幅加息，期間上海疫情階段性高發，CNH HIBOR 再度走升，但期間高點仍低於 4 月末高點，2022 年 10 月中旬後至今，市場預期美聯儲放緩加息步伐，內地持續優化調整防疫政策，CNH HIBOR 波動走跌。2022 年離岸人民幣存款規模在年初階段性冲高後回落，3 月開始緩慢回升，但截至年底為 8,359 億元，較上年末回落 9.8%。

美聯儲持續超預期加息，美港利差大幅走闊背景下港匯明顯承壓，香港金管局入市承接港幣沽盤，港幣拆息快速上行，致使 3 個月和 12 個月 CNH HIBOR-HKD HIBOR 利差快速收窄至倒掛，12 月初時一度達到-291BP、-242BP，此後倒掛幅度逐漸收窄。

進入 2023 年，美國經濟韌性超預期，2 月美聯儲議息會前釋放鷹派信號，港元拆息 HKD HIBOR 重新走升，3 月歐美銀行業危機發酵，香港金融市場受波及，港元拆息短暫跳升，3 月 21 日，隔夜 HKD HIBOR 飆漲 253BP 至 4.14%，1 個月 HKD HIBOR 升 51BP 至 3.5%，次日即從高位回落。從基本面來看，

香港銀行體系穩健，且流動性充裕，具備應對局部風險的能力，港元拆息不具備大幅上行的基礎。

圖表 8：2010 年以來離岸人民幣資金池、拆借利率及利差變動



數據來源：WIND，工銀亞洲東南亞研究中心

注：數據截至 2023 年 3 月 29 日

### 三、影響離岸人民幣利率的因素及 2023 年走勢展望

(一) 影響離岸人民幣利率的因素：中國經濟基本面、中美貨幣政策差異、中國金融政策調整

如上文所言，流動性需求對離岸人民幣利率影響更大，參考凱恩斯貨幣需求理論，可以更好理解需求端對離岸人民幣資金價格的影響。

第一，交易需求與中國及全球經濟景氣度密切相關，中國對外貿易順差越大，離岸人民幣資金池越充裕，離岸人民幣資金價格越低。中國對外貿易差額走勢與離岸人民幣資金池變動密切（見圖表 9）；跨境貿易人民幣匯出量越大，離岸人民幣資金池更充沛，資金價格趨於回落。

第二，投機需求與貨幣政策關聯性更強，本質上是機會成本的權衡，在岸人民幣匯率較弱時，套利交易驅使在岸人民幣外流，離岸人民幣資金池擴大、資金價格走低。當前貨幣掉期交易是香港市場投資主體獲取人民幣流動性的主要方式，在不考慮交易成本的情況下，美元利率 LIBOR 和在岸-離岸匯率差 CNH HIBOR-SHIBOR 決定離岸人民幣的流動方向：當美元利率上行，持有離岸人民幣的機會成本增加，CNH 融出方要求更高彙報，因而理論上 LIBOR 與 CNH HIBOR 同向變動。而當在岸-離岸人民幣匯差（USDCNY-USDCNH）走升（即在岸人民幣變得更便宜），市場主體傾向於將在岸美元換成人民幣，匯出境外能換回更多美元，因而人民幣流向境外，離岸人民幣流動性增加驅動利率回落，即（USDCNY-USDCNH）與 CNH HIBOR 傾向負相關（見圖表 10）。

第三，預防需求聚焦衍生品市場對人民幣匯率走勢的預期，當離岸人民幣存在貶值預期時（對應離岸人民幣風險逆

轉期權波動率走升），離岸市場人民幣貨幣互換融出方將要求更高利率，則 CNH HIBOR 趨於上行（見圖表 11）。

第四，其他政策因素影響包括：1) 人民幣匯率制度調整，例如“811”匯改後兩年內離岸人民幣資金利率波動性大增；2) 資本市場開放渠道調整，南向投資量增加有利於離岸人民幣資金池規模增長和資金價格走低，反之反是（見圖表 12）；3) 外匯管理政策調整，如 2022 年 8 月後，人行下調外匯存款準備金率，並上調遠期售匯風險準備金率和跨境融資宏觀審慎調節係數，對在岸匯率影響更為直接，進而降低因套匯交易對離岸人民幣資金價格的影響。

圖表 9：貿易差額與香港人民幣跨境貿易結算額高度正相關



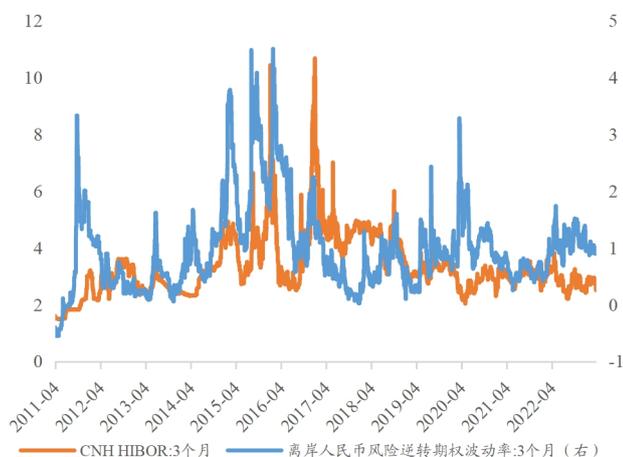
數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 10：在岸-離岸人民幣匯率差與離岸人民幣利率趨於負相關



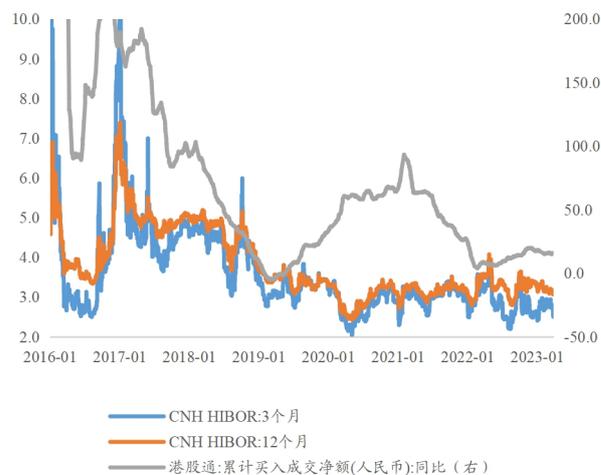
數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 11: 離岸人民幣匯率預期與人民幣資金利率關聯性較強



數據來源 Bloomberg、WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 12: 港股通南向資金投資與離岸人民幣利率正相關



數據來源: WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

## (二) 2023 年離岸人民幣利率及離-在岸利差走勢展望及預測

進入 2023 年，離岸人民幣利率中樞或逐漸下行，離-在岸利差（CNH HIBOR-SHIBOR）逐漸收窄，峰值或在二季度出現，超過本輪緊縮週期前期高點的概率不高。

從中國經濟基本面影響的交易需求來看，離岸人民幣資金價格趨勢性走低概率較大。儘管銀行風波突發擾動了年初以來對歐美經濟“逃離衰退”的樂觀預期，但總體而言，歷經上一輪衝擊後歐美金融體系整體穩健、再次爆發系統性金融危機概率較小，但銀行風波引致的信貸緊縮效應一定程度上還是會掣肘經濟景氣度，歐美經濟“溫和衰退”下中國出口增長有一定壓力、進而拖累跨境貿易人民幣結算量增長。但是，RCEP 協議在 15 個成員國全面生效，區域貿易增長韌

性仍然可期；同時，人民幣在跨境貿易結算中的份額呈逐步上升態勢，也可對跨境貿易人民幣結算量形成支撐。樂觀估計，年內香港人民幣存款規模有望重返萬億元關口。

**前瞻中美貨幣政策差異關聯的投機和預防需求，對離岸人民幣資金價格的壓力趨降。**如前所述，掉期交易機制下離岸人民幣資金價格跟隨美元利率上行。當離岸人民幣匯率存在貶值預期時，貨幣互換交易驅動離岸人民幣資金價格上行；當人民幣離在岸存在匯差時，跨境套匯交易驅動離岸人民幣資金池波動，進而影響離岸人民幣資金價格。綜上，中美貨幣政策差異是影響人民幣匯率相對強弱、進而影響離岸人民幣資金價格的重要動因。銀行風波超預期爆發下，美聯儲加息加快步入尾聲，經濟全面復蘇背景下人行延續穩健貨幣政策基調，由中美貨幣政策差異引致的離岸人民幣資金價格上行動能料趨勢性走弱。

此外，互聯互通機制持續提質擴容，更多港股上市公司增設人民幣櫃檯，港股人民幣派息政策從紅籌股擴容至H股，點心債市場持續發展，都有望增加離岸人民幣交投活躍度，為離岸人民幣資金池注入新的流動性，從而成為推動離岸人民幣資金價格下行力量，並增加資金在港幣和離岸人民幣之間轉換的渠道，推動縮小二者資金價差。

根據上文分析搭建VAR模型，被解釋變量設離岸人民幣同業拆息CNH HIBOR和離-在岸人民幣利差（CNH HIBOR-SHIBOR），取3個月和12個月兩個市場重點關注的

期限。為使得預測結果更為準確，我們剔除因受政策和地緣政治等外生因素影響，行情波動較大的區間，取 2018 年 1 月 1 日至 2023 年 3 月 30 日的數據參與預測，外推時期截止 2023 年底。結果顯示，各解釋變量的影響方向與理論判斷基本一致（見圖表 13）；3M 和 12M 離岸人民幣利率 CNH HIBOR 最高升破 3.54%、4.08%，最低跌穿 1.4%、2.34% 的概率不足 5%，3M 和 12M 離-在岸人民幣利差（CNH HIBOR-SHIBOR）最高升破 1.2%、1.34%，最低跌穿-0.41%、0.21% 的概率不足 5%（見圖表 14-17）。

模型預測結果基本驗證了我們的預判：1) 2023 年離岸人民幣利率將呈回落趨勢，離岸-在岸利差收窄。2) 對各影響因素更敏感的短端利率回落速度較長端更快；3) CNH HIBOR 和離-在岸利差峰值超過本輪緊縮前期高點的概率低。3M 和 12M CNH HIBOR 的超過本輪美聯儲緊縮期間最高點 3.8%、4.07%（2022 年 4 月 26 日）的概率不超過 1%、5%；3M 和 12M CNH HIBOR-SHIBOR 超出 2022 年 10 月 10 日該利差最大值 1.56%、1.64% 的可能性不足 1%。4) 離-在岸利差峰值可能出現在二季度，考慮到美聯儲大概率 2 季度暫停加息，內地經濟於 2 季度後復蘇成效持續顯現，2 季度是中美經濟和政策預期差轉向的關鍵節點。5) 12M CNH HIBOR-SHIBOR 利差倒掛可能性不大，但 3M 利差有時點性倒掛的可能。

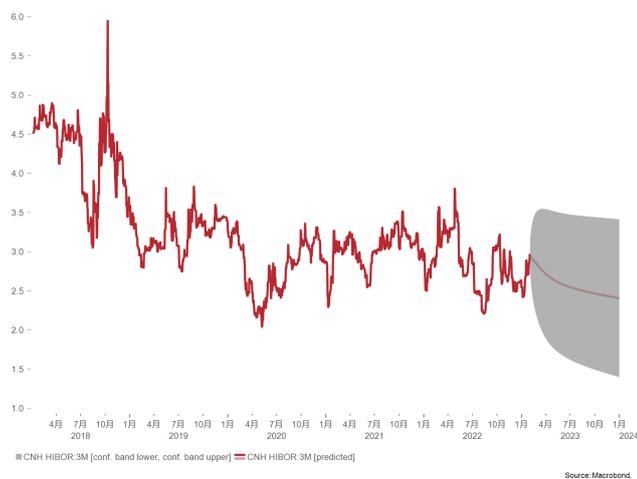
圖表 13: VAR 模型回歸結果

被解釋變量		3M CNH HIBOR	12M CNH HIBOR	3M CNH HIBOR-SHIBOR	12M CNH HIBOR-SHIBOR
交易需求	跨境人民幣貿易結算量	(-) ***	(-) ***	(-) **	(-) **
投機需求	美元利率 LIBOR	(+) **	(+)	(+) **	(+)
	境內外匯差 USDCNY-USDCNH	(-) ***	(-) ***	(-) ***	(-) ***
防禦需求	人民幣匯率預期 (離岸人民幣風險逆轉期權波動率)	(+) *	(+)	(+)	(+)
政策因素	港股通流量	(-) **	(-) **	(-) **	(-) *

數據來源: Bloomberg, WIND, Stata, 工銀亞洲東南亞研究中心

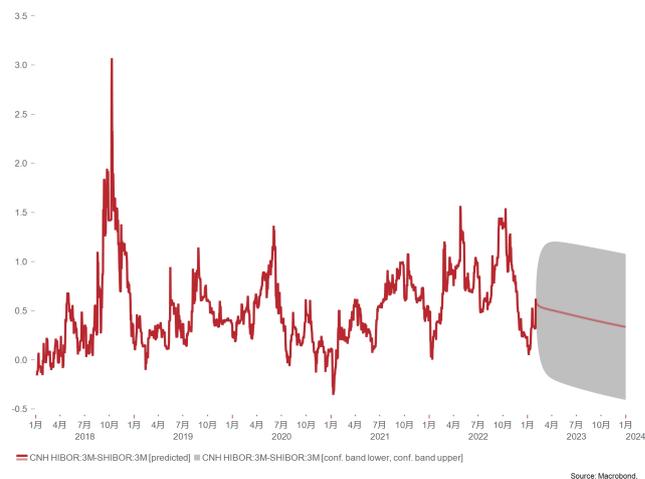
注: (-) 表示負相關性, (+) 表示正相關性, \*, \*\*, \*\*\*分別表示在 90%, 95%, 99%的置信水平下顯著。

圖表 14: 2023 年 CNH HIBOR 3M 的預測區間



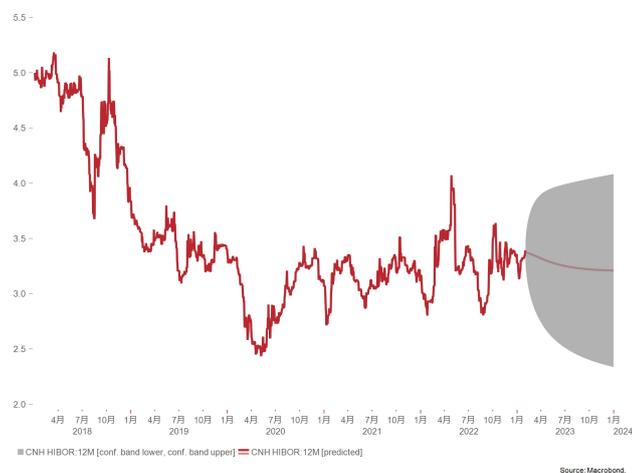
數據來源: Macrobond、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 15: 2023 年 CNH HIBOR-SHIBOR 3M 的預測區間



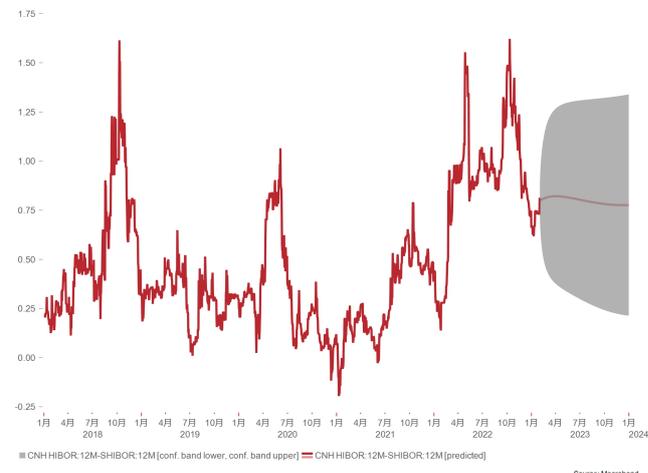
數據來源: Macrobond、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 16：2023 年 CNH HIBOR 12M 的預測區間



數據來源：Macrobond、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 17：2023 年 CNH HIBOR-SHIBOR 12M 的預測區間



數據來源：Macrobond、工銀亞洲東南亞研究中心

#### 四、離岸人民幣利率趨勢走低背景下香港商業銀行業務 機遇

離岸人民幣資金池規模溫和增長預將帶來離岸人民幣業務拓展多重空間。一是人民幣在跨境貿易結算中的應用提速，為香港商業銀行提供更多人民幣跨境結算、人民幣跨境貿易融資及跨境資產轉讓等業務需求。二是人民幣計價機制在港股交投中的更多應用，相應帶來外匯買賣、人民幣融資等業務需求。三是離岸人民幣資金成本回落，降低點心債發行成本，提供更多人民幣債券發行和投資業務需求。

此外，統計發現，離岸人民幣資金價格及離-在岸利差與恒生指數走勢負相關（見圖表 18）。也即，離岸人民幣資

金利率趨降、利差收窄，或醞釀港股走升動能，隨之提升港股一二級市場交投活躍度，提升香港商業銀行 IPO 收款、孖展融資、證券交易等業務需求空間。

圖表 18：離岸人民幣資金利率與恒生指數呈負相關關係

被解釋變量	3M CNH HIBOR	12M CNH HIBOR	3M CNH HIBOR-SHIBOR	12M CNH HIBOR-SHIBOR
恒生指數	(-) ***	(-) ***	(-) ***	(-) **
Granger 檢驗	***	**	**	**

數據來源：WIND, Stata, 工銀亞洲東南亞研究中心

注：(-) 表示負相關，\*、\*\*、\*\*\* 分別表示在 90%，95%，99% 的置信水平下顯著。



香港中資銀行業協會  
Chinese Banking Association  
of Hong Kong

**本文章版權屬撰稿機構及/或作者  
所有，不得轉載。**

**本文章發表的內容均為撰稿機構  
及/或作者的意見及分析，並不代  
表香港中資銀行業協會意見。**