

每月焦点

- 2016年11月，TR/香港交易所RXY全球离岸人民币指数较2016年10月上升0.55%至95.49，中国人民银行（人行）美元兑人民币汇率中间价升2%至6.8865。
- 香港交易所美元兑人民币（香港）期货未平仓合约于2016年11月30日创下42,257张（名义金额42亿美元）的新高纪录，约占全球总数三分之二，为全球交易所之冠，突显香港交易所作为人民币风险管理中心的领先地位。11月平均每日成交量亦增至3,535张合约（名义金额3.54亿美元），是2016年2月以来最高水平。
- 深港通于2016年12月5日开通，香港交易所首席中国经济学家巴曙松教授探讨这个重大里程碑对互联互通新时代的宏观影响。
- 《专家之言》请来法国外贸银行大中华高级经济师彭蕊女士，探讨点心债及熊猫债券的市场走势。

简报：香港交易所推广离岸人民币定息及货币产品市场的工作



香港交易所定息及货币产品发展主管马俊礼出席11月18日在深圳举行的亚洲固定收益投资峰会，并于小组讨论环节中探讨2017年的市场机遇。



香港交易所首席中国经济学家巴曙松教授在香港经济峰会上就人民币国际化新阶段及香港的机遇发表重点演说。

首席中国经济学家制高点

深港通的潜在宏观影响展望

香港交易所首席中国经济学家巴曙松教授

深港通已于2016年11月25日宣布启动，市场参与各方都非常关注，特别是其可能产生的宏观影响，更是同时具有理论和实践价值。市场首先容易关注两地市场不同行业的估值差异，在猜测联通之后这种差异是否会缩小。其实，在沪港通启动初期，市场也有许多这样的猜测，当时，沪港通启动之后的市场实际运行，与许多人期望的并不一致，有时还恰好相反，在一段时间内，甚至出现了联通之后价格差异还继续扩大的状况。那么，深港通启动之后，市场的潜在影响会体现在哪些方面呢？

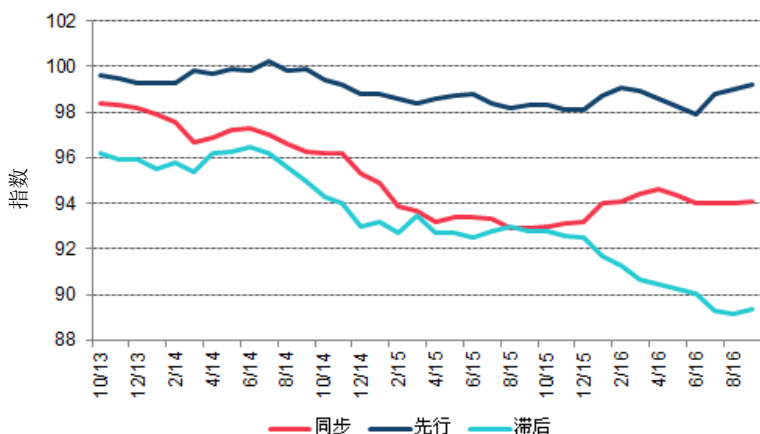
从制度设计角度看，深港通可以说是沪港通的一个自然延伸，但是在一些特定的领域又有一些新的突破，除了覆盖的股票范围扩展到深圳市场外，沪港通和深港通的总额度也取消了。从市场参与者角度看，这可以说是非常大的一个制度突破。因为在沪港通项下有总额度的时候，市场投资者经常需要关注总额度的使用进展，常常因为担心在进行资产配置时遇到额度不足的情况，因此，总额度的取消能够吸引不少资金进行中长期配置，也增强了香港市场与上海市场、深圳市场等不同市场之间的联系。

（下接第9页）

图 1: 本月图表: 中国债券收益溢酬下跌及近期人民币兑美元贬值



图 2: 中国宏观经济景气指数



- 同步指数是反映当前经济基本趋势的指数，基于以下数据计算而成：(1) 工业产量、(2) 就业、(3) 社会需求（包括投资、消费及外贸）；及(4) 社会收入（包括政府税项、企业溢利及居民收入）。
- 先行指数按一组先行指标计算而成，其变化先于同步指数，用作预测未来经济趋势。
- 滞后指数按一组滞延指标计算而成，其变化后于同步指数，主要用作确认经济周期的高位及低点。

表 1

中国主要经济指标	当前	之前	变动	下一个发布日期
实际国内生产总值 (同比%)	6.7	6.7	→	17/01/2017
消费者物价指数 (同比%)	2.1	1.9	↑	09/12/2016
生产者物价指数 (同比%)	1.2	0.1	↑	09/12/2016
工业生产指数 (同比%)	6.1	6.1	→	13/12/2016
固定资产投资 (同比%)	8.3	8.2	↑	13/12/2016
国外投资 (同比%)	1.2	5.7	↓	08/12/2016
中国制造业采购经理指数	51.7	51.2	↑	01/01/2017
中国人民银行银行家信心指数	46.5	43.7	↑	待定
中国人民银行银行贷款需求指数	55.7	56.7	↓	待定
同业银行金融电讯协会(SWIFT)	1.67	2.03	↓	29/12/2016
出口 (同比%)	-7.3	-10	↑	08/12/2016
进口 (同比%)	-1.4	-1.9	↑	08/12/2016
M2货币供应量 (同比%)	11.6	11.5	↑	10/12/2016
零售销售 (同比%)	10	10.7	↓	13/12/2016
消费者信心指数	114.9	117.1	↓	04/01/2017
银行准备金率 (%)	17.5	18.0	↓	不常
官方外汇储备 (十亿美元)	3120.7	3166.4	↓	07/12/2016
3个月上海银行间拆放利率 (%)	3.07	2.81	↑	持续
10年政府债券收益率 (%)	3.01	2.66	↑	持续
美元/人民币汇率	6.88	6.75	↑	持续
TR/香港交易所RXY全球离岸人民币指数	95.49	94.97	↑	持续

本月图表

- 美国候任总统特朗普的财政刺激方案推动10年期美国国库券收益率上升，与中国相若债券比较的折让收窄至不足50个基点。两国国债收益差距收窄，可能减低人民币债券对外国投资者的吸引力。

监管/政策发展动向

- 中央国债登记结算有限责任公司（中央结算公司）于2016年11月22日举办「2016年度银行间债券市场境外投资者年会」，推介人民币国际化下内地银行间债券市场的投资机会。会上中国人民银行（人行）债券交易管理处处长高飞表示，人行将适时允许央行类机构以外的其他境外投资者开展债券回购交易。于2016年第三季度，海外投资者持有中国国债余额为人民币5,680亿元，较2015年末升33.7%。

宏观经济更新

- 2016年11月28日，驻巴黎的经济合作与发展组织（经合组织）在每年出版两次的「最新经济展望」中表示，中国经济今年将增长6.7%，但到2017年和2018年增幅将分别减至6.4%和6.1%。其三年预测大致符合中国政府的目标，即2016-2020年年均增长6.5%，以实现2010年至2020年人均收入翻一番的目标，尽管经合组织同时表示，中国必需能够终止2019年和2020年的下行趋势，方有望实现有关目标。

市场/产品发展

- 香港金融发展局于2016年11月29日发表报告，研究建立债券通的可能性。该份题为《有关内地与香港债券市场交易互联互通机制「债券通」的建议》的报告，建议设立机制容许内地与香港两地的零售投资者可以互相进入双方的场内及场外交易债券市场。
- 中国证券报于2016年11月16日引述人行数字货币研究所筹备组组长姚前表示，人行发行法定数字货币的原型方案已完成两轮修订，未来有望在货币市场等相对封闭的应用场景先行先试，待成熟后再做推广。
- 环球交易服务提供商SWIFT于2016年11月23日表示，人民币现时是贸易融资的第三大活跃货币，排名下降一级至欧元之后。人民币在传统贸易融资（信用证和托收）领域的业务金额从2014年后一直拾级而下，市场份额由三年前8.66%跌至4.61%，部分原因是中国这个全球第二大经济体增长放缓及近期有关当局打击跨境套利活动。

- 2016年11月，美元 / 在岸人民币中间价徘徊在6.7491至6.9168区间，离岸人民币兑美元则较一个月前下跌2%。
- 人行于2016年11月25日将人民币汇率中间价订于6.9168，创八年新低。2016年11月24日，离岸人民币兑美元亦触及6.9654的低点，是自2010年推出以来最低水平。
- 人行副行长易纲于2016年11月27日表示，中国的经济条件继续对人民币有支持作用，人民币经过近期对美元一轮波动后亦会稳定下来。他表示中国国际收支基本稳定，商品贸易盈余相对仍然庞大，未来人民币汇率完全有条件继续保持在合理均衡水平上基本稳定。

图 3：在岸/离岸人民币现货价格区间

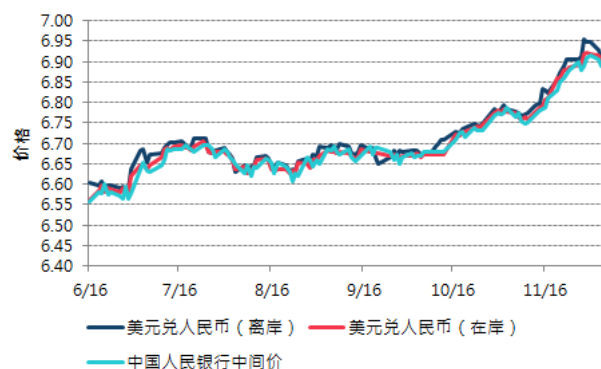


图 4：场外交易市场美元兑人民币(香港)期权引伸波幅

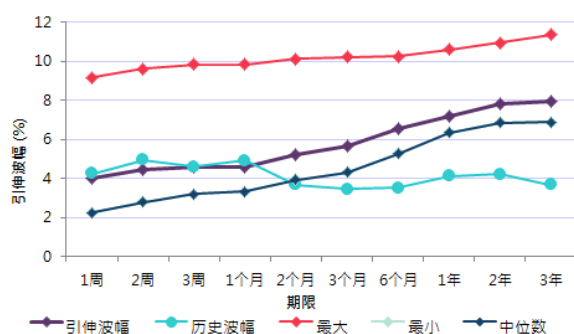
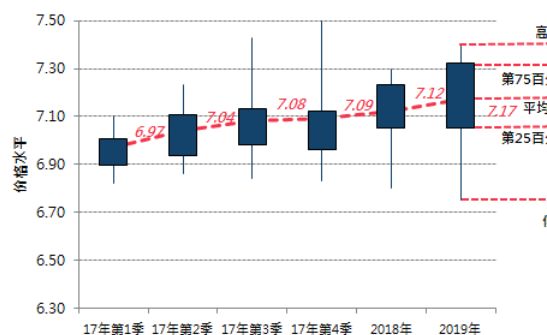


图 5：美元人民币(香港)价格水平的市场预测



香港交易所的美元兑人民币(香港)期货 产品焦点

- 2016年11月30日未平仓合约创历史新高达42,257张(名义金额42亿美元)，较去年同期上升超过140%。未平仓合约一般视为衍生产品市场规模的指标。香港交易所的未平仓合约数量是全球交易所之冠，约占全球总额约三分之二，领先全球其他交易所。未平仓合约数字打破纪录，足显香港交易所在人民币剧烈波动期间作为风险管理渠道的领先地位。
- 2016年11月份总成交量增至77,767张(名义金额78亿美元)，是产品推出以来最高水平。
- 香港交易所的美元兑人民币(香港)期货的成交及未平仓合约涉及不同的到期日，反映投资者基础较平均。成交张数最多为2016年12月、2017年3月及2017年6月合约，占成交量总数的65.1%；未平仓合约集中于2017年3月、2017年6月及2017年9月合约，以上三种合约合占未平仓合约总数的58%。

图 6：美元兑人民币(香港)期货成交量与持仓



图 7：香港交易所人民币期货在市场波动时提供流通量

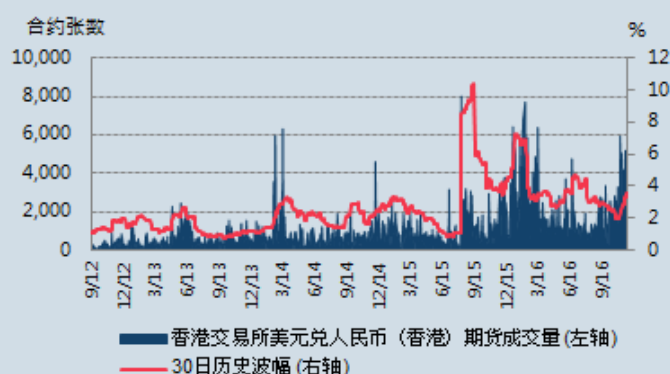


图 8：合约月份之成交量分布 (11/2016)

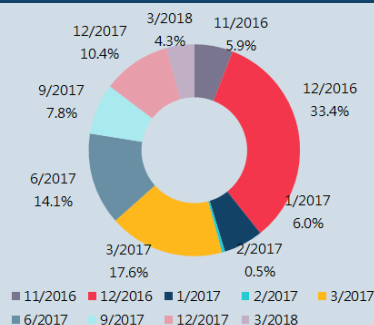
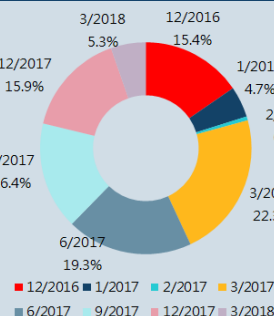


图 9：合约月份之持仓量分布 (30/11/2016)



TR / 香港交易所人民币货币指数 (RXY)

- TR / 香港交易所RXY全球离岸人民币指数2016年11月收报95.49，较2016年10月上升0.55%，其间人行美元兑人民币中间价升至6.8865，较2016年10月上升1.81%。
- 2016年11月对TR / 香港交易所RXY全球离岸人民币指数表现贡献最大为日圆，兑离岸人民币较2016年10月底贬值7.45%。

表2: TR/香港交易所RXY人民币货币指数汇总表

指数	回报					风险				
	2016年11月1日 2016年11月30 日 (月)	2016年10月31日 2016年10月31 日 (月)	变动	本月至今 变动	本年至今 变动	30日实际波幅 (截至2016年11月30 日)	30日实际波幅 (截至2016年10月31 日)	变动	与中国外汇交易中心 人民币汇率指数的关联度	对中国外汇交易中心 人民币指数的 贝塔系数
TR/香港交易所RXY全球离岸人民币指数	0.55%	0.29%	↑	0.55%	-5.04%	3.19%	2.37%	↑	0.79	0.64
TR/香港交易所RXY全球在岸人民币指数	0.84%	0.27%	↑	0.84%	-5.76%	3.47%	3.45%	↑	0.74	0.55
TR/香港交易所RXY参考离岸人民币指数	0.60%	0.00%	↑	0.60%	-5.01%	3.37%	3.83%	↓	0.75	0.60
TR/香港交易所RXY参考在岸人民币指数	0.90%	-0.01%	↑	0.90%	-5.73%	3.28%	1.93%	↑	0.74	0.59

图 10: TR/香港交易所RXY全球离岸人民币指数与中国外汇交易中心人民币指数与美元/人民币(香港)表现

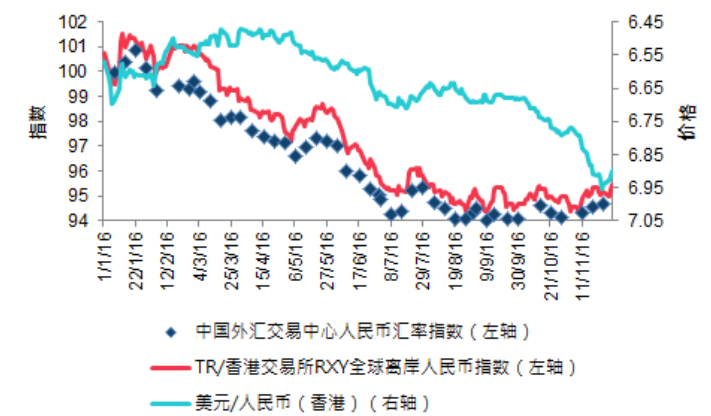
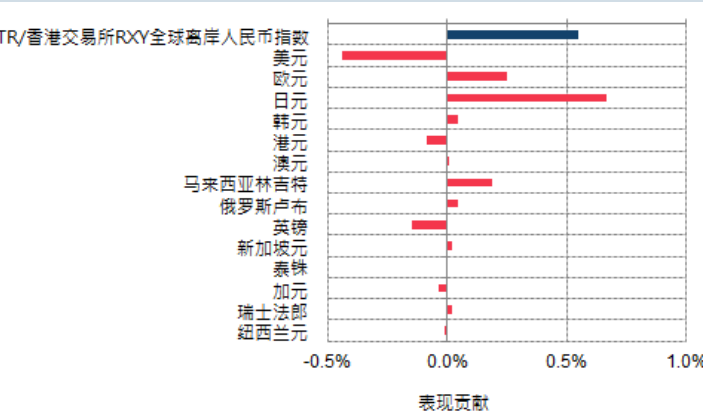


图 11: 每月表现贡献分解: TR/香港交易所RXY全球离岸人民币指数 (2016年11月)



产品焦点

- RXY指数旨在为人民币兑一篮子货币汇率提供独立、透明和及时的基准，该货币篮子包括中国内地最重要的贸易伙伴货币。
- 这组指数基于WM/路透外汇汇率进行计算，并根据国际证监会组织 (IOSCO) 对金融市场基准的合规原则进行管理。
- RXY指数旨在成为期货、期权和交易所买卖基金等投资和交易产品的基础。

编制方法

- 计算方法: 几何平均
- 加权方法: 对香港转口贸易进行调整后的加权双边贸易
- 贸易数据来源: 联合国商品贸易资料库、香港特区政府统计处
- 权重调整: 年度审核。6月份公布，于第四季度的第一个工作日生效
- 指数计算频率: 每小时
- 汇率资料来源: WM/路透外汇汇率
- 基准日期: 2014年12月31日的基数为100
- 详情可浏览指数编制文件: financial.thomsonreuters.com/fxindices

图 12: TR/香港交易所RXY全球离岸人民币指数

指数权重: 有效期至2017年9月29日

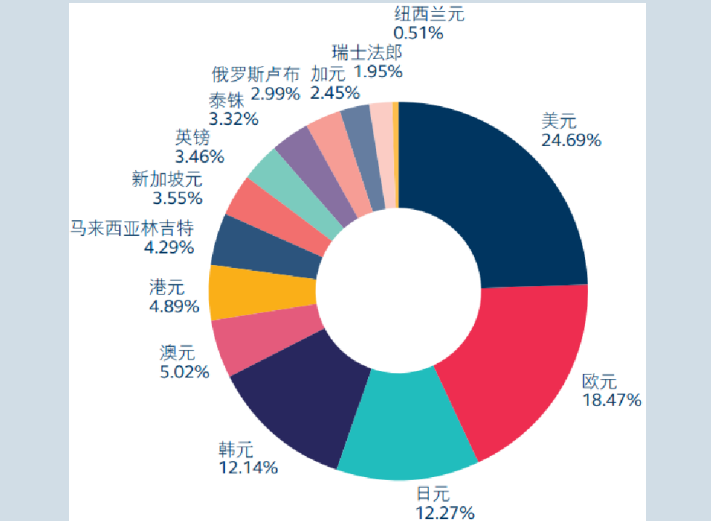


表3: 指数权重

货币	RXY 全球 人民币指数	RXY参考 人民币指数	中国外汇 交易中心 人民币指数
美元	24.69%	28.09%	26.40%
欧元	18.47%	21.03%	21.39%
日元	12.27%	13.97%	14.68%
韩元	12.14%	0.00%	0.00%
澳元	5.02%	5.72%	6.27%
港元	4.89%	5.56%	6.55%
马来西亚 林吉特	4.29%	4.88%	4.67%
新加坡元	3.55%	4.04%	3.82%
英镑	3.46%	3.93%	3.86%
泰铢	3.32%	3.78%	3.33%
俄罗斯卢布	2.99%	3.41%	4.36%
加元	2.45%	2.79%	2.53%
瑞士法郎	1.95%	2.22%	1.51%
纽西兰元	0.51%	0.58%	0.65%

离岸人民币兑其他货币

欧元兑人民币(香港)

- 2016年11月离岸人民币兑欧元汇价较一个月前高1.60%，维持在7.31至7.54区间内浮动。
- 2016年11月三个月场外期权的引伸波幅缓缓上升至8%左右，原因包括美国总统大选及其大出市场意料的结果。
- 外汇因素方面，估值及基础因素远高于历史平均水平，而波动、动量及情绪因素则低于历史平均数。

离岸人民币兑
欧元月度表现

↑ 1.60%

引伸波幅

8.6%

图 13: 外汇因素雷达*

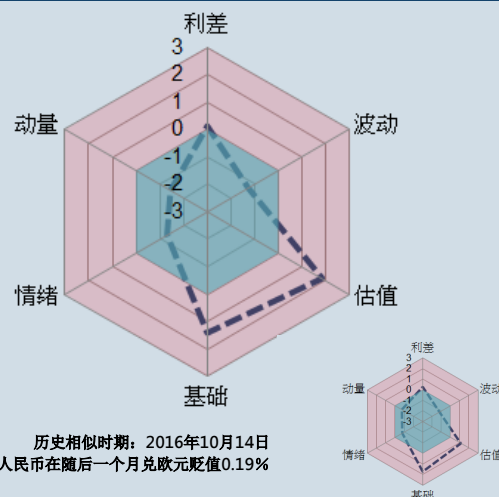


图 14: 外汇波幅(3个月引伸)

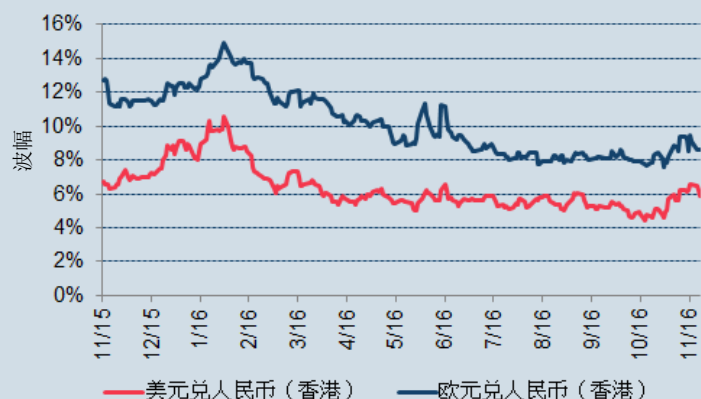
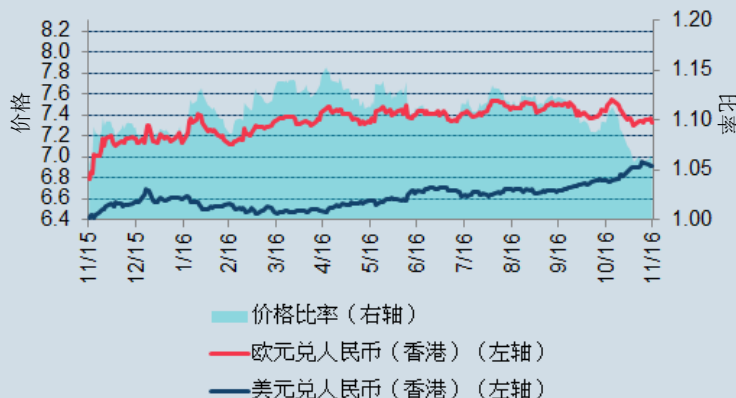


图 15: 价格比率:欧元兑人民币(香港) / 美元兑人民币(香港)



澳元兑人民币(香港)

- 2016年11月离岸人民币兑澳元汇价较一个月前高0.97%，原因可能是澳洲建屋批核数据疲软及铁矿石现货价下跌。
- 2016年11月引伸波幅回升至近10%。
- 外汇因素方面，波动、动量及情绪因素低于历史平均数，而估值、利差及基础因素高于历史平均水平。

离岸人民币兑
澳元月度表现

↑ 0.97%

引伸波幅

10.3%

图 16: 外汇因素雷达*

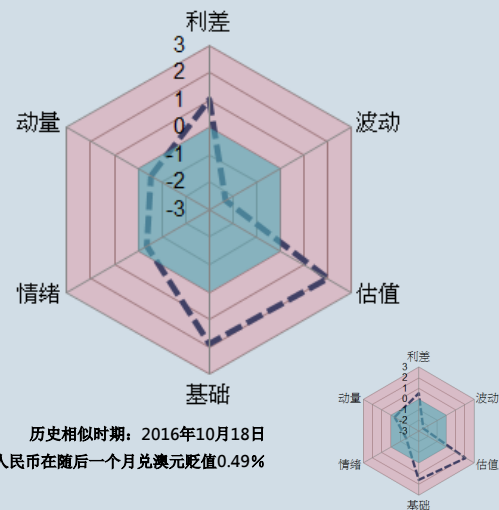


图 17: 外汇波幅(3个月引伸)

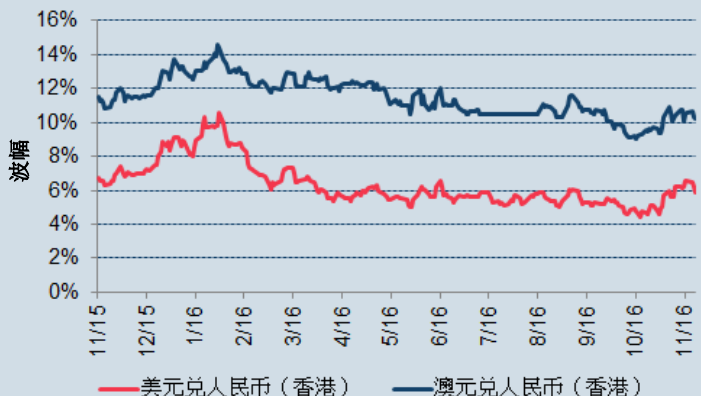
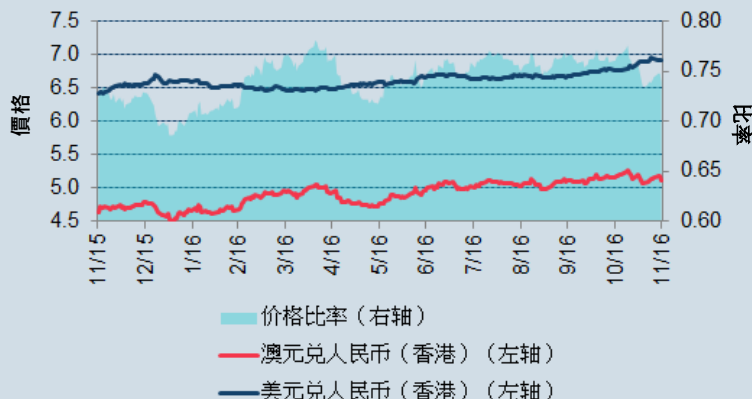


图 18: 价格比率:澳元兑人民币(香港) / 美元兑人民币(香港)



日圆兑人民币(香港)

- 2016年11月离岸人民币兑日圆汇率较一个月前高6.54%，因为日本央行继续实施「收益率曲线控制」政策抑制日圆升值令日汇受压。
- 2016年11月三个月场外期权的引伸波幅回升至12%左右。
- 外汇因素方面，情绪及基础因素均高于历史平均数，而估值、波动及动量因素则低于历史平均数。

离岸人民币兑
日圆月度表现

↑ 6.54%

引伸波幅

12.6%

图 19: 外汇因素雷达*

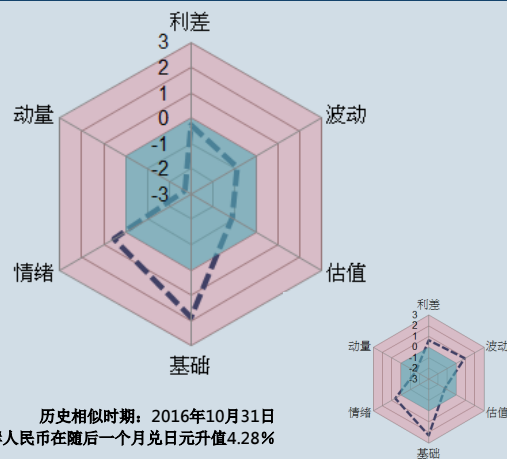


图 20: 外汇波幅(3个月引伸)



图 21: 价格比率: 日圆兑人民币(香港) / 美元兑人民币(香港)

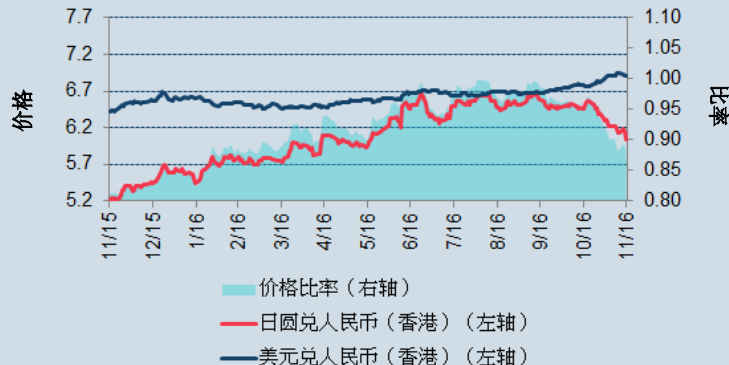


表 4: 人民币货币对汇总表

	表现					波幅				
	11月	10月	变动	前3个月	年初至今	引伸波幅	10月	变动	历史波幅	10月
美元兑人民币(香港)	-2.04%	-1.51%	↓	-3.36%	-5.30%	5.9%	4.7%	↑	3.0%	3.1%
欧元兑人民币(香港)	1.60%	0.81%	↑	1.91%	-1.99%	8.6%	7.8%	↑	5.3%	5.9%
澳元兑人民币(香港)	0.97%	-0.81%	↑	-1.54%	-6.72%	10.3%	9.6%	↑	8.3%	8.9%
日圆兑人民币(香港)	6.54%	1.84%	↑	6.60%	-10.91%	12.6%	10.8%	↑	10.3%	13.4%

离岸债券市场动态

离岸人民币债券市场评论

- 2016年9月份香港人民币存款按月回升1.9%至人民币6,655亿元。
- 2016年9月，人民币跨境贸易结算的汇款总额为人民币3,829亿元（2016年8月：人民币3,988亿元）。

图 22: 离岸人民币存款与点心债余额

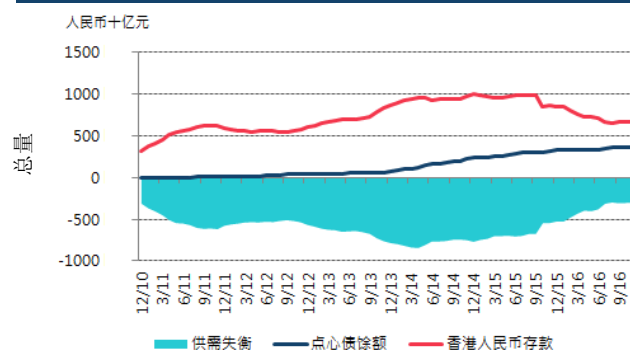


图 23: 人民币债券发行按发行人类型分类

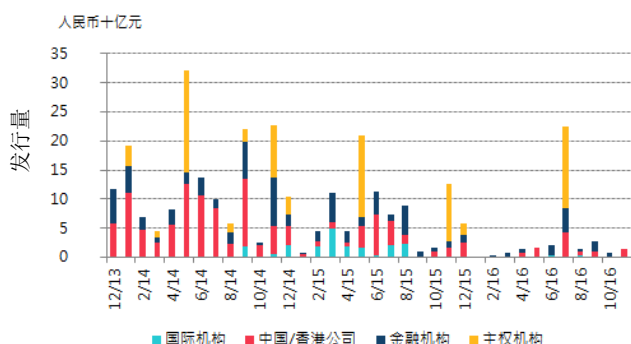
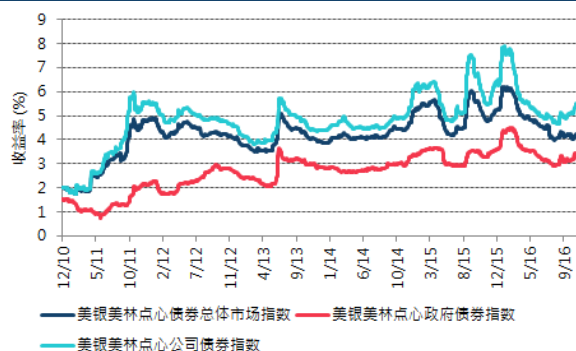


图 24: 点心债表现



- 在岸债券市场发行量由2015年11月的人民币2.3万亿元升至2016年11月的人民币3.0万亿元，上升33.2%。2016年11月发行的存款证较一年前上升近80%。
- 在中国人行于2016年5月发出允许境外实体进入银行间外汇市场的细则公告后，境外主体参与度屡破纪录，债券持有量创新高，占银行间外汇市场总额2.48%，成交量占银行间外汇市场总额0.54%。
- 亚洲证券业与金融市场协会 (Asia Securities Industry & Financial Markets Association, 简称ASIFMA) 2016年11月16日发表的一份调查显示，对于中国在岸债券市场，投资者重视的是资金调动容易、所有权规则及税法清晰明确，经济增长及房地产价格前景的考量反属其次。

表 5

银行间市场债券现券交易主要指标 (按债券类型归类, 2016年11月)			
债券类型	交易数量	交易价值 (人民币, 亿元)	到期收益率 (%)
政策性金融债	53,750	48,348.65	3.0088
国债	14,142	11,717.23	2.6857
中期票据	11,951	7,901.69	5.0498
公司债券	10,778	5,975.96	4.4765
存款证	13,016	31,456.65	3.2220
商业票据	15,242	10,790.22	3.5102
央行票据	-	-	0.0000
其他	5,220	6,615.72	4.1872
总计	124,099	122,806.12	3.3118

表 6

交易商协会非金融机构发债指导收益率（截至2016年11月30日）																
	1年	环比	3年	环比	5年	环比	7年	环比	10年	环比	15年	环比	20年	环比	30年	环比
AAA+	3.13	↑	3.51	↑	3.69	↑	4.06	↑	4.31	↑	4.92	↑	5.09	↑	5.34	↑
AAA	3.30	↑	3.58	↑	3.88	↑	4.39	↑	4.61	↑	5.21	↑	5.55	↑	5.84	↑
AA+	3.53	↑	3.98	↑	4.31	↑	4.89	↑	5.25	↑	5.86	↑	6.24	↑	6.57	↑
AA	3.90	↑	4.46	↑	4.80	↑	5.54	↑	5.75	↑	6.59	↑	6.95	↑	7.41	↑
AA-	5.18	↑	5.78	↑	6.15	↑	7.23	↑	7.64	↑	8.25	↑	8.65	↑	8.95	↑

图 27: 中国银行间债券市场的外资机构参与度

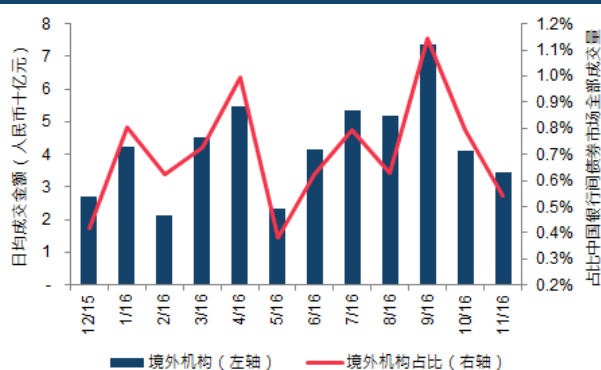


图 25: 财政部债券收益率5年: 在岸与离岸 (%)

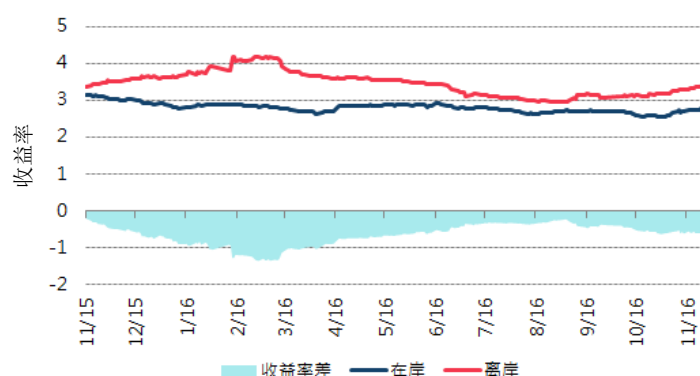


图 26: 财政部债券余额按年期分类

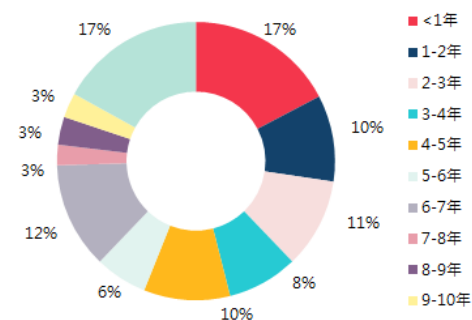


图 28: 由外资机构持有的在岸债券



图 29: 由境外机构持有的债券分布

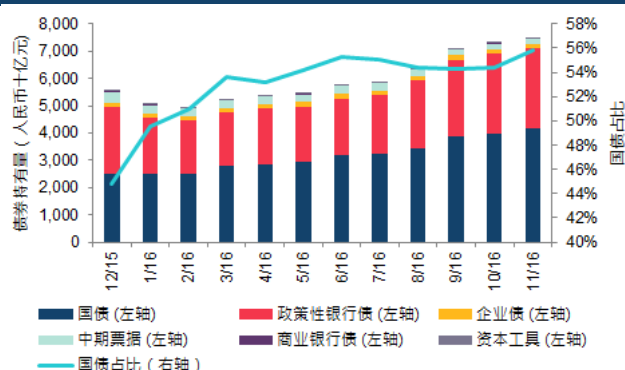
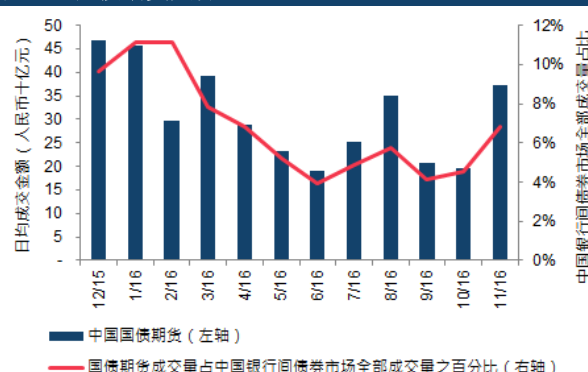


图 30: 国债期货交易量



在岸/离岸短期利率市场动态

在岸/离岸人民币短期利率市场评论

- 人行透过公开市场操作收紧货币政策。作为货币市场流动性主要指标及衡量中国银行同业借贷成本的基准利率，上海银行间同业拆放利率 (SHIBOR)，在2016年11月9日美国大选后全线飙升，7天SHIBOR在2016年11月30日升至2.502%，是2015年8月以来15个月的新高。中国银行间市场目下闹的「钱荒」，可能是10月份以来外汇占款一直下降所致。
- 离岸人民币香港银行同业拆息 (HIBOR) 隔夜贷款利率于2016年11月30日升至2.94%，较10月底上升1.31%。分析师认为人行就企业向海外实体提供人民币计值贷款制定新规则，令市场参与者担心离岸人民币流动性将进一步收紧。

图 32：在岸人民币上海银行间同业拆息收益率曲线

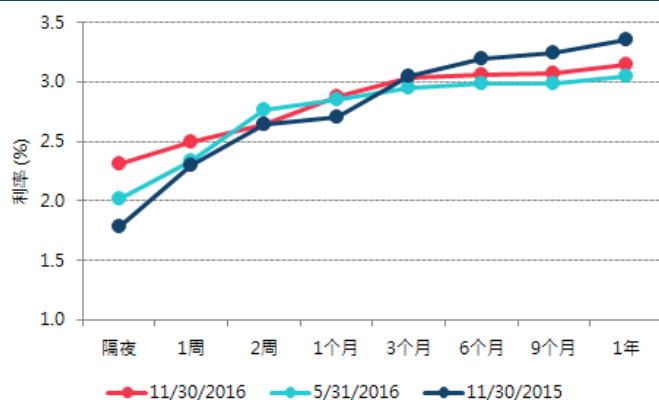


图 31：离岸人民币隐含收益率受汇率带动抽高



图 33：离岸人民币香港银行同业拆息收益率曲线

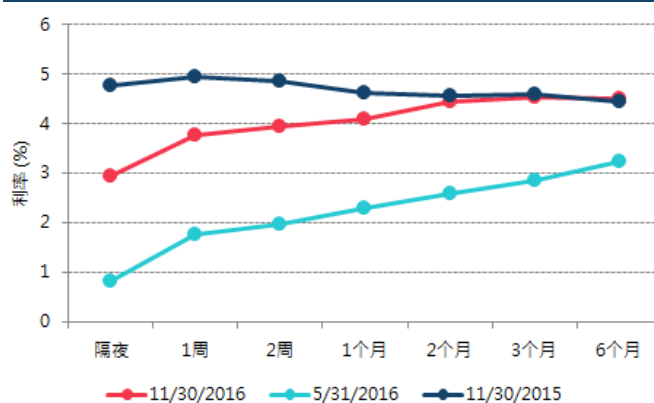


图 34：在岸利率互换（7日回购利率）收益率曲线

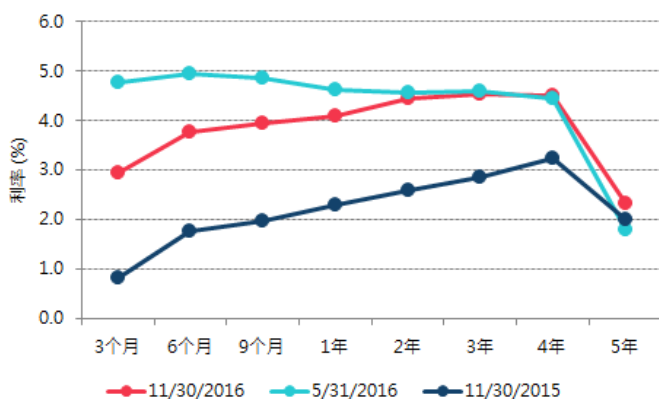


图 35：在岸利率交换合约交易名义本金

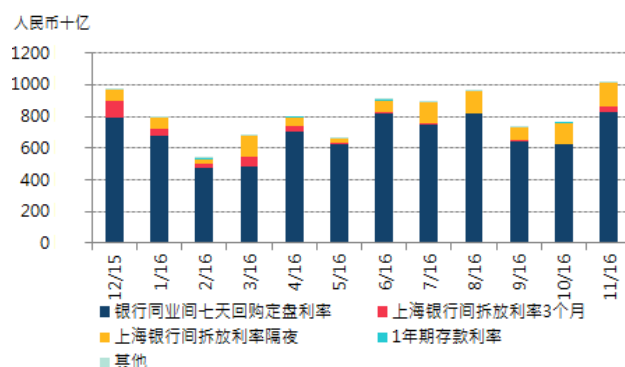


图 36：上海银行同业拆息与离岸人民币香港银行同业拆息

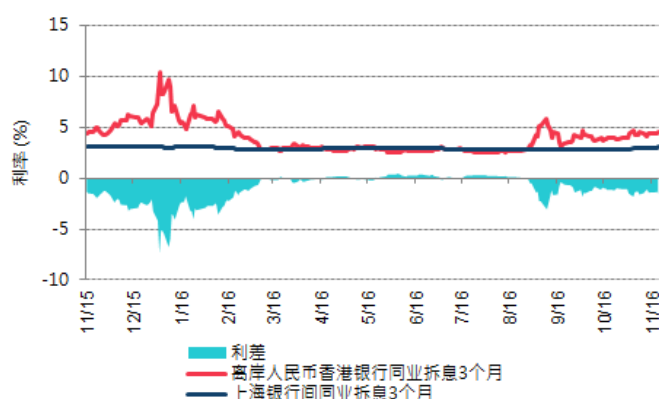
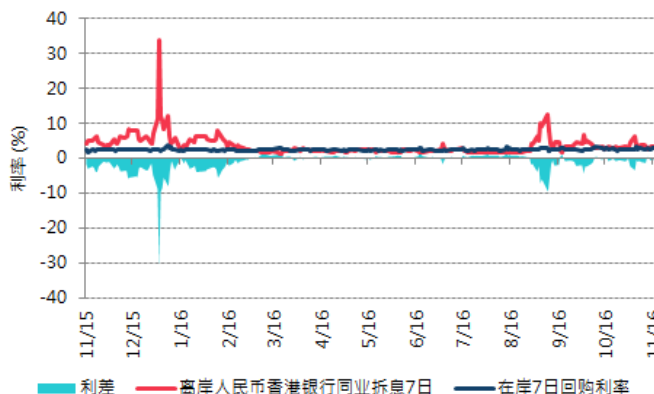


图 37：在岸人民币7日回购利率与离岸人民币香港银行同业拆息



一 深港通正在开启港深沪共同市场时代

深港通的启动，特别是总额度的取消，实际上把香港市场、上海市场和深圳市场连接成了一个“共同市场”。在沪港通和深港通启动之前，这三个市场原来实际上单独看，在全球的交易所上市公司市值排名中也都在前十位之列，当时在全球范围内比较与一些主要的市场还有一定的差距。但是，取消总限额、并且通过沪港通和深港通连接起来以后，这三家交易所的上市公司市值加起来就是一个70万亿市值的大市场，三个交易所的交易量如果加总起来也是直逼纽交所等全球领先的主要交易所。

之所以说沪港通和深港通的启动，加上取消总限额等制度创新，会促成一个新的共同市场的逐步形成，主要可以从两个方面来分析：

第一，香港和上海、深圳市场的互联互通，使得整个投资者基础极大地扩张了。在这个大的平台上，市场可面临的投资者既有可能来自于国际，也有可能来自于香港，还可能来自于内地。如果能够进一步把这种二级市场的互联互通延伸到一级市场，这个共同市场对于各个领域的优秀的上市公司就可能会产生非常大的吸引力。

第二，不同的交易所通过互联互通，会形成一个优势互补的市场格局，为投资者提供更多的市场选择。如果一个公司要上市，在香港和上海、深圳这三个交易所的互联互通的平台上，现在他面临交易所的选择机会，大家通常会说香港市场的平均估值水平低，但是如果通过细分的行业进行对比就可发现，香港的估值低因为恒生指数里金融和地产等传统周期型行业占比非常高，如果分行业看，有些行业的估值比国内市场的估值还要高，如健康护理等。

二 深港通有望启动多元化的市场互动模式

沪港通的启动，在很大程度上带有探索性质，投资者熟悉说这个市场也需要时间，因此，从数据上统计，沪港通框架中无论是南下还是北上的资金，其占当地市场的交易量的占比现在还是低的，远远没有达到能够影响主场的交易习惯和市场交易周期的程度。据粗略的统计，沪港通中的南下资金占整个香港市场的交易量占比，从启动到现在通常在0.5%—0.6%，一直到现在3% - 5%。中国内地的市场流动性非常充足，所以海外的资金投资上海市场的规模，占上海的交易量的占比更小了，基本上在0.5% - 0.9%之间。

那么，深港通启动之后，这种状况是否会有所改变呢？深港通启动，也会相应取消总规模限制，积极引入保险资金这些新的投资者，整个市场的互动应该说比原来要活跃。那么，深港通启动之后，会是哪些部分比较活跃呢？沪港通项下，不同投资者的投资偏好有什么变化，我们观察到这个城市的黄金地带，沪港通投资股票的选择也是这样。2015年，内地投资者通过沪港通有61%投资那些大的公司。目前中小型公司实际上被市场研究不足，而且估值价差也比较大。此前，不少的投资者认为上海市场的估值与香港市场的估值有差异，把这两个有差距的中小企业联通之后应该估值会靠近，但是沪港通启动一段时间内，竟然出现了差距拉大的趋势。这就说明，即使沪港通互联互通之后，这两个市场还是按照自己的周期在运转。从数据分析，到了2016年，国内的资金开始转向买大型股，51%是一些大型股，金融占了主导。因为价格差异比较明显，再加上低利率和国内所谓的“资产荒”，还有计算香港的估值足够覆盖相关的保险资金，所以金融机构也相应加大了股票的投入。

三 深港通有望推动香港进一步强化其国际金融中心地位，满足居民、金融机构、企业等市场主体进行资产海外配置的需要，助力中国资本市场双向开放

当前中国资本市场的开放程度是有限的，这同时也使得中国的市场主体缺少一个高效率的进行海外资产配置的平台，而沪港通和深港通的启动加上交易限额的取消实际构建了这么一个平台。例如，中国保险资金对海外投资的最大额度可以达到15%，但现在保险公司对外投资的规模只占总资产的2%左右。另外，中国已经是世界第二大经济体，国际贸易额更是世界第一，但在国际资本市场以人民币计价的金融产品还很少。所以，中国资本市场的双向开放具有很大的潜力，投资者迫切需要一个可以进行国际资产布局的高效率平台，沪港通、深港通就是这样的平台。

从历史脉络上来说，中国资本市场的开放，分为几个阶段。第一个阶段是1993年到2000年，主要方式是国内企业海外上市，其中绝大部分是在香港上市，筹集国际资金进入中国市场。从1993年到现在，国内企业在香港筹集的资金大概有5万多亿港元。第二个阶段是从2001年到2010年，重要进展是引入合格机构投资者，也就是QFII和QDII。其背景是内地资本市场快速发展，股权分置改革取得突破。目前已经进入了第三个阶段，在人民币国际化的大趋势下扩大开放，典型的事例是一些RQFII从二级市场开始转向直接投资。

在中国改革开放的过程中，香港抓住了一个机会，成功转型为一个国际型的金融中心。在此之前，在香港上市的基本上都是本地的一些小型公司。随着内地进行改革开放，内地企业希望筹集资金，而国际投资者想进入中国市场，香港抓住了连接东西市场的机会。国际市场的投资者和中国内地的上市公司，在香港市场进行匹配，香港高效率地完成了匹配的功能，从而成为国际金融中心。

现在，中国的投资者希望把自己的一部分资产配置到海外市场，而海外金融产品需要寻找新的投资者群体，这就构成了一个资金流动的新循环。这个新的需求要求香港金融市场把国际市场的各种金融产品都吸引过来，像一个大型金融产品超市，供国内投资者进

行挑选。从趋势看，在这样一个金融大超市里，应当既有股票，也有货币和固定收益产品，还有大宗商品。那么，下一步，香港与内地的连通还需要延伸和拓展，从股票的二级市场延伸到一级市场，从股票市场延伸到货币和固定收益产品，进而延伸到大宗商品。

「点心」虽小 国际影响力有增无减

法国外贸银行大中华高级经济师彭嵩尧

在岸债券市场一直大幅增长（当中国债及政府性银行债券占发行总额逾60%），原因包括在岸企业融资需求上升，但银行则收紧信贷政策，以及首次公开招股上市的轮候时间越见加长。

离岸发行人（包括内地企业的外资附属公司）的焦点所在是发行及投资熊猫债券市场相对点心债券市场的差别。这里想特别指出的是，这两者是截然不同的市场。

熊猫债：增长迅速 但欠非中资背景发行人

境外发行人在熊猫债市集资的明显好处，是他们因着在岸业务而有人民币资金需要，发行熊猫债可避免外汇风险。

由于美国仍处于接近零息时代，欧洲及日本又持续负利率政策，外资对熊猫债的需求一向极低。这样就解释了为何大部分熊猫债发行人不是内地的海外附属公司就是香港企业。

然而，此趋势或会在2017年扭转。美元融资成本在2016年一直上升，如升势在2017年持续，美元债市的集成本加上外汇对冲成本等，就可能会与在熊猫债市集资差别不大。

点心债：离岸中资发行人偏好点心债 捕捉人民币国际化潜力

点心债其实亦可以说是为有内地业务而需要人民币资金的外资企业提供自然的外汇对冲机会。基于此相同特点，点心债市与熊猫债市面对同样的挑战，因为美元市场的集成本应该较低。

然而，基于在岸与离岸息率有别，点心债券市场要面对多一重挑战。图4显示，在岸息率自2015年底起较离岸息率低。这样的在岸离岸息差（在岸融资成本反而较低）意味着境外发行人考虑发行人民币债券时，如本身有内地业务，自会倾向熊猫债而非点心债。

从按发行人所在国家风险分类的点心债发行人之变化可见，点心债市融资成本较高该是中资企业考虑发行熊猫债抑或点心债的一个关键因素。

迈向国际化

不过，也不是所有发行人的需求都包含同样的因素。据点心债发行的组成分析显示，非内地、非香港的发行人较中资发行人有较大兴趣发行点心债。当比较熊猫债市与点心债市时，市场人士往往忽略了这点。

对于境外发行人，发行点心债所得资金可在离岸使用，提供了额外灵活性。相反，熊猫债市所筹得资金则只限于中国境内使用。点心债市的灵活性意味着世界各地的发行人以至投资者可增设由知名发行人的人民币集资项目组成的全新投资组合，把握人民币国际化的潜力。

按发行量及发行值计，澳洲银行是2016年香港以外最大的境外发行人组别。随着人民币贬值，这些发行人可受惠于票息成本较低，债券到期时赎回本金相比以澳元发行亦更相宜。

人民币贬值是市场走淡的主因

虽有澳洲银行相对积极参与点心债市，人民币资产整体交投仍然下滑。点心债市场今年至今发行量不及2015年同期，主要是由于人民币贬值。当人民币趋弱，人民币债券的投资需求会随着预期汇价收益调整而转淡。这亦是今年离岸人民币存款及存款证存量双双下跌的主因。如人民币持续贬值，点心债市的发行量很可能收缩，即使外资银行为把握人民币国际化的机遇而持续发行仍难以独力支撑。

总结

按照上文所分析，发行人对熊猫债市的发行需求与点心债有所不同。熊猫债资金运用方面欠缺灵活性是两者的主要差别。基于同一原因，债券发行人及离岸投资者可以透过离岸点心债市场把握人民币国际化的商机。

免责声明：本文仅为提供一般性资讯之目的，不应用于替代专业咨询者提供的咨询意见。

图 38：在岸债券发行量

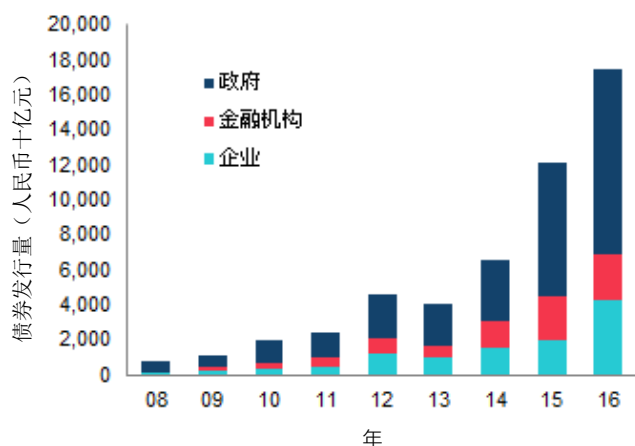


图 39：熊猫债发行量

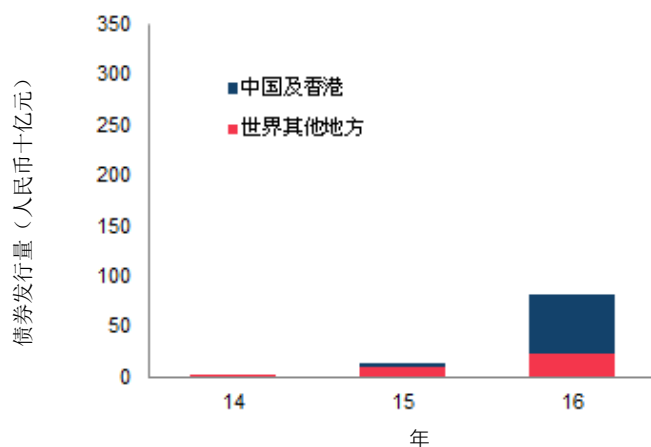


图 40：点心债发行量

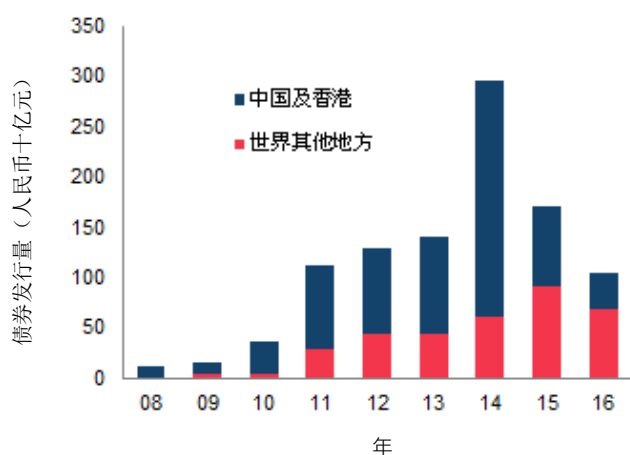


图 41：美元兑离岸人民币及一年存款利率息差

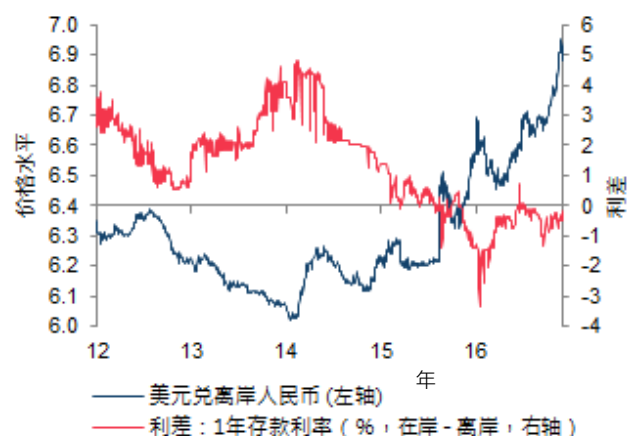


图 42：点心债发行人所在国家风险（截至2016年11月10日）

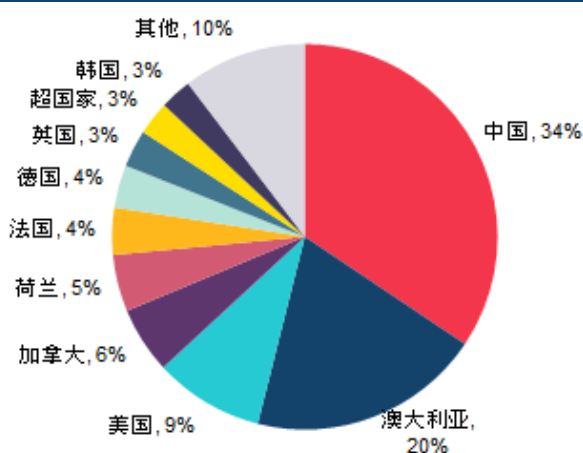
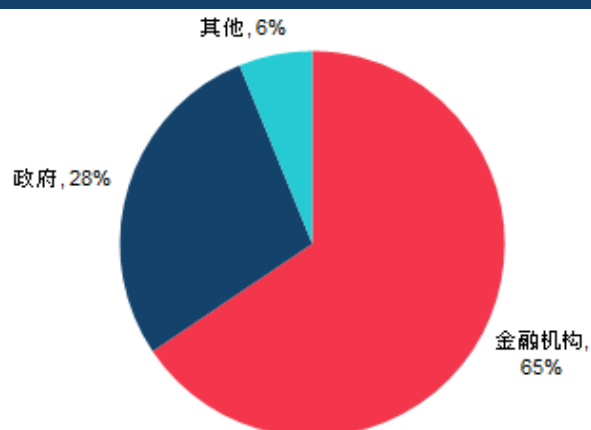


图 43：点心债发行的种类（截至2016年11月10日）



超国家，是指一类国际组织或联盟，其成员国家可以跨越国界或国家利益以达成决策，并且可以就与更广泛范围组织相关的议题进行投票。

图 44: 主要的金融机构点心债发行量

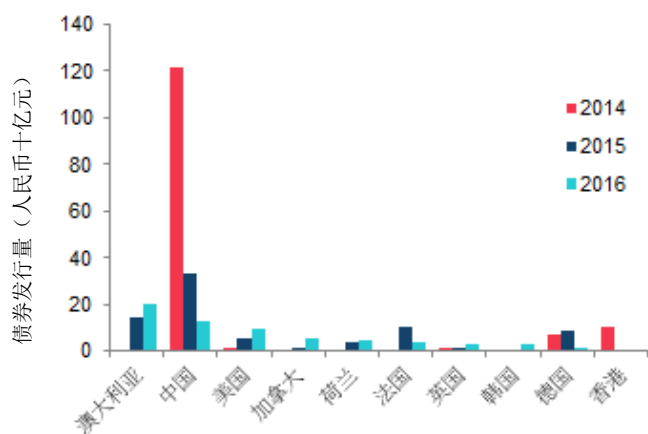


图 45: 澳洲金融机构点心债发行量

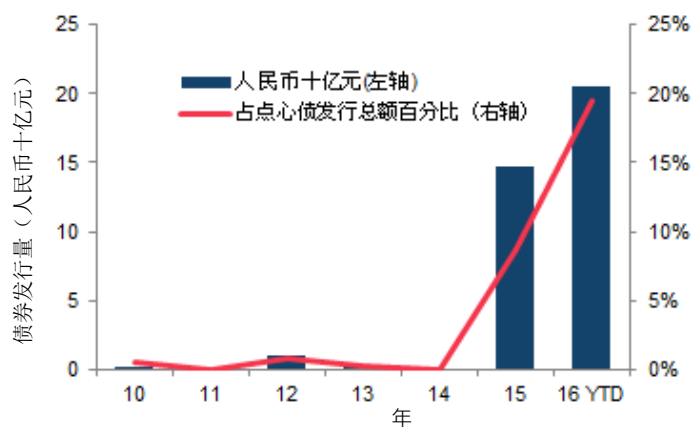


图 46: 人民币汇率

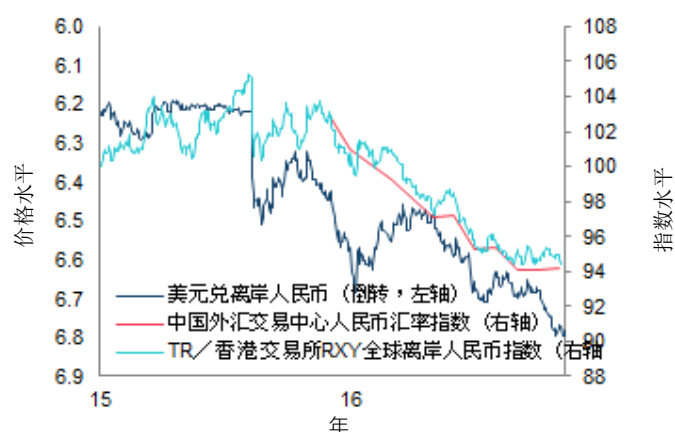


图 47: 离岸人民币存款量

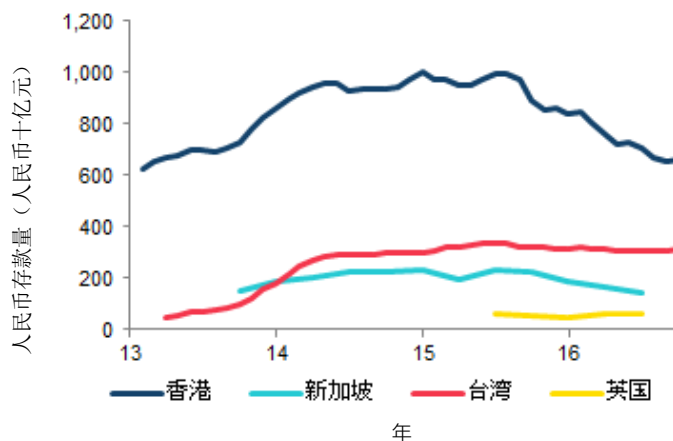
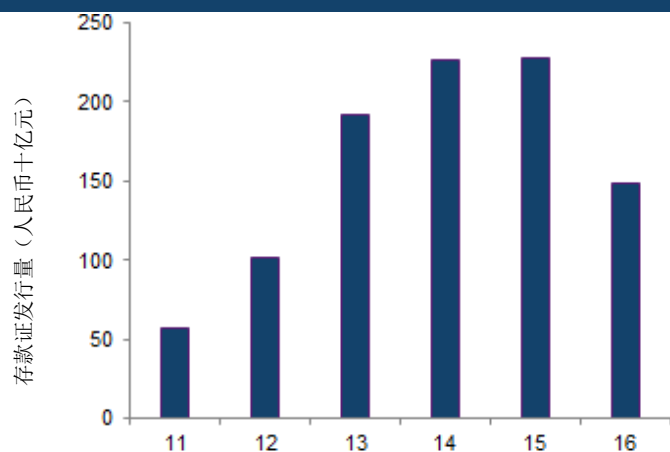


图 48: 中资银行海外分行离岸存款证发行量



彭葛婉2016年1月加入法国外贸银行担任大中华高级经济师，在业界拥逾十年经验，专研大中华经济，亦曾任华侨永亨银行首席经济师。她毕业于新南威尔士大学和奥克兰大学，并持有香港科技大学经济学博士学位。

附录：外汇因素雷达定义

我们选了多项推动人民币货币对的因素，包括利差、风险（波动）、估值（贸易条件）、基础因素（贸易收支）、情绪（风险逆转）和动量（三个月回报）。外汇图上标示的因素值按最近一年数据正常化。譬如，「利差」的因素值1显示当前利差较过去一年平均数高出一个标准差。

黑点线代表有关人民币外汇对的当前因素动态。按照当前的因素动态，我们因应六个推动因素进行最优化计算，从过去数据中找出相似的规律模式，并显示该段期间的历史价格波动以供参照。

关于美元兑人民币（香港）期货资料，请浏览以下网址：

http://www.hkex.com.hk/rmbcurrencyfutures_c

如有任何查询，可通过以下方式联络我们：

地址：香港中环港景街1号

国际金融中心一期 10 楼



免责声明

WM/Reuters 盘中即期汇率由The World Markets Company plc (「WM」)与Reuters合共提供。对于此服务下包括之数据在提供或公布的任何错误或延误或据此采取的任何行动，除非为直接由其或其员工的疏忽所造成，WM恕不负责。

本文件所载资料仅供一般信息性参考，并不构成提出要约、招揽或建议以购买或出售任何证券，期货合约或其他产品，亦不构成提出任何投资建议或任何形式的服务。本文件并非针对亦不拟分派给任何其法律或法规不容许的司法权区或国家的人士或实体又或供其使用，也非针对亦不拟分派给任何会令香港交易及结算所有限公司、香港联合交易所有限公司（「联交所」）及香港期货交易有限公司（「期交所」）（统称「该等实体」，各称「实体」）或其任何附属公司又或此等公司所营运的任何公司须受该司法权区或国家任何注册规定所规管的人士或实体又或供其使用。

本文件概无任何章节或条款可视为对任何该等实体带来任何责任。任何在联交所或期交所执行的证券或期货合约交易、结算和交收的权利与责任将完全取决于联交所及期交所及相关结算所的适用规则以及香港的适用法律、规则及规例。

尽管本文件所载资料均取自认为是可靠的来源或按当中内容编备而成，该等实体概不就有关资料或数据就任何特定用途而言的准确性、有效性、时效性或完备性作任何保证。若资料出现错漏或其他不准确又或由此引起后果，该等实体及其营运的公司概不负责或承担任何责任。本文件所载资料乃按「现况」及「现有」的基础提供，资料内容可能被修订或更改。有关资料不能取代根据阁下具体情况而提供的专业意见，而本文件概不构成任何法律意见。该等实体对使用或依赖本文件所提供的资料而直接或间接产生的任何损失或损害概不负责或承担任何责任。

期货涉及高风险，买卖期货所招致的损失有可能超过所缴付的开仓按金而阁下可能要在短时间的通知下缴付额外按金。若未能缴付，阁下的持仓可被平仓，阁下并需要承担任何有关的亏蚀。阁下必须清楚明白买卖期货的风险，并且衡量是否适合买卖期货。阁下在进行交易前，宜就阁下的财务状况及投资目标，征询经纪或财务顾问阁下是否适合买卖期货。