HKEX 香港交易所

人民幣定息及貨幣產品市場
每月專訊

2016年6月　　第18期

每月焦點

- 湯森路透 / 香港交易所人民幣貨幣(RXY)指數正式登場：2016年6月23日，香港交易所與湯森路透推出一系列可供買賣的人民幣指數，反映人民幣兌中國最重要及相關貿易夥伴貨幣匯率的單日表現。
- 香港交易所首席中國經濟學家巴曙松博士認為，中國人民銀行現時採取的政策為放行一定程度的市場力量，加以適度干預調節人民幣匯率變動，以減低市場對人民幣貶值的預期。
- 採訪法國巴黎銀行單坤先生及Mirza Baig先生：中國開始管制整體槓桿，包括產能過剩的行業及其資本市場，長遠而言對市場有正面影響。

簡報：香港交易所推出人民幣貨幣指數

人民幣貨幣指數於2016年6月23日推出。香港交易所及湯森路透的代表於發布會闡釋全新指數系列，其他講者探討了人民幣貨幣指數的應用。有關指數詳情請參閱第4頁。

首席中國經濟學家制高點

人民幣匯率波動的靈活性明顯提升

香港交易所首席中國經濟學家巴曙松博士

當前，在中國經濟增長速度探底的過程中，面臨來自多方面的挑戰，過去支持中國經濟增長的人口紅利、資源紅利、房地產等投資紅利、貿易紅利、儲蓄紅利等因素均在減弱，需要尋找新的增長動力，同時也需要應對去產能、去槓杆、去庫存等諸多挑戰。從短期來看，目前全國房地產成交量已經超過十萬億元，對整個國民經濟影響非常大也非常直接，目前看，房地產去庫存的進展如何、房地產投資什麼時候在去庫存之後觸底，短期內中國的經濟增長速度就相應可能觸底。在外匯市場上，人民幣匯率的靈活性明顯提高，在8.11匯率改革之前，人民幣匯率稍微出現一些波動，就會引起市場的猜測和短期波動，現在外匯市場上經常出現人民幣匯率每天波動一百到兩百個基點的情況，但是外匯市場已經可以平靜的接受這個波動，顯示人民幣匯率的靈活性明顯提高，也相應刺激了金融市場對人民幣匯率相關的產品的交易需求。

一綫城市樓市存量增加 房價波動加大

中國國家統計局13日公布了遜於預期的5月經濟數據。5月規模以上工業增加值同比增長6.0%，社會消費品零售總額同比增10%，而2016年首5個月固定資產投資同比增長僅9.6%，創下16年新低。投資增速的回落有多種因素，房地產在三四綫城市的庫存壓力大、以及民間投資回落是重要的因素影響。當前中國房地產市場的一個值得關注的特點是，雖然2016年以來銷售明顯好轉，但庫存繼續在增加，三四綫城市的去庫存壓力依然非常大。

(下接第9頁)

中國宏觀經濟更新

圖 1-本月圖表: 人民幣兌貨幣籃子與兌美元出現走勢分歧

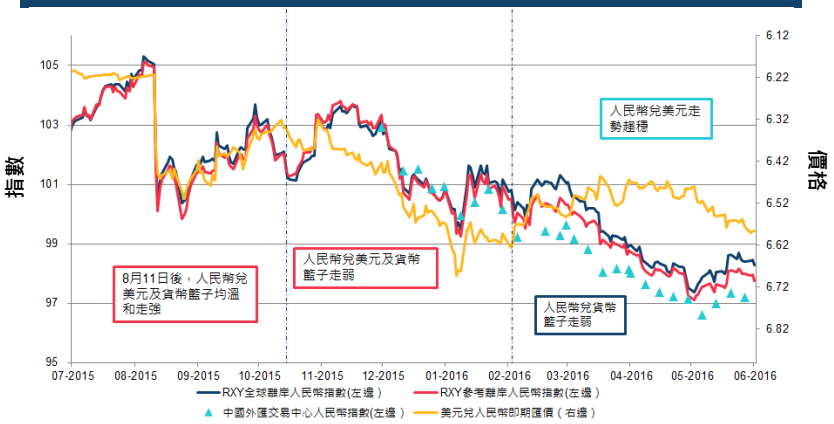
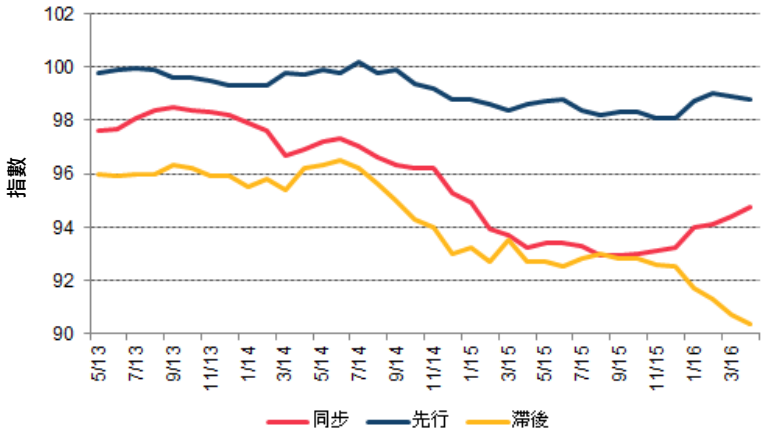


圖 2: 中國宏觀經濟景氣指數



- 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。
- 滯延指數按一組滯延指標計算而成，其變化後於同步指數，主要用作確認經濟周期的高位及低點。

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%)	6.7	6.8	↓	07/15/2016
消費者物價指數 (同比%)	2	2.3	↓	07/10/2016
生產者物價指數 (同比%)	-2.8	-3.4	↑	07/10/2016
工業生產指數 (同比%)	6.0	6	→	07/15/2016
固定資產投資 (同比%)	9.6	10.5	↓	07/15/2016
國外投資 (同比%)	-1.0	6	↓	07/08/2016
中國製造業採購經理指數	50	50.1	↓	08/01/2016
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
SWIFT	1.9	1.82	↑	07/28/2016
出口 (同比%)	-4.1	-1.8	↓	07/13/2016
進口 (同比%)	-0.4	-10.9	↑	07/13/2016
M2貨幣供應量 (同比%)	11.8	12.8	↓	07/10/2016
零售銷售 (同比%)	10	10.1	↓	07/15/2016
消費者信心指數	115.9	114.2	↑	07/27/2016
銀行準備金率 (%)	17.5	18.0	↓	不常
官方外匯儲備（十億美元）	3191.7	3219.7	↓	07/07/2016
3個月上海銀行間拆放利率 (%)	2.97	2.93	↑	持續
10年政府債券收益率 (%)	2.86	2.92	↓	持續
人民幣/美元匯率	6.65	6.5531	↑	持續
TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數	95.78	98.31	↓	持續

本月圖表

- 中國人民銀行（人行）於2015年8月11日改革美元兌人民幣匯率中間價機制後，人民幣兌一籃子貨幣表現（按RXY指數所示）大致貼近其兌美元表現，至近期才見偏離。今年3月起，離岸人民幣兌一籃子貨幣轉弱，但兌美元則徘徊在穩定區間。在岸人民幣走勢相若。

監管/政策發展動向

- 人行旗下全國銀行間同業拆借中心於2016年6月21日修訂規程，允許境外金融機構及人行認可的其他機構投資於銀行間市場同業存單（同業存單是內地基金及商業銀行的重要資金來源）。
- 國家發展和改革委員會（發改委）於2016年6月7日宣布，中國正於6個設有自由貿易區的省市進行外債管理改革。該等轄區內註冊成立的企業境外發行債券及借用國際商業貸款，由該等省市發改委負責出具相關企業借用外債規模登記證明。發改委亦鼓勵此等企業境內母公司直接發行外債並回流境內結匯使用，支持「一帶一路」等重點項目。
- 人行於2016年6月3日宣布修訂銀行存款準備金的考核基數，自2016年7月15日起，考核基數由考核期末一般存款時點數，調整為考核期內一般存款日終餘額的算術平均值。境外銀行存放境內的人民幣存款交納存款準備金的基數也調整為上季人民幣存放日終餘額的算術平均值。

宏觀經濟更新

- 新加坡金融管理局（新加坡金管局）於2016年6月22日宣布，由2016年6月起將人民幣計價的投資納入其官方外匯儲備。截至2016年5月，新加坡金管局持有2,445億美元外匯儲備，是全球第十一大外儲國家。舉例來說，5%的配置比率已等同將122億美元重新分配至人民幣資產。

市場/產品發展

- 香港交易所與湯森路透於2016年6月23日推出一系列人民幣指數，反映人民幣兌中國最重要及相關貿易夥伴貨幣匯率的單日表現。主要指數計算離岸人民幣兌一籃子14種主要貨幣的表現。新指數讓市場參與者可根據透明、以規則為基礎的方法觀察人民幣匯率的單日變化。詳情請瀏覽指數編製文件：financial.thomsonreuters.com/fxindices。

資料來源：彭博、萬得、香港交易所、湯森路透 (2016年6月30日)

人民幣外匯市場動態

美元兌離岸人民幣

- 2016年6月，英國於2016年6月23日的公投結果支持離開歐盟（英國脫歐），加上人行於2016年6月28日將人民幣匯率中間價調低至6.6528，是自2010年12月以來最低水平，月內在岸人民幣報價徘徊在6.5497至6.6528區間，離岸人民幣兌美元則較一個月前下跌1.3%。
- 中國社會科學院世界經濟與政治研究所國際金融研究室副研究員肖立晟於2016年6月24日表示，英國是歐洲領先的離岸人民幣金融中心，這次英國公投結果支持脫歐，中國關注倫敦作為促進人民幣在歐洲區進一步國際化的角色會有多大衝擊 。

圖 3: 在岸/離岸人民幣現貨價格區間

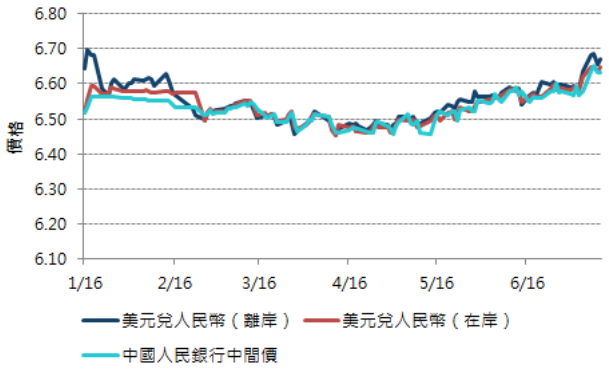


圖 4: 場外交易市場美元兌人民幣（香港）期權引伸波幅

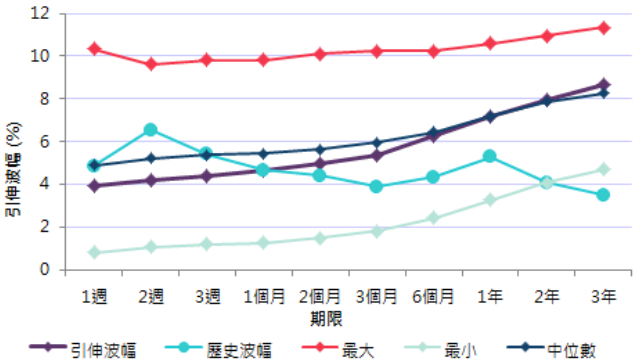
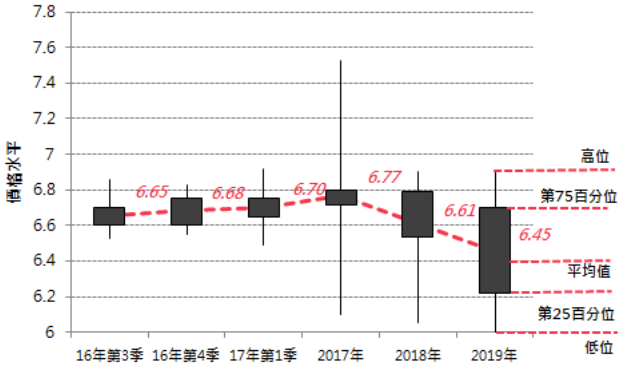


圖 5: 美元兌人民幣價格水平的市場預測



香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨

產品焦點

- 2016年6月香港交易所的美元兌離岸人民幣期貨合約錄得每日平均成交合約1,512張（名義金額1.51億美元）。2016年6月底未平倉合約27,819張（名義金額28億美元）。
- 成交張數最多為2016年6月、2016年9月及2016年12月合約，佔2016年6月份成交量總數的60%；未平倉合約集中於2016年9月、2016年12月及2017年3月合約，合佔2016年6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

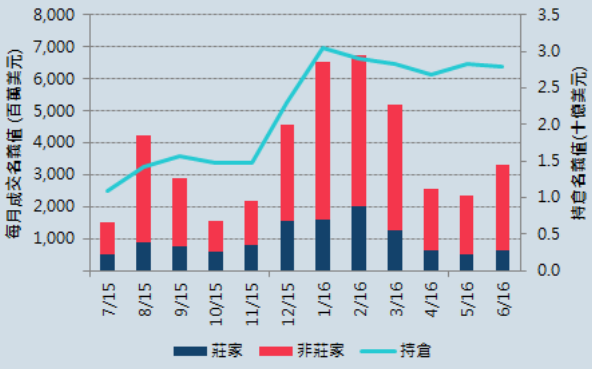


圖 7: 香港交易所人民幣期貨在波動時提供最佳流通量

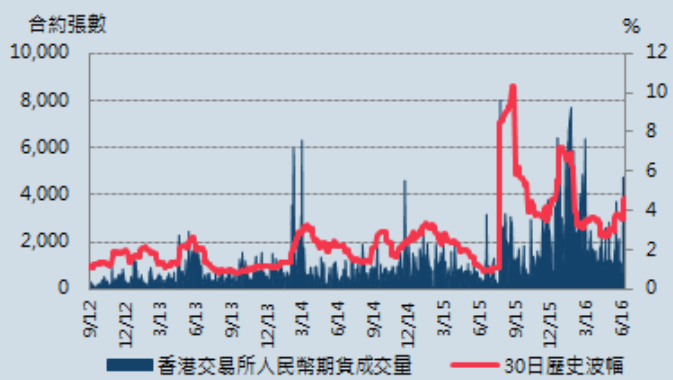


圖 8: 合約月份之成交量分布（6/2016）

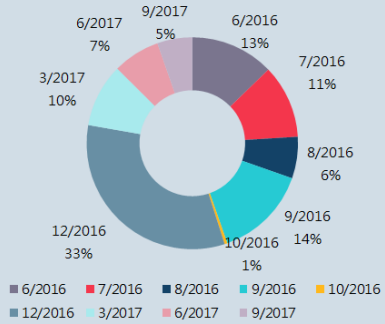
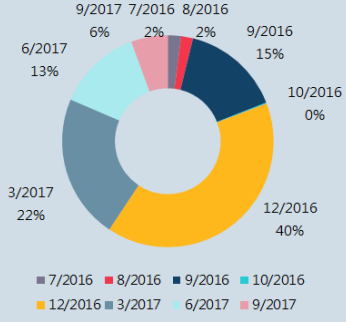


圖 9: 合約月份之持倉量分布 (30/6/2016)



資料來源：香港交易所、彭博 (2016年6月30日)

湯森路透 / 香港交易所人民幣貨幣指數 (RXY)

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

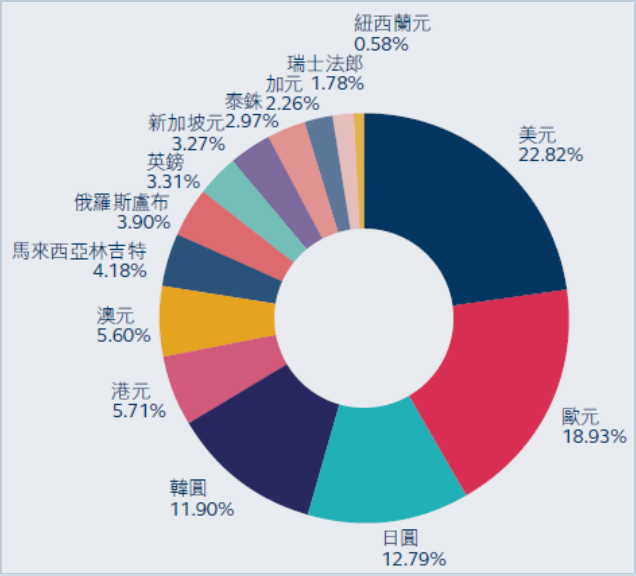
基準日期： 2014年12月31日的基數為100

詳情可瀏覽指數編製文件：

financial.thomsonreuters.com/fxindices

圖 10: TR香港交易所RXY全球離岸人民幣貨幣指數

指數權重: 有效期至2016年9月30日



- 2015年8月11日後，在岸人民幣兌一籃子貨幣波幅曾高見8%，至年底降至3-5%。
- 自今年2月起，人行實施在岸人民幣「兌一籃子貨幣保持基本穩定」的政策，政策初見成效並對市場造成重大影響，在岸人民幣兌一籃子貨幣的波幅回落至3-4%之間。如果控制在岸人民幣兌一籃子貨幣波動率在較低水平，則美元兌在岸人民幣中間價將呈現較大波動。

表2: 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%
韓圓	11.90%	0.00%	0.00%
港元	5.71%	6.48%	6.55%
澳元	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%

圖 11: RXY參考在岸人民幣指數及人民幣中間價 - 實際波幅 （30天）

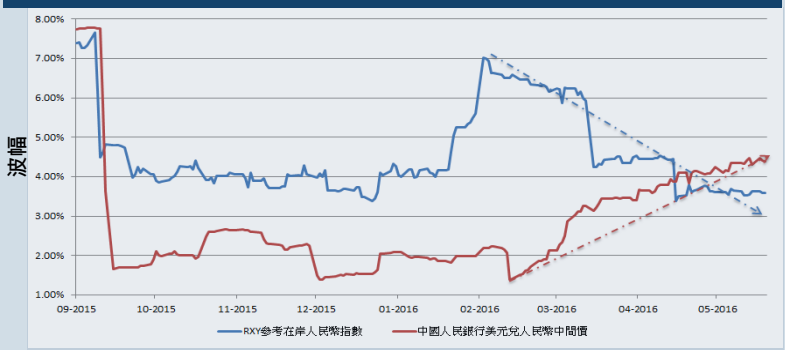
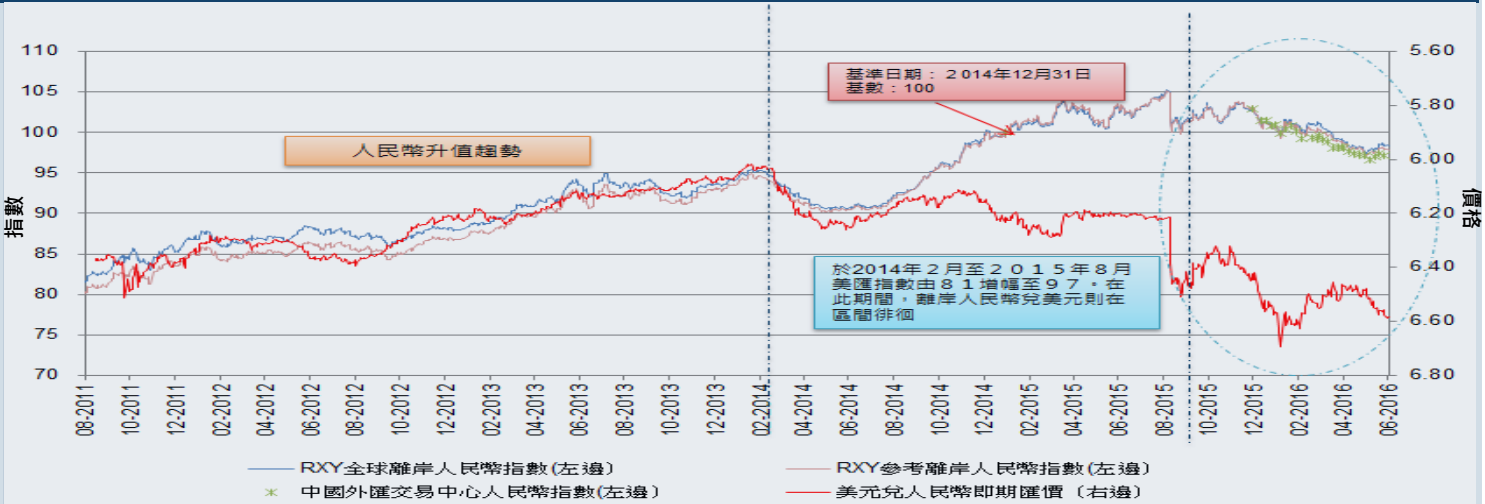


圖 12: RXY離岸人民幣指數歷史表現



離岸人民幣兌其他貨幣

歐元兌人民幣（香港）

- 2016年6月人民幣（香港）兌歐元匯價較一個月前低1.0%，維持在7.35至7.49的狹窄區間內浮動。
- 2016年6月三個月場外期權的引伸波幅回升至9.6%以上。英國脫歐基於可能不利歐洲經濟及政治局面，已在全球股票、商品及債券市場激起劇烈震蕩，預計其影響將會持續。
- 外匯因素方面，基本面，套利及波動因素遠低於歷史平均數，而價值因素高於歷史平均水平。

離岸人民幣兌歐元月度表現

⬇ 1.0%

引伸波幅

9.6%

圖 13: 外匯因素雷達*

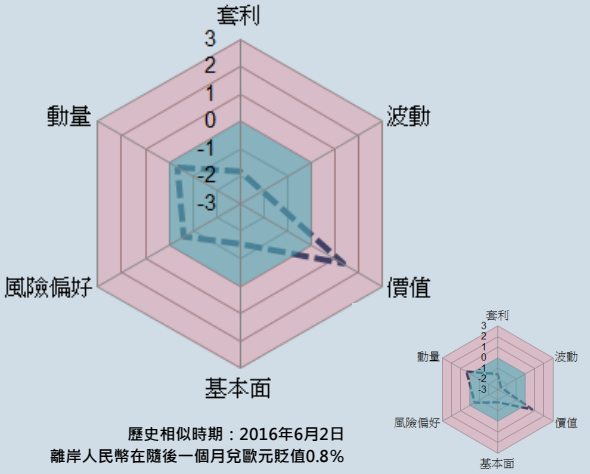


圖 14: 外匯波幅(3個月引伸,%)

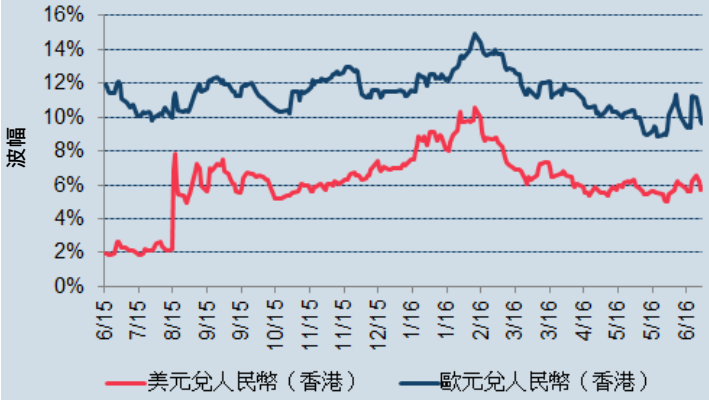
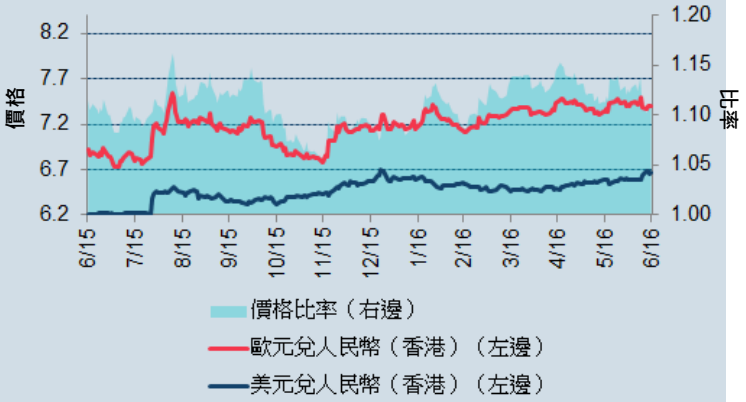


圖 15: 價格比率:歐元兌人民幣（香港）/ 美元兌人民幣（香港）



澳元兌人民幣（香港）

- 2016年6月離岸人民幣兌澳元匯價延續跌勢，較一個月前低4.3 %。澳洲建屋批核數量上升及私營信貸數據強勁，投資者對澳洲國內經濟的信心提升，推高了澳元匯價。
- 2016年6月引伸波幅回升至11%。
- 外匯因素方面，基本及套利因素低於歷史平均數，而價值因素高於歷史平均水平。

離岸人民幣兌澳元月度表現

⬇ 4.3%

引伸波幅

11.0%

圖 16: 外匯因素雷達*

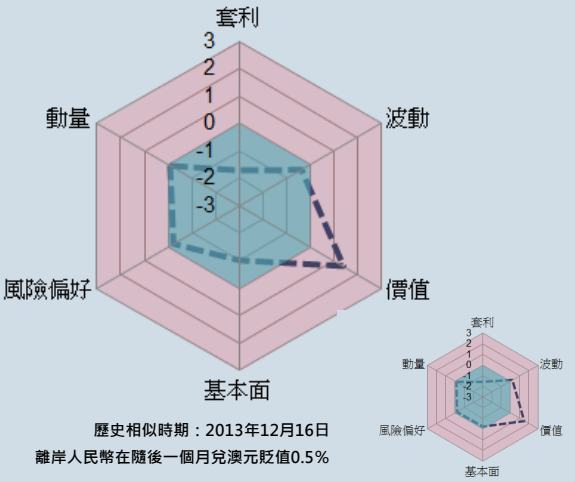
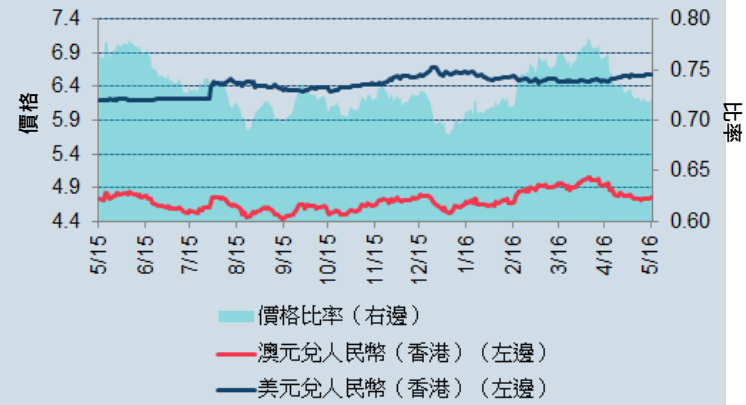


圖 17: 外匯波幅(3個月引伸,%)

圖 18: 價格比率:澳元兌人民幣（香港）/ 美元兌人民幣（香港）



資料來源：香港交易所、彭博 (2016年6月30日)
* 詳細資料請參閱附錄

日圓兌人民幣（香港）

- 日圓兌人民幣於2016年6月28日升至一年新高6.53後，2016年6月離岸人民幣兌日圓匯價較一個月前低8.7%。英國公投脫離歐盟產生的市場震蕩令日圓成為資金避風港。強勢日圓不利於日本出口，令日本央行及財務省續感壓力。
- 2016年6月三個月場外期權的引伸波幅升至12%以上。
- 外匯因素方面，動量，波動，和風險偏好高於歷史平均數，而價值及套利因素低於歷史平均水平。

離岸人民幣兌日圓月度表現

⬇ 8.7%

引伸波幅

12.4%

圖 19: 外匯因素雷達*

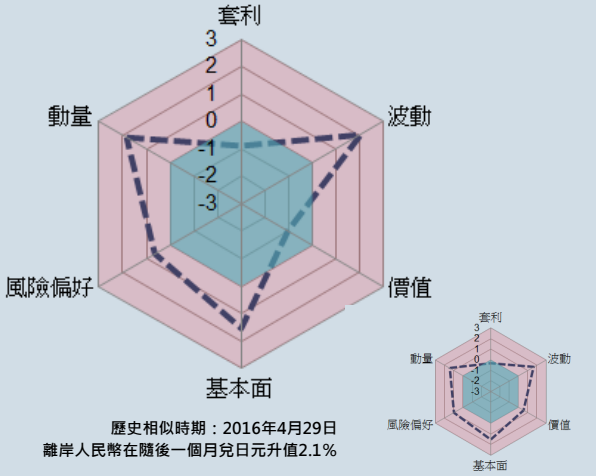


圖 20: 外匯波幅(3個月引伸,%)

圖 21: 價格比率:日圓兌人民幣（香港）/ 美元兌人民幣（香港）

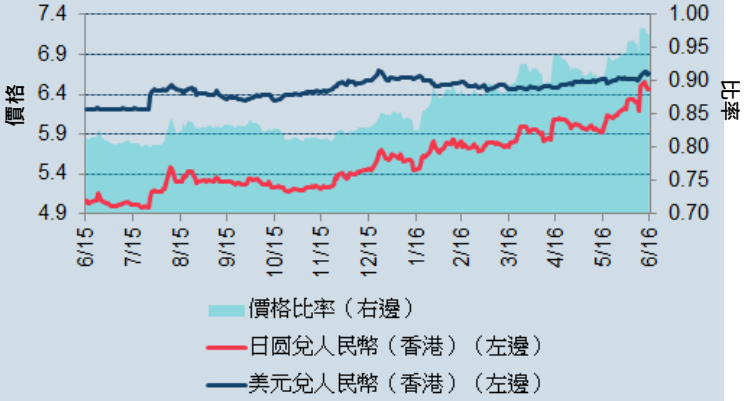


表 3: 人民幣貨幣對匯總表

表現

	6月	5月	變動	前3個月	年初至今	與美元兌人民幣（香港）的相關係數
美元兌人民幣（香港）	-1.3%	-1.5%	⬆	-3.2%	-1.6%	1.00
歐元兌人民幣（香港）	-1.0%	1.3%	⬇	-0.7%	-3.2%	0.29
澳元兌人民幣（香港）	-4.3%	3.4%	⬇	-0.4%	-3.8%	0.02
日圓兌人民幣（香港）	-8.7%	2.4%	⬇	-12.6%	-18.6%	0.41

波幅

	引伸波幅	5月	變動	歷史波幅	5月	變動
美元兌人民幣（香港）	5.8%	5.6%	⬆	3.6%	3.3%	⬆
歐元兌人民幣（香港）	9.6%	9.2%	⬆	6.9%	7.1%	⬇
澳元兌人民幣（香港）	11.0%	11.1%	⬇	10.9%	11.5%	⬇
日圓兌人民幣（香港）	12.4%	11.1%	⬆	13.4%	11.5%	⬆

資料來源：香港交易所、彭博 (2016年6月30日)
* 詳細資料請參閱附錄

離岸債券市場動態

離岸人民幣債券市場評論

- 中國財政部於2016年6月29日發行人民幣140億元的人民幣國債，並計劃於下半年再發行人民幣140億元債券。因中國發行人轉向集資成本較低的在岸債券市場，年內點心債市場面臨重大阻力。
- 2016年5月份香港人民幣存款按月下跌1.3%至人民幣7,320億元。2016年5月，人民幣跨境貿易結算的匯款總額為人民幣4,173億元（2016年4月：人民幣3,581億元）。

圖 22: 離岸人民幣存款與點心債餘額

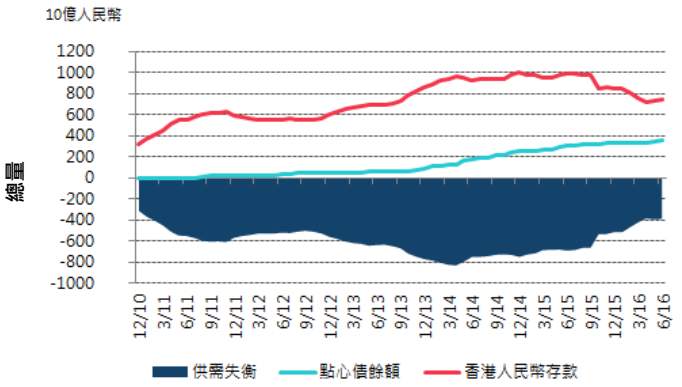


圖 23: 人民幣債券發行按發行人類型分類

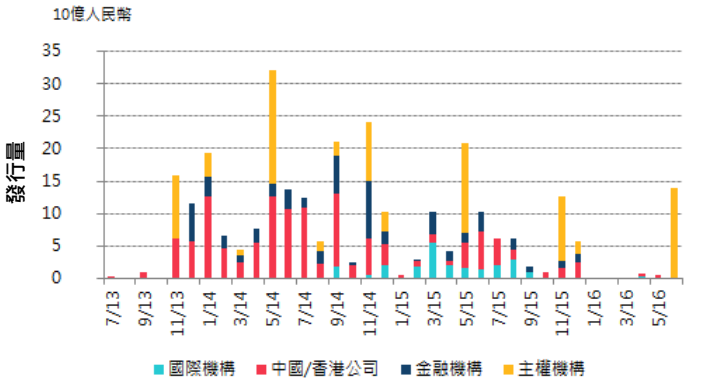
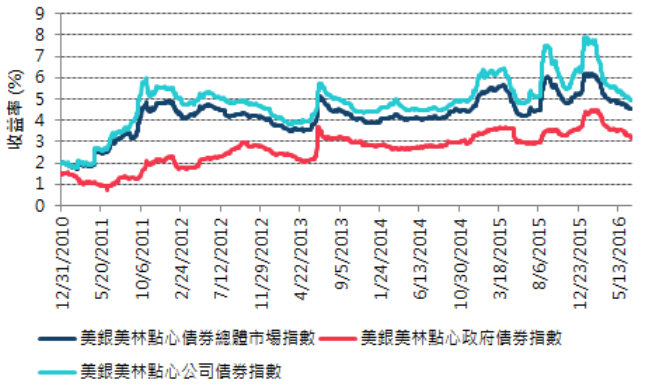


圖 24: 點心債表現



在岸債券市場動態

在岸人民幣債券市場評論

- 2016年6月的在岸人民幣債券發行量為人民幣3.6萬億元，較2015年6月的人民幣2.3萬億元增加58%，公司債券在2016年6月的發行量更較一年前大升658%。
- 2016年6月，財政部五年期國債的在岸/離岸利差繼續收窄。2016年6月底前，財政部五年期國債的在岸買賣價為2.84%，離岸買賣價為3.27%，利差收窄至約0.45%。

圖 25: 財政部債券收益率5年：在岸與離岸 (%)

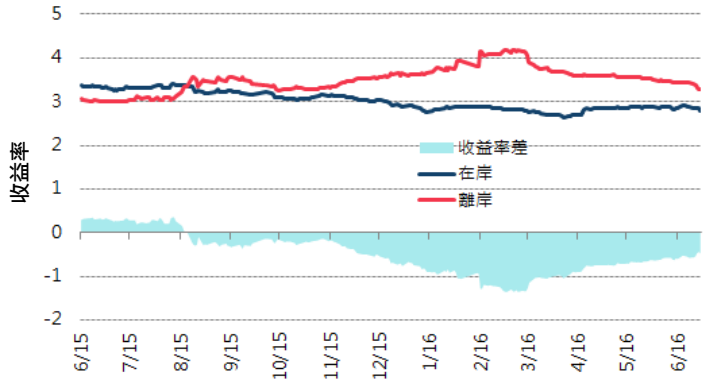


表 4

銀行間市場債券現貨交易主要指標（按債券類型歸類）

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	51,343	52,372.16	3.0422
國債	9,562	11,080.35	2.6984
中期票據	11,487	8,616.98	4.8645
公司債券	9,858	5,853.02	4.6504
存款證	5,620	12,755.11	3.1142
商業票據	14,650	12,036.65	3.6886
央行票據	103	342.77	2.4000
其他	4,088	5,155.58	3.4725
總計	106,711	108,212.62	3.3678

圖 26: 財政部債券餘額按年期分類

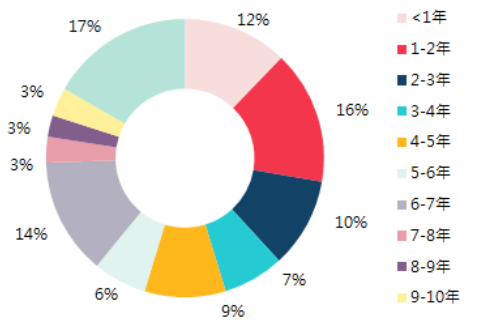


表 5

交易商協會非金融機構發債指導收益率（截至2016年6月29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	⇩	3.54	⇩	3.76	⇩	4.13	⇩	4.39	⇩	5.01	⇩	5.18	⇩	5.44	⇩
AAA	3.24	⇩	3.68	⇩	3.95	⇩	4.46	⇩	4.71	⇩	5.32	⇩	5.61	⇩	5.89	⇩
AA+	3.47	⇩	4.05	⇩	4.43	⇩	4.95	⇩	5.35	⇩	5.94	⇩	6.30	⇩	6.63	⇩
AA	4.00	⇩	4.62	⇩	4.99	⇩	5.63	⇩	5.90	⇩	6.65	⇩	7.00	⇩	7.46	⇩
AA-	5.43	⇩	6.00	⇩	6.45	⇩	7.34	⇩	7.76	⇩	8.32	⇩	8.72	⇩	9.00	⇩

資料來源：彭博、萬得、中國銀行間市場交易商協會 (2016年6月30日)

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

- 因離岸人民幣流動性大致維持穩定，財資市場公會公布的隔夜人民幣香港銀行同業拆息於2016年6月份大部分時間均維持在低於1%的水平。
- 財資市場公會於2016年5月3日宣布，財資市場公會美元兌港元上午11時即期匯率及美元兌人民幣(香港) 上午11時即期匯率將於2016年8月1日起採用以交易為基準的新釐定機制。有關計算方法變更的詳情，請參閱新聞稿。
- 在岸人民幣上海銀行間同業拆息收益率曲綫2016年6月底的走勢較2015年6月底平坦（見圖28）。
- 離岸人民幣香港銀行同業拆息收益率曲綫2016年6月底的走勢較2015年6月底陡峭（見圖29）。

圖 27: 離岸人民幣隱含收益率受匯率帶動抽高

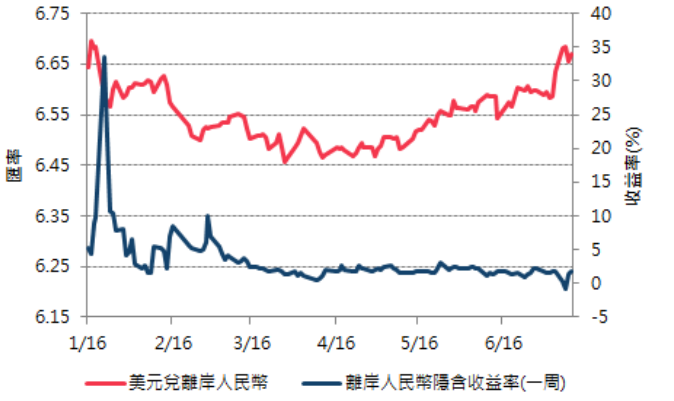


圖 28: 上海銀行間同業拆息收益率曲綫

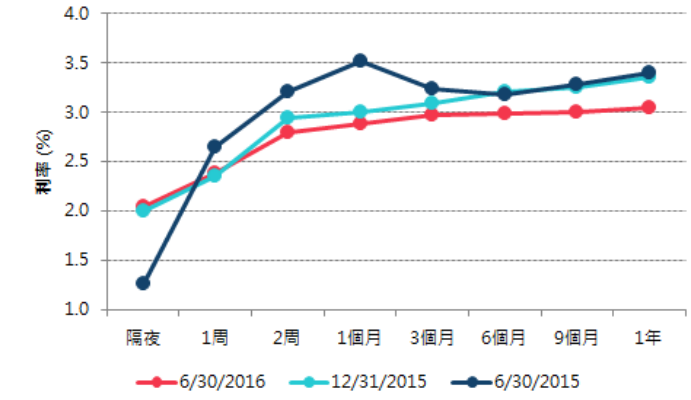


圖 29: 離岸人民幣香港銀行同業拆息收益率曲綫

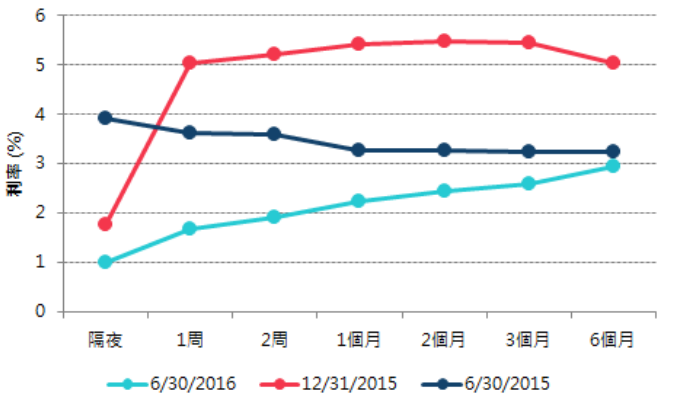


圖 30: 在岸利率互換（7日回購利率）收益率曲綫

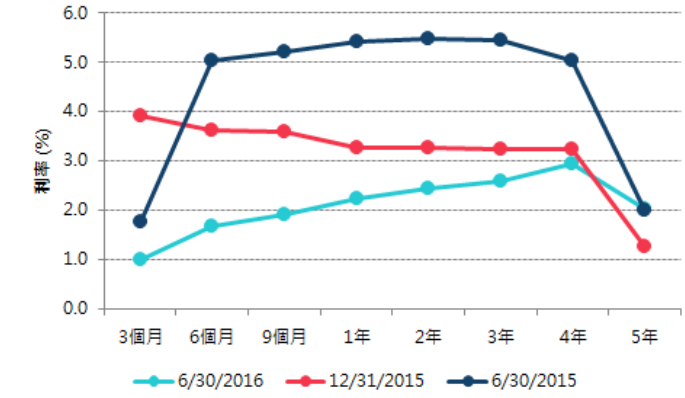


圖 31: 在岸利率交換合約交易名義本金

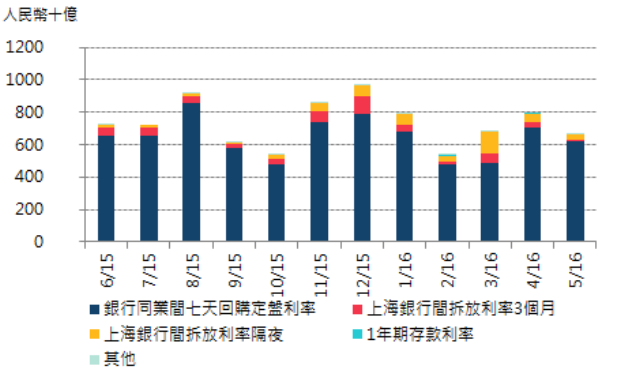


圖 32: 上海銀行同業拆息與離岸人民幣香港銀行同業拆息

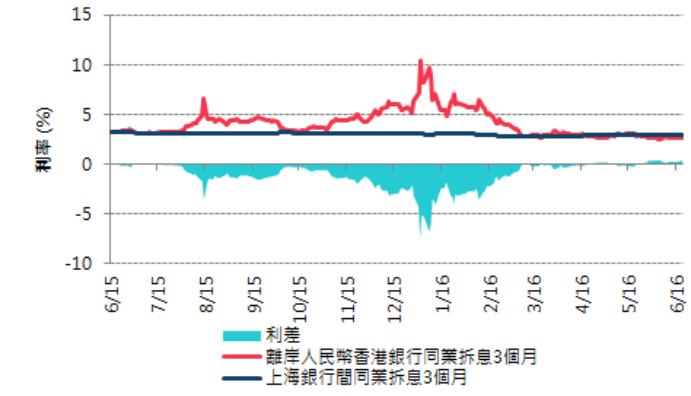
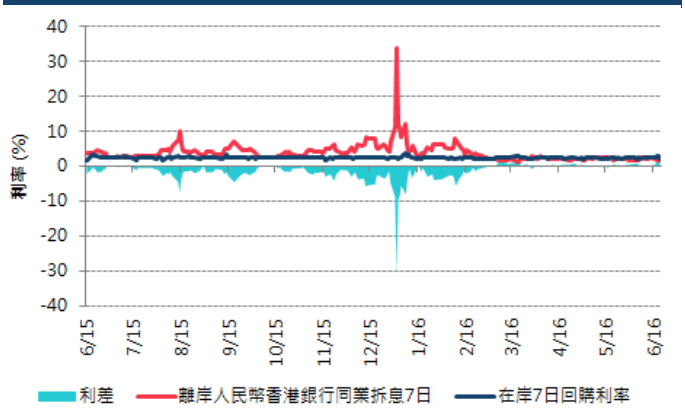


圖 33: 在岸7日回購利率與離岸人民幣香港銀行同業拆息



資料來源：彭博、中國外匯交易中心 (2016年6月30日)

(上接第1頁)

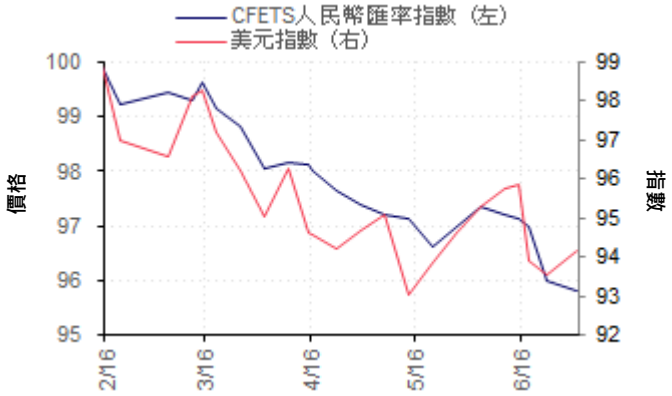
目前內地房地產行業正在經歷深刻的變化：一綫城市房地產市場正從新房市場轉變爲二手房交易佔比更大的存量市場，房價形成機制將爲之改變；一綫城市人口增速減緩甚至出現淨流出，或將加大房價波動；往往是去年上漲最快城市，2016年可能變成房價下跌最快的城市； 而房地產市場的需求已經從剛需型轉爲改善型，房價的持續上升會對居民購買力形成不利影響。

美聯儲如果加息，對人民幣匯率的衝擊將小於811匯改

2016年以來，人民幣匯率以有管理的浮動匯率制度爲基礎，在一籃子貨幣和美元兩個“錨”之間，一直是跟隨其中較弱者的走勢。從這個政策操作可以看出，央行在對人民幣匯率主動進行的預警性、前瞻性的適度匯率貶值，不斷提升人民幣匯率的靈活性。因此，如果接下來美聯儲加息後美元持續升值，人民幣還有可能順應市場力量，隨美元出現一定幅度的走弱，但是預計因此帶來的市場衝擊將明顯小於去年8月11日人民幣匯改時期，因爲人民幣匯率已經通過非對稱貶值做出了調整，同時人民幣匯率的靈活性也有明顯提升。

圖 34: 美元兌人民幣中間價與美元指數

圖 35: CFETS人民幣匯率指數與美元指數



數據來源：萬得

另外，觀察到央行越來越關注將離岸與在岸人民幣匯率的差距保持在相對穩定水平，以減少套利空間並引導市場預期。隨著人民幣國際化的推進，央行將需要在離岸市場有多樣的人民幣計價產品，使其能使用一籃子金融工具，而非只在現貨市場進行操作。

圖 36: 美元兌人民幣（離岸）與美元兌人民幣（離岸）和美元兌人民幣（在岸）的匯差

圖 37: 美元兌人民幣（在岸）即期匯率

數據來源：萬得

而從美元波動的歷史看，此前一度在美元走强時，有的新興經濟體在匯率貶值壓力下草率推出資本管制措施，但是效果多數欠佳，特別是還容易出現國際市場的貶值預期和資本管制導致的本國市場恐慌相互叠加，導致金融市場受到巨大的衝擊。所以，靈活運用匯率機制進行調整，而不是草率推動資本管制，是在此前多輪美元走强周期下，新興經濟體非常重要的一個經驗。

回顧去年8月11日匯改以來人行成功應對匯率貶值的經驗，央行正通過順應市場趨勢來靈活調整人民幣匯率，加上適度的入市干預，來平息市場的貶值預期，從外匯市場干預的持續性來看，以外匯儲備做短期市場干預和匯率水平調整必須結合起來。

中國資本市場去槓桿化

原稿由法國巴黎銀行（中國）有限公司環球市場部地區市場策略主管單坤先生和法國巴黎銀行環球市場部亞太區地區市場外匯/利率策略主管Mirza Baig先生共同撰寫，中文譯本僅供參考

中國試圖解決其經濟高度槓桿化的工作有所進展。人民日報於2016年5月9日刊登「權威人士」專訪，暢談五大方面，包括國內經濟增長形勢、宏觀調控、供應結構性改革、社會預期管理及系統性地方金融風險。據權威人士所述，「高槓桿必然帶來高風險，在高槓桿背景下，匯市、股市、債市、樓市、銀行信貸風險等都會上升，控制不好就會引發系統性金融危機，導致經濟負增長」。按此預期，去槓桿化將會為地方和中央政府短期內的重要任務。

中國監管當局就不良貸款以至非法融資發出警告後，已推出多項去槓桿措施，工作重點在於減低國企債務、銀行槓桿式理財產品及中國互聯網金融（例如點對點(P2P)借貸及眾籌）潛藏中國銀行體系的系統性金融風險。中國現已響起警號，必須從根本性控制行業及資本市場的槓桿。

資金沒有進入實體經濟

去槓桿的對象不單只是國內高槓桿比率的國企，亦牽連到整體金融市場。當局目前面對的問題是過剩資金已通過槓桿流入整體市場，深入各個不同資產類別。

不過，受到本身經濟結構所限，資金根本沒有流入目標的實體經濟。投資者基於監管限制、高融資成本及低回報等種種因素，對投資實體經濟非常猶疑。中國人民銀行（人行）的寬鬆貨幣政策繼續推動金融產品（股票、定息產品、大宗商品及非標準產品）及樓市。若然當局無法控制債務槓桿水平，國有銀行體系將面臨系統性金融風險。

沽售債券

去槓桿措施引發市場對債券遭拋售的恐慌，支持我們對掉期曲線呈熊市變陡的看法。人行將繼續實施審慎貨幣政策，積極使用公開市場操作的手段來平滑貨幣市場利率。我們預期投資者將繼續沽售掉期合約，針對目前市況對沖債券持倉。

整體市場對中國債市槓桿式結構性產品的擔憂主要來自交易所債市（只佔國內整體市場一小部分(10%)）。增加槓桿的方法普遍是通過質押式債券回購和券商資管及基金子公司等協助廠商資產管理公司設計分層的結構性產品（優先 / 次級）來實現。在法國巴黎銀行，我們認為近期債市的去槓桿措施將進一步加強市場負面情緒，但整體槓桿比率仍維持在少於兩倍的低位。

引導資金走出影子

中國證券監督管理委員會（中國證監會）自2012年起容許基金成立子公司，成為了影子銀行業務採用槓桿的主要渠道。由於並無明文規管，基金子公司的資產流量及質素均不明確。2016年第一季，79家設有子公司的基金所管理資產總值達人民幣9.84萬億元。

中國證監會於2016年5月17日頒佈新監管辦法的徵求意見稿，將如此巨額的槓桿投資範疇納入監管, 主要是要建立以淨資本為核心的風控體系和提高基金子公司的設立門檻。根據徵求意見稿，基金管理公司設立子公司將要遵守設定界線並制定資本比率以控制槓桿水平，包括：基金管理公司淨資產不低於人民幣6億元、基金公司管理的非貨幣基金公募規模不低於人民幣200億元。此外，資產淨值不應低於債務的20%，以控制槓桿比率。

關注理財產品

為了去槓桿，中國銀行業監督管理委員會要求部分商業銀行暫停新發分級型理財產品（分不同級次的結構性產品）。新措施只適用於若干內地城市商業銀行，都是一些預期收益率為4-5%的高槓桿分級理財產品的主要發行人。但相對於規模達人民幣23.5萬億元的銀行理財產品，這些還只是一小部分。

在我們看來，中國商業銀行發行理財產品並非一種可持續發展的業務模式。這些銀行理財產品的發行量由2014年的人民幣15萬億元飆升至2015年年底的人民幣23.5萬億元，按年增長56.5%，主要是公眾普遍視之為回報較高的儲蓄方式。銀行方面則通過匯集資金，再利用不同產品之間的到期日錯配去履行短期到期責任（即3個月、6個月或9個月），為個人投資者實現預期回報。

一般而言，理財產品的資產分配為現金債券(45%)、貨幣市場基金(26%)、非標準產品(20%)及股票相關產品(9%)。銀行在自行管理或投資金融資產的資源及能力有限，故一般將資金委託予其他金融機構管理，在低息環境中獲取高收益。受委託的機構為第三方基金管理公司、證券公司的資產管理部門、信託公司及對沖基金。無論在表內還是表外，商業銀行嚴格的監管導致理財的產品結構設計或槓桿率都有較多局限，所以商業銀行直接購買由券商和基金子公司發的高槓桿結構性產品中的優先級別，將可保證理財需要的收益率，並估計總規模（包括一些銀行和保險公司的自營交易台）可達人民幣14億元左右。

去槓桿化已經展開

中國展開去槓桿化，長遠來看該是許多國際投資者都樂見之事，但短期而言卻或將引發一系列的挑戰。監管機構首先關注的如國有企業、理財產品及影子銀行等無不是必須小心處理的重要領域，否則難言持續發展。

隨著這些政策進一步推展，投資者應留意其他的指標和相關發展，例如掉期曲線呈熊市變陡。待踏入5月底以至6月初資本市場的去槓桿化令原已緊縮的市場流動性百上加斤之際，即會出現這現象。目前，人行一直靠向市場注入短期流動性進行「微調」而不降低存款準備金率，並維持回購資金穩定。

近期的去槓桿化釋出清晰信號：中國已開始控制整體槓桿，包括產能過剩行業及資本市場，這將對市場產生長遠正面影響。投資者應額外留意，從這方面的發展趨勢中把握機遇。

免責聲明：本文僅爲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。

單坤是法國巴黎銀行（中國）的地區市場策略主管，長駐中國上海，主理範疇包括中國外匯/利率/信貸市場，以及為客戶提供對沖及交易建議，並不時為該行刊物撰文。

單先生與法國巴黎銀行（中國）在上海的交易及銷售團隊緊密合作，在中國推廣該行的環球市場業務。

在2011年加入法國巴黎銀行前， 單先生曾於荷蘭Robeco資產管理公司工作五年，任職買方信貸分析師，主攻歐美企業債券。

單先生於2006年畢業於荷蘭格羅寧根大學（University of Groningen），獲得公司財務碩士學位。

Mirza Baig於2012年11月加入法國巴黎銀行，任職亞洲地區市場外匯 / 利率策略主管。

Mirza Baig主責亞洲區（不包括日本）外匯市場，為客戶提供對沖及交易建議，也不時為該行刊物撰文。他的團隊亦負責編訂該行對亞洲外匯及利率市場的評論及預測。在加入法國巴黎銀行前，Mirza Baig曾於德意志銀行從事外匯策略及交易工作十年。

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。

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

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

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。