

**每月焦點**

- TR / 香港交易所RXY全球離岸人民幣指數2016年12月收報95.47，維持在2016年11月的水平，其間中國人民銀行（人行）美元兌人民幣中間價升至6.9730，較2016年11月上升1.2%。
- 整體而言，2016年香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨合約在流通量及市場參與方面均再次領先全球其他交易所的離岸人民幣期貨。未平倉合約於2016年12月30日錄得45,635張（名義金額46億美元）的最高紀錄，而12月平均每日成交量亦創新高至4,325張合約（名義金額4.33億美元）。
- 香港交易所首席中國經濟學家巴曙松教授研究現行人民幣匯率中間價形成機制，探討該機制的靈活性如何提升中國應對國際經濟衝擊的能力。
- 《專家之言》請來泰康資產管理（香港）有限公司環球經濟研究主管Alexis Garatti，探討人民幣匯價的波動及其對新興亞洲市場的影響。

**簡報：香港交易所推廣離岸人民幣定息及貨幣市場的工作**

香港交易所集團行政總裁李小加在2016年12月5日深港通啟動儀式上談論深港通的重要性。



香港交易所與中國銀行業協會於2016年12月5日至9日為中國內地的高級管理人員和銀行業行政人員舉辦研討會，標誌著內地與香港金融業界繼續攜手合作。

**首席中國經濟學家制高點****靈活的人民幣匯率顯著提升中國應對國際經濟動盪的能力****香港交易所首席中國經濟學家巴曙松教授**

美國大選結束以來，隨著美元的走強，人民幣匯率的波動幅度明顯上升，在保持人民幣對一籃子貨幣的相對穩定的同時，對美元的匯率在靈活波動中呈現一定幅度的貶值趨勢。在動盪的國際環境下，靈活的人民幣匯率顯著提升了中國應對外部經濟動盪的能力，而這正是前一階段穩步推進人民幣匯率形成機制改革的積極效果。

客觀而言，人民幣匯率形成機制改革是中國總體的金融體制改革的重要部分。2005年以來人民幣匯率形成機制的改革，是一個匯率靈活性不斷增加、央行干預不斷減少、匯率對內部和外部經濟波動反映更為靈敏的過程。由於匯率問題對內地貨幣政策、對外貿易、資本市場等都有重要影響，匯率機制的改革一直受到國內外多重因素的制約。保持人民幣匯率在合理、均衡的水準上基本穩定，實現外匯市場出清，是匯率制度改革的政策目標。

(下接第9頁)

圖 1: 本月圖表: 中國外匯儲備變動

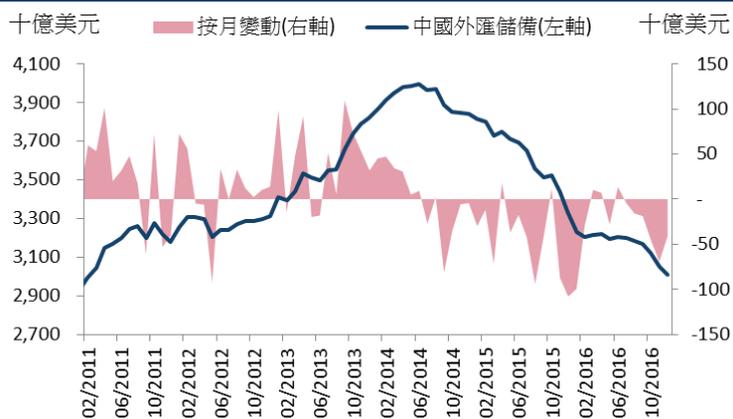
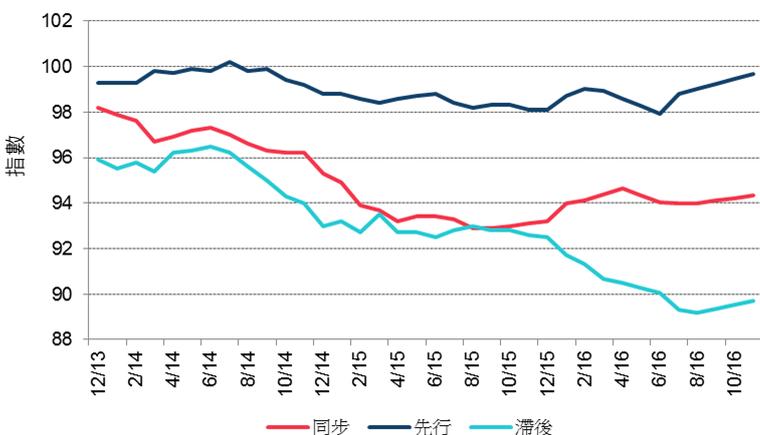


圖 2: 中國宏觀經濟景氣指數



- 同步指數是反映當前經濟基本趨勢的指數，基於以下數據計算而成：(1)工業產量、(2)就業、(3)社會需求（包括投資、消費及外貿）；及(4)社會收入（包括政府稅項、企業溢利及居民收入）。
- 先行指數按一組先行指標計算而成，其變化先於同步指數，用作預測未來經濟趨勢。
- 滯後指數按一組滯延指標計算而成，其變化後於同步指數，主要用作確認經濟週期的高位及低點。

表 1

中國主要經濟指標	當前	之前	變動	下一個發布日期
實際國內生產總值 (同比%)	6.8	6.7	↑	18/04/2017
消費者物價指數 (同比%)	2.1	2.3	↓	14/02/2017
生產者物價指數 (同比%)	5.5	3.3	↑	14/02/2017
工業生產指數 (同比%)	6.0	6.2	↓	17/04/2017
固定資產投資 (同比%)	8.1	8.3	↓	14/03/2017
國外投資 (同比%)	5.7	1.2	↑	08/02/2017
中國製造業採購經理指數	51.4	51.7	↓	01/02/2017
中國人民銀行銀行家信心指數	53.7	46.5	↑	待定
中國人民銀行銀行貸款需求指數	57.5	55.7	↑	待定
同業銀行金融電訊協會(SWIFT)	2	1.67	↑	27/01/2017
出口 (同比%)	-6.2	-1.5	↓	10/02/2017
進口 (同比%)	3.1	5.5	↓	10/02/2017
M2貨幣供應量 (同比%)	11.3	11.4	↓	10/02/2017
零售銷售 (同比%)	10.9	10.8	↑	17/04/2017
消費者信心指數	116.6	114.9	↑	20/02/2017
銀行準備金率 (%)	17.5	18.0	↓	不常
官方外匯儲備 (十億美元)	3010.5	3051.6	↓	07/02/2017
3個月上海銀行間拆放利率 (%)	3.86	3.16	↑	持續
10年政府債券收益率 (%)	3.27	3.19	↑	持續
美元/人民幣匯率	6.86	6.95	↓	持續
TR/香港交易所 RXY 全球離岸人民幣指數	95.47	95.47	↔	持續

本月圖表

- 中國外匯儲備於2016年12月跌幅放緩，較一個月前減少410億美元至3,010億美元，低於路透社2017年1月6日分析師預測的平均水平。按2016年12月19日國家外匯管理局發出的聲明，中國外匯儲備減少主要是人行致力維持人民幣匯價穩定所致。

監管/政策發展動向

- 中國外匯交易中心於2016年12月9日容許人民幣與另外七種貨幣直接買賣，令可直接買賣的貨幣總數增至23種，並於同月29日宣布，由2017年1月1日起，貿易加權貨幣籃子新增11種貨幣，令美元在該籃子的比重由26.4%減至22.4%。

宏觀經濟更新

- 中國經濟工作會議上當局表示明年計劃實施穩健中性的貨幣政策及積極的財政政策，並承諾管控財務風險避免出現泡沫後，根據彭博2016年12月16日調研，經濟師於2016年12月紛紛提高中國經濟增長預測。
- 中國新增信貸勝預期，2016年12月新增人民幣貸款達人民幣1.04萬億元，高於彭博於2017年1月12日調研所得的全部37個預測。12月的融資規模由上一個月的人民幣1.74萬億元減至人民幣1.63萬億元。
- 根據紐約研究組織「中國褐皮書」(China Beige Book)的2016年12月26日公佈的季度數據，中國各行業經濟在2016年第四季度均有改善。收益、盈利、僱員人數及資本開支均高於第三季度水平，新增訂單數量亦見穩定。

市場/產品發展

- 2016年12月，中國債券市場發生兩宗涉嫌債券欺詐事件，指稱國海證券股份有限公司及廣發銀行股份有限公司涉及欺詐行為，引來市場要求更嚴密監管的呼聲。
- 香港金融管理局總裁陳德霖於2016年12月20日訪京行時表示，香港與內地機關正初步探討債券市場互联互通計劃的可能性，希望繼深港通啟動後，進一步深化雙方聯繫。

美元兌人民幣(香港)

- 2016年12月 美元/在岸人民幣中間價徘徊在6.8575至6.9508區間，離岸人民幣兌美元則較一個月前下跌0.9%。
- 美國聯儲局於2016年12月14日將利率目標上調0.25%，是十年來第二次。2016年12月美元兌主要貨幣持續強勢，市場預期美國近期會進一步上調利率及實施財政擴張政策。
- 人行在2017年1月6日重申會將人民幣兌一籃子貨幣的匯率維持在大致穩定的水平，及繼續推進匯率形成機制，並再次確認2017年會實施穩健中性的貨幣政策。

圖 3: 在岸/離岸人民幣現貨價格區間



圖 4: 場外交易市場美元兌人民幣(香港)期權引伸波幅

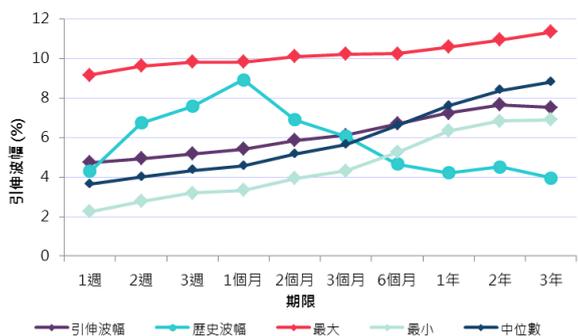


圖 5: 美元人民幣(香港)價格水平的市場預測



香港交易所的美元兌人民幣(香港)期貨  
產品焦點

- 整體而言，2016年香港交易所的美元兌人民幣(香港)期貨合約在流通量及市場參與方面，均再次領先全球其他交易所的離岸人民幣期貨。2016年的成交量及未平倉合約同樣按年增長近一倍。
- 2016年12月30日未平倉合約創歷史新高，達45,635張（名義金額46億美元），較去年上升98%。2016年12月的平均每日成交量亦創下4,325張合約（名義金額4.33億美元）的新紀錄。
- 香港交易所的美元兌人民幣(香港)期貨的成交及未平倉合約涉及不同的到期日，反映投資者基礎較平均。成交張數最多為2016年12月、2017年1月及2017年3月合約，佔成交量總數的51%；未平倉合約集中於2017年3月、2017年9月及2017年12月合約，以上三種合約佔未平倉合約總數的63%。

圖 6: 成交量與持倉在2016年同樣按年增長近一倍



圖 7: 美元兌人民幣(香港)期貨成交量與持倉



圖 8: 合約月份之成交量分布 (12/2016)

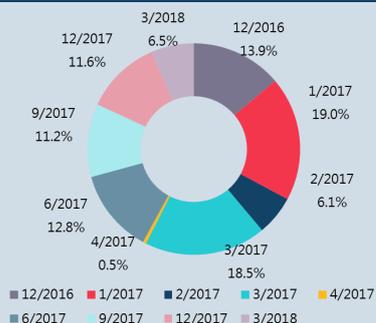
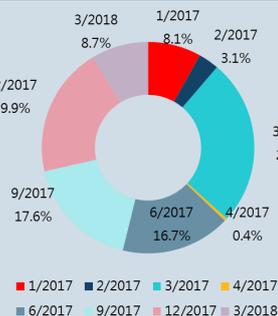


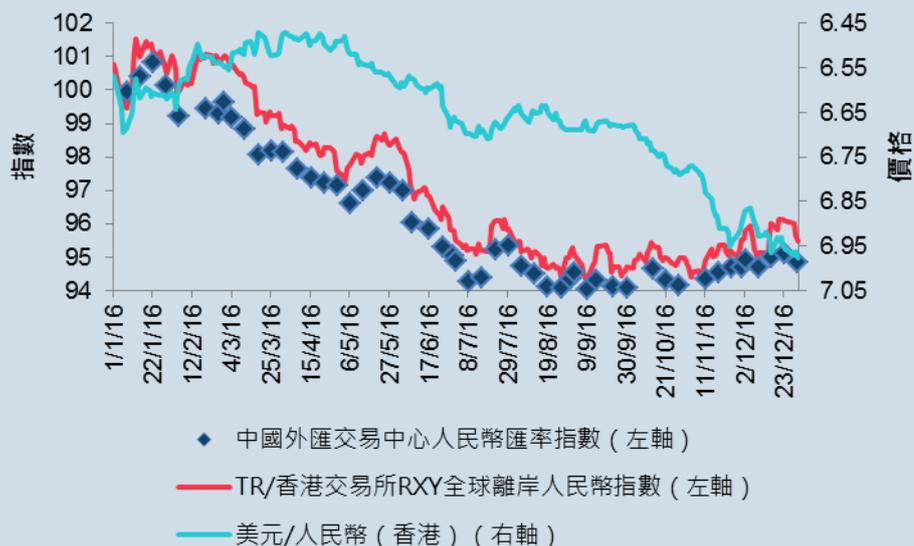
圖 9: 合約月份之持倉量分布 (30/12/2016)



## TR / 香港交易所人民幣貨幣指數 (RXY)

- TR / 香港交易所RXY全球離岸人民幣指數2016年12月收報95.47，維持在2016年11月的水平，其間人行美元兌人民幣中間價升至6.9730，較2016年11月上升1.2%。
- 與美元雙邊匯率相比，TR / 香港交易所RXY全球離岸人民幣指數及中國外匯交易中心人民幣指數相對平穩，符合人行匯率制度。

圖 10: TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數與中國外匯交易中心人民幣指數與美元/人民幣(香港)表現



### 產品焦點

- RXY指數旨在為人民幣兌一籃子貨幣匯率提供獨立、透明和及時的基準，該貨幣籃子包括中國內地最重要的貿易夥伴貨幣。
- 這組指數基於WM/路透外匯匯率進行計算，並根據國際證監會組織(IOSCO)對金融市場基準的合規原則進行管理。
- RXY指數旨在成為期貨、期權和交易所買賣基金等投資和交易產品的基礎。

### 編製方法

- 計算方法：幾何平均  
 加權方法：對香港轉口貿易進行調整後的加權雙邊貿易  
 貿易數據來源：聯合國商品貿易資料庫、香港特區政府統計處  
 權重調整：年度審核。6月份公布，於第四季度的第一個工作日生效  
 指數計算頻率：每小時  
 匯率資料來源：WM/路透外匯匯率  
 基準日期：2014年12月31日的基數為100

詳情可瀏覽指數編製文件：[financial.thomsonreuters.com/fxindices](http://financial.thomsonreuters.com/fxindices)

圖 11: TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數

指數權重: 有效期至2017年9月29日

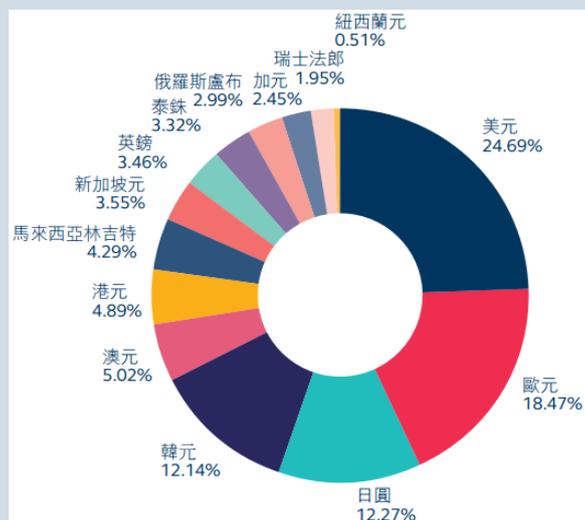


表2: 指數權重

貨幣	RXY全球人民幣指數	RXY參考人民幣指數
美元	24.69%	28.09%
歐元	18.47%	21.03%
日圓	12.27%	13.97%
韓元	12.14%	0.00%
澳元	5.02%	5.72%
港元	4.89%	5.56%
馬來西亞林吉特	4.29%	4.88%
新加坡元	3.55%	4.04%
英鎊	3.46%	3.93%
泰銖	3.32%	3.78%
俄羅斯盧布	2.99%	3.41%
加元	2.45%	2.79%
瑞士法郎	1.95%	2.22%
紐西蘭元	0.51%	0.58%

離岸人民幣兌其他貨幣

圖 12: 外匯因素雷達\*

歐元兌人民幣(香港)

- 作為中國外匯交易中心人民幣貿易加權指數的第二大成份貨幣，市場特別留意歐元兌人民幣匯價。
- 2016年12月離岸人民幣兌歐元匯價較一個月前低0.14%，維持在7.21至7.39區間內浮動。2016年12月三個月場外期權的引伸波幅緩緩上升至10%左右。
- 外匯因素方面，估值及基礎因素遠高於歷史平均水平，而波動、動量、利差及情緒因素則低於歷史平均數。

離岸人民幣兌  
歐元月度表現  
↓ -0.14%  
引伸波幅  
9.7%

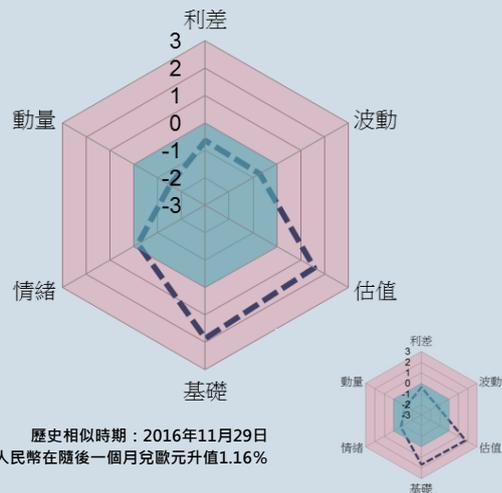
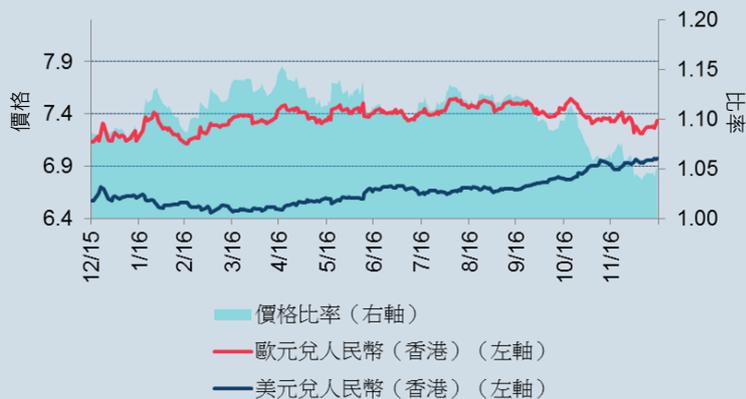


圖 13: 外匯波幅(3個月引伸)



圖 14: 價格比率: 歐元兌人民幣(香港) / 美元兌人民幣(香港)



澳元兌人民幣(香港)

- 2016年12月離岸人民幣兌澳元匯價較一個月前高1.52%，原因可能是期內鐵礦石現貨價下跌。
- 2016年12月引伸波幅回升至近11%。
- 外匯因素方面，波動及動量因素低於歷史平均數，而估值、利差、基礎及情緒因素高於歷史平均水平。

離岸人民幣兌  
澳元月度表現  
↑ 1.52%  
引伸波幅  
11.2%

圖 15: 外匯因素雷達\*

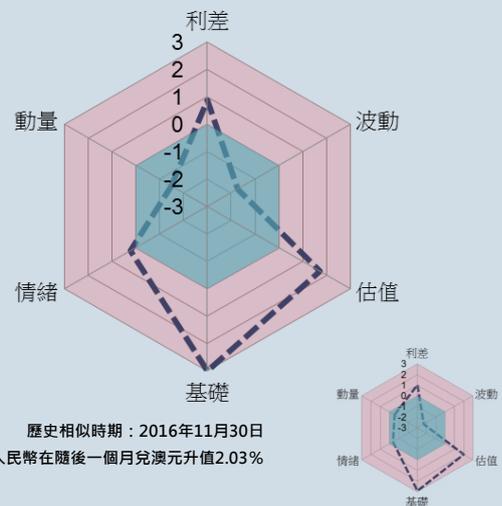


圖 16: 外匯波幅(3個月引伸)



圖 16: 價格比率: 澳元兌人民幣(香港) / 美元兌人民幣(香港)



## 日圓兌人民幣(香港)

- 2016年12月離岸人民幣兌日圓匯價較一個月前高1.35%，因為日本央行繼續實施「收益率曲線控制」政策抑制國債收益率升幅，令日匯受壓。
- 2016年12月的三個月引伸波幅回升至13%左右。
- 外匯因素方面，情緒及基礎因素均高於歷史平均數，而估值、波動、利差及動量因素則低於歷史平均數。

離岸人民幣兌  
日圓月度表現  
↑ 1.35%  
引伸波幅  
12.9%

圖 18 外匯因素雷達\*



圖 19: 外匯波幅(3個月引伸)



圖 20 價格比率:日圓兌人民幣(香港) / 美元兌人民幣(香港)



表 3: 人民幣貨幣對匯總表

	表現					波幅					
	12月	11月	變動	前3個月	年初至今	引伸波幅	11月	變動	歷史波幅	11月	變動
美元兌人民幣(香港)	-0.87%	-2.04%	↑	-4.48%	-5.46%	7.3%	5.9%	↑	3.1%	3.0%	↑
歐元兌人民幣(香港)	-0.14%	1.60%	↓	2.26%	-1.34%	9.7%	8.6%	↑	6.3%	5.3%	↑
澳元兌人民幣(香港)	1.52%	0.97%	↑	1.68%	-7.36%	11.2%	10.3%	↑	8.4%	8.3%	↑
日圓兌人民幣(香港)	1.35%	6.54%	↓	9.51%	-7.07%	12.9%	12.6%	↑	8.8%	10.3%	↓

## 離岸債券市場動態

### 離岸人民幣債券市場評論

- 2016年11月份香港人民幣存款按月回升4.8%至人民幣6,276億元。
- 2016年11月，人民幣跨境貿易結算的匯款總額為人民幣3,906億元(2016年10月：人民幣3,094億元)。

圖 21: 離岸人民幣存款與點心債餘額

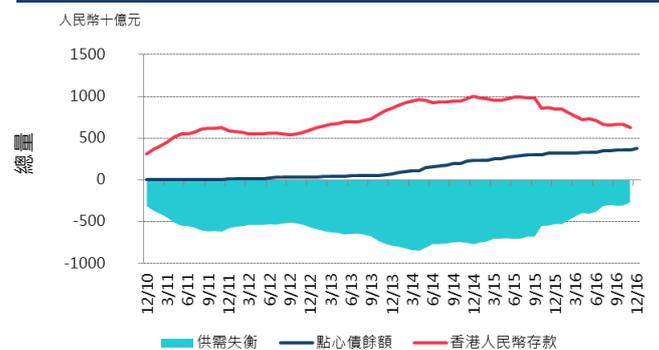


圖 22: 人民幣債券發行按發行人類型分類

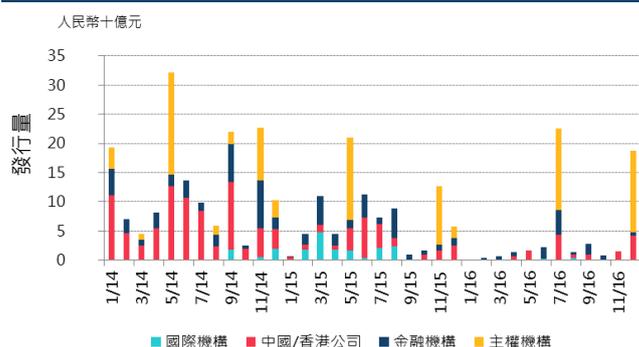


圖 23: 點心債表現



在岸人民幣債券市場評論

- 在岸債券市場發行量由2015年12月的人民幣2.4萬億元下降至2016年12月的人民幣2.35萬億元，下降2%。
- 人行於2016年5月發出允許境外實體進入銀行間外匯市場的細則公告後，境外主體參與度屢破紀錄，債券持有量創新高，佔銀行間外匯市場總額2.52%。
- 2016年12月中國債券市場接獲兩宗舉報，指稱國海證券股份有限公司及廣發銀行股份有限公司涉及欺詐行為，市場正待當局收緊監管措施。

圖 24: 財政部債券收益率5年：在岸與離岸 (%)

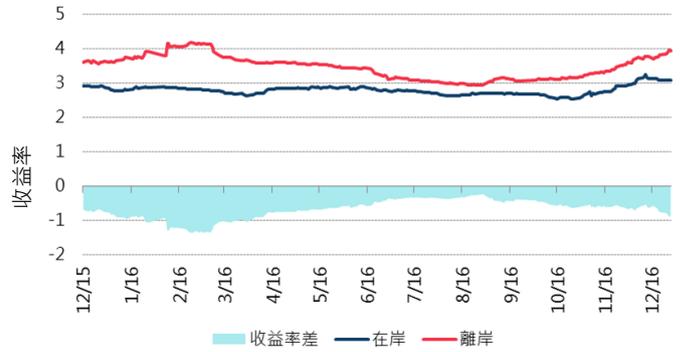


表 4

銀行間市場債券現貨交易主要指標 (按債券類型歸類, 2016年12月)			
債券類型	交易數量	交易價值 (人民幣, 億元)	到期收益率 (%)
政策性金融債	24,466	18,675.88	3.5899
國債	5,222	4,981.91	2.8646
中期票據	8,198	4,041.20	5.1050
公司債券	5,819	2,647.47	5.0791
存款證	9,785	16,691.86	4.0909
商業票據	8,559	4,457.15	4.1209
其他	2,372	2,334.25	4.1302
總計	64,421	53,829.72	3.9570

圖 25: 財政部債券餘額按年期分類

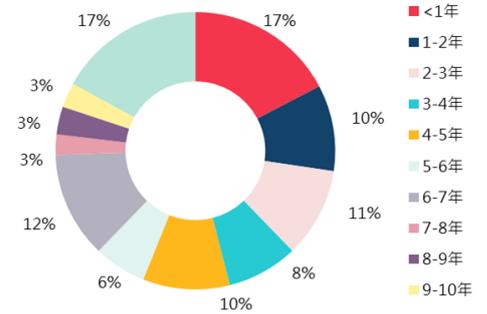


表 5

交易商協會非金融機構發債指導收益率 (截至2016年12月28日)																
	1年	環比	3年	環比	5年	環比	7年	環比	10年	環比	15年	環比	20年	環比	30年	環比
AAA+	3.72	↑	3.95	↑	4.06	↑	4.29	↑	4.55	↑	5.10	↑	5.26	↑	5.52	↑
AAA	3.86	↑	4.05	↑	4.24	↑	4.65	↑	4.86	↑	5.37	↑	5.68	↑	5.98	↑
AA+	4.07	↑	4.36	↑	4.57	↑	5.09	↑	5.43	↑	6.02	↑	6.37	↑	6.71	↑
AA	4.42	↑	4.80	↑	5.08	↑	5.74	↑	5.96	↑	6.73	↑	7.08	↑	7.57	↑
AA-	5.39	↑	5.99	↑	6.35	↑	7.40	↑	7.78	↑	8.39	↑	8.76	↑	9.06	↑

圖 26: 中國銀行間債券市場的外資機構參與度

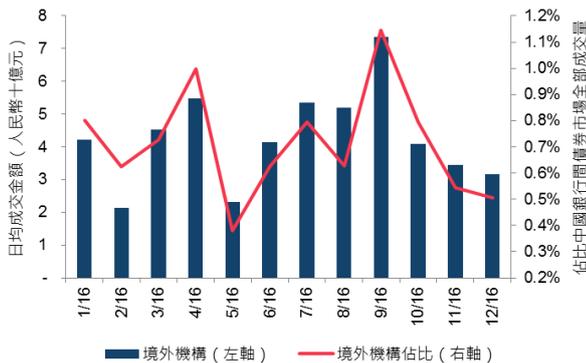


圖 27: 由外資機構持有的在岸債券

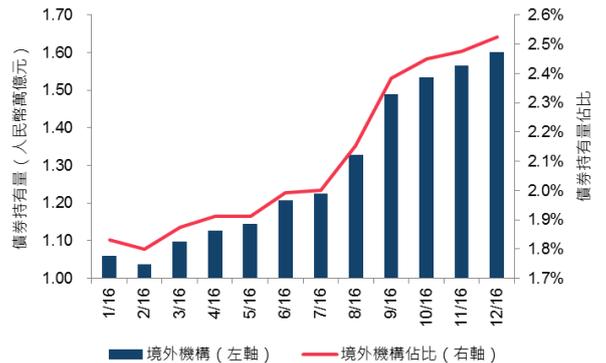


圖 28: 由境外機構持有的債券分佈

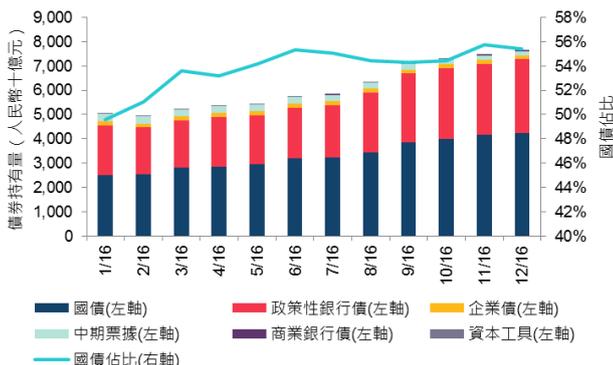


圖 29: 國債期貨交易量



## 在岸/離岸短期利率市場動態

### 在岸/離岸人民幣短期利率市場評論

- 隨著美元走強，中國銀行間市場流動性維持緊張。作為貨幣市場流動性主要指標及衡量同業借貸成本的基準利率，上海銀行間同業拆放利率(SHIBOR)在2016年12月全線飆升。7天SHIBOR在2016年12月27日昇至2.5470%，為15個月高位。
- 離岸人民幣流動性亦維持緊張。離岸人民幣香港銀行同業拆息(HIBOR)隔夜貸款利率於在2016年12月繼續走高，截至2016年12月30日為12.81%，比11月底增加9.9%。

圖 30: 離岸人民幣隱含收益率



圖 31: 在岸人民幣上海銀行間同業拆放利率收益率曲線

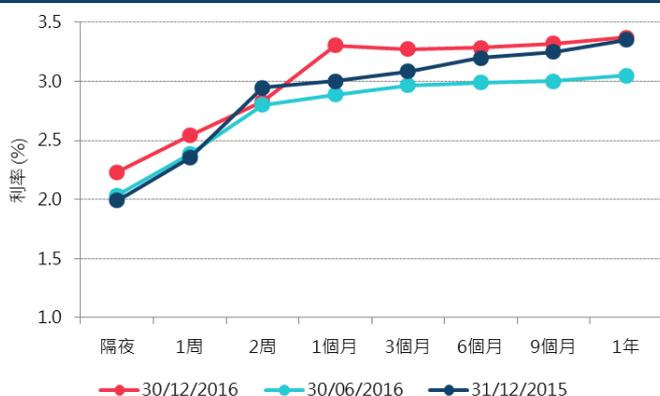


圖 32: 離岸人民幣香港銀行同業拆息收益率曲線

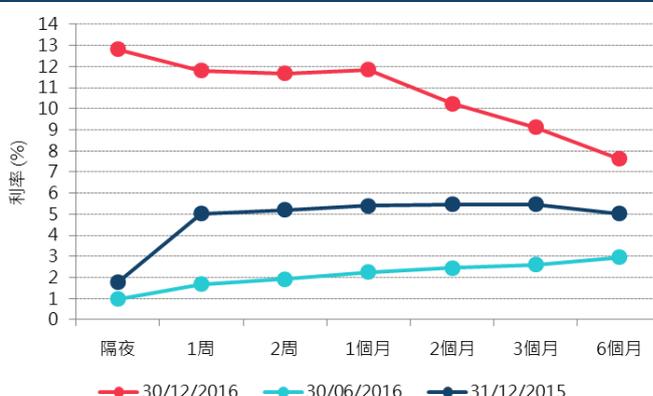


圖 33: 在岸利率互換 (7日回購利率) 收益率曲線

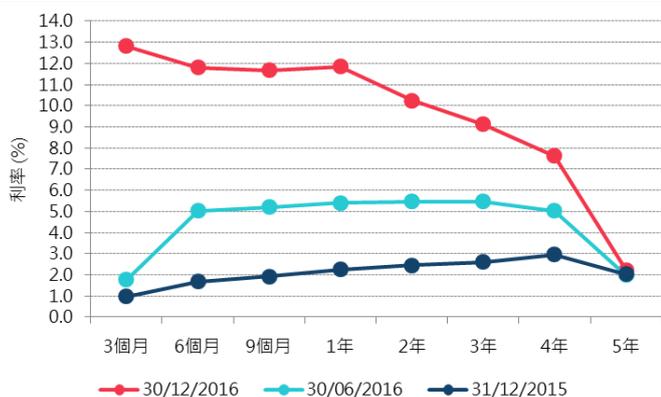


圖 34: 在岸利率交換合約交易名義本金

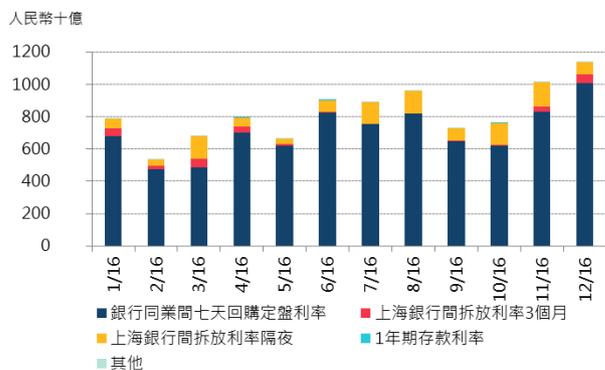


圖 35: 上海銀行間同業拆放利率與離岸人民幣香港銀行同業拆息

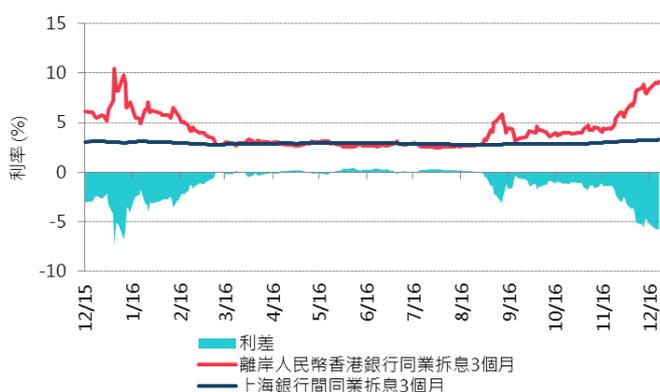
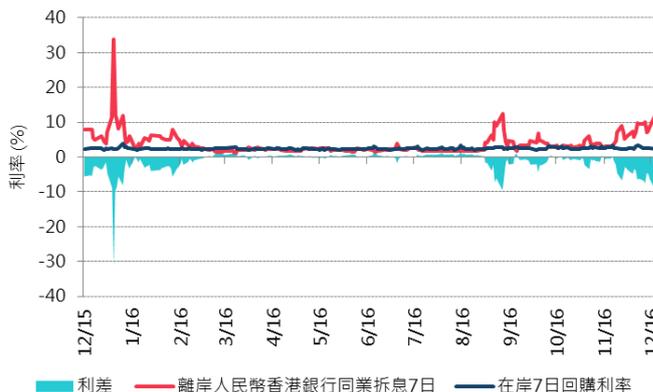


圖 36: 在岸人民幣7日回購利率與離岸人民幣香港銀行同業拆息



(上接第1頁)

如何對待匯率波動與穩定的關係，是匯率機制改革中一個必須要面臨的現實問題。2015年8月11日匯率改革之前，人行同樣是允許外匯市場人民幣對美元交易價浮動幅度不斷擴大，然而匯率形成機制中，相對穩定表現依然為比較重要的政策目標。例如，在每日人民幣兌美元匯率中間價的制定過程中，如果人民幣匯率面臨調整的壓力，央行傾向於通過干預中間價來調節匯率的波動速度與幅度。這樣的執行機制往往帶來較高的政策成本。對外匯市場的被動干預不僅會消耗外匯儲備、限制貨幣政策的可實施空間，還會阻礙外匯市場對資本流動和經濟基本面變動做出真實、及時的反映。

2015年8月11日開始的新一輪匯率改革，體現了央行改革思路的轉變：逐步退出官方對外匯市場的干預，將匯率交由公開透明的市場化機制決定，進而在市場波動中找到穩定的均衡。在新機制下，人民幣對美元的匯率報價取決於前一日收盤價和CFETS人民幣匯率指數。前者體現了匯率形成的市場化改革方向，旨在矯正長期存在的外匯市場定價扭曲；後者體現了構建匯率中樞的理念，旨在降低匯率變動對外貿的衝擊。可見，新機制的目標是實現人民幣匯率雙向波動與相對穩定的協調和統一。需要注意的是，在市場化的匯率形成機制下，市場預期對外匯供求、匯率走勢有重要影響。在本輪匯改中，預期管理的運用體現了央行創新外匯市場調控方式的新思路。從原有的直接干預市場向間接引導預期逐步轉變，有助於增進投資者對新制度的理解，提升投資者信心。

從實施效果來看，更加靈活的人民幣匯率可以及時吸收資本流動與經濟基本面變動帶來的調整壓力，提升中國應對外部經濟不利衝擊的能力。在面臨外部經濟金融形勢迅速變化的情況下，維持匯率相對固定會造成調整風險的累積，人行干預市場導致的外匯儲備明顯減少可能影響市場信心。新興市場國家的經驗表明，維持相對固定匯率的國家在面臨外部經濟動盪時，經常項目、資本項目以及外匯儲備可能產生互相影響、形成負反饋機制，從而放大外部事件對本國的溢出效應，甚至引發內部危機。以俄羅斯為例，2014年國際石油價格下跌導致俄羅斯經常項目惡化，資本大量外流。俄羅斯央行干預匯率導致外匯儲備減少，進一步加深了投資者對盧布幣值穩定性的擔憂，引發更嚴重的資本外流，最終導致危機爆發。

近期美國大選等事件對人民幣匯率的影響，充分體現了靈活的匯率制度作為外部衝擊緩衝器的積極作用。從應對資本流動衝擊的角度來看，靈活調整的匯率制度取代了資本專案管制，有效舒緩了人民幣貶值壓力。新興市場國家的經驗表明，對於大型開放經濟體而言，在面臨資本外流壓力時，加強資本管制不僅無法穩定本幣匯率，還會造成投資者恐慌，進而有可能引發更嚴重的資本外流與貨幣危機。公開透明、可預測的匯率制度安排配合人行的政策溝通與引導，讓投資者迅速習慣了人民幣匯率的靈活波動，客觀上有助於增加外匯市場的深度與彈性，增強人民幣抵禦外部不利衝擊和吸納匯率調整壓力的能力，規避了採用資本項目管制措施可能帶來的潛在風險。從應對基本面變動衝擊的角度來看，靈活調整的人民幣匯率制度可以改變貿易條件，進而有效降低國際產出衝擊對中國宏觀經濟的影響。自由波動的匯率才能夠實現調節國際收支的功能，而過於強調匯率穩定實際上是將匯率政策變成了目標，主動放棄了實現外部均衡的政策工具。更靈活的人民幣匯率制度會催生更多種類的外匯衍生產品，成為境內企業對沖匯率風險的有效途徑。

本輪改革是人民幣匯率形成機制市場化改革進程中邁出的堅實一步，也是具有轉折意義的一步，靈活的人民幣匯率顯著提升了中國應對外部經濟動盪的能力。應當認識到，在匯率形成機制轉軌的過程中，疊加外部政治經濟環境變動的影響，市場波動幅度擴大是正常的現象，從目前的趨勢看，自去年起人民幣貶值的幅度維持在年均5-10%的可控幅度範圍內，無論是從國際比較還是人民幣匯率自身的比較，這個波動幅度也是可接受的。長期來看，隨著貶值預期逐步釋放，得益於更加市場化的匯率形成機制，人民幣匯率將回到由基本面主導的軌道上。從匯率形成機制的配套改革來看，靈活調整的匯率制度要有成熟的外匯市場來實現其價格發現職能，為市場主體提供風險管理。培育外匯市場成熟的參與主體、優化市場機制與環境、創新匯率衍生工具，將是未來實現進一步匯率改革的重要基礎。

## 人民幣貶值並非亞洲新興經濟體不穩的根源

泰康資產管理（香港）有限公司環球經濟研究主管Alexis Garatti

人民幣的名義有效匯率在2015年8月至2016年11月期間跌了一成，對亞洲新興經濟體帶來潛在破壞性影響。這些國家面臨三重挑戰——競爭力因貨幣相對日圓和人民幣升值而被削弱、美元近期升值同時信貸條件收緊，以及全球貿易持續淡靜，因此他們與中國當前的貿易關係確實極其重要。這種局勢不禁令人想起1997-98年亞洲金融危機前夕人民幣和日圓連續兩度受創、美元利率上升及外債積累過快（與今天環境共通的另一情況）的情景。下文稍後將嘗試指出，出於三項結構性因素（中國經濟調整、亞洲區內縱向整合以及人民幣集團的冒起）的影響，今天人民幣波動對貿易表現的影響已不如從前。

### 人民幣波動與亞洲貿易表現相關性不大

Westpac人民幣名義有效匯率指數於2015年8月至2016年11月間錄得人民幣貶值10%。為更有效掌握這段期間人民幣相對亞洲新興經濟體貶值的影響，我們僅按中國與印度、印尼、馬來西亞、泰國和菲律賓的貿易關係計算人民幣名義有效匯率。我們可觀察三段時期(圖 37)：第一段，中國成功融入世界貿易和世界經濟，人民幣相對美元及亞洲新興經濟體貨幣升值；第二段，2014年到2016年初期間，市場認定中國經濟結構調整、資本外流和債台高築導致經濟增長疲弱，人民幣兌美元貶值，但與亞洲新興經濟體貨幣相比仍有所升值，因為外債偏低令中國經濟有較大能力不受美國利率即將正常化影響；第三段，2015年底到2016年11月美國大選，其間亞洲新興經濟體貨幣受惠於全球追求收益率以及美聯儲與市場對利率逐步正常化的需要愈趨一致，人民幣相形貶值8%。2016年11月，人民幣兌亞洲新興經濟體貨幣掉頭回升1.4%，主因是市場再次憂慮美國刺激經濟帶來通脹壓力令美元貨幣條件收緊產生負面影響。

中國對亞洲新興經濟體的實際出口及人民幣有效匯率的共同演變顯示2014年以來兩個變量之間出現膨脹關係（見圖 3 8），同一過程於中國對發達市場的實際出口亦明顯可見。這意味今天貨幣走勢對亞洲區內區外貿易的影響已較小。這種觀點從市場份額分析得到證實，因無論人民幣匯價高低，中國所佔的市場份額都是向上。貨幣與實際出口之間的膨脹關係以至中國市場份額的持續增長在在表明，就中國與亞洲新興經濟體的貿易關係而言，與競爭力及經濟結構調整相關的結構因素遠較人民幣匯率的決定作用為大。

### 中國經濟調整對亞洲貿易有更大決定作用

國際貨幣基金組織(IMF)2016年工作報告《中國及亞洲環球貿易放緩》(“China and Asia Global Trade Slowdown”，Hong, lee, Liao and Seneviratne) 證明中國調整經濟，由出口帶動改為國內需求帶動，從投資為本轉為消費為本及回流（on-shoring），對亞洲貿易關係已造成顯著影響。根據其數據，在進口內容方面，中國消費活動不若投資及轉口活動強勁，故中國對投資及轉口相關的進口需求已減少，反而消費相關的進口需求卻有所增加，不論人民幣升跌。因此，中國需求規模及結構的變動在結構上已減少了貨幣在貿易相對競爭力或活躍與否的作用。顯然，中國在增值梯隊的排名上升（中國經濟模式轉型的環節之一），亦降低了中國產品被其他亞洲產品替代的彈性，從而減少了貨幣走勢的影響力。

### 縱向整合、內部貿易和RCEP亦減少人民幣對亞洲貿易的影響

區內貿易流動和各國縱向專業化的興起一直是2008-2009年全球金融危機後亞洲貿易一體化的主要特徵。中國是這兩個進程的主要引擎，而這兩個進程增加了中間產品在貿易流動中的重要性。亞洲開發銀行表示，在160個國家（包括40個亞洲夥伴）的樣本中，貿易量（進口和出口）的敏感度在全球金融危機後已減半（2016年亞洲經濟一體化報告：甚麼驅動亞太區的外國直接投資？）(Asia Economic Integration Report 2016: what drives foreign direct investment in Asia and the Pacific?)。亞洲區與中國進行縱向整合的增長尤其龐大，減少了人民幣波動對亞洲的影響。人民幣貶值或可促進中國出口（促進競爭力），但淨影響未必很大，因其亦同時增加了這些產品所含外國中間產品的成本（有損中國競爭力之餘，亦促進使用中國產品作為中間產品的亞洲國家的競爭力）。貿易一體化方面，特朗普的保護主義立場亦可能促進「區域全面經濟夥伴關係協定」（簡稱RCEP），加強區域間的貿易流動，是另一次與貨幣走勢不相關而對亞洲貿易的長期、正面的衝擊。

### 作為亞洲貨幣的支柱，人民幣波動出現“中和”現象

在中國經濟結構調整及縱向區域一體化以外，第三個大幅減少人民幣波動對亞洲新興經濟體增長的影響之結構現象就是人民幣集團的出現。美國全國經濟研究所(NBER)工作報告22755「亞洲金融新秩序：人民幣集團會否出現？」(“A new financial Order in Asia: will a RMB bloc emerge?，Ito著)表示，從國際貨幣的六項功能（計價單位、交換媒介及價值儲存（私人和公共層面），見表7）去看，人民幣的重要性已經增加。這個集團的出現，意味現在亞洲央行制定金融/貨幣政策時已經是以人民幣（而非美元）作為支柱或定點。按作者依據Frankel-Wei回歸分析所示，除泰國外，亞洲新興經濟體的貨幣匯率走勢均屬於追隨人民幣多於追隨美元。換句話說，這些國家（不包括越南、老撾和柬埔寨）的央行儘管貨幣政策目標截然不同，但都不約而同中和了人民幣兌美元的波動，幅度介乎50%至90%之間，即在其隱含的一籃子貨幣中，人民幣較美元有更大的權重。人民幣的支柱或定點作用以外，談及區內舉措如亞投行（亞洲基礎設施投資銀行）和一帶一路戰略時，我們還可看到人民幣在作為計價單位、交換媒介和價值存儲等方面日益增長的影響力。所有這些因素都在逐漸減少亞洲對美元的依賴，進而提供更佳保護，防止人民幣出現全球流動性恐慌。

## 亞洲新興經濟體2017年展望

總括而言，人民幣不大可能是亞洲新興經濟體不穩的根源。這些國家在1997-1998年亞洲金融危機之後已透過積累外匯儲備、在區域層面建設更加穩固的金融結構及降低外債總額（與1997-98年危機之前45%及危機期間65%比較，2015年佔本地生產總值已降至接近平均35%）等增加自保的實力。最後，外部宏觀經濟因素應繼續支持亞洲新興經濟體。事實上，美國任何經濟刺激方案在2017年的影響均應有限，因為投票減稅和基礎設施項目皆需時，又或乘數效應偏低（美國經濟已接近其潛力上限）。此外，美國聯邦公開市場委員會的新投票成員多數支持美聯儲採取更溫和的貨幣方針，而美聯儲早已承認其可接受更高的通脹率。在這背景下，與美元升值有關的全球收緊貨幣及金融條件的行動應未至於很龐大或快速。在美國貨幣政策溫和正常化及人民幣支柱作用日益重要的環境下，亞洲新興經濟體當繼續表現良好。

圖 37: 人民幣指數



圖 38: 中國對亞洲(不計日本)出口量

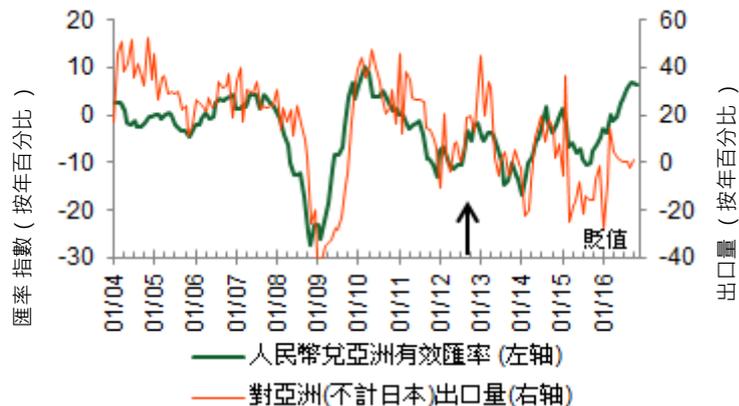


圖 39: 亞洲新興經濟體（印度、印尼、中國、越南、泰國和菲律賓）出口先進經濟體的市場份額

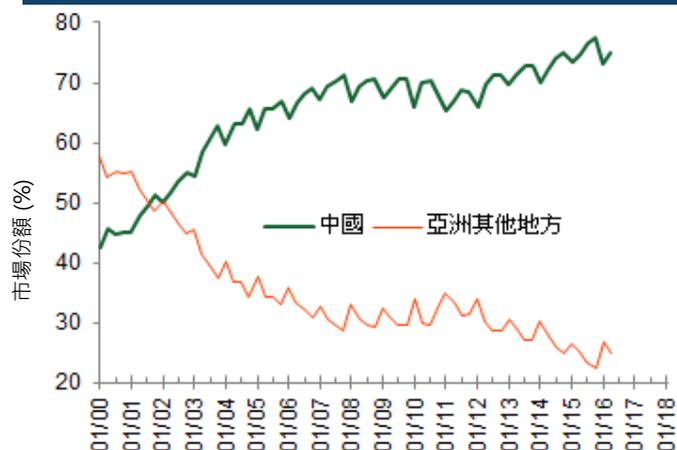
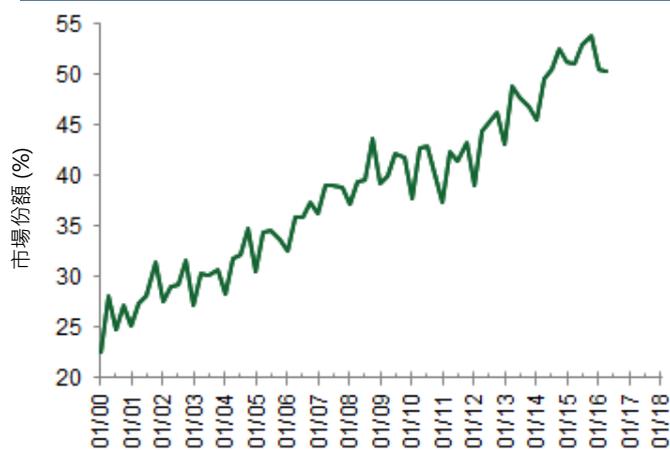


圖 40: 亞洲新興經濟體出口亞洲新興經濟體方面，中國所佔份額



免責聲明：本文僅為提供一般性資訊之目的，不應用於替代專業諮詢者提供的諮詢意見。

表 6: 中國：進口增長分析(百分比)

	2012-2015相 對2006-2011	如無調整	調整效果
進口	-6.8		
就進口強度作調整的需求	-7.2		
國內需求	-5.8		
消費	-0.7	→ -1.3	0.6
政府	-1.2		
投資	-3.9	→ -1.3	-2.6
外部需求	-1.5	→ 0.1	-1.6
在岸	0.5		
剩餘	-0.1		
		淨效果	-3.6

表 7: 國際貨幣的特色

	私人層面	官方層面
計價單位	貿易付款 <以人民幣作為貿易付款貨幣>	被其他國家掛鈎<中國：無>
	其他國家的公司及金融機構發行的金融產品的定價單位<中國：熊貓債>	外國央行一籃子貨幣中有較高權重<中國：Frankel-Wei回歸分析>
	國內公司離岸金融產品的定價單位<中國：點心債>	(IMF) 特別提款權的組成貨幣之一<中國：2016年10月>
		其他政府或國際金融機構發行的國際債券的定價單位
交換媒介 (結算)	貿易結算<中國：人民幣貿易結算>	其他金融管理機構的「干預貨幣」
	國際金融交易結算<中國：SWIFT> <中國：國際清算銀行三年期調查>	政府金融交易 (例如政府開發援助) 央行掉期貨幣<中國：人行掉期備用額度>
		境外貨幣流通 (例如美元化)
價值儲存	跨境存款<中國：離岸人民幣存款>	其他國家的外匯儲備<中國：IMF官方外匯儲備的貨幣組成(COFER)·及特別調查>
	跨境證券投資	其他國家的主權財富基金

備註: 作者製圖·按Ito (2011) 所著稍作修改; Ito (2011) 以Kenen (1983)及Cohen (1971) 最先提出的矩陣為根據



Alexis Garatti持有關於「貨幣聯盟內宏觀經濟震蕩(macroeconomic shocks inside a monetary union)」的博士學位。他的經濟師工作始於法國外貿銀行(Natixis)研究部，先後於巴黎工作三年及倫敦工作兩年，最初研究英國及北歐經濟體系，其後專注於美國及歐元區，著有「Why England lost」一書，分析英國經濟沒落因由。2009年加入香港中信證券出任高級環球宏觀經濟師，以及任職於海通國際證券，研究焦點轉向中國及亞太區。2015年1月加盟泰康資產管理（香港）有限公司出任環球經濟研究主管，為該公司提供多元資產分析。

## 附錄：外匯因素雷達定義

我們選了多項推動人民幣貨幣對的因素，包括利差、風險（波動）、估值（貿易條件）、基礎因素（貿易收支）、情緒（風險逆轉）和動量（三個月回報）。外匯圖上標示的因素值按最近一年數據正常化。譬如，「利差」的因素值1顯示當前利差較過去一年平均數高出一個標準差。

黑點線代表有關人民幣外匯對的當前因素動態。按照當前的因素動態，我們因應六個推動因素進行最優化計算，從過去數據中找出相似的規律模式，並顯示該段期間的歷史價格波動以供參照。

關於美元兌人民幣（香港）期貨資料，請瀏覽以下網址：

[http://www.hkex.com.hk/rmbcurrencyfutures\\_c](http://www.hkex.com.hk/rmbcurrencyfutures_c)

如有任何查詢，可通過以下方式聯絡我們：

地址：香港中環港景街1號

國際金融中心一期 10 樓



## 免責聲明

WM/Reuters 盤中即期匯率由The World Markets Company plc（「WM」）與Reuters合共提供。對於此服務下包括之數據在提供或公佈的任何錯誤或延誤或據此採取的任何行動，除非為直接由其或其員工的疏忽所造成，WM恕不負責。

本文件所載資料僅供一般信息性參考，並不構成提出要約、招攬或建議以購買或出售任何證券、期貨合約或其他產品，亦不構成提出任何投資建議或任何形式的服務。本文件並非針對亦不擬分派給任何其法律或法規不容許的司法權區或國家的人士或實體又或供其使用，也非針對亦不擬分派給任何會令香港交易及結算所有限公司、香港聯合交易所有限公司（「聯交所」）及香港期貨交易所有限公司（「期交所」）（統稱「該等實體」，各稱「實體」）或其任何聯屬公司又或此等公司所營運的任何公司須受該司法權區或國家任何註冊規定所規管的人士或實體又或供其使用。

本文件概無任何章節或條款可視為對任何該等實體帶來任何責任。任何在聯交所或期交所執行的證券或期貨合約交易、結算和交收的權利與責任將完全取決於聯交所及期交所及相關結算所的適用規則以及香港的適用法律、規則及規例。

儘管本文件所載資料均取自認為是可靠的來源或按當中內容編備而成，該等實體概不就有關資料或數據就任何特定用途而言的準確性、有效性、時效性或完備性作任何保證。若資料出現錯漏或其他不準確又或由此引起後果，該等實體及其營運的公司概不負責或承擔任何責任。本文件所載資料乃按「現況」及「現有」的基礎提供，資料內容可能被修訂或更改。有關資料不能取代根據閣下具體情況而提供的專業意見，而本文件概不構成任何法律意見。該等實體對使用或依賴本文件所提供的資料而直接或間接產生的任何損失或損害概不負責或承擔任何責任。

期貨涉及高程度的風險，買賣期貨所招致的損失有可能超過所繳付的開倉按金而閣下可能要在短時間的通知下繳付額外按金。若未能繳付，閣下的持倉可被平倉，閣下並需要承擔任何有關的虧蝕。閣下必須清楚明白買賣期貨的風險，並且衡量是否適合買賣期貨。閣下在進行交易前，宜就閣下的財務狀況及投資目標，徵詢經紀或財務顧問閣下是否適合買賣期貨。