

**每月焦點**

- 2016年3月香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨合約錄得每日平均成交量2,479張合約（名義金額2.48億美元）。2016年3月底未平倉合約為28,215張（名義金額28億美元）。
- 香港交易所首席中國經濟學家巴曙松博士認為內地樓市最近期的復甦與先前情況不同，房地產業對國內生產總值的貢獻已到頂。
- 採訪中銀國際王偉博士：探討中國企業發行歐元債券蔚然成風，儼成全球信用投資者一個新的債券類別；王博士指，歐洲投資者的持續需求會是中國歐債持續增長的關鍵。

**首席中國經濟學家制高點****當前中國房地產市場回暖的不同特點及趨勢****香港交易所首席中國經濟學家巴曙松博士****摘要：**

從2015年第四季度開始，中國房地產市場在多項政策的推動下呈現出逐步回暖的態勢，一線城市和個別二線城市出現量價齊漲的格局。過去兩個月，這種趨勢開始放大，特別是在深圳、上海和北京，房市升溫的速度在加快。同時，2016年出臺的首付比例降低以及219稅費優惠政策，均將一線城市排除在外，但這種寬鬆的市場信號，間接地對一線城市起到一定的鼓舞作用，具體表現為：一是客源的入市速度加快；二是業主與對房價預期樂觀。

另外，與以往不同，這一輪中國房地產市場的升溫的特點主要是：1）改善性需求增加，在一定時間內將成為房地產新增需求的主要力量。其主要原因在於一是，居民自身需求的驅動；二是，政策的支持；三是，新房供應高端化帶動改善性需求。2）房地產政策推動一線城市投資需求抬頭。

展望下一個階段的房地產市場，從政策層面來看，大環境寬鬆，一線城市存在收緊可能性；從市場層面來看，2016年三線城市開局良好，但不同城市之間的分化仍然明顯；從整個宏觀經濟層面來看，房地產對於GDP的貢獻率見頂回落，成為短期內中國投資下行的一個壓力來源。

**1. 中國部分城市房市場正在快速升溫**

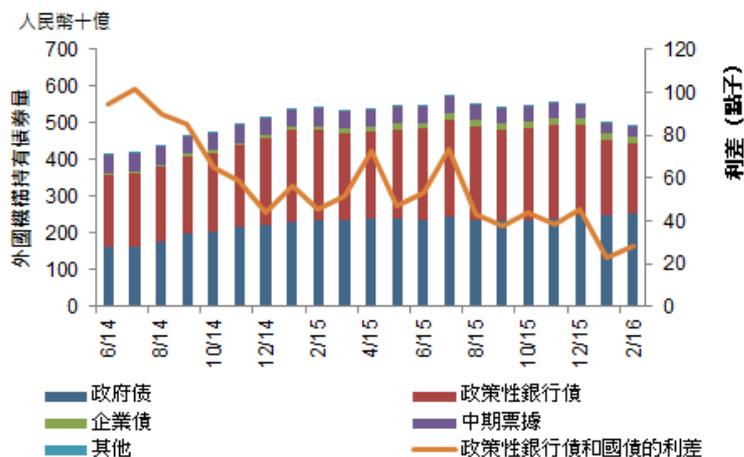
2016年1月份，同比來看，70個大中城市新建商品住宅價格在連續15個月同比下跌後，自2015年12月起持續兩月出現上漲。環比來看，增幅為0.3%，較上月上漲0.1個百分點。房價已經連續9個月出現微弱的回升，雖然幅度不大，但也顯示中國的樓市基本正在好轉，市場信心正在恢復；另一方面也顯示一些支持合理需求釋放的政策起到了一定的成效。

從各線城市的來看，房價分化較為明顯。2016年1月份，一二三線城市的房價同比增幅分別為23.9%，2.5%，-1.6%。一線城市供需關係較為緊張，房價漲幅較快。大多數三線城市面臨去化壓力，“以價換量”仍為當前的主題，預計2016年大多數三線城市的房地產政策將主要圍繞“去庫存”展開，預計在後續“去庫存”取得一定成效的時候，三線城市價格或將出現止降。

從各細分市場的價格變化來看，2016年1月份，90㎡以下、90-144㎡以及144㎡以上戶型的價格漲幅分別為1.1%，1.3%，0.8%。近幾個月90-144㎡戶型的價格反彈明顯，尤其是近兩月，價格漲幅均高於其他面積檔位，這也顯示，改善性需求入市積極性的增加推動了中大戶型的房源價格的上揚。

（下接第9頁）

本月圖表: 境外機構持有中國在岸債券存量



• 2016年2月外資所持中國在岸債券連續第三個月下跌，萬得數據顯示，外資所持中國在岸債券下跌人民幣104億元至人民幣4,951億元，延續1月人民幣487億元的最大跌幅紀錄。境外機構逐步增加組合中的政府債券比例，減少政策銀行債券的角色，部分原因是兩個債券組別的息差進一步收窄。按圖所示，政策銀行與政府債券的息差由2014年中的100個百分點減至近期的30個百分點。境外持有的在岸人民幣債券比例目前為1.8%。

監管/政策發展動向

- 中國人民銀行（人行）副行長易綱於2016年3月19日表示，中國正深入研究推出「托賓稅」（外匯交易稅）作為抑制資金外流的新政策。當局有此想法，或與2015年12月至2016年1月間人民幣市場的大幅投機炒作有關。一旦全面實施，托賓稅將增加短期投機交易成本。
- 人行也在研究可否採用「利率走廊」機制，按其向商業銀行提供的存貸利率設定息率區間。人行副行長易綱表示，需要新機制來健全對市場利率的引導，提升貨幣政策的效能。

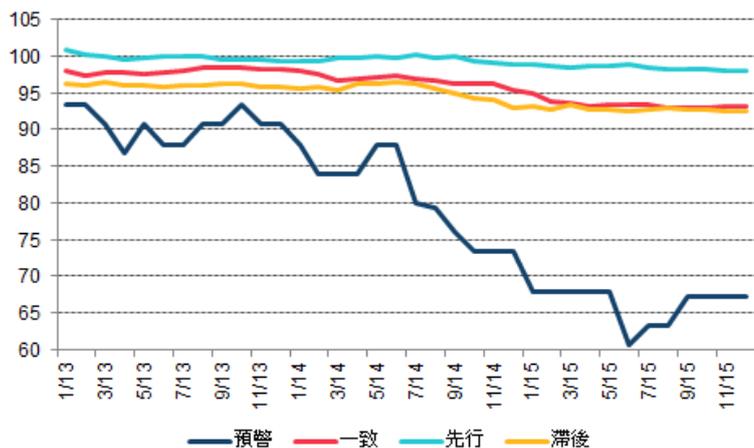
宏觀經濟更新

- 2016年2月中國外匯儲備為3.2萬億美元，按月減286億美元，是2015年6月以來最小跌幅。跌幅收窄主要是人民幣回穩，預期中國政府毋須採取過多防守性行動，加上當局保證經濟不會面臨所謂的「硬著陸」。

重點研究報告/研討會

- 人行行長周小川於2016年3月20日在北京舉行的中國發展高層論壇上發表講話，表示中國的貸款特別是企業貸款比例過高，必須完善監管和強化資本市場。周小川指中國的企業貸款是國內生產總值的160%，宏觀經濟風險很高。

圖 2: 宏觀經濟景氣指數



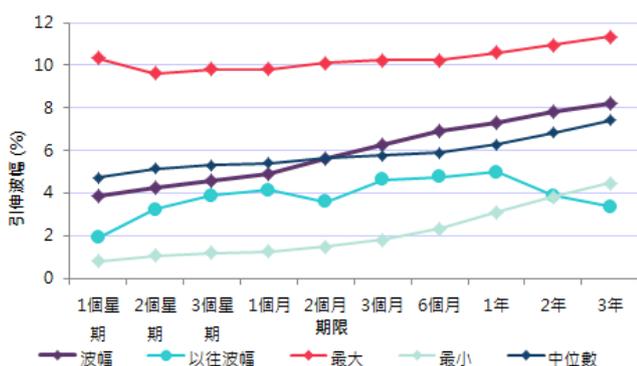
中國主要經濟指標	當前	之前	變動	下一個發布日期
實際國內生產總值 (同比%)	6.8	6.9	↓	04/15/2016 10:00
消費者物價指數 (同比%)	1.8	1.6	↑	04/11/2016 09:30
生產者物價指數 (同比%)	-5.3	-5.9	↑	04/11/2016 09:30
工業生產指數 (同比%)	5.9	6.2	↓	04/15/2016 10:00
固定資產投資 (同比%)	10	10.2	↓	04/15/2016 10:00
國外投資 (同比%)	3.2	-5.8	↑	04/08/2016 04/12
中國製造業採購經理指數	49	49.4	↓	05/01/2016 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	↔	04/05/2016 04/08
出口 (同比%)	-11.2	-1.4	↓	04/13/2016
進口 (同比%)	-18.8	-7.6	↓	04/13/2016
M2貨幣供應量 (同比%)	14	13.3	↑	04/10/2016 04/15
零售銷售 (同比%)	11.1	11.2	↓	04/15/2016 10:00
消費者信心指數	111.3	114.9	↓	04/27/2016 09:45
銀行準備金率 (%)	17.5	18	↓	不常
官方外匯儲備 (十億美元)	3230.89	3330.4	↓	04/07/2016
3個月上海銀行間拆放利率 (%)	2.86	3.01	↓	持續
10年政府債券收益率 (%)	2.89	2.83	↑	持續
人民幣/美元匯率	6.549	6.563	↓	持續

## 人民幣外匯市場動態

### 美元兌離岸人民幣

- 2016年3月在岸人民幣報價徘徊在6.4612至6.5490區間，香港離岸人民幣（離岸人民幣）兌美元造價則較一個月前升1.4%，反映近期離岸人民幣隨著人行打擊資金外流而有上調跡象。
- 人行透過言論降低市場對人民幣進一步貶值的預期，加上市場消息指當局已起草外匯交易托賓稅相關規則，抑制人民幣投機套利活動，2016年3月場外美元兌離岸人民幣期權的一個月引伸波幅由7.12%大幅下跌至5.24%。

圖 4: 場外交易市場美元兌人民幣（香港）期權隱含波動率



### 香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨

#### 產品焦點

- 2016年3月香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨合約錄得每日平均成交量2,479張合約（名義金額2.48億美元）。
- 成交張數最多為2016年6月、2016年12月及2017年3月合約，佔2016年3月份成交量總數的56%；未平倉合約同樣集中於這三個合約月份，合佔2016年3月底未平倉合約總數的77%。

圖 6: 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（3/2016）

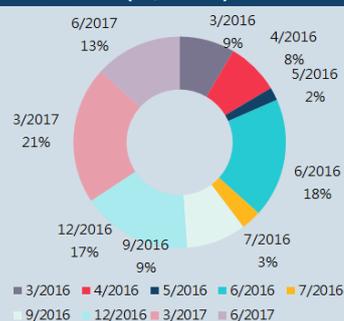


圖 3: 在岸/離岸人民幣現貨價格區間



圖 5: 美元兌人民幣價格水平的市場預測

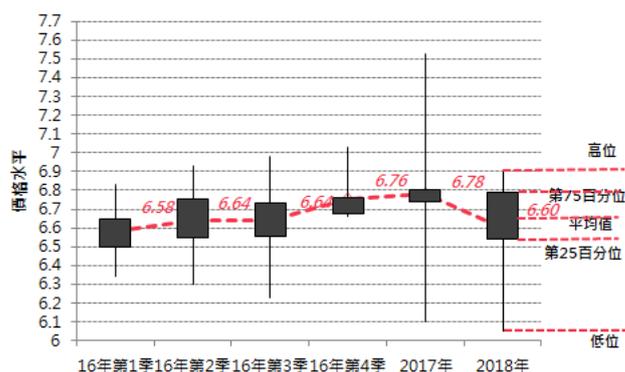


圖 7: 香港交易所人民幣期貨在波動時提供最佳流動性

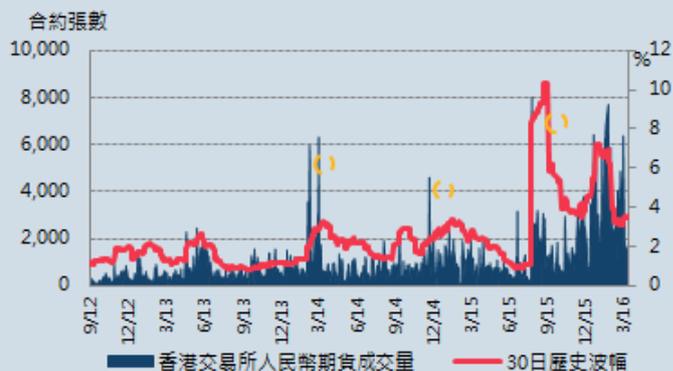
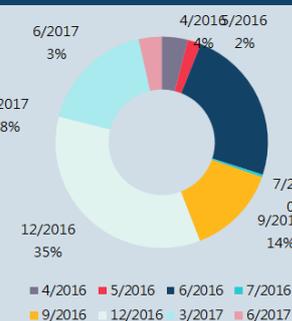


圖 9: 合約月份之持倉量分布（31/3/2016）



## 離岸人民幣兌其他貨幣

### 歐元兌人民幣 (香港)

- 歐元區消費物價持續下跌 (3月下0.1%·較2月下0.3%的速度略為減慢)·2016年3月離岸人民幣兌歐元匯價較一個月低3.4%。
- 歷史波幅顯著下跌·2016年3月跌至10%。
- 外匯因素方面·基本因素遠低於歷史平均數·風險及情緒因素則高於歷史平均數。

圖 11: 離岸與在岸匯差



### 澳元兌人民幣 (香港)

- 2016年3月離岸人民幣兌澳元匯價較一個月低5.3%。澳元上升是因有報告顯示澳洲經濟在2015年第4季較預期增速更快。
- 2016年3月大部分時間歷史波幅低於11%。
- 外匯因素方面·基本因素遠低於歷史平均數·動力及情緒因素則高於歷史平均數。

圖 14: 離岸與在岸匯差



圖 10: 外匯因素雷達\*

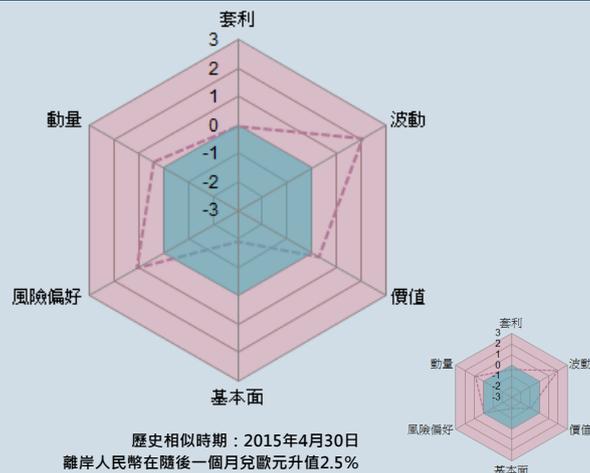


圖 12: 歷史波幅與引伸波幅

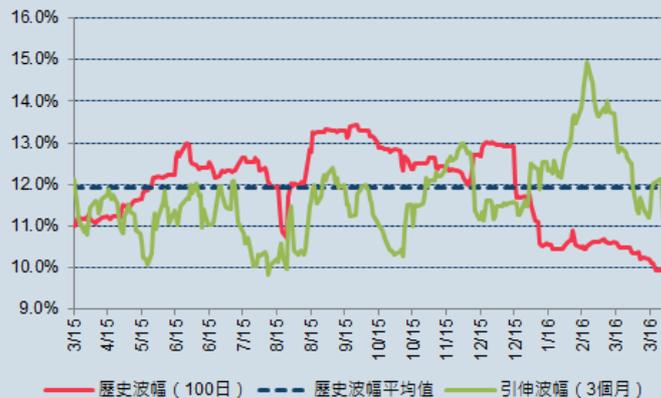


圖 13: 外匯因素雷達

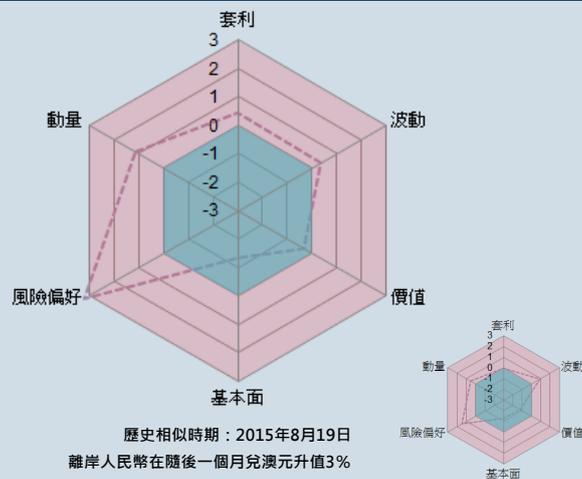
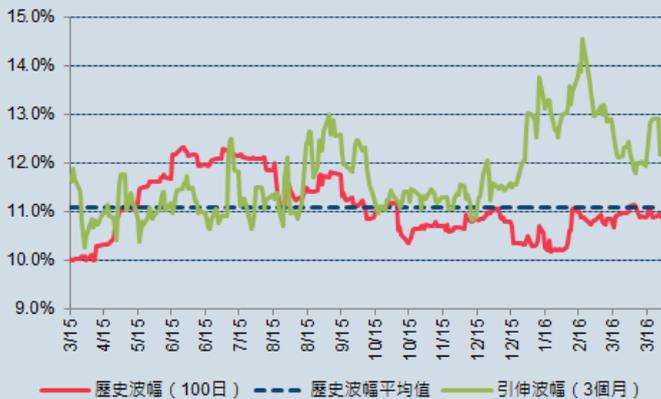


圖 15: 歷史波幅與引伸波幅



## 日元兌人民幣 ( 香港 )

- 2016年3月，離岸人民幣兌日圓匯價於5.693至5.796區間徘徊，月底升0.1%。日圓兌離岸人民幣匯價走低，與日本內閣官房長官指政府將「密切」關注外匯市場有關。
- 2016年3月大部分時間歷史波幅增至逾10.5%。
- 外匯因素方面，情緒及風險因素低於歷史平均數，動力及估值因素則高於歷史平均數。

圖 17: 離岸與在岸匯差



## 印度盧比兌人民幣 ( 香港 )

- 市場預期印度儲備銀行將於2016年4月初削減主要借貸率，並預測此舉有助經濟增長之餘對印度盧比短期亦有支持作用，2016年3月離岸人民幣兌印度盧比匯價較一個月前低0.7%。
- 2016年3月歷史波幅減至不足6%。
- 外匯因素方面，情緒因素低於歷史平均數，基本、估值及風險因素則高於歷史平均數。

圖 20: 離岸與在岸匯差



圖 16: 外匯因素雷達

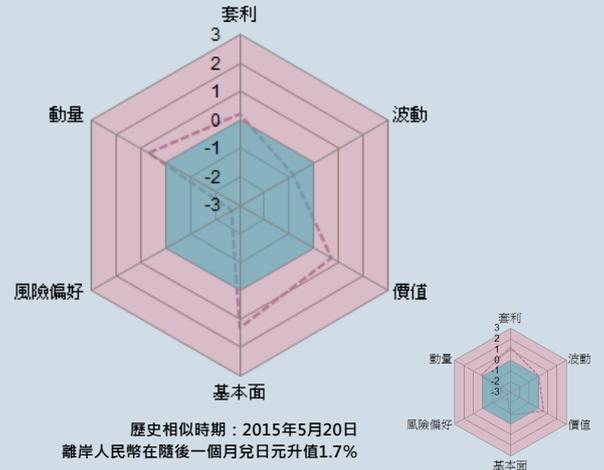


圖 18: 歷史波幅與引伸波幅



圖 19: 外匯因素雷達

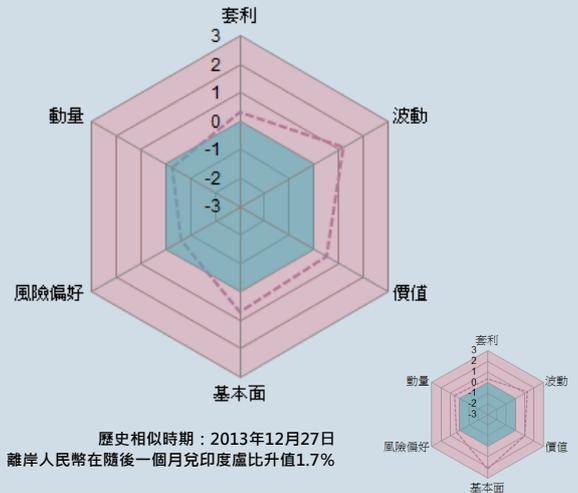


圖 21: 歷史波幅與引伸波幅



## 馬來西亞林吉特兌人民幣 (香港)

- 原油價格近期回升，令區內唯一最大石油淨出口國馬來西亞增長前景向好，2016年3月離岸人民幣兌馬來西亞令吉（馬幣）匯價較一個月低5.3%。
- 歷史波幅顯著減少，2016年3月降至12%。
- 外匯因素方面，基本及情緒因素遠低於歷史平均數，動力因素則高於歷史平均數。

圖 23: 離岸與在岸匯差



## 人民幣（香港）兌美元

- 2016年3月歷史波幅降至不足5%。
- 外匯因素方面，基本因素遠低於歷史平均數，動力因素則高於歷史平均數。
- 離岸與在岸人民幣價差在2016年3月維持狹窄。中國承諾收窄在岸與離岸人民幣價差，降低了使用離岸人民幣市場對沖在岸人民幣的基準風險。

圖 26: 離岸與在岸匯差



圖 22: 外匯因素雷達

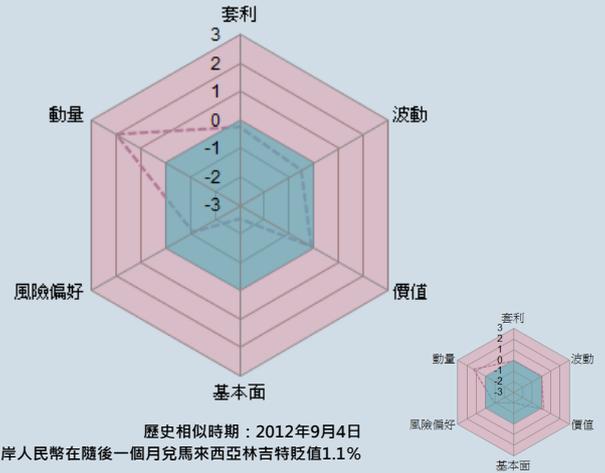


圖 24: 歷史波幅與引伸波幅



圖 25: 外匯因素雷達

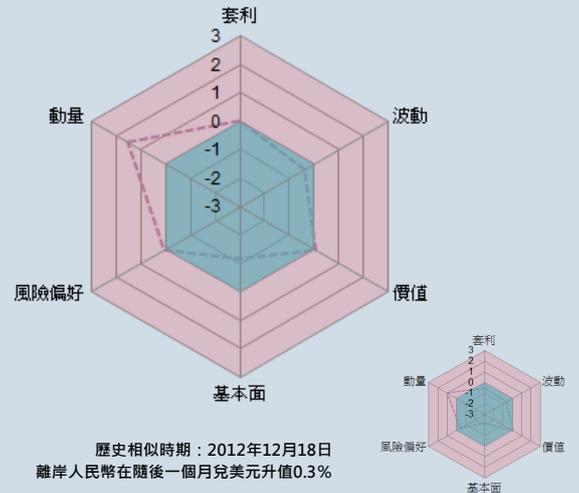
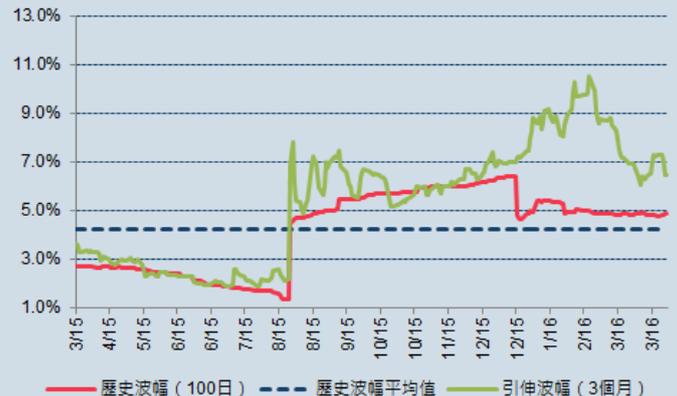


圖 27: 歷史波幅與引伸波幅



## 離岸債券市場動態

### 離岸人民幣債券市場評論

- 2016年3月沒有新發行的離岸人民幣債券。2016年2月底，香港的人民幣存款較一年前減少超過17%。離岸人民幣減少，市場對離岸人民幣債券的需求亦縮減。
- 2016年2月底，香港人民幣存款按月下跌5.65%至人民幣8,034億元。2016年2月，人民幣跨境貿易結算的匯款總額為人民幣2,798億元（2016年1月：人民幣4,801億元）。

圖 28: 離岸人民幣存款與點心債餘額

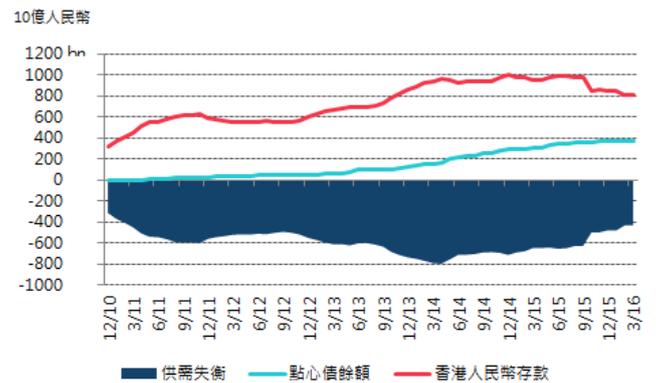


圖 29: 人民幣債券發行按發行人類型分類

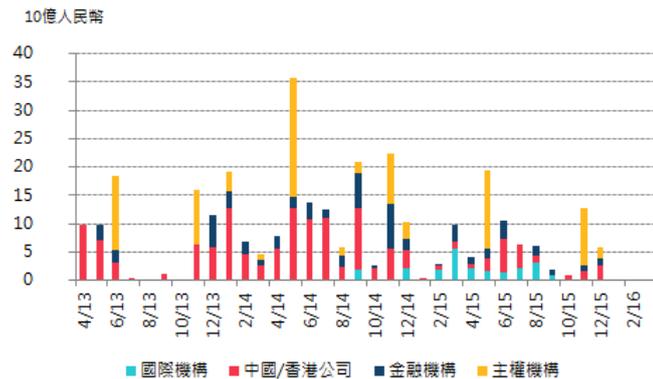


圖 30: 點心債表現



## 在岸債券市場動態

### 在岸人民幣債券市場評論

- 在岸人民幣債券發行量由2016年2月的人民幣2.8萬億元增至2016年3月的人民幣4萬億元，增幅45%。地方政府債券佔新發行總額逾50%。
- 財政部五年期國債的在岸/離岸利差繼續擴大。2016年初至3月間，利差擴大至超過1%；2016年3月底前後，財政部五年期國債的在岸買賣價為2.68%，離岸買賣價為3.70%。

圖 31: 財政部債券收益率5年：在岸與離岸 (%)

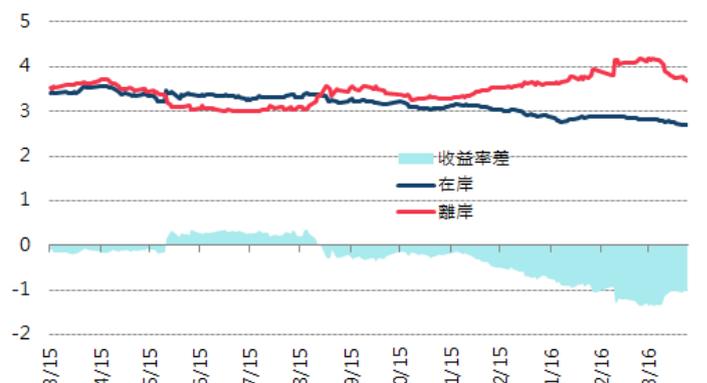


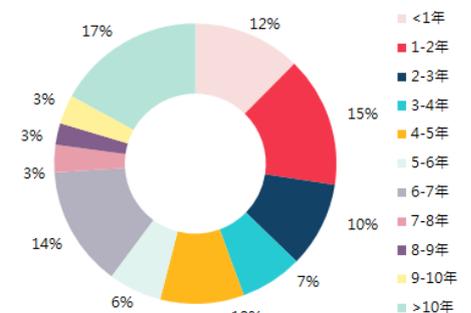
表 2

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	44,183	48,843.45	2.9557
國債	7,626	10,034.18	2.5339
中期票據	15,085	12,163.35	4.5942
公司債券	11,685	7,554.34	4.4995
存款證	5,221	12,021.72	2.9535
商業票據	20,458	17,531.76	3.3738
央行票據	51	86.86	2.3119
其他	4,633	5,173.67	4.7293
總計	108,942	113,409.33	3.3351

表 3

交易商協會非金融機構發債指導收益率 (截至2016年3月31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+	3.05	↓	3.58	↓	3.81	↓	4.17	↓	4.44	↑	5.02	↑	5.19	↓	5.46	↓
AAA	3.24	↓	3.74	↓	3.98	↓	4.49	↓	4.74	↑	5.35	↑	5.60	↓	5.90	↓
AA+	3.44	↓	4.08	↓	4.45	↓	4.97	↓	5.38	↓	5.97	↑	6.34	↑	6.64	↑
AA	3.95	↓	4.59	↓	5.01	↓	5.61	↓	5.95	↓	6.65	↑	7.00	↑	7.45	↓
AA-	5.32	↓	5.91	↓	6.41	↓	7.35	↓	7.81	↓	8.33	↓	8.70	↓	9.00	↑

圖 32: 財政部債券餘額按年期分類



## 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

- 離岸人民幣流動性因人行對離岸人民幣存款施加存款準備金率而維持相對寬鬆，財資市場公會公布的隔夜人民幣香港銀行同業拆息由2%下跌至2016年3月的1%。
- 香港銀行同業人民幣拆息收益率曲線2016年3月底的走勢較2015年3月底平坦（見圖35）。

圖 34: 上海銀行間同業拆息收益率曲線

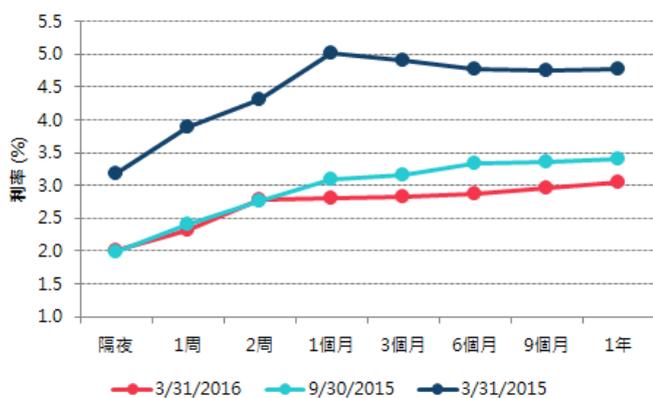


圖 33: 離岸人民幣隱含收益率受匯率帶動抽高



圖 35: 離岸人民幣香港銀行同業拆息收益率曲線

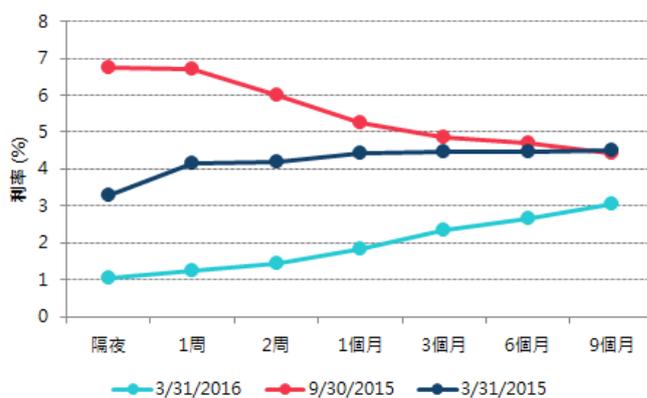


圖 36: 在岸利率互換（7日回購利率）收益率曲線

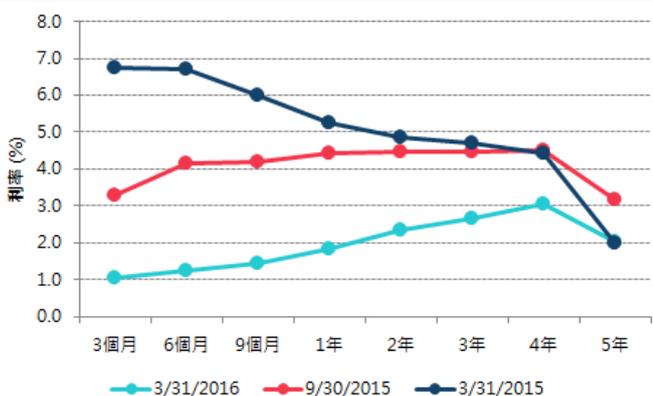


圖 37: 在岸利率交換合約交易名義本金

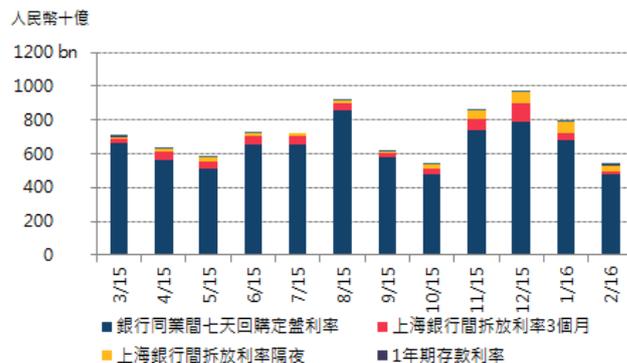


圖 38: 上海銀行同業拆息與離岸人民幣香港銀行同業拆息

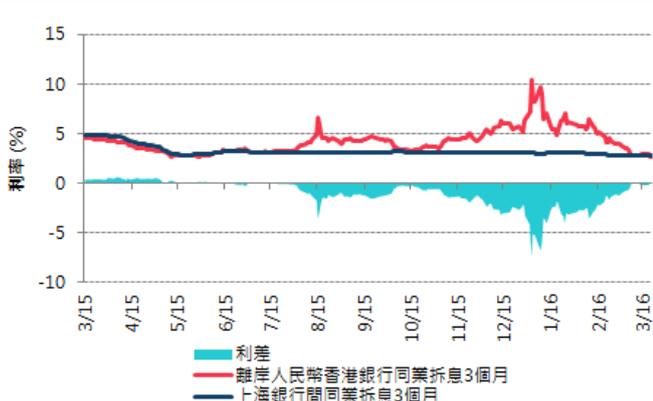
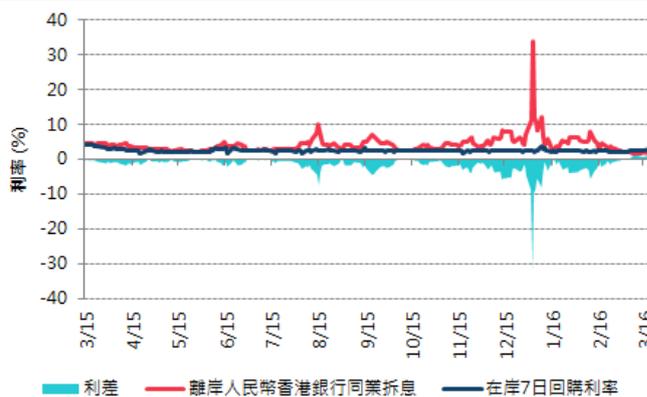


圖 39: 在岸7日回購利率與離岸人民幣香港銀行同業拆息



(上接第1頁)

從目前的數據看，深圳在一線城市中房價表現最為搶眼，其次是上海。2016年1月份，北上廣深新房價格環比漲幅分別為1.1%、2.6%、0.8%、4.1%。2015年以來深圳房價一直扮演“領頭羊”角色。一是，供應不足，供需關係持續緊張。二是，存量有限。當前深圳的庫存量僅為3萬餘套，按照當前近三個月的成交水平計算，去化周期不足6個月。三是，本地需求旺盛。與其他一線城市不同的是，深圳是以外來移民為主的城市，絕大部分常住人口沒有或只有一套住房，需求空間大，尤其是房價高漲帶來的“二套投資需求”。根據鏈家研究院交易數據統計，目前深圳的投資需求占比較其他城市要高，約在2成多，而北京僅有1成左右。最後，周邊資金需求的流入也是重要影響因素之一。

## 2. 房地產新政對一線城市間接起到一定刺激作用

2016年出臺的首付比例降低以及219稅費優惠政策，均將一線城市排除在外，但這種寬鬆的市場信號，間接地對一線城市起到一定的鼓舞作用，具體表現為：一是客源的入市速度加快；二是業主與對房價預期樂觀。

### 客源的入市速度加快

2016年第8周北京鏈家房地產經紀有限公司公佈的日均新增客源量較節前大幅上漲40%，供需比為1:5.2，與節前的1:4.7相比，供需矛盾進一步增加。2月19日三部委聯合發文調整契稅、營業稅，主要針對非一線城市大戶型改善需求。從根本來看，因本次未涉及個稅，契稅營業稅的調整幅度有限，但是對盤活存量房市場將起到一定的作用，同時向市場傳遞了寬鬆的政策信號，儘管此次政策對一線的影響較小，但是客觀評估看，仍對一線城市預期起到一定的鼓舞的作用，需求加速入市非常明顯。

2016年2月，在鏈家挂牌的調價的房源中，漲價的比例為73%，較1月份上漲12%，連續5個月出現上漲。從挂牌房源的平均調價幅度來看，2月份挂牌價的平均調整幅度為+2.8%，較1月上漲1.1個百分點，自2015年12月開始，挂牌價的調整方向由負轉正，且變動幅度不斷加大，這在一定程度上也說明瞭，自2015年底開始，業主對房價的走勢越來越樂觀。

### 業主心理價位有所提升，議價空間不斷收窄

從議價空間看，2016年2月份，北京中介成交案例議價空間為1.7%，較上月下滑0.3個百分點，達到2012年以來最低。2月份新增房源挂牌均價為41407元/m<sup>2</sup>，較上月上漲0.5%，業主心理價位上升使得未來房價繼續上升的概率進一步增大。

## 3. 當前的市場需求呈現出一些新的特點

與以往不同周期比較，本輪升溫呈現出一些新的特點：

### 改善性需求增加，預計在一定時間內將成為房地產新增需求的主要力量

一是，居民自身需求的驅動。2000-2015年中國出售的商品住宅面積合計約為107萬平，約占城鎮存量住宅面積的44%，也就是說有5成以上的住房為老舊房屋，這部分居民的改善願望也很為迫切。根據北京房地產市場近期的一份調研數據\*顯示，在當前的成交中改善性需求占比高達74%，較年初上升10個百分點。

二是，政策的支持。此輪房地產寬鬆政策的調整始於2014年下半年，為支持剛需以及改善型需求的合理釋放，房地產政策持續加碼，包括全面寬鬆的信貸政策、降低首付與首套認定標準的“9.30”、“3.30”新政，以及盤活存量的“5改2”營業稅稅費優惠，以及2016年的降低首付比例與219稅費優惠政策等。當前第二套房的首付比例為3成，為2010年限購以來最低。根據鏈家的統計，2015年北京二套房貸的平均利率也達到了13年以來最低，僅為6.3%，購房者還貸壓力大為減輕。加上“二胎”政策的放開，也將催生一批改善性需求入市。

三是，新房供應高端化帶動改善性需求。新房市場地價不斷攀升，2015年樓面價較2008年分別上漲317%、268%與145%。北京於2016年2月24日拍賣的大興地塊溢價率高到50%，樓面價達到近5萬/平米，預計未來售價高到10萬/平米。因此，新房的交易結構中，改善性交易將越來越占據主導地位。以北京為例，2016年（1-2月）3居及以上的大戶型成交占比65.7%，較2015年上漲8.6個百分點。較2009年上漲30個百分點，加上中國全面放開“二胎”政策，預計3居室及以上的改善性需求將進一步增加。

### 房地產政策推動一線城市投資需求抬頭

房地產兼有投資與消費兩重功能，在投資者預期房價會上漲、能獲取投資收益時，投資需求會相應上升。而在當下，一線城市的房地產在過去的一年，表現出了其較高的保值與增值功能，根據中國國家統計局2016年1月公布數據計算，一線城市2015年（3-12月）房價分別累計上漲：北京（11.6%），上海（21.6%），廣州（10.2%），深圳（51.5%）。2016年1月份深圳的新房與二手房房價漲幅分別為4.1%與5.7%，二手房的漲幅更高，已明顯超過2013年。同時，2016年與往年不同的是，以往房價高漲的年份均



會頻出收縮性政策，而在目前政策寬鬆下，一線城市的房價上漲目前位置還沒有受到相關政策的抑制，從而更加促使了一線城市中房地產投資需求的抬頭。

#### 4. 下一階段的趨勢觀察

##### 政策層面：大環境寬鬆，一線城市存在收緊可能性

在房地產總體上的高庫存壓力下，當前的房地產的整體政策基調趨向寬鬆。如果近期出臺的降低首付比，契稅營業稅優惠政策效果不明顯的情況下，市場預期其他相關房產優惠政策還會繼續出臺，比如個稅的調整尚未涉及、個人房貸利息抵個稅、營業稅與契稅政策仍有可調空間（比如由滿2年改為滿1年）等等。但是由于三四線城市本身的產業與資源問題、以及當前的人流向中心城市集中的趨勢，很難在短期內成功實現去庫存，至少需要1-2年，甚至更長，因此，面向整個全國的房地產市場的相對寬鬆的房產政策持續市場或將較長。

而一線城市房價漲幅過高，尤其春節假期後，漲幅明顯較年前升高。尤其深圳、上海等地房價跳漲，收緊政策的可能性最大，其次是北京等漲幅趨于上升的一線城市。

##### 市場層面：2016年三線城市開局良好，但不同城市之間的分化仍然明顯

從近期的市場成交來看，部分三線城市的市場表現較好，比如揚州等城市，1月份的成交出現小幅的增長，一方面與前期成交回落基數偏低有關，另一方面也與返鄉置業需求在春節假期前夕集中釋放有關。預計在國家關於去庫存各項政策多管齊下的大環境下，部分二三線城市的市場成交有望繼續好轉。

整體來看，一線城市市場的活躍性仍然較強，供不應求，導致庫存規模持續下滑，去化周期不斷走低，這也是近期一線房價持續上漲的主要原因。而大部分二三線城市，供應大于需求，庫存不斷上升，去化周期較長，去化任務仍然較重。

##### 地產對於GDP的貢獻率見頂回落，成為短期內中國投資下行的一個壓力來源

在中國城鎮化快速推進的過程中，中國經濟的增長具有明顯的投資驅動型特徵，房地產在其中發揮了重要的推動作用。過去的十幾年裏，在中國經濟的三駕馬車中，投資一直是重點，房地產投資更是占據了投資的近兩成，其對經濟的貢獻率大約在8%左右，年平均拉動GDP增長0.5-1.5個百分點。

但是近兩年以來，房地產投資額增幅不斷下滑拖累經濟增長，2015年四季度房地產對GDP增速拉動僅為0.2個百分點，仍處于偏低水平。2015年全國房地產住宅開發投資額增速滑落至0.4%，較2015年下滑了近9個點，一方面透露出房企對預期的不樂觀，投資的積極性降低，整個房地產行業開始進入見頂回落的趨勢中。另一方面，投資下滑造成對宏觀經濟的拉動作用減弱。

每一個產業都有它的“產業發展生命周期”，房地產業也不例外，經過了10多年的高速發展。但隨著中國人口結構的變化、宏觀經濟增長方式的調整，房地產市場預計在整體上將步入見頂回落之後的“下半場”，其對投資的拉動作用也將弱化，而且房地產行業在短期內的回落也會成為中國經濟當前回落的壓力來源之一，這也成為宏觀政策關注房地產市場的直接原因。

## 中國歐元債券發行量日增

一如全球企業聚焦歐元籌資的增長趨勢，自2014年起，中國企業轉向歐元債券市場集資的數目不斷攀升。雖然相比區內較成熟的美元債券市場來說，歐債發行量相對較少，但事實上亞洲發行人進軍歐元債券市場已有多年歷史。過去15年中，根據我們的估算，已被報道的亞洲（日本除外）發行的歐元債券發行量約共570億歐元，但區內單是2015年發行的美元債券總額已達1,600億美元。傳統上，區內的大型金融公司及跨國企業是歐元債券市場中最活躍的亞洲發行人。

自2013年起，亞洲發行人的歐元債券發行量急起直追。他們的動機與全球同業相同，都是看中歐元較低的借貸成本。2015年，亞洲（日本除外）的歐元債券發行總額較2005年當時創下的紀錄大增超過三倍，達130億歐元。

許多中國發行人亦紛紛加入行列，成為市場增長的主要推手。2014年有三家中國發行人發行合共22億歐元債券，2015年這數字已增至18家發行人發行合共104億歐元。事實上，發行歐元債券的中國非金融企業數目正與日俱增。

中國發行人發行歐元債券主要受財務及業務因素所推動。歐元債市較低的絕對票面息率（2015年中國發行人發行的投資級別債券平均息率為1.4%）是最主要吸引力。此外，市場預期歐元中期將進一步疲弱亦增加了歐元借貸的吸引力。業務上沒有直接歐元資金需要的發行人亦想以歐元集資，以鎖定較低的融資成本。

另一方面，也有許多中國企業因為在歐元區日益活躍的業務或項目發展而確有實際的歐元資金需要。歐洲近年成為中國對外直接投資的主要目標市場。根據德勤的資料顯示，中國企業於2015年斥資逾355億元在歐洲進行併購，佔中國全球併購總額的54%（2015年11月16日數字）。該數字亦較中國企業於2009年斥資27億元進行歐洲併購大增幾近13倍。隨著歐洲對中國併購方案提供更友善的政策環境以及中國實施「一帶一路」這個覆蓋全球的龐大發展計劃，預期此趨勢將會持續。

歐洲投資者至今對中國歐元債券反應良好。一方面，歐洲發行人的極低息債券令中國發行人較高的利差溢酬更為誘人。另一方面，歐洲投資者近年對中國以及中國企業有了更深的了解和認識，對投資中國債券較前放心。若干近期新發行的債券，其分配予歐洲投資者的比例高達70%，反觀亞洲投資者這方面的參與則仍然不多，與中國發行人發行美元債券輕易有80-90%售予亞洲客戶的情況明顯有別。

總括而言，中國歐元計價債券漸成全球信用投資者可選的一個較新債券類別。隨著更多企業基於財務或業務因素而轉向此市場發債集資，預期這一個中國債券板塊將進一步擴大，為全球投資者提供更多定息回報及資產多元化的選擇。然而，按過往發行經驗顯示，歐洲投資者的持續需求會是此板塊持續增長的關鍵，至少在可預見將來如此。



王衛博士為中銀國際董事總經理，現主管中銀國際的固定收益研究部門。他的研究範圍涉及宏觀策略、公司企業債以及其它固定收益產品，并特別注重中國的房地產行業和離岸人民幣市場，以及為中國大陸和香港的債券投資者和客戶提供信用市場、投資策略和投資組合的建議及參謀。王博士具有十五多年在固定收益市場方面的經驗，包括以前任職于美林、索羅門美邦和花旗。他由美北卡大學獲得博士和由中國科大獲得理學學士。在從事金融行業前，王博士曾在美國的杜克大學和哥倫比亞大學從事學術研究。

免責聲明：本文內容僅供參考，不能取代諮詢專業顧問意見。

## 附錄：定義外匯因素雷達

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。

紅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

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。