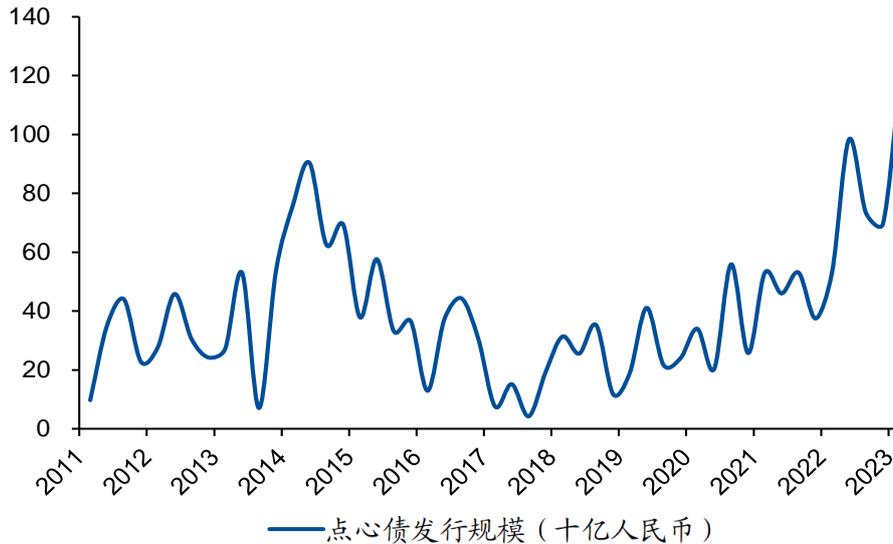




人民币国际化：来自离岸市场的思考

点心债发行再度活跃



数据来源：Bloomberg，国泰君安国际

- 近期关于人民币国际化和“去美元化”的话题讨论热度很高。事实上，人民币国际化已经起步多年，2010年离岸人民币（CNH）市场的诞生，可以说是人民币国际化的重要事件，而离岸人民币市场在2015年之后开始降温，直到近两年才有所升温。对离岸人民币市场发展进行梳理，可以让我们对国际货币环境以及人民币国际化有更好的认识。
- 人民币国际化的下一步，CNH市场仍然是一个重要的抓手——一方面，这个市场已经经历过洗礼；另一方面，出于资本管控的考量，完全打开在岸市场也存在相关的金融风险。此外，国际投资者也会更加适应香港的监管环境。
- 美元利率上升的大背景，也为CNH市场的再度繁荣提供了契机，中资机构持有的美元债务存在着再融资的需求，但美元的高利率让很多机构考虑人民币融资。近两年，点心债发行规模的再度上行，就反映出这样的趋势。
- 在这样的趋势下，通过更多的人民币贸易结算来让人民币流通到离岸市场，会有利于市场的供需均衡。更加重要的是，如果更多的海外主权财富基金能够持有更多的人民币，并投资在点心债市场，将有利于离岸市场形成一个资金的循环。
- 人民币国际化在一定程度上意味着“去美元化”，但真正的“去美元化”仍然有很长的道路要走。做实离岸人民币市场，是一小步，也是一大步。

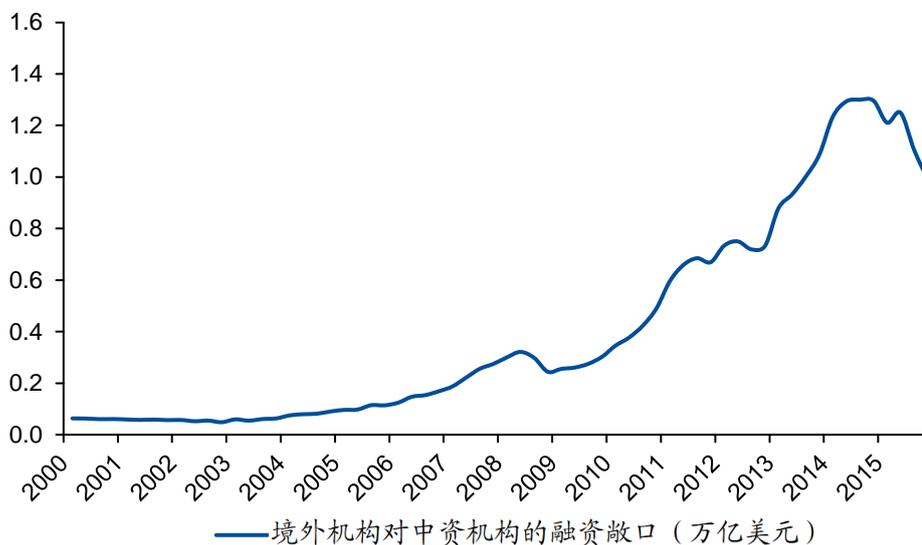
近期关于人民币国际化和“去美元化”的话题讨论热度很高。事实上，人民币国际化已经起步多年。2010年离岸人民币（CNH）市场的诞生，可以说是人民币国际化的重要事件，而离岸人民币市场在2015年之后开始降温，直到近两年才有所升温。对离岸人民币市场发展进行梳理，可以让我们对国际货币环境以及人民币国际化有更好的认识。一方面，美元中心化是国际金融体系中的关键环节，如果不能实现“去美元化”，所谓的国际化事实上是在天平的一端增加一种选择，而天平的另一端仍然是美元；另一方面美元的挑战者——比如说人民币，自身的国际化进程也需要细致的考量和布局。根本上而言，货币反映的是一国的政治和经济实力。

市场快速起步

从2010年诞生开始，离岸人民币市场呈现出快速发展态势。但当时为了鼓励市场发展，政策上对很多类“套利”需求采取了相对包容的态度，这反而带来了这个市场的一些不足。

离岸市场在2010年中开放之初，由于对人民币的需求较低，监管机构放开了一些资本项下的跨境交易，比如说借入CNH可以不受外债额度的限制。由于当年CNH的资金利率很低，因此大量的中资企业通过借入CNH并转入境内的方式，来套取两地的利差，这也是离岸人民币市场发展之初主要的交易模式。

图 1：2008年金融危机后，中资机构开始借入大量低利率外币



数据来源：BIS, 国泰君安国际

当市场逐步发展后，贸易融资的需求也开始逐步上升，这与人民币汇率的波动性加大不无关系。2008年的国际金融危机后，美国开始实施量化宽松，这导致美元利率出现大幅度的下滑，同时美元汇率也一路走软，人民币的利率不仅明显高于美元，汇率也存在升值的预期。在这样的情况下，中资企业开始转向海外市场寻求美元信贷。

由于存在资本管制，因此将美元直接转入境内并不容易，这导致企业借

助贸易流转的方式变相将资金转入国内。简单来说，一家中资企业通过在香港市场设立一个平台公司，就可以通过贸易流配合资金流的方式将海外的美元转入境内。比如说，如果希望将资金转入境内，就由国内的母公司向海外的平台公司出口，而如果希望将资金汇出，则相反地采取进口的方式。

TRF 的快速流行

在这些借贷行为的支持下，CNH 市场开始慢慢地发展起来，在这一过程中，衍生品市场和资本市场开始起步。从 2011 年开始，离岸人民币市场上出现了一个重要的产品——目标可赎回远期合约（Target Redemption Forward，简称 TRF）。TRF 这一产品主要针对人民币汇率波动性相对较低的特点而产生，其概念产生是市场认为人民币汇率会保持基本稳定或者升值，而 TRF 的期权结构可以保证投机者既可以不用花钱，又可以使用杠杆来实现这样的想法。

TRF 在实际中出现的结构纷繁复杂，但基本思路是通过卖出多个看空人民币期权并买入一个看多人民币期权的方式，来获得一个“零成本”的期权结构。

由于市场普遍看多人民币，这导致看多人民币期权的价格较为昂贵，看空人民币期权的价格较为便宜，因此买入一个看多人民币期权的同时，必须要通过卖出多个看空人民币期权来实现“零成本”。但与此同时，这样的结构也带来了杠杆式的放大效应，这不仅是因为其本身“一对多”的产品结构，也因为卖出期权可能会承担无限风险，而买入期权的最大风险是期权费，这样的风险结构其实是不对等的。

当然，在现实中，很多投身于 TRF 的投资者并非不知道其风险来自何处，但“搏一把”的心态导致这一产品在市场上快速流行，这事实上也导致了后来大量的无序去杠杆。

TRF 的发展给市场带来了新的交易机会，这是因为越来越多的资金认为人民币会逐步升值，导致在远期市场上出现了较多的美元卖盘。按照利率平价的原理，这样的一种美元卖盘事实上压低了人民币的资金成本，也进一步推动了 CNH 贸易融资的发展。由于贸易融资的期限多数在半年之内，这些融资需求事实上支撑了 CNH 的短端利率，但一年以上的人民币贷款的需求较少，这导致了长端利率低于短端利率，所以人民币的利率曲线出现了明显的倒挂，即期限越长，人民币的利率水平越低。

“点心债”繁荣

这样“非常态”的利率结构吸引了中长线的投资者，这些投资者集中在债券市场上。CNH 市场于 2010 年正式开后，点心债就作为一个新兴词汇走红于市场，但一开始的几年，出于对中资发行人的熟悉程度较低，市场对于点心债的接受程度仍然是有限的。

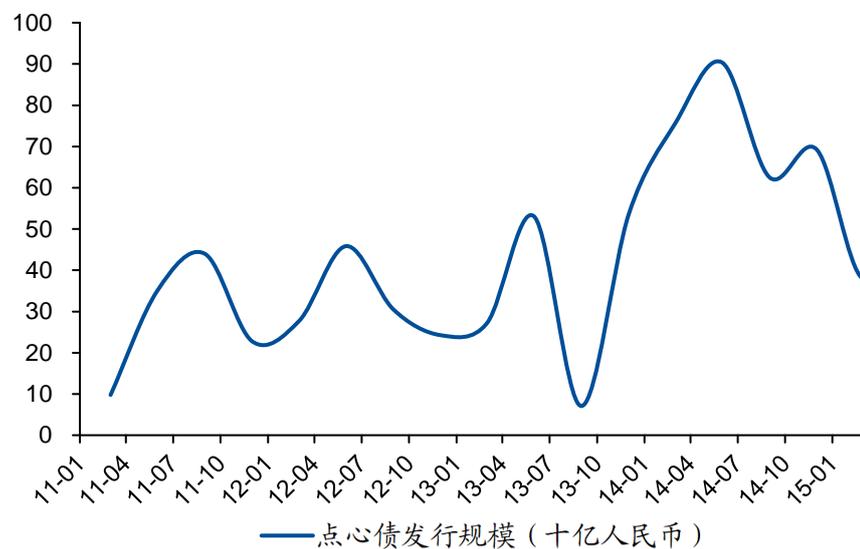
事实上，由于 CNH 市场的资金利率较低，中资企业和金融机构对于发行点心债的兴趣却很高，伴随着衍生品市场的发展，市场的供需双方找到了一个新的结合点——跨货币掉期（CCS）。CCS 能够将美元转换成

人民币，到期后再全部转回美元，并锁定其中的利率和汇率风险。

由于市场对于长期人民币资金的需求较少，加上人民币长期升值的预期，这导致长期限 CCS 的隐含人民币利率很低。这样一来，持有美元资金的投资者，可以通过 CCS 将美元转换为人民币，并持有一个点心债，到期后，点心债发行人还本付息，投资人将 CNH 全部转回美元，其中所有的利率和汇率风险全部被锁定，发行人只需要承担信用风险。但点心债市场开始之初，由于市场接受度较低，很多点心债的发行人事实上都是“降级发行”，即以高于其信用评级的利率来发行点心债，这也在某种程度上推动了 CNH 资本市场的发展。

2013 年中，中国境内市场出现“钱荒”，此后境内债券市场处于萎靡状态，这迫使很多中资机构更多考虑点心债市场进行融资，也带来了从 2013 年到 2015 年上半年的整体点心债市场繁荣。

图 2：点心债市场逐步繁荣，“钱荒”也是推手之一



数据来源：BIS, 国泰君安国际

“逆转”和“反思”

当然，CNH 市场的繁荣并不能掩盖暗流涌动。伴随着 2015 年大宗商品市场出现暴跌，CNH 贸易融资首先被严重打击，银行普遍收紧银根，这导致中资企业被迫去杠杆，而归还这些资金需要从境内调取人民币资金，这事实上带来了一定程度的资本外流。

人民币的“8·11”汇改则掀起了另一番腥风血雨，由于人民币汇率的波动性大幅提高，因此押注低波动率的 TRF 被大量平仓，而反向平仓则推升了远期市场上人民币贬值的预期，在利率市场上显示为 CNH 的利率出现飙升，接下来，更多的利率投机盘开始被清盘。投机资金趁机做空人民币，而做空人民币也需要借入 CNH 资金，这进一步推升了人民币的资金成本。这样的链条效应不断传导，CCS 市场也开始运转不灵，因为在高价位借入的人民币资金显著高于点心债的利率，因此点心债市场也被迫停滞。

当然，点心债市场上的发行人也越来越少，一方面是境内市场的发行成本跟境外市场接近，同时手续更加便利。另一方面，市场的需求主要集中于美元债券，对人民币债券的需求很低，这也变相反映出美元霸权的回归。

最终监管当局不得不选择在 2017 年开始频繁干预 CNH 市场。从 2017 年以来央行干预离岸市场后，CNH 市场开始逐步恢复平静，境内人民币 CNY 和 CNH 的价差开始明显收窄，同时境内外利率差异也明显收窄。但市场也面临一个更加严峻的问题，CNH 市场的未来走向何方？

这样的平静背后，事实上是对过去几年市场野蛮生长的一种“逆转”和“反思”。CNH 市场在某种程度上面临重新梳理，但复盘历史，至少可以为未来离岸人民币市场以及人民币国际化的发展提供几点经验：

首先，离岸市场自身该如何定位？作为一种试验，CNH 市场承担了人民币国际化初期发展的功能，而 2015 年后的市场动荡，某种程度上也保护了国内金融体系免受冲击。但如果离岸市场未来仍然只是承担“试验性”的功能，那么市场对于离岸市场的发展预期将会下降，参与者将会大幅减少。

第二，利益是永恒的主题。离岸市场发展之初，事实上套利交易推动了市场的发展，此后也因为有利可图，衍生品和资本市场也逐步发展起来。未来离岸市场为参与者创造怎样的投资机会和工具，也将在很大程度上决定市场的发达程度。

第三，给市场创造更便利进行风险管理的条件和工具，将成为未来市场发展的基石。与此同时，如何弥合境内外市场在监管条件和市场理解方面的差距，也是一个待解的课题。对于国际投资者来说，内地的监管框架和监管习惯仍然是其理解的难点，这其中的磨合需要双方做出努力。

从这几个方面考虑，人民币国际化的下一步，CNH 市场仍然是一个重要的抓手——一方面，这个市场已经经历过洗礼；另一方面，出于资本管控的考量，完全打开在岸市场也存在相关的金融风险。此外，国际投资者也会更加适应香港等海外市场的监管环境。

美元利率上升的大背景，也为 CNH 市场的再度繁荣提供了契机，中资机构持有的美元债务存在着再融资的需求，但美元的高利率让很多机构考虑转向人民币融资。近两年，点心债发行规模的再度上行，就反映出这样的趋势。在这样的趋势下，通过更多的人民币贸易结算来让人民币流通到离岸市场，会有利于市场的供需均衡。更加重要的是，如果更多的海外主权财富基金能够持有更多的人民币，并投资在点心债市场，将有利于离岸市场形成一个人民币的资金循环。

诚然，人民币国际化在一定程度上意味着“去美元化”，但真正的“去美元化”仍然有很长的道路要走。做实离岸人民币市场，是一小步，也是一大步。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安或其集团公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安及其集团公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安及其集团公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2023 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com