

**每月焦點**

- 2016年8月，TR / 香港交易所RXY全球離岸人民幣指數跌0.74%至95.14，中國人民銀行美元 / 人民幣匯率中間價升0.60%至6.6908。
- 香港交易所首席中國經濟學家巴曙松博士認為，中國經濟現階段仍然向下探底，較靈活的人民幣匯率政策增大了中國經濟政策應對外部波動的迴旋餘地。
- 採訪中信證券固定收益研究首席分析師明明先生：從宏觀經濟、海外發展、政策、債券策略及資產配置角度探討債券市場及其前景。

**首席中國經濟學家制高點****中國經濟的新階段：週期與結構方面均呈現新特徵****香港交易所首席中國經濟學家巴曙松博士****1、中國經濟在一季度短期回暖之後重新探底**

評估當前的經濟運行狀況，可以將當前放到中國經濟運行的歷史中對比。在亞洲金融危機時期，中國經濟出現階段性的低點，隨後中國採取了一系列的改革開放舉措，例如：加入世界貿易組織(WTO)，國企改革，國有銀行剝離不良資產並股改上市，培育房地產市場等，激發了中國改革開放以來上升持續時間最長的一個增長週期，到2007年到了一個週期的高點，隨後在2008年因美國次貸危機增長有一個陡峭的回落，到2009年達到一個階段性的低點。2009年之後，在以「四萬億」為代表的一攬子經濟刺激政策帶動下，中國經濟出現了V型的反轉，更準確地說是2010年的一季度達到這一輪刺激的高點。然後刺激力度逐步減弱，經濟增長逐級地回落，一直到現在我認為還是在回落探底的趨勢中，還沒有真正觸底，2016年一季度的回暖主要是房地產階段性回暖、以及土地收入上升支持下的財政支出帶動下出現的，隨著房地產市場逐步進入調整階段，中國經濟又重新進入探底階段。

新常態期間最大的特徵是中國經濟進入結構轉換期，面臨經濟增長新動力的形成和舊動力的逐漸弱化這兩股力量的雙重交織。把握產業變化的趨勢，在經濟轉型時期就變得非常的重要。在十三五規劃中把這樣一個特定階段的經濟運行特徵歸結為三化：速度變化、結構優化、動力轉化。速度減慢，結構開始更加均衡了，同時，內部和外部環境出現的一系列變化，也必然促使中國經濟增長要找新的動力，簡單來說就是過去支撐中國經濟高速增長30年的這些紅利在逐步的減弱，比如說紅利，包括人口紅利、投資紅利、貿易紅利、資源紅利和儲蓄紅利，這些曾經的紅利都在逐步地減弱，所謂轉型就是要找到經濟增長的新的動力。

**2、經濟政策的重心需要重回供給側改革**

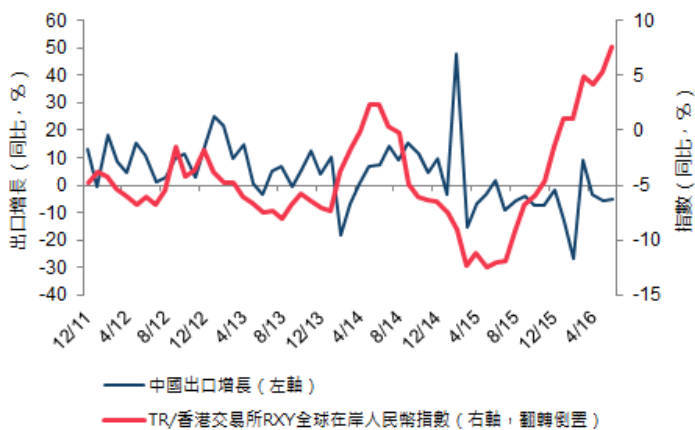
供給側改革，換一個角度來做描述其實可以認為是從P型增長（primary expansion），到第二個階段是追趕標杆（after benchmarking），縮短差距，進而需要進行突破性的創新的增長這幾個不同階段的轉換。或者說，經濟轉型也就是從初始擴張增長到追趕標杆型的增長，到前沿拓展型的增長。

面對變化的內外部環境下，中國的決策者經歷了一個逐步認識、深化並提出相應的政策思路的過程：第一個階段是2014年的5月，決策層首次提出來“中國經濟進入到一個新常態”，並對新常態進行了界定；第二個階段是2015年10月的十八屆五中全會上提出了五大發展理念：創新、協調、綠色、開放和共享，這可以理解為在新的內部和外部經濟環境下決策層的新的應對思路。在2015年11月份中央財經領導小組第11次會議上正式提出“供給側改革”，可以認為這進一步明確到近期的政策重點。

短期來看，去產能、去槓桿、去庫存等仍然是中國宏觀經濟政策的主要重點。

(下接第9頁)

圖 1: 本月圖表: TR/香港交易所RXY參考在岸人民幣指數對照中國出口增長



- TR/香港交易所RXY參考在岸人民幣指數過去一直與中國出口呈反比。該指數（計量人民幣兌一籃子13種貨幣的強弱）自去年底一直保持下行趨勢，於2016年8月26日更下跌至推出以來的最低位94.44。與此同時，中國按年出口數字自2016年3月起從谷底反彈。

監管/政策發展動向

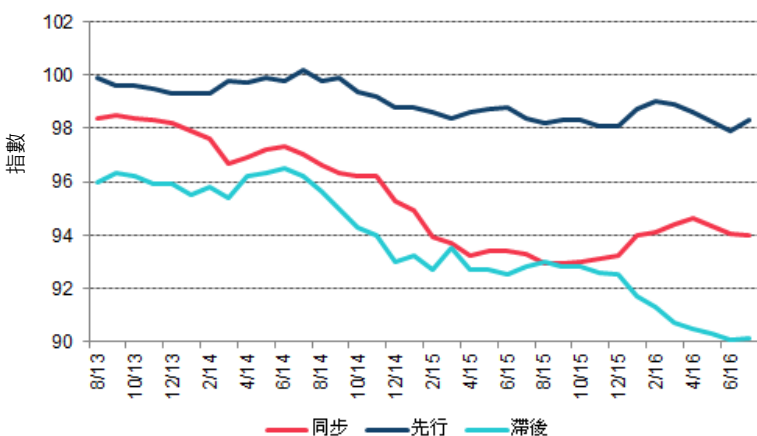
- 中國銀行業監督管理委員會（中國銀監會）於2016年8月23日回應中國人民政治協商會議（人民政協）的建議，表示短期內暫不放行商業銀行（國債現貨市場的主要參與者）參與國債期貨交易業務。中國銀監會指，考慮到近期債券違約事件不斷增多，期貨市場波動較大，相關部委正在研究制定從嚴監管的制度。

- 人行於2016年8月10日在網站發表的聲明中表示，計劃尋求加強與其他國家的合作，加強所需基礎設施，支持更廣泛使用人民幣，推動人民幣在全球市場的用途。

- 香港交易及結算所有限公司（香港交易所）子公司香港場外結算有限公司（場外結算公司）於2016年8月15日宣布，順利推出交叉貨幣掉期結算服務，並將首先為離岸人民幣兌美元貨幣掉期提供結算服務。場外結算公司是全球首家為離岸人民幣兌美元貨幣掉期提供結算服務的國際結算所。

- 上海清算所於2016年8月15日正式將場外美元兌人民幣期權納入中央對手清算業務。首批參與業務的市場機構共計19家，首天有10家機構將27宗交易提交上海清算所清算，合計名義本金人民幣6.3億元（單邊計算）。上海清算所指其為全球首家為場外市場外匯期權交易提供中央對手清算服務的清算機構。

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。

宏觀經濟更新

- 中國商務部於2016年8月17日的數據顯示，中國今年首七個月非金融類對外直接投資（ODI）為人民幣6,732.4億元（1,027.5億美元），同比升61.8%，但7月份ODI為138.9億美元，環比下跌9.5%。

市場/產品發展

- 根據人行於2016年8月10日發布的《2016年人民幣國際化報告》，隨著人民幣國際地位持續提升，人民幣在跨境交易的接受程度不斷提高。2015年，跨境人民幣收付金額合計人民幣12.1萬億元（1.83萬億美元），同比增長21.7%，佔跨境收付總額近三分之一。

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%)	6.7	6.7	↔	19/10/2016
消費者物價指數 (同比%)	1.8	1.9	↓	09/09/2016
生產者物價指數 (同比%)	-1.7	-2.6	↑	09/09/2016
工業生產指數 (同比%)	6.0	6.2	↓	13/09/2016
固定資產投資 (同比%)	8.1	9	↓	13/09/2016
國外投資 (同比%)	-1.6	9.7	↓	08/09/2016
中國製造業採購經理指數	50.4	49.9	↑	01/09/2016
中國人民銀行銀行家信心指數	43.7	38.1	↑	待定
中國人民銀行銀行貸款需求指數	56.7	62.7	↓	待定
同業銀行金融電訊協會(SWIFT)	1.9	1.72	↑	29/09/2016
出口 (同比%)	-4.4	-4.8	↑	08/09/2016
進口 (同比%)	-12.5	-8.4	↓	08/09/2016
M2貨幣供應量 (同比%)	10.2	11.8	↓	10/09/2016
零售銷售 (同比%)	10.2	10.6	↓	13/09/2016
消費者信心指數	111.5	114	↓	28/09/2016
銀行準備金率 (%)	17.5	18.0	↓	不變
官方外匯儲備 (十億美元)	3201.1	3205.2	↓	07/09/2016
3個月上海銀行間拆放利率 (%)	2.79	2.86	↓	持續
10年政府債券收益率 (%)	2.80	2.82	↓	持續
美元/人民幣匯率	6.68	6.69	↓	持續
TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數	95.14	95.85	↓	持續

## 人民幣外匯市場動態

### 美元兌離岸人民幣

- 2016年8月，美元 / 在岸人民幣中間價徘徊在6.6056至6.6856區間，離岸人民幣兌美元則較一個月前上升0.89%；人行於2016年8月18日將人民幣匯率中間價訂於6.6056，是自英國公布脫歐公投結果以來最高水平。
- 根據人行分行行長2016年8月2日至3日的座談會會議紀錄，人民幣兌美元匯率的雙向走勢將更趨靈活，而人民幣兌一籃子貨幣的匯率將保持基本穩定。

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離岸人民幣期權引伸波幅

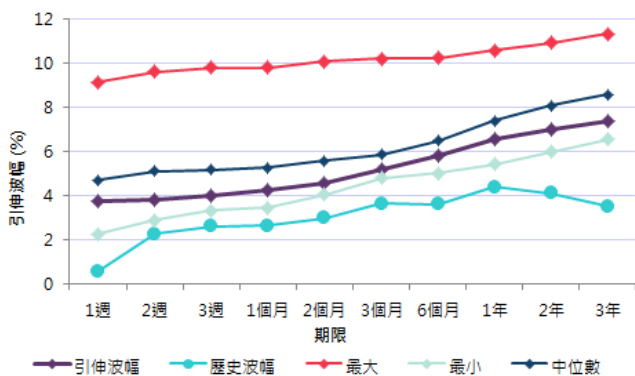
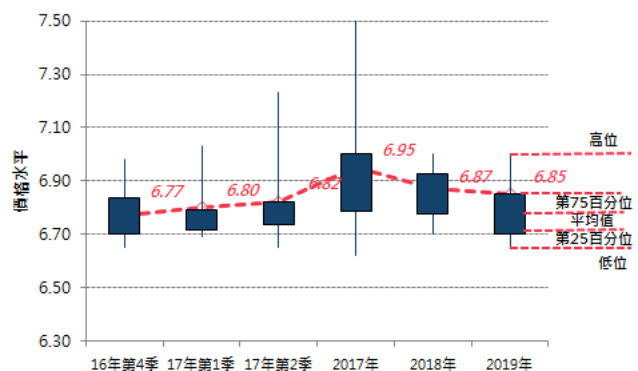


圖 5: 美元兌離岸人民幣價格水平的市場預測



## 香港交易所的美元兌人民幣 (香港) 期貨

### 產品焦點

- 2016年8月底未平倉合約28,174張 (名義金額28億美元)。
- 成交張數最多為2016年12月、其次為2016年9月及2017年3月合約，佔2016年8月份成交量總數的66.7%；未平倉合約集中於2016年12月、2017年3月及2017年6月合約，合佔2016年8月底未平倉合約總數的74.8%。

圖 6: 美元兌人民幣 (香港) 期貨成交量與持倉

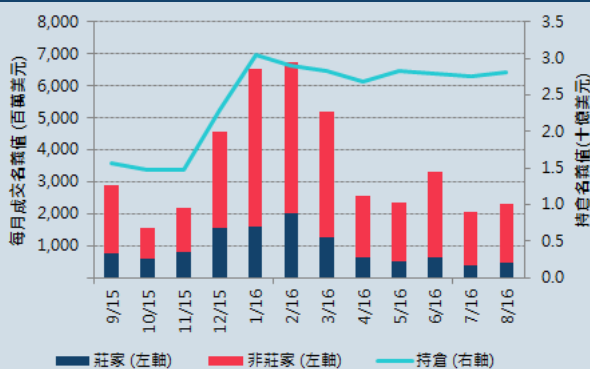


圖 7: 香港交易所人民幣期貨在市場波動時提供最佳流通量

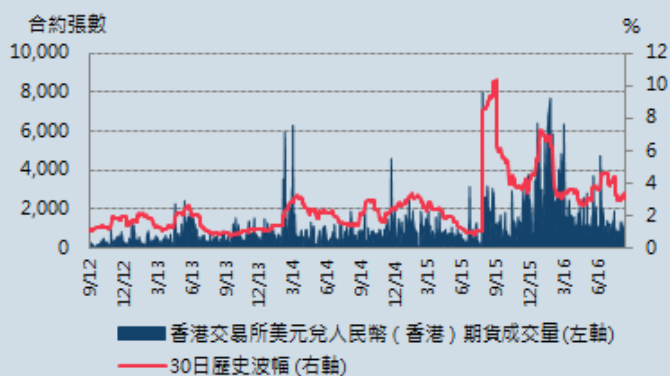


圖 8: 合約月份之成交量分布 (8/2016)

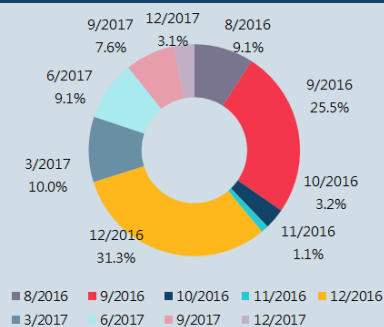
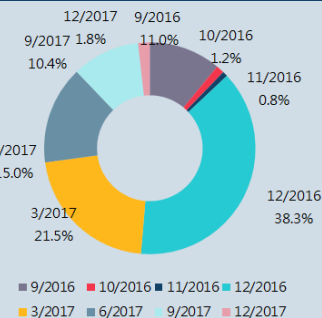


圖 9: 合約月份之持倉量分布 (31/8/2016)



## 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8月收報95.14，下跌0.74%，其間人行美元兌人民幣中間價升至6.6908，上升0.60%。
- 2016年8月對TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數表現貢獻最大為歐元，同期兌美元升值0.40%。

表2: TR/香港交易所RXY人民幣貨幣指數匯總表

指數	回報					風險				
	2016年8月1日 - 2016年7月1日 - 2016年8月31日 (月)	2016年7月1日 - 2016年7月29日 (月)	變動	本月至今變動	本年至今變動	30日實際波幅 (截至2016年8月31日)	30日實際波幅 (截至2016年7月29日)	變動	與中國外匯交易中心人民幣匯率指數的關聯度	對中國外匯交易中心人民幣指數的貝塔係數
TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數	-0.74%	0.09%	↓	-0.74%	-5.39%	3.38%	3.44%	↓	0.97	0.69
TR/香港交易所RXY全球在岸人民幣指數	-0.68%	-0.05%	↓	-0.68%	-6.37%	2.97%	3.40%	↓	0.98	0.67
TR/香港交易所RXY參考離岸人民幣指數	-0.72%	0.48%	↓	-0.72%	-5.22%	3.22%	3.31%	↓	0.97	0.64
TR/香港交易所RXY參考在岸人民幣指數	-0.65%	0.34%	↓	-0.65%	-6.21%	3.09%	3.55%	↓	0.97	0.71

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兌離岸人民幣表現

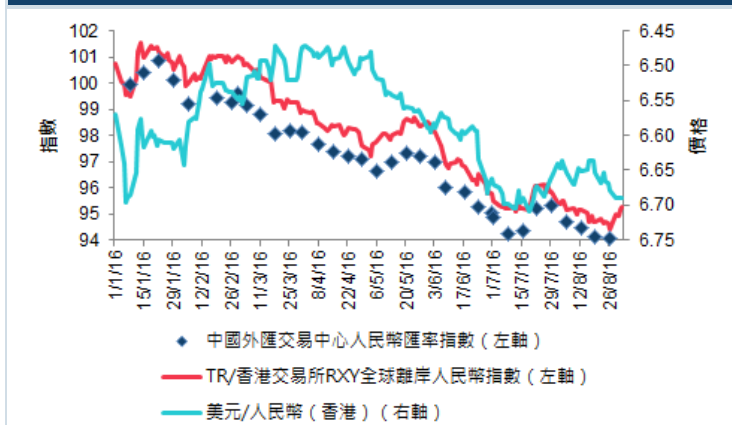
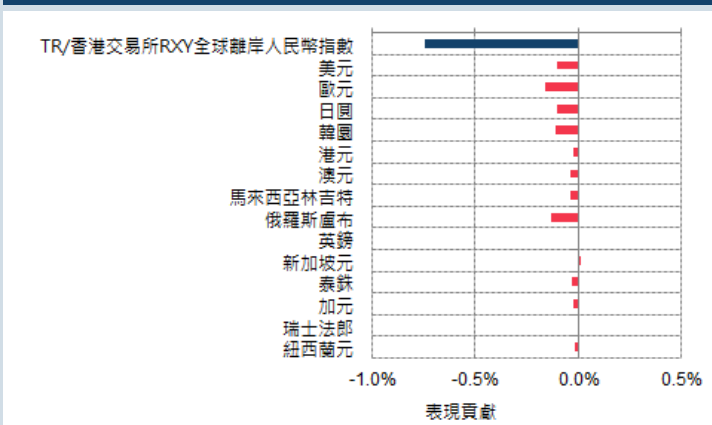


圖 11: 每月表現貢獻分解：TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數



### 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 12: TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數

指數權重: 有效期至2016年9月30日

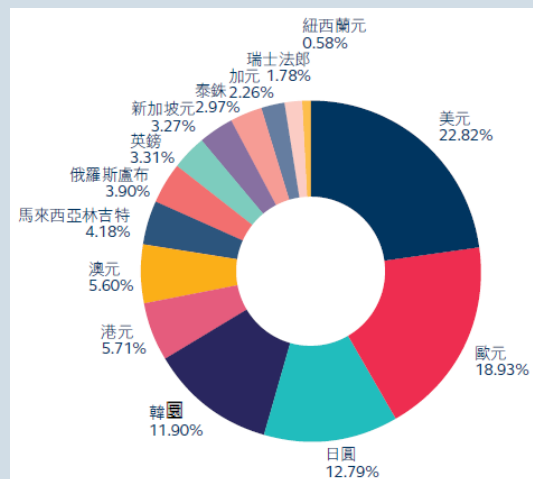


表3: 指數權重

貨幣	RXY 全球人民幣指數	RXY 參考人民幣指數	中國外匯交易中心人民幣指數
美元	22.82%	25.89%	26.40%
歐元	18.93%	21.49%	21.39%
日圓	12.79%	14.52%	14.68%
韓國	11.90%	0.00%	0.00%
港幣	5.71%	6.48%	6.55%
澳幣	5.60%	6.36%	6.27%
馬來西亞林吉特	4.18%	4.74%	4.67%
俄羅斯盧布	3.90%	4.43%	4.36%
英鎊	3.31%	3.75%	3.86%
新加坡元	3.27%	3.71%	3.82%
泰銖	2.97%	3.38%	3.33%
加元	2.26%	2.57%	2.53%
瑞士法郎	1.78%	2.02%	1.51%
紐西蘭元	0.58%	0.66%	0.65%



## 離岸人民幣兌其他貨幣

### 歐元兌離岸人民幣

- 2016年8月離岸人民幣兌歐元匯價較一個月前低0.80%，維持在7.39至7.54相對的狹窄區間內浮動。
- 2016年8月三個月場外期權的引伸波幅跌至近8%，因歐元區8月份通脹按月僅升0.2%，按年亦只升0.8%。
- 外匯因素方面，基礎及估值因素遠高於歷史平均水平，而利差、情緒及風險因素則低於歷史平均數。

離岸人民幣兌  
歐元月度表現

↓ -0.80%

引伸波幅

7.9%

圖 13: 外匯因素雷達\*

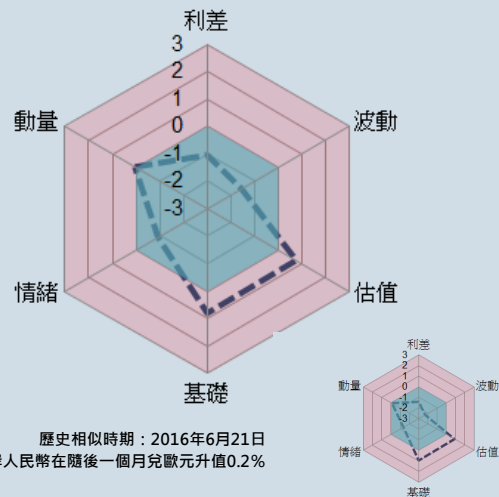
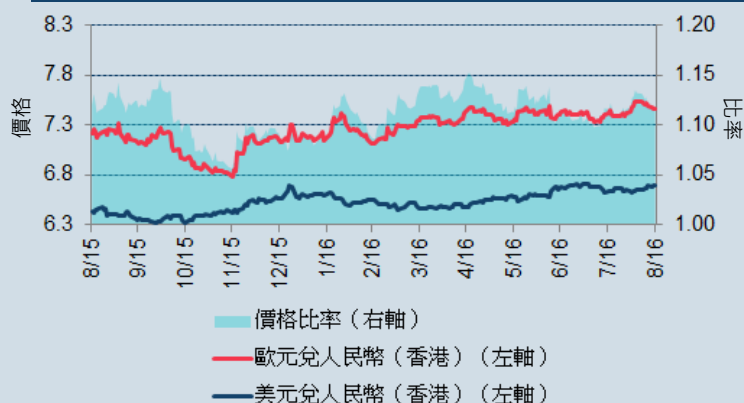


圖 14: 外匯波幅(3個月引伸)



圖 15: 價格比率: 歐元兌離岸人民幣 / 美元兌離岸人民幣



### 澳元兌離岸人民幣

- 2016年8月離岸人民幣兌澳元匯價僅較一個月前高0.05%。
- 2016年8月引伸波幅回升至近11%。
- 外匯因素方面，波動及利差因素低於歷史平均數，而估值及動量因素高於歷史平均水平。

離岸人民幣兌  
澳元月度表現

↑ 0.05%

引伸波幅

11.0%

圖 16: 外匯因素雷達\*

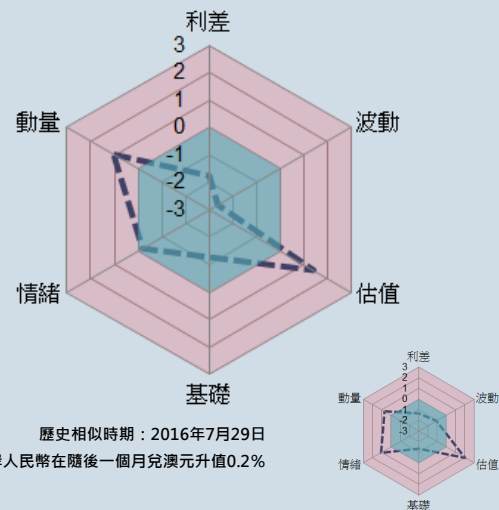
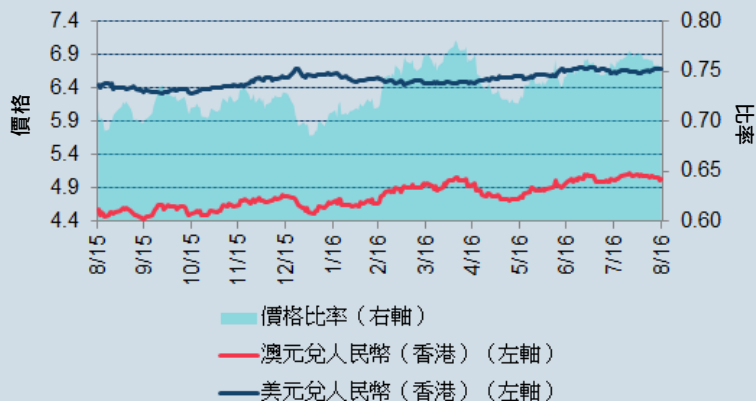


圖 17: 外匯波幅(3個月引伸)



圖 18: 價格比率: 澳元兌離岸人民幣 / 美元兌離岸人民幣



## 日圓兌離岸人民幣

- 2016年8月離岸人民幣兌日圓匯價較一個月前高0.39%，因日本經濟不僅未有增長，通脹亦見下滑，進一步偏離日本央行設定的2%目標。
- 2016年8月三個月場外期權的引伸波幅在13%附近徘徊。
- 外匯因素方面，動量、波動、情緒及基礎因素均高於歷史平均數，而估值及利差因素則低於歷史平均數。

離岸人民幣兌日圓月度表現  
 ↑ 0.39%  
 引伸波幅  
 12.7%

圖 19: 外匯因素雷達\*

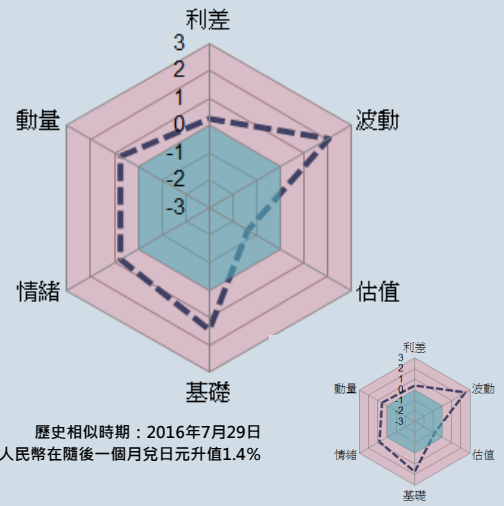


圖 20: 外匯波幅(3個月引伸)



圖 21: 價格比率:日圓兌離岸人民幣 / 美元兌離岸人民幣



表 4: 人民幣貨幣對匯總表

	表現				波幅						
	8月	7月	變動	前3個月	年初至今	引伸波幅	7月	變動	歷史波幅	7月	變動
美元兌人民幣 (香港)	-0.92%	0.61%	↓	-1.59%	-1.88%	5.6%	5.3%	↓	3.5%	3.6%	↓
歐元兌人民幣 (香港)	-0.80%	0.02%	↓	-1.83%	-3.98%	7.9%	8.3%	↓	6.2%	6.2%	↓
澳元兌人民幣 (香港)	0.05%	-1.25%	↑	-5.58%	-5.10%	11.0%	10.5%	↓	9.8%	10.6%	↓
日圓兌人民幣 (香港)	0.39%	-0.48%	↑	-8.78%	-18.74%	12.7%	11.7%	↓	14.5%	14.5%	↑

## 離岸債券市場動態

### 離岸人民幣債券市場評論

- 根據2016年8月16日上海自貿區網站登載的通告，上海市政府正探索在自貿區發行多達人民幣50億元 (7.5億美元) 的地方政府債券，開拓上海自貿區的離岸人民幣債券市場。
- 2016年7月份香港人民幣存款按月下跌幅6.2%至人民幣6,671億元。2016年7月，人民幣跨境貿易結算的匯款總額為人民幣4,075億元 (2016年6月：人民幣4,592億元)。

圖 22: 離岸人民幣存款與點心債餘額

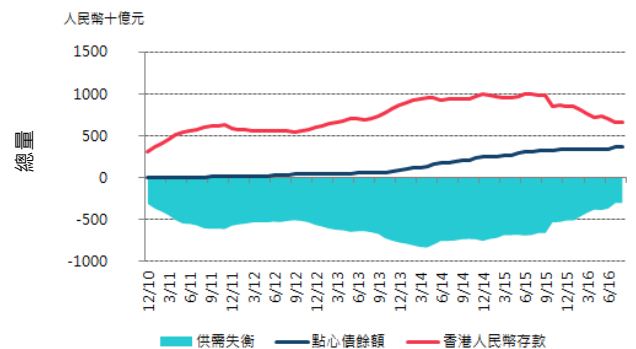


圖 23: 人民幣債券發行按發行人類型分類

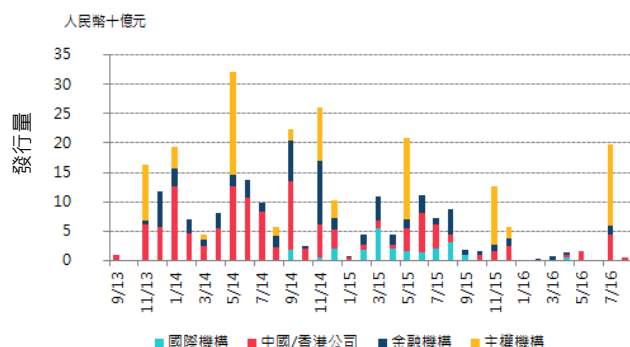
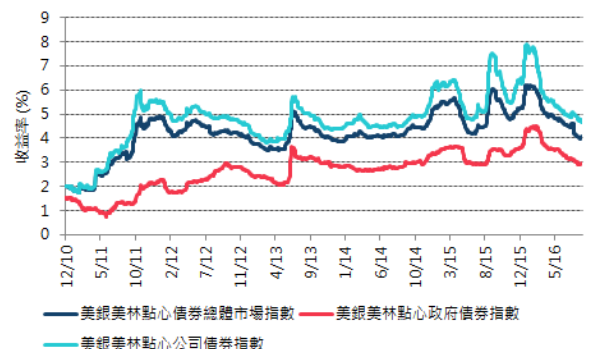


圖 24: 點心債表現



資料來源：萬得、彭博 (2016年8月31日)

\* 詳細資料請參閱附錄

如有垂詢，請電郵至：FICD@hkex.com.hk

## 在岸債券市場動態

### 在岸人民幣債券市場評論

- 因監管收緊，8月份公司債券發行量較上一個月急跌40%。內地證券監管部門的地方分支機構8月初起推出多項措施抑制不斷升級的公司債風險。
- Dealogic數據顯示，今年首7個月，熊貓債總銷量達人民幣497億元，是去年全年總額的六倍有多，如不計財政部發行的人民幣140億元國債，已幾近點心債發行量（人民幣540億元）。回顧2015年，熊貓債發行量不及點心債銷量的10%。

圖 25: 財政部債券收益率5年：在岸與離岸 (%)

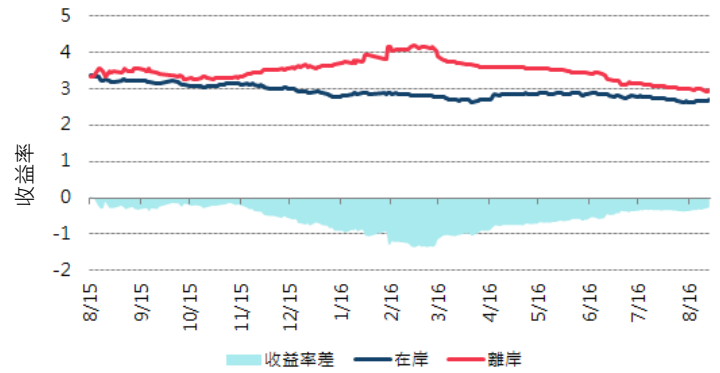


表 5

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	72,997	65,732.96	2.8336
國債	17,112	15,915.86	2.5997
中期票據	13,586	9,330.42	4.7832
公司債券	11,356	6,540.06	4.6151
存款證	8,361	19,263.05	2.8886
商業票據	17,307	14,229.56	3.3880
央行票據	33	111.10	2.2338
其他	5,021	6,253.53	4.6026
總計	145,773	137,376.54	3.1306

圖 26: 財政部債券餘額按年期分類

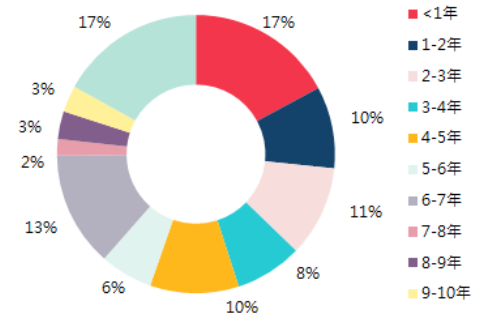


表 6

	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+	2.89	↓	3.41	↓	3.60	↓	4.00	↓	4.26	↓	4.89	↓	5.05	↓	5.31	↓
AAA	3.08	↓	3.50	↓	3.80	↓	4.32	↓	4.56	↓	5.19	↓	5.51	↓	5.82	↓
AA+	3.31	↓	3.89	↓	4.24	↓	4.80	↓	5.19	↓	5.81	↓	6.21	↓	6.54	↓
AA	3.78	↓	4.38	↓	4.75	↓	5.47	↓	5.70	↓	6.56	↓	6.91	↓	7.39	↓
AA-	5.17	↓	5.75	↓	6.21	↓	7.21	↓	7.58	↓	8.23	↓	8.62	↓	8.93	↓

圖 27: 中國銀行間債券市場的外資機構參與度

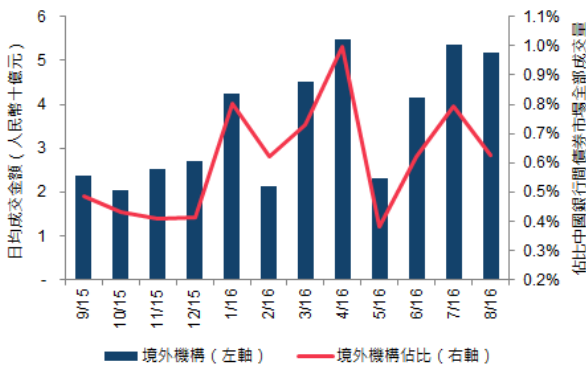


圖 28: 由外資機構持有的在岸債券

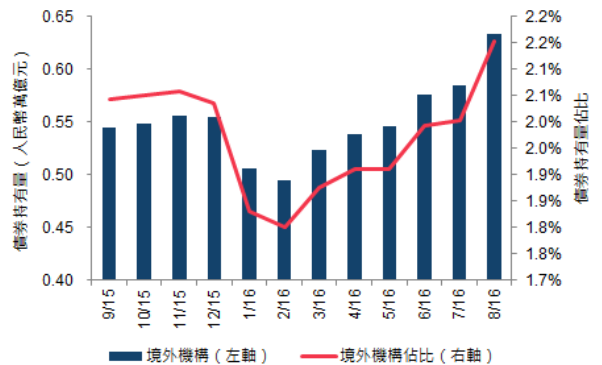


圖 29: 由境外機構持有的債券分佈

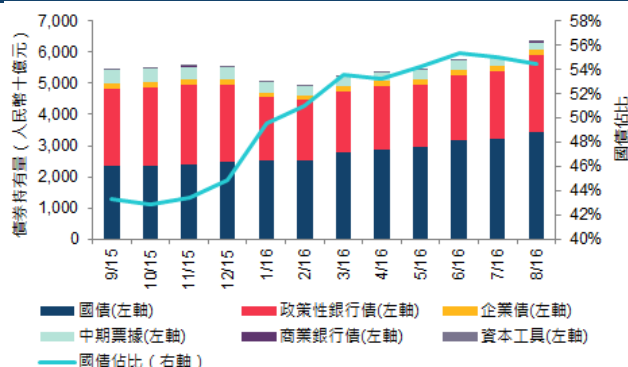


圖 30: 國債期貨交易量



## 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

- 國家發展和改革委員會（國家發改委）研究員曹玉瑾於2016年8月26日在發改委網站上發表評論，認為中國進一步引導利率下行、保持流動性合理充裕的空間依然很大。
- 人行於2016年8月24日重啟14天期逆回購，為半年來首次。人行副行長易綱於2016年8月26日表示，14天逆回購操作給了市場更多選擇，是有助於滿足流動性需求的新工具，又肯定表示人行會繼續保持穩定和充裕的市場流動性。

圖 31: 離岸人民幣隱含收益率受匯率帶動抽高



圖 32: 在岸人民幣上海銀行間同業拆息收益率曲線

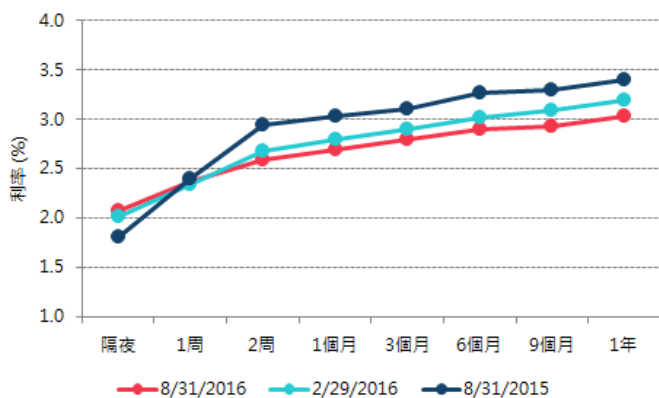


圖 33: 離岸人民幣香港銀行同業拆息收益率曲線

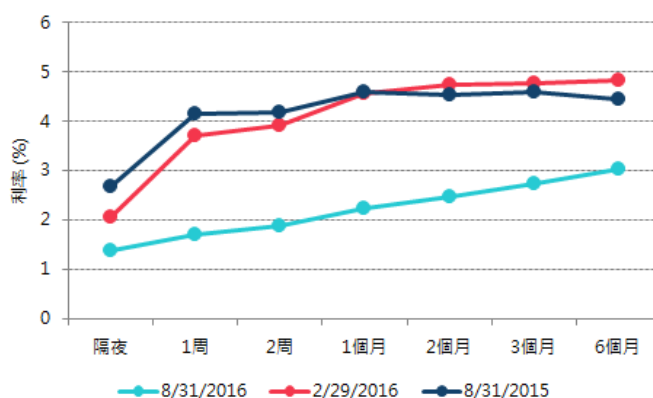


圖 34: 在岸利率互換（7日回購利率）收益率曲線

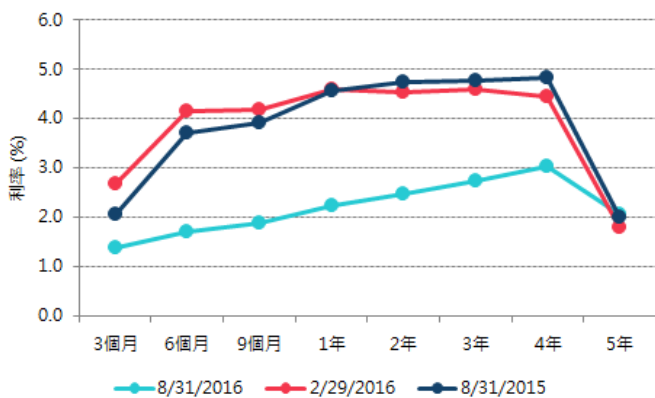


圖 35: 在岸利率交換合約交易名義本金

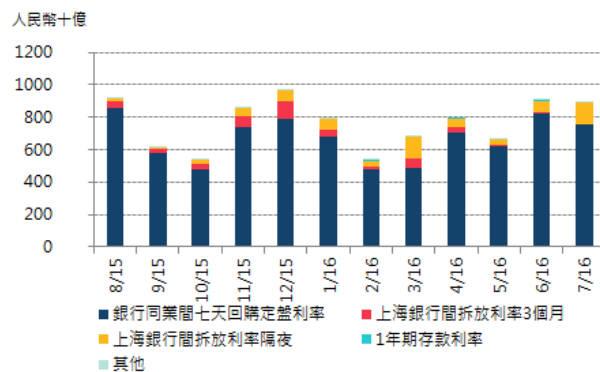


圖 36: 上海銀行同業拆息與離岸人民幣香港銀行同業拆息

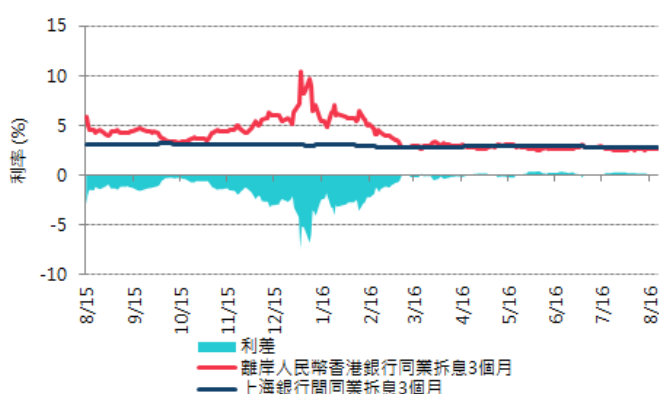
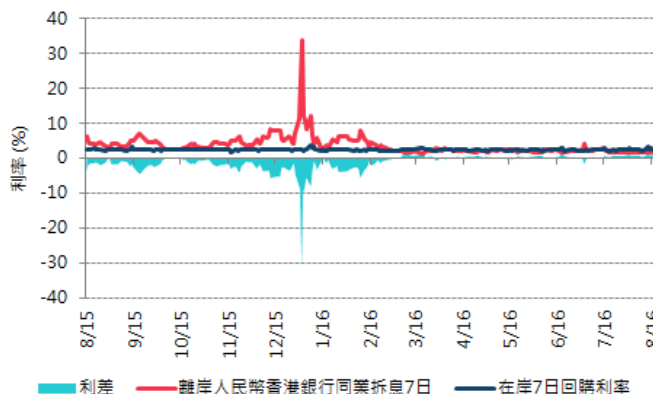


圖 37: 在岸人民幣7日回購利率與離岸人民幣香港銀行同業拆息





(上接第1頁)

(1) 去產能。通常去產能的進程多有反復，推進不易，但是可以說已步入中後期，去產能進展決定企業盈利恢復狀況。如果去產能沒有明顯的進展，就很可能會拖累導致在這一行業裏面無論是最好的企業、最壞的企業都虧損，因此，在當前的經濟政策評估中，既關注經濟增長速度觸底，但是更值得關注的是企業盈利的觸底。

(2) 去槓桿。去槓桿實際上當前是降低槓桿和轉槓桿相結合的一個過程。政府部門實際上一直是在持續的加槓桿，而且中國政府部門的槓桿跟發達國家比還是有一定的差距。居民部門也在持續的加槓桿，與發達國家相比也處於低位，這與中國的高儲蓄率是直接相關的，也與短期內的房地產回暖相關。真正在降槓桿的是非金融的企業部門，那麼在這個過程中銷售狀況不錯的房地產行業，一部分有競爭力的服務業、新型產業這些行業在不斷的加槓桿。但是一些產能過剩的高庫存、高槓桿的行業總體上處於一個去槓桿的進程裏面，可以預期的是企業部門的去槓桿未來幾年還是會持續的，這是一個漸進的過程，也很難短期內劇烈的加槓桿。

(3) 去庫存。去庫存實際上從2012年開始已經開始全面的去庫存，按照萬得截至2016年7月31日的上市公司的統計數據和採購經理人指數(PMI)值來看，整體的製造業和PMI的產成品的庫存指標，在2012年之後就已經趨勢性的往下。

(4) 對外投資。中國的對外投資在2016年開始出現趨勢性的變化，對外投資規模開始超越外資對中國的投資，中國的企業對外投資從早期重點只是關注資源，到現在越來越多的關注產業創新、整合、嫁接到中國的產業裏面來促進升級。

在整個影響投資、以及總體經濟運行的因素中，房地產已經成為十分重要的一個影響因素。今年一季度的經濟回暖很大程度上是房地產驅動的，這個房地產的階段性回暖不僅帶動了房地產市場本身，也因為帶動了土地市場回暖而支持了政府對基礎設施的投資，二季度後經濟的逐步回落也可以說是房地產調整驅動的回落。宏觀經濟從短期看，在房地產的調整帶動下重新進入到一個探底的趨勢，房地產的週期也逐步進入到一個回落的態勢。貨幣政策在保持相對寬鬆的條件下開始逐步的邊際收緊，所以槓桿也開始在逐步回落，一些城市房地產政策開始收緊，這也是促成這種調整去庫存的直接原因。

### 3、人民幣匯率波動性明顯增強，靈活的人民幣匯率增大了經濟政策應對外部波動的迴旋餘地

當前，全球經濟短期仍然複雜多變，週期分化，不少發達經濟體邁入負利率時代。一些發達國家的利率水平都處於歷史的低位，背後的原因是全球的經濟增長下滑，投資的回報水平下滑，利率不可能持續抬高。按照惠譽評級和彭博截至2016年6月30日的數據，全球現在負利率在債券有10萬億，越來越多的發達國家開始進入負利率時代。在這樣一個看起來似乎悲觀的短期氛圍下，其實也蘊含著新的機會。從更長期來看，全球其實處於一個新康德拉季耶夫週期的一個新起點上。

在這樣一個動蕩的國際環境下，為了應對外部經濟的衝擊，我們觀察到，人民幣匯率的靈活性明顯提高，現在市場已經逐步接受了人民幣匯率會是靈活波動的匯率，這對於應對外部衝擊提供了一個良好的緩衝。從2015年8月份以來，我們可以看到，人行對於人民幣的匯率水平是靈活地順應市場的供求在做調整的。經歷短期波動之後，進入2016年以來，人民幣兌美元匯率在一季度總體保持穩定，二季度以來，在英國退歐不確定的擾動下，人民幣短期內一度承壓。在岸離岸匯差一度呈現擴大走勢。英國退歐變局從基本面來看有助於緩解短期的貶值壓力。值得關注的一個趨勢是，人行開始注意調節在岸和離岸之間的匯差，保持一個相對穩定的匯差，減少套利的機會，也有助於穩定市場預期。

表 7: 實施負利率經濟體

	丹麥	歐元區	瑞士	瑞典	日本
引入時間	2012.07	2014.06	2015.01	2015.02	2016.02
初次負利率水平	-0.20%	-0.10%	-0.25%	-0.10%	-0.10%
目前水平	-0.65%	-0.40%	-0.75%	-0.50%	-0.10%
負利率標的	7天定期存款利率	隔夜存款利率	超過上限的隔夜活期存款利率	回購利率	新增超額準備金

資料來源：丹麥國家銀行，歐洲中央銀行，瑞士國家銀行，瑞典中央銀行，日本銀行

圖 38: 全球金融危機以來中國總槓桿率表現出增速上升態勢

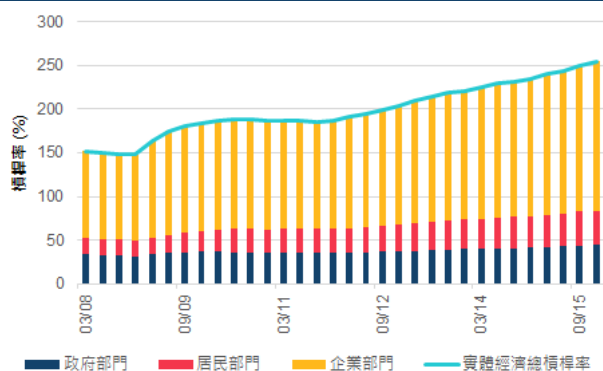
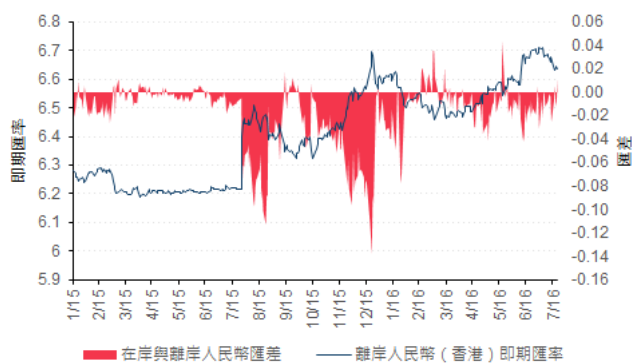


圖 39: PMI : 產成品庫存指標



圖 40: 離岸人民幣即期匯率波動及在岸與離岸人民幣匯差



## 中國債券市場研判

中信證券研究部固定收益首席研究員明明

開年來，我們一直強調2016年是債市“彈簧年”，上半年債市行情也印證了我們的判斷。下半年來在國內外多重因素影響下，債市呈現諸多變化。對此，本文將從宏觀形勢、海外形勢、政策形勢以及債市策略及資產配置等角度對債市進行點評和展望。

### 宏觀形勢：經濟溫和復蘇，結構調整有亮點

首先，“亞通脹”格局依舊，非食品類表現值得關注。受消費升級、二胎效應帶來的消費結構轉換影響，非食品類價格拉動明顯，且將是長期趨勢；而暴雨和洪澇因素等異常邊際效應或將彌補食品類高基數影響，食品價格下行更趨平緩，豬價回落有望平緩，而鮮菜持續回升。而生產者物價指數(PPI)降幅收窄趨勢不變，工業品價格繼續回升，預計PPI同比增速轉正最快於第三季度末實現，PPI對居民消費價格指數(CPI)的傳導將更明顯，從而推動通脹溫和上行。

其次，經濟方面，基建接房地產，“文火”復蘇態勢延續。其中，消費強勁回升，凸顯經濟轉型成效顯著。投資總體穩中回落，房地產投資“降溫”已迎拐點，未來有望平穩著陸，而基建將接房地產發揮托底經濟穩增長作用，製造業投資依舊疲弱，民間投資不振，但預計將有更多政策出臺引導和支持民間投資。外貿方面保持平穩但仍存壓力，預計人民幣弱勢道路不變。另外，工業改善還在延續，經濟溫和復蘇邏輯不變，以時間換空間的“穩增長”和“調結構”並行不悖，市場此前過度悲觀預期待回調。“寬財政”發力接替“寬貨幣”，信貸、社融、M2均超預期，顯示出強勁增長，預期財政政策更加積極，而貨幣政策中性穩健格局不變。

### 海外形勢：美聯儲加息預期漸增，全球“放水”概率低

首先，美國經濟整體向好，加息雖遲到但不會不到。美聯儲或還需觀察更多持續向好的數據以決定加息時點，但目前市場對加息預期已大增，維持年內至少加息一次的判斷。其次，全球“放水”概率低。日本央行貨幣政策寬鬆力度不及預期，同時推出28萬億日元財政刺激政策。而英國央行、歐央行此前均保持按兵不動，全球央行進入政策觀望期。

### 貨幣政策形勢：對內中性穩健，對外漸進貶值

貨幣政策對內保持中性穩健，“精準滴灌”式投放成爲資金面維穩措施。同時在美聯儲加息概率大增、國內通脹改善、“去槓桿”勢在必行下，貨政調整空間有限，中性格局不變。對外漸進貶值，消費出口受益，緩釋資產高估，抑制投機熱錢出入，匯率貶值的正向反饋效應正在形成。

流動性碎片化、週期化特徵明顯，資金面長期保持緊平衡。結合貨政中性穩健的前提，貨幣政策鎖定2.25%和2.75%等幾個關鍵價格才是資金長期緊平衡的原因，碎片化、週期化特點貫穿市場。資金利率是“成本-收益”這一邏輯下對債券收益率的底部約束之一。同時在流動性穩中偏緊的情況下，資金面首先衝擊債券，股票反映滯後，存量博弈下未來將更偏關注基本面。

貨幣數量問題方面，M1、M2剪刀差在擴大。中國貨幣數量特徵有三點。首先，在貨幣流通速度上，作爲資金“黑洞”的僵屍企業和地方融資平臺低效運行，降低貨幣流通速度。其次，在貨幣流向上，資金“脫實入虛”，“堰塞湖”下泡沫漸起。另外，M1與M2剪刀差擴大表明貨幣和信貸創造機制有偏差，寬鬆的貨幣政策陷入困局。在貨幣數量高增長對實體經濟和資產價格的影響上，M2與經濟增長緊密聯繫，M1與消費緊密聯繫，M1高增長下物價推升是必然結果，M2與資產價格有較高的相關性。但在目前貨幣政策實質穩健、M2保持相對低位的背景下，股債市場面臨存量博弈，而近期債市過熱，債券風險較大却價格優勢更小，因此股市在這場博弈中相對優於債券，總體上股票和商品好於債券。

### 下半年債市策略：謹防債市過熱，波段操作防風險

從基本面向看，地產增速趨緩、基建托底，消費強勁，疊加積極的財政政策發力和漸貶策略拉動出口的邏輯，“文火”復蘇格局不改，利空債市。從政策面看，隨著貨幣政策邊際趨緊、更趨實質穩健，金融去槓桿難“放水”，流動性週期性、碎片化特徵將更趨突出，對債市擾動料將加劇。從供需面看，考慮到年內赤字率提高、寬財政+寬信貸取代寬貨幣托底增長，加之間接融資向直接融資繼續過渡，下半年供給壓力仍大，進一步築底債市。“彈簧市”防守爲先，調整中尋覓機會。期限利差已探底，維持底部中樞2.8%的判斷不變。

大類資產配置方面，股票和商品好於債券。首先，商品供給端產量維持弱勢，庫存持續縮減，政府去產能意願不改，而需求端房產基建穩撐需求，弱復蘇基本面向價格有上升動力。其次，當前齊漲格局正是貨幣寬鬆預期下貨幣邏輯印證的結果，隨著貨幣政策寬鬆預期回調，基本面的邏輯將重歸主導，商品優於債券。最後股票方面，在存量博弈下，股票在基本面邏輯和價格上更具優勢。總

體，股票和商品好於債券。

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。

圖 41: 中國10年國債收益率與7天回購利率利差

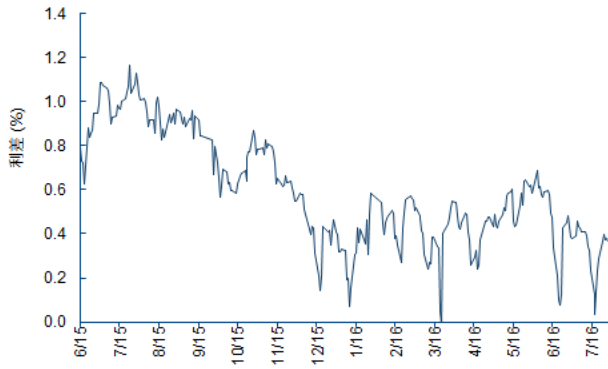


圖 42: 中國20年、30年國債與14天質押回購利率

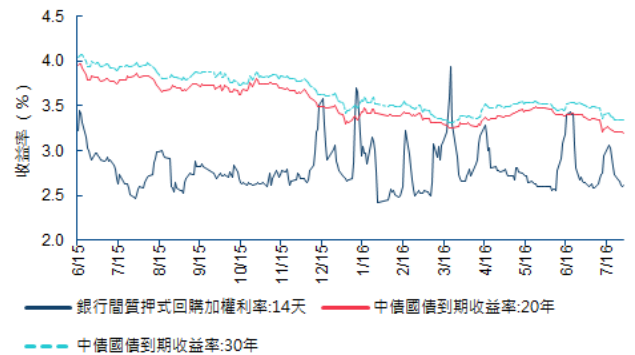


圖 43: 中國信貸與房價走勢

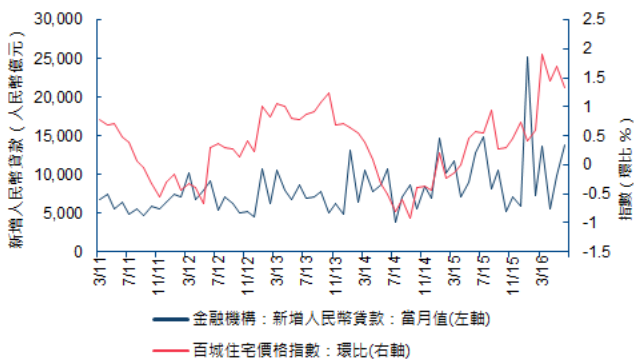


圖 44: 中國M2與M1剪刀差在擴大

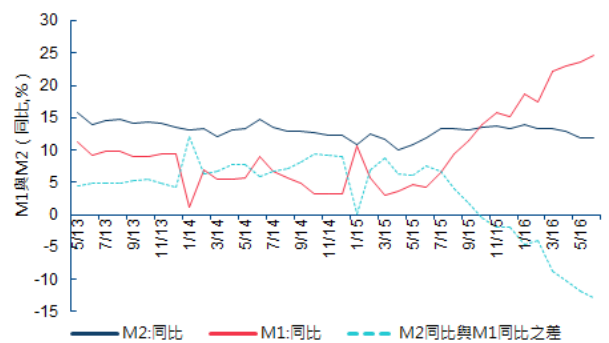


圖 45: 中國貨幣數量與物價水平

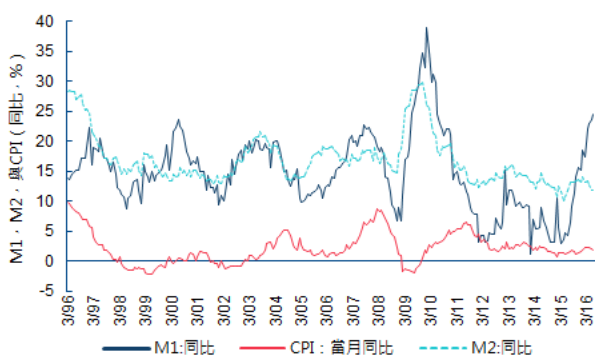
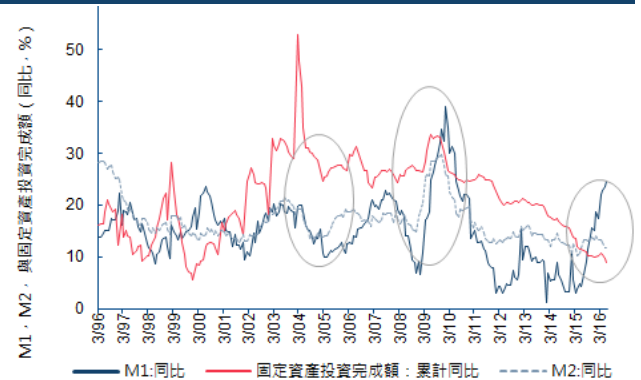


圖 46: 中國M1、M2和投資的關係







2008年7月至2015年8月明明就職於中國人民銀行，前後工作於貨幣政策一司和貨幣政策二司，負責貨幣政策研究與操作、人民幣國際化、資本項目開放等工作。專長是宏觀經濟研究、匯率和利率政策、流動性管理與實踐、跨境資本流動等。2015年9月加入中信證券研究部，任固定收益率組首席研究員。

研究生畢業于清華五道口金融學院，博士畢業于中國社會科學院。著有《流動性理論與分析》，多次參加國家級和省部級課題研究，在核心期刊發表數十篇論文。

## 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。