

离岸央票的定价秘密

——货币市场与流动性周度观察 2019 年第 27 期

摘要

2019 年以来，央行推动离岸央票发行常态化，市场更加关注央票对汇率的稳定作用，却忽视了作为流动性工具的央票在离岸人民币市场中如何定价的重要问题。

本文引入外汇掉期这一工具来分析当离岸市场存在明显的货币强弱对比时，美元利率和境外远掉期价格可能是离岸人民币市场短期利率的重要决定因素。从香港人民币融资环境和数据实证入手，我们发现外汇掉期隐含利率在离岸市场具有重要的基准作用，当前离岸央票发行的数量少、频率低，其定价很可能是被动地参考外汇掉期隐含利率。

香港独特的人民币利率体系造成其利率波动性大，不利于固定收益资产定价和对冲管理，降低了离岸人民币资产的吸引力。政府应该加大对离岸市场的调控力度，更加关注离岸掉期市场的动态，多元化融资渠道，降低对掉期市场的融资依赖。

展望未来，美联储仍将降息，人民银行宣布降准之后市场降息预期升温，美元利率下降叠加境外偏高掉期价格回落，近期离岸人民币流动性紧张将趋于缓和。

上周央行逆回购操作净回笼 1000 亿资金，货币市场利率曲线更加陡峭。

本周央行降准在即，缴税截止日后移，央行可能缩量续作 MLF 或使用逆回购弥补短期资金缺口，资金面保持平稳；降息预期下 3 个月 NCD 发行利率上行动力不足。

关键词：离岸央票，降准

宏观研究部

邵翔

分析师

电话：021_22852645

邮箱：shaox@cib.com.cn

郭于玮

分析师

电话：021_22852641

邮箱：guoyw@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

图表目录

图表 1	2018 年至今央行发发行离岸央票情况	3
图表 2	在岸央票发行利率与重要基准利率密切相关	4
图表 3	离岸央票发行利率和 CNH Hibor 利率	5
图表 4	离岸央票发行宣告日和发行日之后离岸美元兑人民币的涨跌幅	5
图表 5	卖出（美元兑人民币）掉期的简化图	7
图表 6	理论中掉期价格的决定模式	7
图表 7	资本流动约束下掉期和利率的关系可能发生逆转	8
图表 8	CNH HIBOR 利率与外汇掉期隐含利率关系更密切	8
图表 9	香港短期流动性融资体系简图	9
图表 10	格兰杰和 TY 因果检验结果	9
图表 11	央票发行利率与掉期隐含利率	10
图表 12	3 个月 CNH HIBOR ,LIBOR 和 SHIBOR 利率	12
图表 13	上周央行操作及债券发行到期情况（亿元）	12
图表 14	央行逆回购投放与回笼	13
图表 15	央行逆回购余额走势图	14
图表 16	央行逆回购加权平均操作期限与利率	14
图表 17	上周主要货币市场及相关投资品种利率变动情况	16
图表 18	主要货币市场基准利率走势	16
图表 19	资金利率曲线形态变化图	16
图表 20	流动性分层	17
图表 21	各类投资工具收益率比较	17
图表 22	同业存单净融资额与发行利率走势图	17
图表 23	国股银票转贴利率（分期限）	18
图表 24	3 个月理财收益率（分机构）	18
图表 25	主要利率互换品种收益率走势图	19
图表 22	本周各类工具到期一览（亿元）	20
图表 23	本周主要流动性影响因素前瞻	20

一、 离岸央票的定价秘密

2018年9月20日，中国人民银行和香港金融管理局签署《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》，旨在“便利中国人民银行在香港发行央行票据，丰富香港高信用等级人民币金融产品，完善香港人民币债券收益率曲线”。此后，人民银行在离岸市场共发行了10期央票，当前存量规模为700亿元人民币（见图表1）。不过，当前市场倾向于将离岸央票的发行和收紧货币、稳定汇率联系起来，那么央票是否能够掌握离岸市场短期流动性定价的主动权呢？离岸人民币市场利率定价背后存在怎样不同的逻辑？

图表1 2018年至今央行发行离岸央票情况

	发行日	到期日	规模（亿元）			中标利率			
			1M	3M	6M	1Y	1M	3M	6M
1	2018/11/7	2019/2/8	100			3.79%			
2	2018/11/7	2019/11/9							4.20%
3	2019/2/13	2019/5/17	100			2.45%			
4	2019/2/13	2020/2/15							2.80%
5	2019/5/15	2019/8/16	100			3.00%			
6	2019/5/15	2020/5/17							3.10%
7	2019/6/26	2019/7/26	200			2.80%			
8	2019/6/26	2019/12/27	100			2.82%			
9	2019/8/14	2019/11/15	200			2.90%			
10	2019/8/14	2020/8/16							2.95%

资料来源： 兴业研究

1. 如何看待央行票据在离岸人民币市场的作用？

首先，从香港人民币债券市场来看，随着债券通开通和中资美元债市场的蓬勃发展，叠加人民币贬值预期的存在，点心债市场逐步“边缘化”。根据ASIFMA（亚洲证券业与金融市场协会）统计，点心债市场的存量规模自2015年以来不断萎缩¹，2019年第一季度存量约为530亿美元，而自2017年7月债券通正式上线以来，境外机构持有境内债券的规模不断扩大，截至2019年8月境外机构持有规模已经超过1.7万亿人民币（超过2400亿美元），其中中国债持有量约1.18万亿人民币。点心债市场的“没落”使得对于央票发行对离岸人民币信用市场作用的市场关注度有限。

其次，对于中国市场的参与者来说，央票发行往往具有重要的政策意味，对货币市场利率有直接的影响。2012年国内央票逐步退出历史舞台之前，央票发行发挥着回收过剩流动性，平滑货币市场的重要作用，其发行利率与主要的基准利率密切相关（见图表2）。但当前离岸央票发行的频率较低——3个月和1年期央票的发行频率大致为3个月一次，以此类推下一次发行应该在2019年11月中旬，从有限的样本尚无法确定央票是否能够有效影响香港的人民币拆借利

¹ 这其中人民币贬值也起到了重要作用。

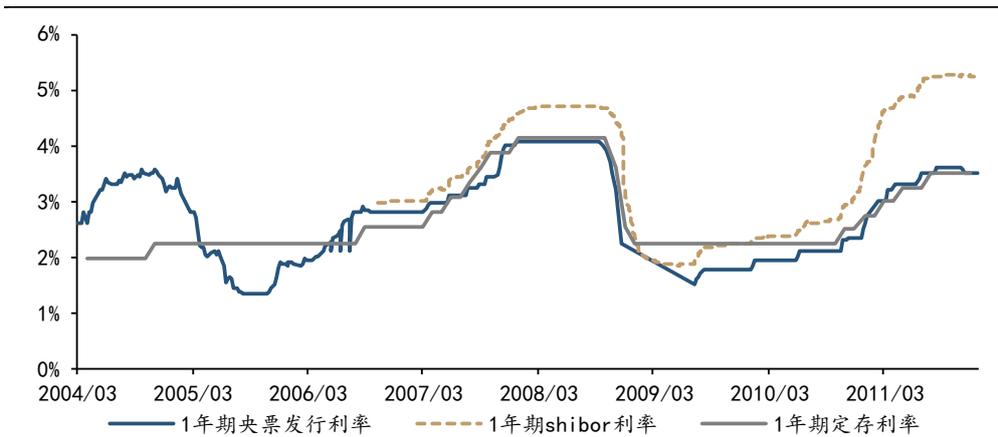
率（见

图表 3）。

第三，除了以上两个传统用途之外，市场更加关注离岸央票对于人民币汇率的影响。不过有意思的是央票发行对汇率的影响主要是通过预期渠道。撇开中美贸易相关的事件性冲击，宣布央票发行的消息一般会在当日对人民币汇率（相对美元）形成支撑（消息并不一定会说明发行数量等细节）；而当央票落地时，发行数量和价格的具体信息似乎并不会对汇率市场产生显著影响（见图表 4）。

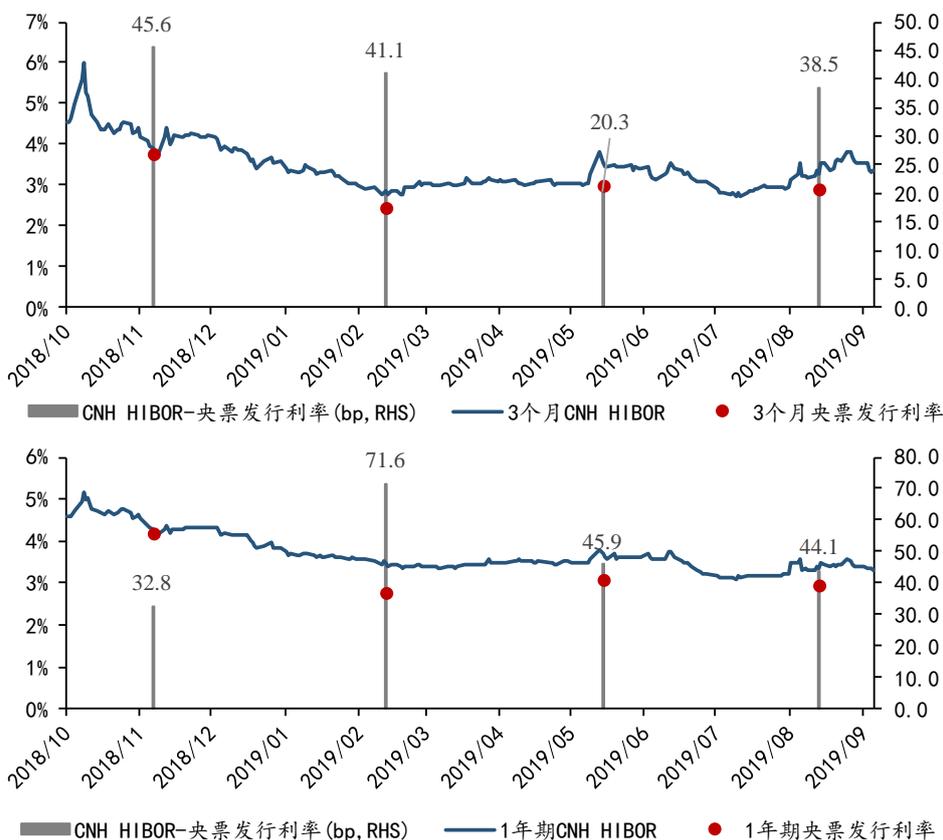
综合而言，离岸央票作为一项调节离岸人民币市场流动的新型工具，其有效性存疑；它对人民币汇率的作用主要是基于一个略显教条的信念式逻辑——发行央票意味着收紧流动性，这会提高境外做空人民币汇率的成本，人民币应该会升值。

图表 2 在岸央票发行利率与重要基准利率密切相关



资料来源： Wind， 兴业研究

图表 3 离岸央票发行利率和 CNH Hibor 利率



注：CNH HIBOR-央票发行利率的利差指的是过去 7 天内（不含央票发行当日）CNH HIBOR 与相应期限央票发行利率之差。

资料来源：Wind，兴业研究

图表 4 离岸央票发行宣告日和发行日之后离岸美元兑人民币的涨跌幅

发行宣布日	当天涨跌	一周涨跌	备注
2018/10/31	-0.06%	0.81%	G20峰会前中美关系依旧紧张，G20会议后中美关系缓和，重启贸易谈判
2019/1/30	0.53%	-0.99%	
2019/5/7	-0.31%	-1.59%	5月初中美贸易形势急转直下，10日美国将2000亿美元中国进口商品关税由10%提高至25%
2019/6/11	0.26%	0.33%	6月18日中美两国元首通话
2019/8/6	0.64%	0.61%	一周后正好为8月13日，美国宣布延迟对部分中国进口商品加征关税
正式发行日	当天涨跌	一周涨跌	备注
2018/11/7	0.07%	-0.38%	
2019/2/13	-0.14%	0.96%	
2019/5/15	0.01%	-0.47%	
2019/6/26	-0.05%	0.04%	
2019/8/14	-0.62%	-0.20%	

注：6月和8月的宣布时间是央行首次吹风的时间，要早于央行公开市场公告公布的时间。

资料来源：Wind，兴业研究

2. 利率和掉期模型的再思考

离岸人民币市场长期以来处于“放养式”的状态，央行及相关监管机构很少采取措施主动对其进行干预调节。这造成离岸市场形成了不同的短期利率定价逻辑，我们引入外汇掉期这一工具对其进行阐述。外汇掉期是全球外汇衍生品中交易量最大的品种，一般包含即期市场和远期市场上方向相反的一组交易，以卖出（美元兑人民币）掉期为例，期初在即期汇率市场买入美元，并约定期末以 F 的价格卖出美元，本质上相当于以人民币为抵押，借入美元贷款。而经典的抛补的利率平价理论（CIP），是我们判断掉期价格的重要理论基础：

$$(1 + R_{\text{¥}})F_t = S_t(1 + R_{\text{\$}})$$

经过移项调整可得：

$$\text{掉期点} = F_t - S_t = S_t \frac{(R_{\text{\$}} - R_{\text{¥}})}{1 + R_{\text{¥}}}$$

以美元对人民币为例，上式中 $R_{\text{¥}}$ 和 $R_{\text{\$}}$ 分别表示人民币和美元利率， F_t 指的是 t 时刻的远期价格， S_t 表示的是 t 时刻的即期汇率。

通常我们倾向于认为不同币种的利率是决定掉期走势的最主要的因素¹，而不同币种的利率是由其自身的经济和金融状况决定的（见图表6）。不过在实际中由于具体条件的不同，也可能存在不同的逻辑顺序。

以中国市场为例，由于存在资本流动的限制使得境内和境外市场出现分割，我们可以把境内外市场具体划分为4个——境内人民币市场（CNY），境内美元市场，境外人民币市场（CNH），境外美元市场（包括美国在岸和离岸的美元市场）。因为在市场容量、交易活跃度以及政策干预程度上存在差别，境内、境外美元和人民币的相对地位出现了“强弱”分化——境内人民币居于主导地位，境外则是美元占据优势。利率平价理论并没有预设谁是决定因素、谁是被决定因素。在货币存在明显的“强弱”对比时，我们可以认为弱势方货币的利率可能是由强势方利率和远掉期价格共同决定，以境外市场为例：

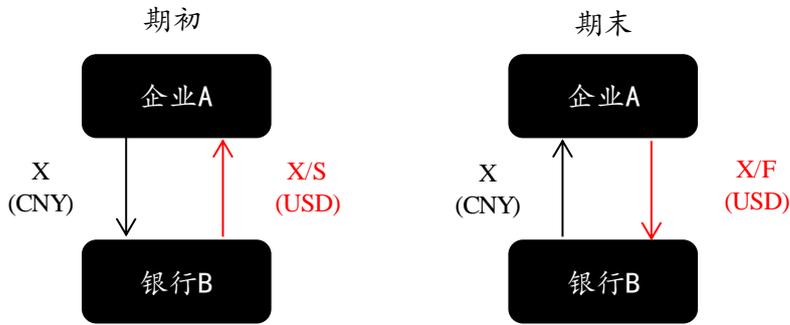
$$R_{\text{CNH}} = \frac{S_t(1 + R_{\text{\$}})}{F_t} - 1$$

即境外美元利率市场和境外远掉期市场对 CNH 市场利率产生更大的影响，而境内人民币利率（例如 Shibor）对 CNH 市场的影响则不足（见

¹ 我们在本文中对掉期的定价方式不做具体的展开，其他影响因素还包括即期汇率和市场供需限制等因素

图表 7 和图表 8)。那么在实际中我们怎么把握远掉期市场对于 CNH 市场的影响呢？

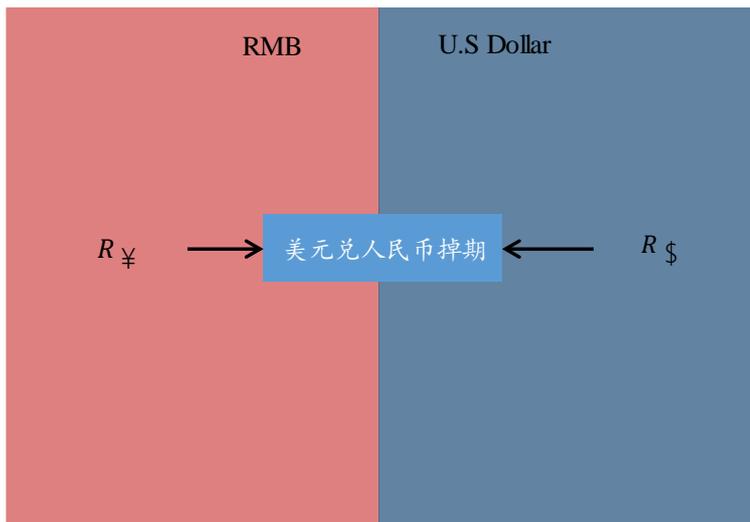
图表 5 卖出（美元兑人民币）掉期的简化图



注：S 为期初即期汇率，F 为期初约定的远期汇率。

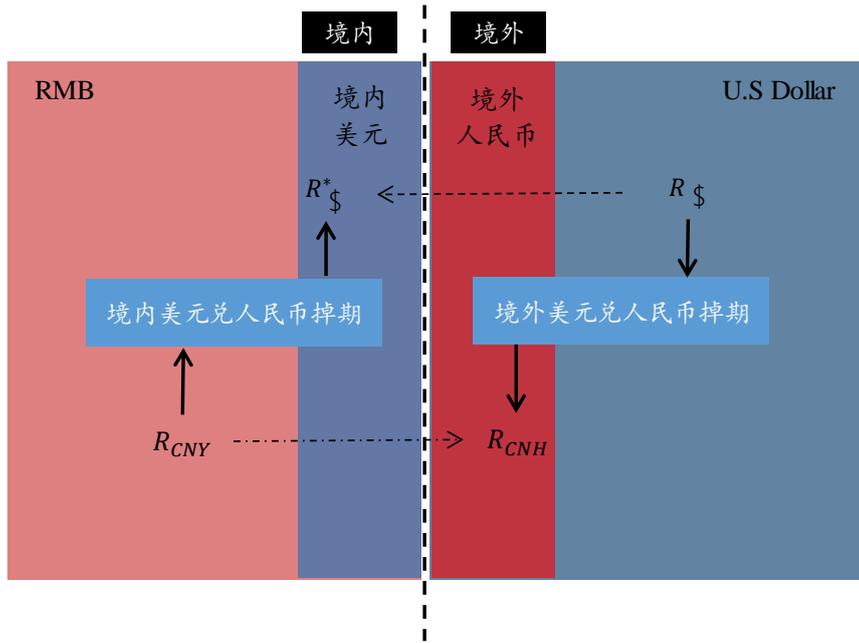
资料来源： 兴业研究

图表 6 理论中掉期价格的决定模式



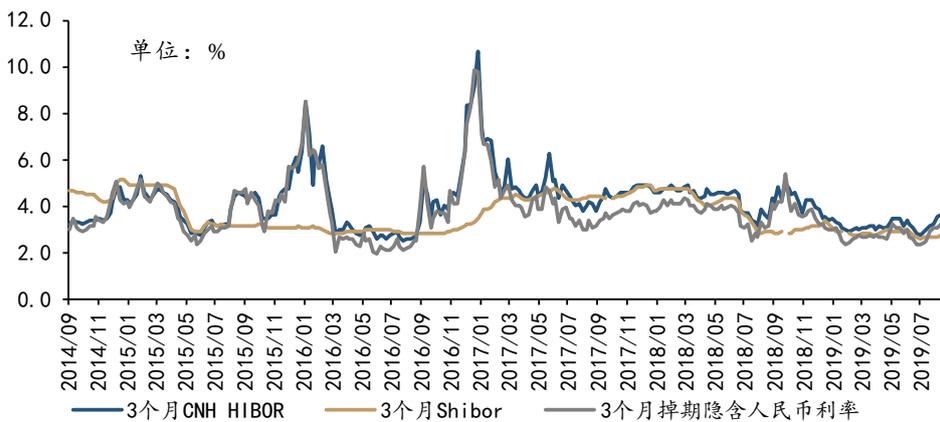
资料来源： 兴业研究

图表7 资本流动约束下掉期和利率的关系可能发生逆转



资料来源： 兴业研究

图表8 CNH HIBOR 利率与外汇掉期隐含利率关系更密切



资料来源： Bloomberg, 兴业研究

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10231



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>