

大事件！300 亿央票已“出海”

——细品离岸央票的昨日与今朝

主要观点

1. 近年来，香港离岸央行票据发行规模有逐步扩大的趋势，发行频率上升，并有往常常态化的方向发展，且其之发行具备一定的规律；
2. 从市场的历史表现来看，香港离岸央行票据发行对 USDCNH 有一定的作用，但并不是每次发行都会引起 USDCNH 波动；
3. 我们预计，不管届时人民币汇率是否承压，下次央行在香港发行央行票据的时间将会在 2020 年 9 月底，仅一期，期限为 6 个月，规模将为 100 亿元。

一、离岸央票的发展由来

央行票据（以下简称“央票”）指的是中央银行为了调节商业银行超额准备金而向商业银行发行的短期债务凭证，是央行调节基础货币的一种货币政策工具，其本质是直接、无条件、无抵押及非次级债务工具，央票持有人具有与央行其他的无抵押非次级债务人同等权力。发行离岸央票，就是在离岸市场发行央票。2002 年，由于中国加入 WTO 之后外资大规模流入，为回收市场流动性，我国发行第一张央票；第一张离岸央票为 2015 年 10 月 20 日在英国伦敦发行的 50 亿元人民币一年期央票，用于落实中英经济财金对话成功。

2018 年 9 月 20 日，中国人民银行和香港特别行政区金融管理局签署了《关于使用债务工具中央结算系统发行中国人民银行票据的合作备忘录》，目的在于便利中国人民银行在香港发行央票，丰富香港高信用等级人民币金融产品，同时完善香港人民币债券收益率曲线。2018 年 10 月 31 日，央行宣布将于 11 月 7 日首次在香港发行离岸央票。自此，央行逐渐形成发行离岸央票的常态化机制，离岸央票广受各类商业银行、基金、他国央行、跨国金融组织等离岸市场投资者的青睐。此外，香港离岸央票还可以招标的形式发行，具体见下表。

表 1.1：香港离岸央票投标明细

指标	详情
参与者	合格的债务工具中央结算系统（CMU）成员
发行形式	总额债务
投标标的	利率，报价变动幅度为 0.01%
托存	香港金融管理局债务工具中央结算系统指定的副托管人
招标方式	荷兰式招标 ¹
投标单位	人民币 50 万元活期整数倍数
央票利息	以投标中被接纳的最高中标利率作为单一年息发行利率计算利息
其他	离岸央票免征印花税和利得税并可以通过中央结算系统证券账户转让

资料来源：公开信息整理 南华研究

¹ 当标的为利率时，指按照投标人所报价由低向高的顺序中标，直至满足预定发行额为止；最高中标利率为当期央票的票面利率。

二、香港离岸央票，应时而生，渐成常态化

2.1 发行特征

从 2018 年 11 月至今，中国人民银行逐步建立了在香港发行人民币央票的常态机制，以相对稳定的频率发行 1 个月、3 个月、6 个月、1 年为期限的央票，累计 12 次发行了 21 期、2700 亿元的央票。本次发行为到期滚动发行，发行后香港人民币央票余额仍为 800 亿元，其中 3 个月期限的存量为 200 亿元，6 个月的为 100 亿元及一年期的为 500 亿元。

据我们观察，香港离岸央票发行具有以下几个特征：一是，发行规模有逐步扩大的趋势；二是，在这 12 次发行里，1 个月期限的央票发行次数最少，仅为一次；三是，发行愈发受到境外投资者广泛欢迎。这在一定程度说明人民币资产对境外投资者具有较强吸引力，也体现了全球投资者对中国经济的信心；四是，发行频率上升，并有往常常态化的方向发展；五是，发行具备一定的规律。近年来，从已发行了多次的 3 个月期限、6 个月期限及 1 年期限品种来看，这三个期限品种呈现了一定的规律性，属于滚动发行、借新还旧。

若央行依旧按上述规律在香港发行央票，考虑到目前将会过期（2020 年 11 月中旬）的 3 个月期限央票是在 2020 年 8 月 13 日发行的，最近将会过期（2020 年 9 月底或 10 月初）的 6 个月期限央票是在 2020 年 3 月 26 日发行的，最近将会过期（2020 年 11 月中旬）的 1 年期限央票是在 2019 年 11 月 7 日发行的。因此，我们预计，不管届时人民币汇率是否承压，下次央行在香港发行央票的时间将会在 2020 年 9 月底，仅一期，期限为 6 个月，规模将为 100 亿元。

表 2.1：2018 年以来央行在香港已发行央票信息及我们的预测

次数	公告日	发行日	规模（亿元）				中标利率（%）			
			1M	3M	6M	1Y	1M	3M	6M	1Y
第一次	2018 年 10 月 31 日	2018 年 11 月 7 日		100				3.79		
	2018 年 10 月 31 日	2018 年 11 月 7 日				100				4.20
第二次	2019 年 1 月 30 日	2019 年 2 月 13 日		100				2.45		
	2019 年 1 月 30 日	2019 年 2 月 13 日				100				2.80
第三次	2019 年 5 月 7 日	2019 年 5 月 15 日		100				3.00		
	2019 年 5 月 7 日	2019 年 5 月 15 日				100				3.10
第四次	2019 年 6 月 19 日	2019 年 6 月 26 日	200				2.80			
	2019 年 6 月 19 日	2019 年 6 月 26 日			100				2.82	
第五次	2019 年 8 月 6 日	2019 年 8 月 14 日		200				2.90		
	2019 年 8 月 6 日	2019 年 8 月 14 日				100				2.95
第六次	2019 年 9 月 20 日	2019 年 9 月 26 日			100				2.89	
第七次	2019 年 11 月 1 日	2019 年 11 月 7 日		200				2.90		
	2019 年 11 月 1 日	2019 年 11 月 7 日				100				2.90
第八次	2019 年 12 月 16 日	2019 年 12 月 20 日			100				2.90	
第九次	2020 年 2 月 7 日	2020 年 2 月 13 日		200				2.60		
	2020 年 2 月 7 日	2020 年 2 月 13 日				100				2.55
第十次	2020 年 3 月 20 日	2020 年 3 月 26 日			100				2.19	
第十一次	2020 年 5 月 8 日	2020 年 5 月 14 日		200				1.77%		

	2020 年 5 月 8 日	2020 年 5 月 14 日				100				1.78
第十二次	2020 年 8 月 7 日	2020 年 8 月 13 日		200				2.70		
	2020 年 8 月 7 日	2020 年 8 月 13 日				100				2.70
第十三次 (预测)	发行日前一周左右	2020 年 9 月底			100				——	

资料来源：中国人民银行官网 南华研究

注：橙标数据为尚未到期的央票

2.2 发行背景及作用

央行一直强调，在香港发行央票是为了丰富香港市场高信用等级人民币投资产品系列和人民币流动性管理工具，满足离岸市场投资者需求，完善离岸人民币收益率曲线，带动其他发行主体在离岸市场发行人民币债券，促进离岸人民币债券市场发展，推动人民币国际化。根据我们对历次央行在香港发行央票对离岸人民币汇率、CNH HIBOR 的影响及结合其它因素综合来看，除了央行一直强调的以上几点外，在香港发行央票还有如下两点作用：一是，能让央行直接参与离岸人民币流动性调节，更好发挥对离岸人民币市场利率的引导作用，从而加大做空离岸人民币的成本，达到稳定人民币汇率的目的；二是，满足央票滚动发行、借新还旧的偿还到期央票需求。

从市场的历史表现来看，香港离岸央票的发行对 USDCNH 有一定的作用，但并不是每次都会引起 USDCNH 升值。随着香港离岸央票的滚动发行，超预期作用有减弱趋势，对外汇市场的冲击也逐步减小。我们认为，若央票的发行仅起到滚动发行、借新还旧的偿还到期央票需求，并且规模没有超预期，那么将来香港离岸央票发行对外汇市场的冲击也会逐步减弱。

表 2.2：香港离岸央票发行的历史表现

	发行背景	对离岸人民币汇率 USDCNH 是否有效果	对 CNH HIBOR 是否 有效果	主要作用
第一次	中美贸易关系趋于紧张、 离岸人民币承压	USDCNH 升值	境内外隔夜拆借利 差有所缩小	信号作用、回笼离岸人民币流动性
第二次	中美贸易关系阶段性缓和、美元指数走弱、离岸人民币升值	USDCNH 贬值	境内外隔夜拆借利 差有所扩大	滚动发行、借新还旧
第三次	中美经贸协议谈判不乐观、离岸人民币承压	USDCNH 贬值	境内外隔夜拆借利 差有所缩小	滚动发行、借新还旧
第四次	2019 年 5 月中美贸易谈判受挫、离岸人民币承压	USDCNH 升值	境内外隔夜拆借利 差有所扩大	丰富香港市场高信用等级人民币投资产品系列、完善香港人民币债券收益率曲线、稳定汇率（短期）
第五次	在岸人民币及离岸人民币均破 7、离岸人民币承压	USDCNH 升值	境内外隔夜拆借利 差有所缩小	完善香港人民币债券收益率曲线、压制离岸做空力量、稳定汇率（短期）
第六次	人民币市场压力较 2019 年 8 月初和 8 月底比有所减轻	USDCNH 贬值预期有所上升	境内外隔夜拆借利 差有所扩大	回笼离岸人民币流动性，进而调节汇率

	轻，但离岸人民币仍 承压			
第七次	第十三轮中美经贸磋商达成第一阶段的意向协议、美元承压、离岸人民币 升值	USDCNH 升值	境内外隔夜拆借利差有所 扩大	滚动发行、借新还旧
第八次	中美第一阶段经贸协议文本达成一致、离岸人民币 升值	USDCNH 贬值预期有所上升	境内外隔夜拆借利差有所 缩小	滚动发行、借新还旧
第九次	国内受疫情冲击、离岸人民币 承压	USDCNH 贬值预期有所 降低	境内外隔夜拆借利差有所 扩大	稳定汇率（短期）
第十次	海外疫情爆发、美指高位震荡、美元流动性紧缩、离岸人民币 承压	USDCNH 贬值预期有所 降低	境内外隔夜拆借利差有所 缩小	稳定汇率（短期）
第十一次	中美关系再度紧张、离岸人民币 承压	USDCNH 贬值	境内外隔夜拆借利差有所 缩小	滚动发行、借新还旧

资料来源：南华研究

注 1：在离岸人民币汇率承压的背景下，香港离岸央票在发行日结束当日与公告日前一交易日或当日的 USDCNH 相比，若 USDCNH 累计升值则表示央票对 USDCNH 起到了一定的效果（标红），累计贬值则无效果（标绿）；

注 2：央票公告日当日或前一交易日的境内外隔夜拆借利差变动（记为 A）与央票发行期间平均境内外隔夜拆借利差变动（记为 B）相比较，若 B 较 A 的境外隔夜拆借利率贴水缩小或者溢价扩大，则表示央票对 USDCNH 起到了一定的效果（标红），若 B 较 A 的境外隔夜拆借利率贴水扩大或者溢价缩小，则表示央票对 USDCNH 未能起到一定的效果（标绿）。其中，

- 1) 境内外隔夜拆借利差=隔夜 CNH HIBOR-隔夜 SHIBOR；
- 2) 境内外隔夜拆借利差变动为负，表示境外隔夜拆借利率贴水；为正，则表示境外隔夜拆借利率溢价；
- 3) 我们在计算境内外隔夜拆借利差变动时，若央票发行的消息是在中国北京时间 13:00 前宣布，则取前一交易日的境内外隔夜拆借利差作为参照；若央票发行的消息在中国北京时间 13:00 以后宣布，则取当日境内外隔夜拆借利差作为参照。

三、本次发行央票深层解读

本次发行情况：2020 年 8 月 13 日（周四）中国人民银行将通过香港金融管理局债务工具中央结算系统（CMU）债券投标平台，招标发行 2020 年第七期和第八期中央银行票据。第七期中央银行票据期限 **3 个月（91 天）**，为固定利率附息债券，到期还本付息，发行量为人民币 **200 亿元**，起息日为 2020 年 8 月 17 日，到期日为 2020 年 11 月 16 日，到期日遇节假日顺延。第八期中央银行票据期限 **1 年**，为固定利率附息债券，每半年付息一次，发行量为人民币 **100 亿元**，起息日为 2020 年 8 月 17 日，到期日为 2021 年 8 月 17 日，到期日遇节假日顺延。**中标利率均为 2.70%**。这是今年以来央行第四次发行央票，合计发行量达 1000 亿元。本次发行为到期滚动发行，**发行后香港人民币央票余额仍为 800 亿元**。境外投资者包括美、欧、亚洲等多个国家和地区的银行、央行、基金等机构投资者以及国际金融组织参与认购，投标总量约 624 亿元，接近发行量的 2.1 倍。

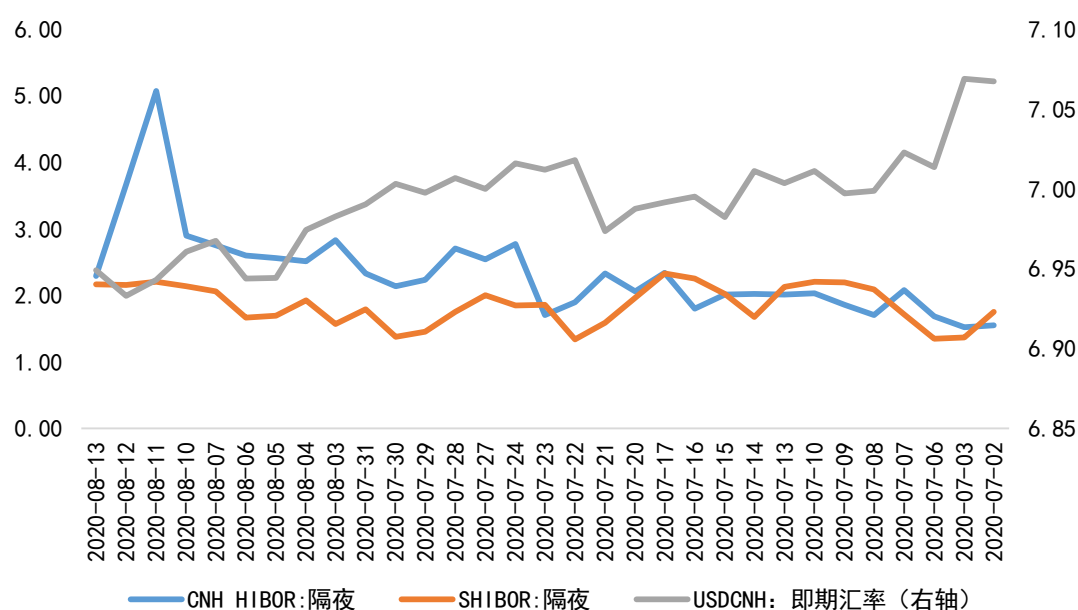
表 3.1：历年发行央票存量及利率变化

历次宣告日	存量（亿元）	较上次发行利率变化（%）			公告当日相对CNH HIBOR升贴水		
		3M	6M	1Y	3M	6M	1Y
2018-10-31	200	-	-	-	-0.54	-	-0.26
2019-01-30	300	-1.34	-	-1.4	-0.60	-	-0.55
2019-05-07	400	0.55	-	0.3	-0.02	-	-0.04
2019-06-19	700	-	-	-	-	-0.66	-
2019-08-06	700	-0.1	-	-0.15	-0.66	-	-0.59
2019-09-20	800	-0.3	-	-0.05	-	-0.55	-
2019-11-01	800	-	0.01	-	-0.41	-	-0.41
2019-12-16	800	0	-	-0.05	-	-0.54	-
2020-02-07	800	-0.3	-	-0.35	-0.60	-	-0.46
2020-03-20	800	-	-0.71	-	-	-0.62	-
2020-05-08	800	-0.83	-	-0.77	-0.35	-	-0.54
2020-08-07	800	0.93	-	0.92	-0.13	-	-0.25

资料来源：公开信息整理 Wind 南华研究

我们观察利率和汇率走势发现：8月7日发出公告之后，连续两个交易日 CNH HIBOR：隔夜与 SHIBOR：隔夜集体大幅上涨，之后有所回调。此外，本次3个月的央票发行利率与同期限的 CNH HIBOR 相比，风险贴水为15个基点，1年期的央票发行利率与同期限的 CNH HIBOR 相比，风险贴水为35个基点。虽然发行利率较上次有大幅上调，但是与市场相应期限的 CNH HIBOR 比较，升贴水幅度并不是很大。出现这种现象主要是由于上半年受疫情及全球经济压力影响，市场利率整体下行释放流动性，目前经济逐步复苏，国内疫情基本得到控制，市场利率开始反弹。

图 3.1：离岸利率及汇率走势



资料来源：Wind 南华研究

此次离岸央票发行，从数量上来看并没有增加市场存量而仅仅是之前到期央票的续发，利率有所下降。从隔夜利率及 USDCNH 走势来看，隔夜利率上涨的时间很短，之后就回调，而汇率整体波动幅度不大，受央票发行影响较小。我们认为，央行通过此举调节离岸人民币流动性，进而调控离岸人民币汇率的走势。一方面央票的发行从举措上主要仍是滚动发行、借新还旧；另一方面降低利率与前段时间央行货币政策报告，货币政策走维稳路线相衔接，释放信号回笼部分人民币流动性。同时，观察历次宣告发行央票后离岸人民币汇率五日

内升贬值，结合当前汇率的风险点主要集中在中美关系之上，美国大选临近，特朗普由于选票处于劣势试图通过不当手段扰动中美关系来拉回人心，因而市场规避风险的情绪一直存在。叠加全球疫情仍未得到有效控制，此次香港离岸央票发行对汇率走势影响有限，从投标总量高企以及利率相对于市场利率贴水可以显示出当前人民币资产仍受欢迎。

表 3. 2：历次发行央票宣告后离岸人民币汇率五日内升贬值幅度

历次宣告日	T	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
2018-10-31	-0.06%	0.83%	1.07%	0.87%	0.74%	0.81%
2019-01-30	0.53%	0.03%	-0.67%	-0.98%	-0.76%	-0.99%
2019-05-07	-0.31%	-0.44%	-0.54%	-1.50%	-1.40%	-1.38%
2019-06-19	0.12%	0.49%	0.45%	0.27%	0.15%	0.09%
2019-08-06	0.64%	-0.41%	-0.33%	-0.63%	-0.69%	0.61%
2019-09-20	-0.25%	0.14%	0.20%	-0.11%	-0.05%	-0.24%
2019-11-01	0.07%	0.12%	0.56%	0.42%	1.01%	0.76%
2019-12-16	0.20%	-0.05%	0.00%	-0.03%	-0.13%	-0.06%
2020-02-07	-0.40%	0.31%	0.52%	0.47%	0.25%	0.20%
2020-03-20	0.42%	0.11%	0.60%	-0.01%	0.66%	0.56%
2020-05-08	-0.02%	-0.19%	-0.20%	-0.24%	-0.23%	-0.56%
2020-08-07	-0.34%	0.10%	0.35%	0.50%	0.26%	-

资料来源：Wind 南华研究

注：1、红色代表 USDCNH 上升离岸人民币贬值，绿色代表 USDCNH 下跌离岸人民币升值；

2、T 日即为央票发行宣告日。

参考文献：

1. 管涛. 关于香港离岸央票发行与境外人民币汇率走势的实证分析[J]. 新金融, 2019(9).

重要声明：本报告和内容仅供参考，不构成任何投资建议。