

#### 每月焦點

- 中國人民銀行2016年1月18日宣布，對境外人民幣交易商在境內實體的存放賬戶執行存款準備金率政策，意圖抑制市場對在岸與離岸人民幣的投機活動。
- 2016年1月香港交易所的美元兌人民幣(香港)期貨錄得每月平均成交量3,264張合約(名義金額3.26億美元) — 為歷史高位，相比2015年12月上升58%。2016年1月29日的未平倉合約達30,516張合約(名義金額31億美元)，相比上月末上升27%。
- 香港交易所首席中國經濟學家巴曙松博士預期隨著人民幣中間價形成機制改革，2016年人民幣匯率彈性有望進一步增大。
- 採訪渣打銀行全球研究部高級利率策略師劉潔女士: 預期2016年是人民幣匯市及點心債市挑戰重重的一年。

#### 首席中國經濟學家制高點

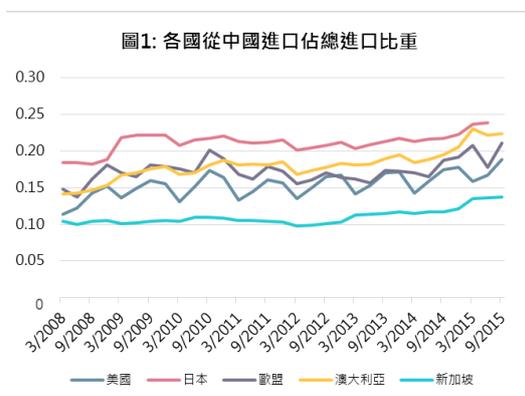
##### 2016年人民幣匯率展望

香港交易所首席中國經濟學家巴曙松博士

隨著人民幣中間價形成機制改革、人民幣進入國際貨幣基金組織(IMF)的特別提款權(SDR)貨幣籃子，以及由主要關注人民幣兌美元的匯率，轉向參考一籃子貨幣匯率等重要改革舉措的推進，預計2016年人民幣匯率的彈性有望進一步增大。從趨勢看，人民幣作為第一種新興國家貨幣納入SDR貨幣籃子，將其匯率同新興經濟體的一籃子貨幣保持相對穩定，對美元則允許一定彈性，對人民幣國際化進程更具有多邊意義。從貨幣政策角度看，人民幣匯率的靈活波動有利於謹慎維持內部及外部目標平衡性，優先安排內部目標靈活性。

##### 一、人民幣匯率彈性有望繼續增大，匯率視角重點轉向一籃子貨幣

2015年美國經濟增長開始進入相對平穩的階段，而中國經濟在主動調整的過程中面臨著去產能、去槓杆所帶來的下行壓力；從資本流動角度，2009年以來，主要發達國家實行低利率甚至零利率政策，人民幣與主要貨幣之間的利差，以及人民幣升值的預期導致大量資本流入和企業對外負債上升。隨著美聯儲加息預期越來越明顯，中美貨幣政策之間的分化與利差收窄，也在一定程度上形成了人民幣對美元貶值的短期市場預期。



但是從貿易數據來看(圖1)，美國、日本、歐盟、澳大利亞及新加坡進口中國商品的比例反而有所上升，這一方面表明，中國目

前的貿易進出口表現欠佳主要由於海外市場需求的放緩，中國出口企業仍具有競爭力，中國暫無通過人民幣貶值促進出口的必要性；另一方面也間接說明此前人民幣事實上主要關注美元所帶來的被動升值效應引起了人民幣與內部均衡價格的背離，是導致市場中人民幣貶值情緒攀升的重要原因之一。因此，在美元升值趨勢明顯的國際背景下，保持人民幣貨幣堅挺，就不應再通過主要關注美元匯率保持穩定的目標，而是應逐步淡化與美元的匯率波動，重點轉向參考一籃子貨幣的匯率定價模式。

2015年8月11日，中國人民銀行對匯率中間價定價機制的改革措施提高了人民幣匯率彈性空間。此次匯改前，儘管中間價報價機制也考慮了市場供求和一籃子匯率變化，但是由於中間價的開盤價通常是每日早上重新設定，與上一期中間價收盤價關聯度低，所以

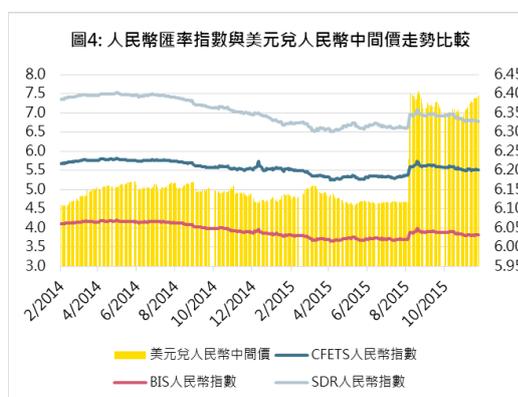
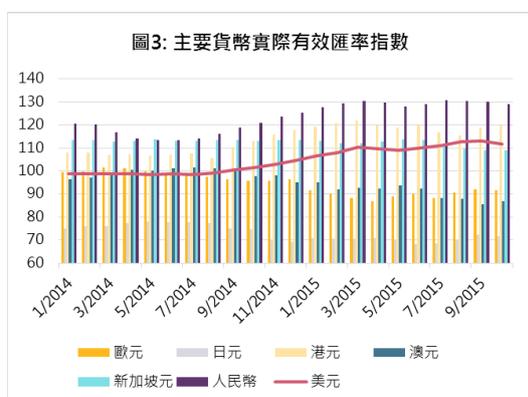


表1: 人民幣匯率指數算法比較

貨幣權重	CFETS人民幣匯率指數 <sup>1</sup>	參考BIS貨幣籃子人民幣匯率指數 <sup>2</sup>	參考SDR貨幣籃子人民幣匯率指數 <sup>3</sup>
美元兌人民幣	0.264	0.178	0.419
歐元兌人民幣	0.2139	0.187	0.374
日元兌人民幣	0.1468	0.141	0.094
港元兌人民幣	0.0655	0.008	
英鎊兌人民幣	0.0386	0.029	0.113
澳元兌人民幣	0.0627	0.015	
新西蘭元兌人民幣	0.0065	0.002	
新加坡元兌人民幣	0.0382	0.027	
瑞士法郎兌人民幣	0.0151	0.014	
加元兌人民幣	0.0253	0.021	
人民幣兌馬來西亞林吉特	0.0467	0.022	
人民幣兌俄羅斯盧布	0.0436	0.018	
人民幣兌泰銖	0.0333	0.021	

1) 樣本貨幣權重採用考慮轉口貿易因素的貿易權重法計算而得，樣本貨幣取價是當日人民幣外匯匯率中間價和交易參考價。指數基期是2014年12月31日，基期指數是100點。

2) 樣本貨幣權重採用國際結算銀行(BIS)貨幣籃子權重。對於中國外匯交易中心掛牌交易人民幣外匯幣種，樣本貨幣取價是當日人民幣外匯匯率中間價和交易參考價，對於非中國外匯交易中心掛牌交易人民幣外匯幣種，樣本貨幣取價是根據當日人民幣對美元匯率中間價和該幣種對美元匯率套算形成。指數基期是2014年12月31日，基期指數是100點。

3) 本貨幣權重由各樣本貨幣在SDR貨幣籃子的相對權重計算而得。樣本貨幣取價是當日人民幣外匯匯率中間價。指數基期是2014年12月31日，基期指數是100點。

難以形成連續的匯率曲線，中間價反映的是主要是央行政策意圖，人民幣匯率中間價與上一交易日匯率收盤價頻繁出現較大偏差。以2015年上半年美元兌人民幣匯率為例（圖2），此次匯改前，美元兌人民幣中間價與市場匯率出現長期偏離，而在匯改之後，中間價與基於市場的匯率得以保持一致，從而增大了人民幣匯率的彈性。

從定價基準角度，長期以來，市場觀察人民幣匯率的視角主要是看人民幣對美元的雙邊匯率，在美元相對穩定時期，雙邊匯率與一

籃子貨幣為基礎的加權匯率之間區分並不明顯。但是，從2014年下半年，美元開始進入強勁升值通道（圖3），美元實際有效匯率由98上升至110.80，導致人民幣在這一時期內被動隨美元升值，如果人民幣繼續主要關注美元雙邊匯率，則容易形成匯率新的偏離。由於匯率浮動旨在調節多個貿易夥伴的貿易和投資，在現有國際金融環境下，僅觀察人民幣對美元雙邊匯率並不能全面反映貿易品的國際比價，在未來人民幣匯率則將由主要關注美元逐步轉向釘住一籃子貨幣，相對更利於管理市場的預期，從而更好發揮匯率調節進出口、投資及國際收支的作用。同時與自由浮動匯率相比，也可以避免人民幣匯率短期大幅超調的風險。

2015年12月11日，中國外匯交易中心發布CFETS人民幣匯率指數，有助於引導市場改變過去主要關注人民幣對美元單一匯率的習慣，逐漸把參考一籃子貨幣計算的有效匯率作為人民幣匯率水平的主要參照系數，為市場轉變觀察人民幣匯率的視角提供了量化指標，以更加全面和準確地反映市場變化情況。表1顯示了CFETS人民幣匯率指數與參考BIS貨幣籃子和參考SDR貨幣籃子的人民幣指數中各貨幣權重比較，可以看出CFETS人民幣匯率指數更關注於中國與世界各國貿易權重，賦予亞太主要市場貨幣權重相對更大，由其以港幣、澳元、新加坡元、盧布等貨幣權重差異最為明顯。對人民幣匯率指數與美元兌人民幣中間匯率進行比較（圖4），發現儘管人民幣對美元單一貨幣存在一定的貶值傾向，但是從2014年以來，按照參考一籃子貨幣衡量的人民幣匯率，人民幣相對全球主要貨幣整體反而呈現出小幅升值的表現。即使2015年8月11日匯改之後，人民幣匯率波動相對世界主要貨幣而言也貶值有限。同時，根據中國外匯交易中心披露數據亦顯示，2015年以來，CFETS人民幣匯率指數總體走勢相對平穩，11月30日為102.93，較2014年底升值2.93%。從更全面的角度看人民幣對一籃子貨幣仍小幅升值，在國際主要貨幣中人民幣仍屬強勢貨幣。

## 二、人民幣加入SDR貨幣籃子的短期影響有限，但是在中長期的影響會逐步顯現

從短期來看，人民幣匯率走勢受人民幣加入SDR事件影響有限，其匯率主要仍受國內外經濟環境影響。從中長期來看，人民幣在進入SDR後更多將體現出在新興市場和周邊國家補充並逐步取代現有國際儲備貨幣的角色。因此，人民幣匯率政策目標更應體現為與新興市場貨幣匯率保持相對穩定，而在適當範圍內保持對美元匯率的靈活彈性，從而擺脫作為“准美元”的匯率同步節奏，以增強人民幣在國際貨幣中的獨立影響力。在人民幣加入SDR籃子前後，中國人民銀行先後對匯率中間價定價機制和參考一籃子貨幣匯率進行改革和強調，進一步反映出增強人民幣國際獨立地位的意圖。

同時，在中長期內，央行貨幣政策操作框架也面臨著內外部權衡的重塑。隨著人民幣成為國際儲備貨幣，貨幣政策的國際協調變得更為重要，央行獨立的貨幣政策效果將受到削弱，國內經濟增長問題則上升為全球經濟發展問題。目前中國國內經濟形勢面臨結構轉型的壓力，隨著金融改革的深化，未來會面臨內部經濟增長目標與外部人民幣匯率穩定目標之間的政策權衡，正如20世紀80、90年代拉美國家和亞洲國家的貨幣當局所面臨的選擇。作為一個第二大的經濟體，當前中國的貨幣政策應優先保證內部經濟增長目標獨立決策的空間，人民幣匯率相對靈活，對多數新興市場貨幣保持穩中趨強，對美元的匯率可在更大區間內保持波動。

## 三、人民幣國際化配套改革有望進一步完善

儘管人民幣匯率定價機制的基本改革框架已經搭建，但是必要的政策配套和輔助工具還需要進一步完善。以2015年8月11日匯率定價機制改革為例，伴隨增加人民幣匯率彈性措施而來的是離岸市場波動幅度進一步擴大（圖5）。2015年8月11日之前，人民幣在岸與離岸價差之間的每日偏離一般穩定保持在大約100個基點左右，而在2015年8月11日匯改以後，在岸與離岸價差迅速增大至大約1,000個基點左右，且日間波動幅度擴大，對人民幣匯率穩定產生了較大的干擾。這一現象反映出人民幣離岸市場定價機制需要改進，未來需要進一步發展多元化的離岸人民幣計價商品，特別是加強債券市場建設，一方面繼續增加離岸市場的人民幣存量，建立以銀行間拆借市場為基礎的基準利率，提高離岸人民幣債券市場的地位，從而提高基準利率的有效性；另一方面，完善離岸人民幣債券收益率曲線。以在香港發行的離岸人民幣債券為例（圖6、7），目前離岸人民幣債券存量和數量主要以中短期債券為主，其中1-3年期債券存量佔總存量比例達56.36%，數量達49.86%；5年期及以下債券無論是存量角度或數量角度均達到在香港發行人民幣債券總量的80%以上。與之對比突出的是長期債券的缺乏。因此，增加離岸人民幣長期債券發行，完善離岸人民幣債券曲線，從而降低離岸人民幣市場的擾動，有利於人民幣在岸與離岸價格收斂，進而完善人民幣匯率定價機制。第三，支持香港發展多種人民幣匯率的風險管理產品，為人民幣匯率的波動區間加大提供金融產品上的支持；第四，在離岸市場探索發展人民幣計價的商品市場，不僅可以為中國的商品獲得亞洲時段的人民幣計價的商品定價權，也有助於改進香港離岸人民幣市場的深度，鞏固香港的離岸人民幣樞紐地位。

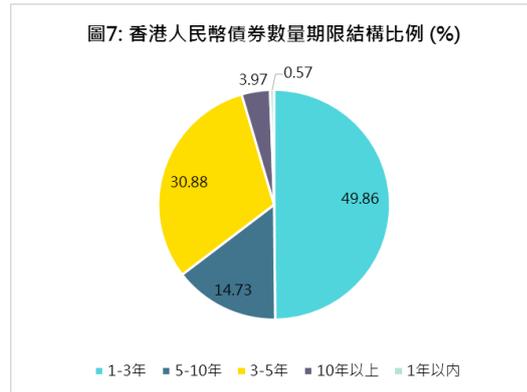
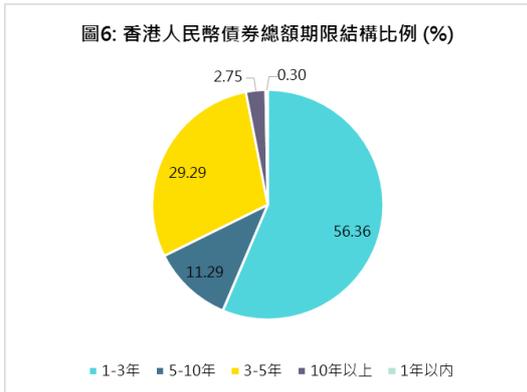
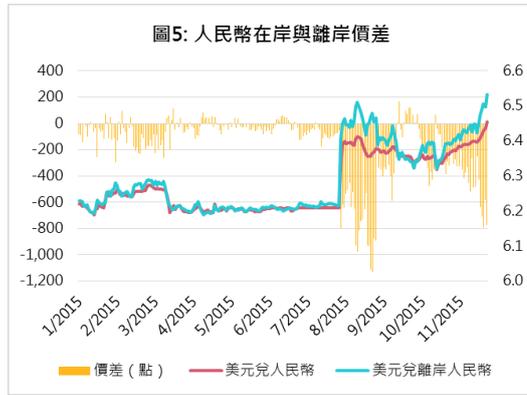


圖8: 中國外匯交易中心人民幣匯率指數與美元指數



圖9: 宏觀經濟景氣指數



## 監管/政策發展動向

- 中國人民銀行一直以市場供求為基礎，參考一籃子貨幣（但非掛鈎）實行有管理的浮動匯率制度。中國外匯交易中心的人民幣貿易加權指數過往與美元指數息息相關，但最近開始不再跟隨美元指數的走勢。兩項指數之間的相關性維持了一年後於2015年8月開始減弱，近日進一步降至20%。
- 中國人民銀行2016年1月18日宣布，對境外人民幣交易商在境內實體的存放賬戶執行存款準備金率政策，旨在收緊離岸人民幣市場的流動性，意圖抑制市場對在岸與離岸人民幣的投機活動。
- 中國人民銀行在上海自由貿易區推進試驗計劃，放寬外資企業借款的限制。福建、廣州、上海及天津自貿區27家公司和金融機構將可開展人民幣及外幣的跨境融資業務，毋須事前取得政府批准。

## 宏觀經濟更新

- 市場上愈來愈多人相信中國面前的不是經濟危機，反而是為更光輝的未來奠定堅實基礎。國際貨幣基金組織總裁 Christine Lagarde 表示：「之前大家還怕中國會「硬著陸」，但今天幾乎所有在達沃斯這裡的人都認為不會發生「硬著陸」。我們會看見經濟進一步演變而非「硬著陸」，是朝著可持續增長的方向走去。」（2016年1月21日在瑞士舉辦的世界經濟論壇內「中國經濟將走向何方」環節）

## 市場/產品發展

- 加拿大卑詩省2016年1月21日發行熊貓債券，是首個在中國銀行間債券市場發行熊貓債的外國政府。該人民幣30億（約4.55億美元）債券為三年期，息率2.95%，獲中國境內投資者（包括政策銀行、商業銀行、基金經理及券商）超額認購兩倍。
- 中國人民銀行1月20日宣布，將「盡早」推出數碼貨幣，以降低傳統紙幣發行、流通的成本並助決策機構控制貨幣供應。

## 重點研究報告/研討會

- 根據《金融時報》最近期對出口企業進行的每月調查，56%出口商表示不擔心人民幣匯率會影響盈利。這結果低於11月的72%（三年多以來的最高百分比），但高於31%的平均水平。

表 2

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	6.9	↓	04/15/2016 10:00
消費者物價指數 (同比%)	1.6	1.5	↑	02/18/2016 09:30
生產者物價指數 (同比%)	-5.9	-5.9	↔	02/18/2016 09:30
工業生產指數 (同比%)	5.9	6.2	↓	04/15/2016 10:00
固定資產投資 (同比%)	10	10.2	↓	03/12/2016 13:30
國外投資 (同比%)	-5.8	1.9	↓	02/08/2016 02/12
中國製造業採購經理指數	49.4	49.7	↓	02/01/2016 09:00
中國人民銀行銀行家信心指數	37.9	40.6	↓	待定
中國人民銀行銀行貸款需求指數	56.8	56.7	↑	待定
中國經濟景氣監測中心經濟先行指數	98.12	98.12	↔	02/28/2016 02/29
出口 (同比%)	-1.4	-6.8	↑	02/15/2016
進口 (同比%)	-7.6	-8.7	↑	02/15/2016
M2貨幣供應量 (同比%)	13.3	13.7	↓	02/10/2016 02/15
零售銷售 (同比%)	11.1	11.2	↓	04/15/2016 10:00
消費者信心指數	114.9	113.7	↑	02/24/2016 09:45
銀行準備金率 (%)	17.5	18	↓	不常
官方外匯儲備 (十億美元)	3330.36	3438.3	↓	02/07/2016
3個月上海銀行間拆放利率 (%)	3.08	3.05	↑	持續
10年政府債券收益率 (%)	2.87	3.04	↓	持續
人民幣/美元匯率	6.5539	6.4814	↑	持續

# 人民幣外匯市場動態

## 離岸人民幣外匯市場評論

- 2016年1月4日，中國人民銀行四年多來首次將人民幣兌美元每日參考匯率定於6.5以下，大出市場意料。
- 2016年1月7日，在岸與離岸人民幣價差升至超過2,000個點子的四年新高，反映兩個市場的情緒截然不同，始終離岸人民幣的使用及價格均沒限制，在岸人民幣卻受嚴限。
- 中國外匯儲備2015年12月破紀錄下降1,080億美元至3.33萬億美元，顯示中國政府通過匯市操作買入人民幣支持其匯價。

圖10: 在岸/離岸人民幣現貨價格區間



圖11: 場外交易市場美元兌人民幣（香港）期權隱合波動率

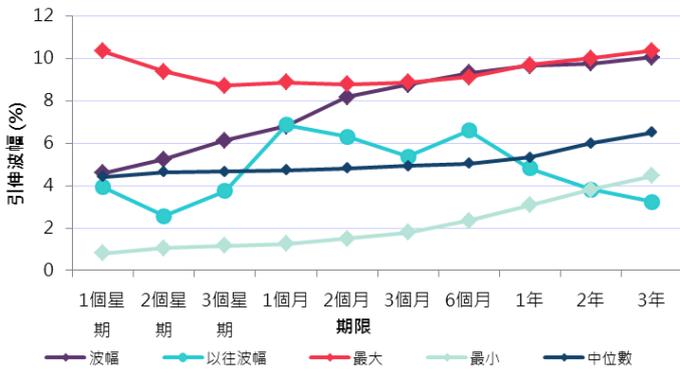
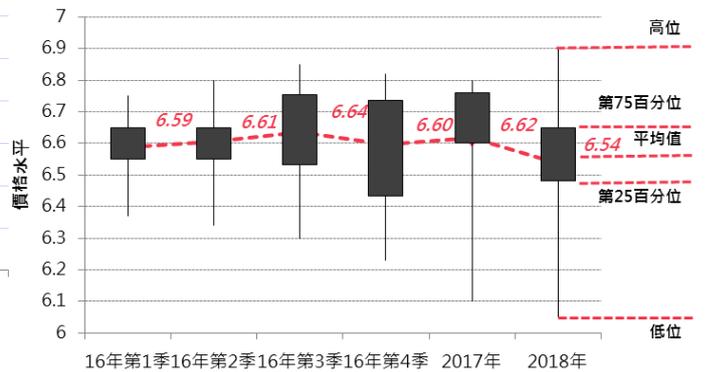


圖12: 美元兌人民幣價格水平的市場預測



## 香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨

### 產品焦點

- 2016年1月香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨錄得每月平均成交量3,264張合約（名義金額3.26億美元）—為歷史高位，相比2015年12月上升58%。2016年1月29日的未平倉合約達30,516張合約（名義金額31億美元），相比上月末上升27%。
- 成交張數最多為2016年3月、2016年6月及2016年12月合約，佔2016年1月分成交量總數的60%。2016年6月、2016年12月及2017年3月的未平倉合約佔1月底未平倉合約總數的71%。
- 由2016年2月起，香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨合約的實時報價在「投資服務中心」網頁的「期貨及期權之價格及圖表」版面登載。

圖13: 美元兌人民幣（香港）期貨成交量與持倉

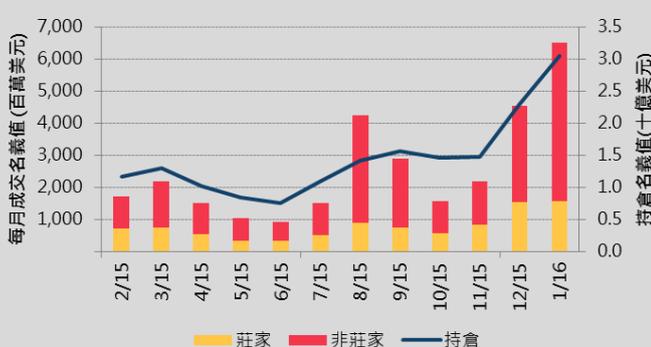


圖14: 香港交易所人民幣期貨在波幅時提供最佳流通量



圖15: 合約月份之成交量分佈（1/2016）

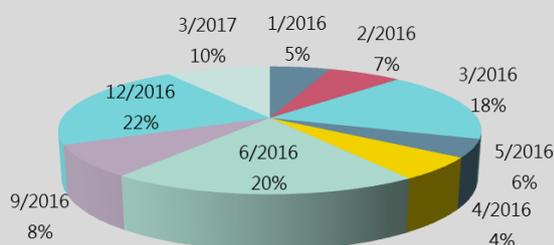
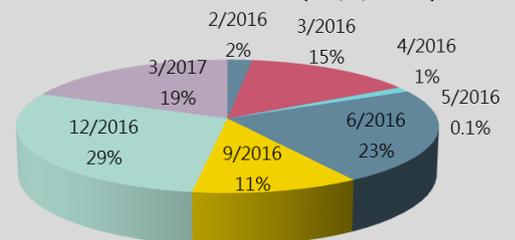


圖16: 合約月份之持倉量分佈（29/1/2016）



## 離岸債券市場動態

### 離岸人民幣債券市場評論

- 2016年1月沒有新發行的人民幣離岸債券。而2015年12月香港人民幣存款下降1.5%至人民幣8,511億。2015年11月人民幣跨境貿易結算的匯款總額為人民幣6,675億，比對2015年10月份人民幣5,089億上升。
- 進入新年以來，繼2015年11月開始的反彈，人民幣離岸債券指數收益率攀升加快。離岸與在岸的人民幣債券的收益率差也在同一期間大幅加寬。

圖17: 離岸人民幣存款與點心債餘額

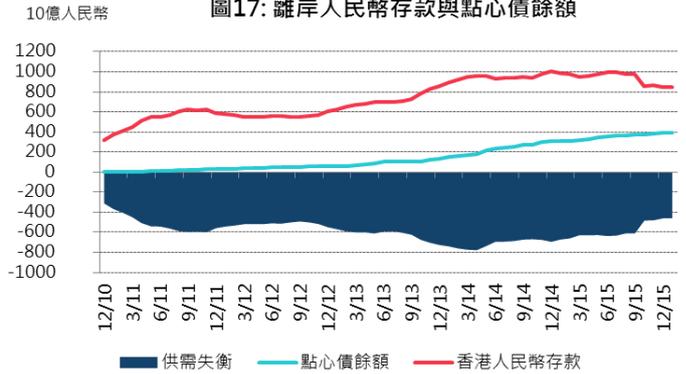


圖18: 人民幣債券發行按發行人類型分類

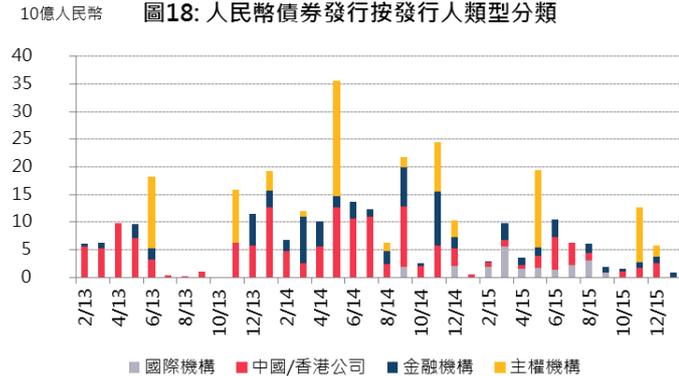


圖19: 點心債表現



## 在岸債券市場動態

### 在岸人民幣債券市場評論

- 在岸債券的發行量由2015年12月份的人民幣3萬億下跌幅11.9%至2016年1月的人民幣2.7萬億。
- 中國重開熊貓債券市場後，首有兩家離岸上市公司發行熊貓債，繼續帶來增長動力。國際金融公司(IFC)預期這市場將於未來五年突破486.4億美元。
- 國家發展和改革委員會放寬市場發債流程，中國的企業債券發行主體將擴大至更多發行人。發改委同時免除企業發行AA級以上債券的限制，又鼓勵發行人探索發展信用違約互換和發展債券違約保險。

圖20: 財政部債券收益率5年：在岸與離岸 (%)

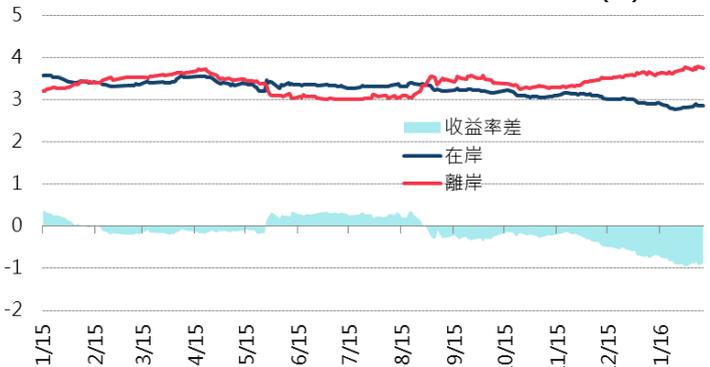


表 3

銀行間市場債券現貨交易主要指標 (按債券類型歸類)			
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	38,577	40,241.90	2.9431
國債	10,992	9,409.91	2.6682
中期票據	13,250	10,390.47	4.9210
公司債券	11,803	7,569.74	4.6501
存款證	4,121	8,994.63	3.1868
商業票據	16,497	13,106.20	3.4931
央行票據	86	259.51	2.7794
其他	3,077	3,125.62	4.8602
總計	98,403	93,097.98	3.4466

圖21: 財政部債券餘額按年期分類

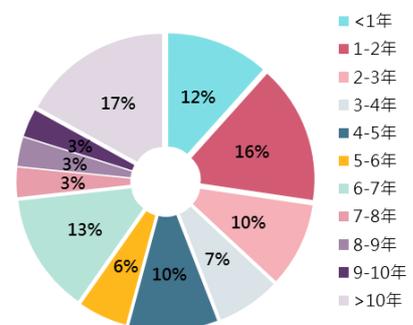


表 4

交易商協會非金融機構發債指導收益率 (截至2016年1月27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+	3.16	↓	3.69	↓	3.92	↓	4.22	↓	4.44	↓	5.02	↓	5.19	↓	5.46	↓
AAA	3.35	↓	3.84	↓	4.11	↓	4.51	↓	4.74	↓	5.34	↓	5.62	↓	5.91	↓
AA+	3.59	↓	4.21	↓	4.59	↓	5.00	↓	5.39	↓	5.97	↓	6.34	↓	6.64	↓
AA	4.08	↓	4.71	↓	5.15	↓	5.63	↓	5.95	↓	6.66	↓	7.01	↓	7.47	↓
AA-	5.46	↓	6.02	↓	6.52	↓	7.37	↓	7.84	↓	8.34	↓	8.72	↓	8.99	↓

# 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

- 中國人民銀行力阻離岸與在岸人民幣匯率之間的套戥活動，財資市場公會(TMA)公布的隔夜人民幣香港銀行同業拆息於2016年1月12日飆升至破紀錄的66.82%。
- 在岸與離岸人民幣市場之間的差價大幅收窄至約100至200點子後，中國減輕買入離岸人民幣的力度，財資市場公會公布的隔夜人民幣香港銀行同業拆息回復2%至3%的正常水平。
- 香港銀行同業人民幣拆息收益率曲綫於1月呈上升趨勢，而短期收益率從12月於較低水平大幅攀升。(圖24)

圖22: 離岸人民幣隱含收益率受匯率帶動抽高



圖23: 上海銀行間同業拆息收益率曲綫

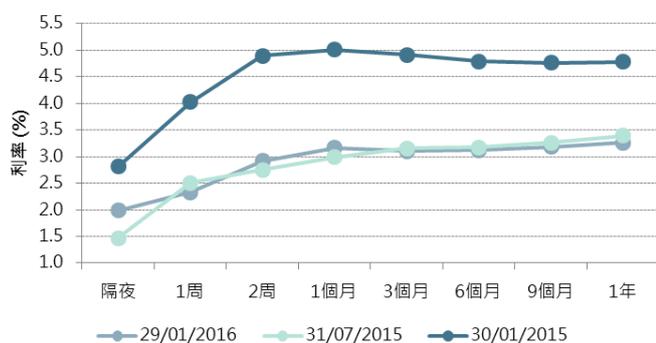


圖24: 離岸人民幣香港銀行同業拆息收益率曲綫

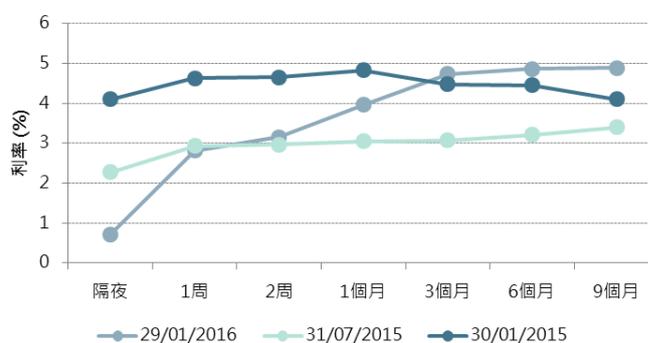


圖25: 在岸利率互換(7日回購利率)收益率曲綫

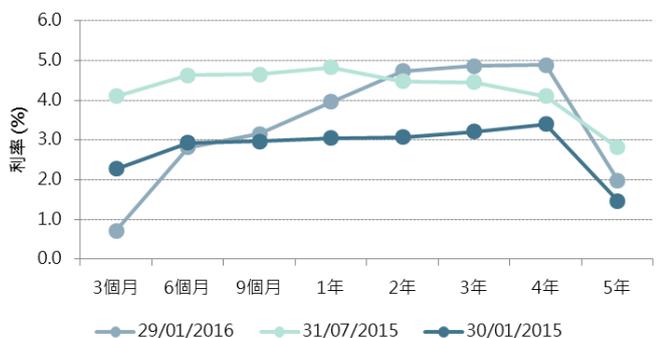


圖26: 在岸利率交換合約交易名義本金

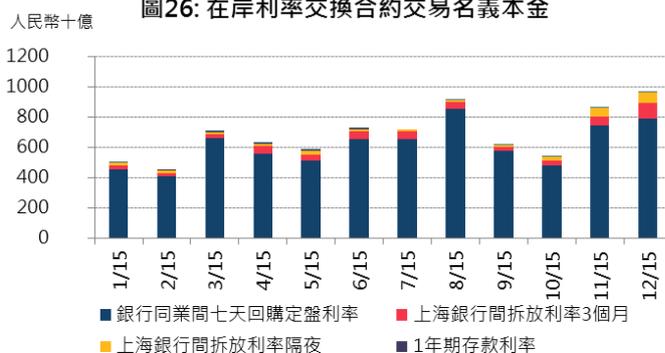


圖27: 上海銀行間同業拆息與離岸人民幣香港銀行同業拆息

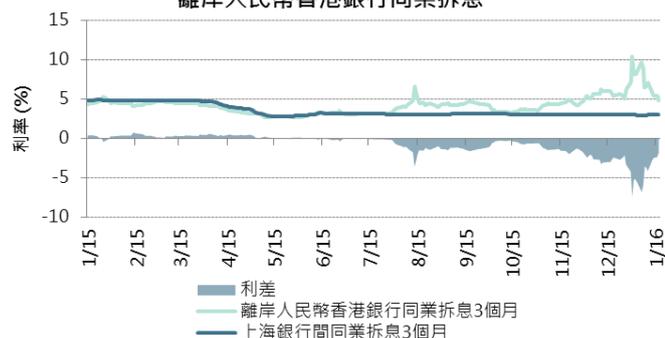
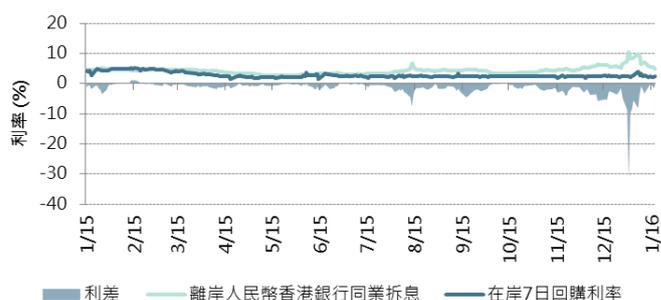


圖28: 在岸7日回購利率與離岸人民幣香港銀行同業拆息



原稿由渣打銀行全球研究部高級利率策略師劉潔撰寫，中文譯本僅供參考

### 2016年點心債及人民幣外匯前景展望——挑戰重重

預期2016年是人民幣匯市及點心債市挑戰重重的一年：1)人民幣匯價短期或進一步受壓；2)離岸人民幣的融資成本可能持續高於在岸人民幣；3)點心債市場規模可能首度收縮。不過前景也並非完全黯淡。人民幣獲納入特別提款權，大大提升了全球對這個資產類別的興趣，中國市場規模之大也已不容忽視。我們相信，只要人民幣匯價前景回穩，國際資金流入中國的投資將大幅上升。

**首先，人民幣仍有貶值壓力。**現時中美兩國的貨幣政策背馳，美聯儲正步入加息周期，中國則可能進一步放寬。中國2015年底發布由一籃子貨幣組成的CFETS人民幣匯率指數，實質上等同與美元脫鈎，若美元持續走強，人民幣兌美元可能進一步貶值。此外，中國企業償還外幣債務亦對人民幣匯價造成壓力。8月匯改以來，中國境內外幣貸款未償還金額下跌10%。我們相信，中國外幣債務下跌的速度大可能與人民幣外匯前景減弱的速度相若，甚至更快。現時中國在岸市場融資成本下降，亦為企業提供了強烈誘因，從較低成本的在岸市場借入，然後償還較高息的離岸外幣債務。我們預期，2016年首季，美元兌在岸人民幣將貶值至6.65，兌離岸人民幣至6.75，待踏入2016年下半年方稍為喘定。

**其次，我們預期2016年上半年甚至全年，離岸人民幣的融資成本將持續高於在岸人民幣。**在岸與離岸匯率息差經過數個季度的收窄後再次大幅擴大：在岸債券息率續創新低，離岸人民幣同業隔夜拆息卻於2016年初飆升至67%的歷史新高。點心債息率已全面高於在岸債券。舉例而言，短期離岸中國政府債券息率較在岸債券高出超過100點子；一年期離岸人民幣存款息率升至超過5厘；在岸一年期人民幣存款則維持在約2厘。

中國有關當局現時傾向收緊離岸人民幣資金，我們認為這是要提高離岸市場沽空人民幣的成本，與傳統直接干預的行政方針不同。自2015年11月起，內地當局已逐步分隔在岸與離岸市場資金，例如暫停離岸銀行參與在岸債券回購市場。這樣，離岸人民幣資金可以收緊，而在岸資金則可以繼續支持經濟增長。我們認為，這個鮮明反差局面可能持續至人民幣外匯壓力緩和為止。

**第三，離岸人民幣債券市場規模或見首度按年下跌。**2015年，點心債、寶島債及存款證的總發行量較前一年下跌26%至人民幣4,240億元，而2015年寶島債發行量大幅增長，令市場流通量增加6%。2016年，由於離岸市場融資成本遠較在岸市場高，加上內地資本市場的發行渠道改善（例如透過熊貓債），我們預期發行量將維持弱勢，甚至再度下跌超過20%。由於離岸人民幣市場贖回量極高，達人民幣3,790億元（佔整體尚未贖回市場的46%），首次發行低於此金額即會使市場整體規模下跌。

**最後，人民幣匯價回穩後，外國投資中國金額應會大幅增長。**人民幣國際化於2015年取得顯著成果：國際貨幣基金組織將人民幣納入特別提款權，等同人民幣正式獲認為世界儲備貨幣；人民幣合格境外機構投資者計劃已擴展至16個中心；以及離岸人民幣現可直接兌換的境外貨幣有13種。今天中國市場規模之大已不容忽視——中國境內債市已是全球第三大，中國企業信貸市場更是全球第二大。目前境外投資者參與中國境內債市的投資少於2%，相比其他特別提款權貨幣均有10-60%；中國在岸息率亦較其他特別提款權貨幣高。隨著中國有關當局希望透過新CFETS籃子穩定匯率，即使人民幣兌美元進一步貶值，人民幣兌其他新興經濟體貨幣的表現仍可相當不俗。



劉潔在2012年11月作為高級利率策略師加入渣打銀行，專注於中國（離岸和在岸）和香港的利率市場。

**免責聲明：**本文內容僅供參考，不能取代諮詢專業顧問意見。

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

電郵：[FICD@hkex.com.hk](mailto:FICD@hkex.com.hk)



#### 免責聲明

此處包含的所有信息僅供參考。雖然香港交易所竭力確保所提供資料準確、可靠和完整，但香港交易所及其任何聯屬公司對相關資料的準確性、完整性、及時性及適用性概不作任何明示或暗示的保證和陳述。對於任何因資訊不準確或遺漏又或因根據資訊所作的決定、行動或不採取行動所引致的損失或損害，香港交易所概不負責。

有關資訊並不構成也不擬構成投資意見或建議作出任何投資決定。任何人士有意使用此等資訊或其中任何部分應尋求獨立專業意見。未經香港交易所事先書面許可，嚴禁以任何形式或方法修改資訊的全部或部分。

期貨涉及高風險，買賣期貨所招致的損失有可能超過開倉時繳付的按金，令閣下或須在短時間內繳付額外按金。若未能繳付，閣下的持倉或須平倉，任何虧損概要自行承擔。因此，閣下務須清楚明白買賣期貨的風險，並衡量是否適合自己。閣下進行交易前，宜根據本身財務狀況及投資目標，向經紀或財務顧問查詢是否適合買賣期貨合約。