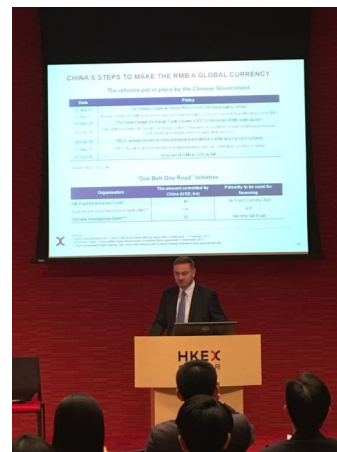


**每月焦點**

- 2016年10月，TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數較2016年9月下跌幅0.28%至94.97，中國人民銀行（人行）美元兌人民幣匯率中間價較2016年9月升1.29%至6.7641。
- 香港交易所美元兌人民幣(香港)期貨於2016年10月28日創下未平倉合約36,153張（名義金額36億美元）的最高紀錄。香港交易所的未平倉合約數目約占全球總數三分之二，領先全球其他交易所。10月平均每日成交量亦增至1,699張合約（名義金額1.7億美元），是2016年第一季以來的最佳水平。
- 香港交易所首席中國經濟學家巴曙松教授認為，人民幣定價參考一籃子貨幣將有助於鞏固人民幣作為獨特國際性貨幣的地位，並有助中國透過新興市場推動人民幣國際化進程。
- 採訪環球銀行金融電信協會(SWIFT)亞太證券市場及標準部主管Alexandre Kech先生，探討人民幣債券市場的近期發展趨勢及其對SWIFT的影響。

**簡報：香港交易所午餐會 — 追蹤人民幣國際化的工具**

2016年10月12日，香港交易所定息及貨幣產品組贊助香港財經分析師學會舉辦以人民幣為主題的午餐會。會上主要探討人民幣作為國際貨幣日益重要，和介紹TR / 香港交易所人民幣貨幣指數（RXY）。中資銀行及國際銀行、資產管理公司和證券公司（涵蓋資料研究、基金管理、金融產品架構、合規、銷售及市場推廣等不同範疇）均有派員出席，參加人數超過120人。



**首席中國經濟學家制高點**

**轉向參考一籃子貨幣的人民幣匯率形成機制的影響及政策建議**

香港交易所首席中國經濟學家巴曙松教授

**（一）形成雙向預期，有助於發展貨幣衍生品，培育成熟和有深度、有風險定價能力的外匯交易市場**

從主要參考人民幣兌美元匯率轉向主要參考對一籃子貨幣的匯率，本質是為了使一籃子貨幣中貶值和升值貨幣相互抵消一部分，使得人民幣相對於貿易國家貨幣來看是比較穩定的貨幣，同時弱化對美元匯率的參考，弱化對美元匯率的區間控制，適當騰出波動幅度，增加美元兌人民幣的投機成本，形成雙向預期。

市場需要學會適應更大的人民幣波動幅度，雙向預期的形成有利於居民和企業強化匯率風險意識，有利於遠期市場的培育和外匯市場避險工具的產生。人民幣轉向參考一籃子貨幣形成的人民幣指數可以做成相關人民幣衍生交易產品，作為匯率風險管理的工具。深度高效的貨幣衍生品市場和具有成熟的匯率風險管理意識的市場參與者，是最終推出浮動匯率制度前所必要培育的金融環境。

(下接第9頁)

圖 1: 本月圖表: 中國債券收益率與其他國家的比較

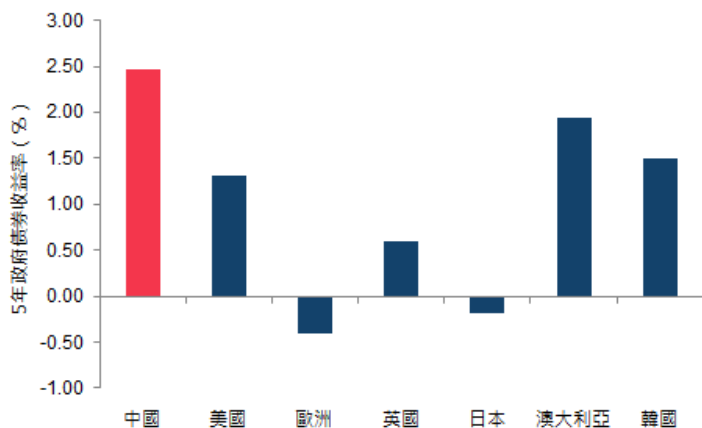
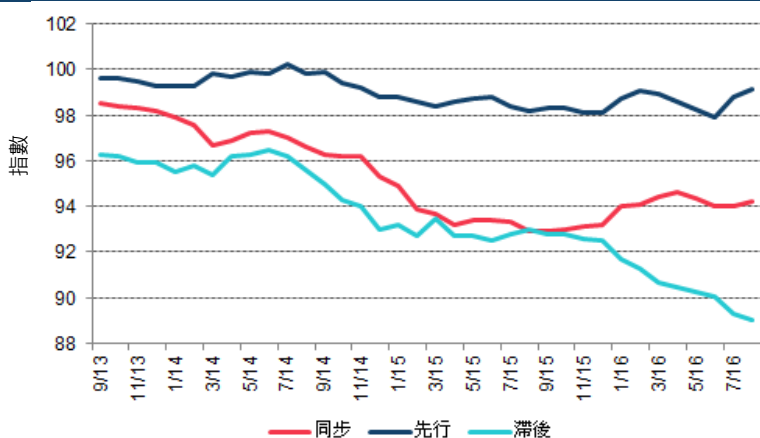


圖 2: 中國宏觀經濟景氣指數



- 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。

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	↔	17/01/2017
消費者物價指數 (同比%)	1.9	1.3	↑	09/11/2016
生產者物價指數 (同比%)	0.1	-0.8	↑	09/11/2016
工業生產指數 (同比%)	6.1	6.3	↓	14/11/2016
固定資產投資 (同比%)	8.2	8.1	↑	14/11/2016
國外投資 (同比%)	1.2	5.7	↓	08/11/2016
中國製造業採購經理指數	51.2	50.4	↑	01/11/2016
中國人民銀行銀行家信心指數	46.5	43.7	↑	待定
中國人民銀行銀行貸款需求指數	55.7	56.7	↓	待定
同業銀行金融電訊協會(SWIFT)	2.03	1.86	↑	24/11/2016
出口 (同比%)	-10	-2.8	↓	08/11/2016
進口 (同比%)	-1.9	1.5	↓	08/11/2016
M2貨幣供應量 (同比%)	11.5	11.4	↑	10/11/2016
零售銷售 (同比%)	10.7	10.6	↑	14/11/2016
消費者信心指數	117.1	115.2	↑	30/11/2016
銀行準備金率 (%)	17.5	18.0	↓	不變
官方外匯儲備 (十億美元)	3166.4	3185.2	↓	07/11/2016
3個月上海銀行間拆放利率 (%)	2.83	2.79	↑	持續
10年政府債券收益率 (%)	2.74	2.82	↓	持續
美元/人民幣匯率	6.77	6.66	↑	持續
TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數	94.97	94.70	↑	持續

本月圖表

- 中國債券市場的收益率高於其他主要經濟體，吸引海外投資者參與投資。中國五年期基準主權債券的收益率達2.50%，相較於南韓的1.50%、美國的1.32%及歐洲及日本的負息，極具吸引力。

監管/政策發展動向

- 國家外匯管理局發言人王春英在2016年10月21日的新聞發布會上說，外匯監管機構將維持個人年度50,000美元的購匯政策不變。
- 2016年10月10日，國家發展和改革委員會(發改委)副主任連維良在政策情況發布會上指出，計劃推行的債轉股將針對發展前景良好但遇到暫時困難的優質企業。連副主任還表示，將嚴禁「僵屍企業」進行債轉股，同時，政府亦不會強制要求銀行進行債轉股。
- 根據中國外匯交易中心公告，39家金融機構（包括3家外資銀行）自2016年10月20日起可向個人及公司發行大額存單，令存單發行主體總數增至353家。

宏觀經濟更新

- 第三季中國經濟顯示出穩定的跡象，儘管在平衡債務與經濟增長矛盾之間仍面臨挑戰，季內GDP增長仍維持於6.7%。2016年10月19日的官方數據顯示中國經濟增長處於政府設定的全年6.5%至7%目標範圍內，雖然這是25年以來最緩慢的經濟增速。

市場/產品發展

- 國際貨幣基金組織自2016年10月1日起將人民幣納入特別提款權(SDR)貨幣籃子。現時，人民幣佔SDR貨幣籃子10.92%，是僅次美元（41.73%）及歐元（30.93%）的第三大貨幣。
- 環球金融電信服務提供商SWIFT於2016年10月5日發布人民幣每月追蹤數據，最新數據顯示目前人民幣使用佔比超過10%的國家達57個，而在過去兩年中，這一名單沒有超過50個國家，足見2016年人民幣使用範圍不斷擴大。

美元兌人民幣(香港)

- 2016年10月，美元 / 在岸人民幣中間價徘徊在6.7008至6.7858區間，離岸人民幣兌美元則較一個月前下跌1.50%。
- 人行於2016年10月28日將人民幣匯率中間價訂於6.7858，創六年新低。同日，離岸人民幣兌美元亦觸及6.7999的低點，是2010年以來最低水平。
- 香港金融管理局（金管局）於2016年10月27日宣布新增兩家銀行作為香港離岸人民幣市場的一級流動性提供行，令一級流動性提供行總數增至9家。金管局總裁陳德霖表示此舉將「進一步加強離岸人民幣市場的流動性及抵禦衝擊的能力」並「加強香港離岸人民幣市場基建」。

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

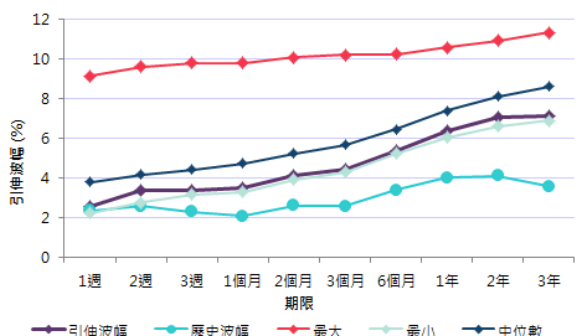
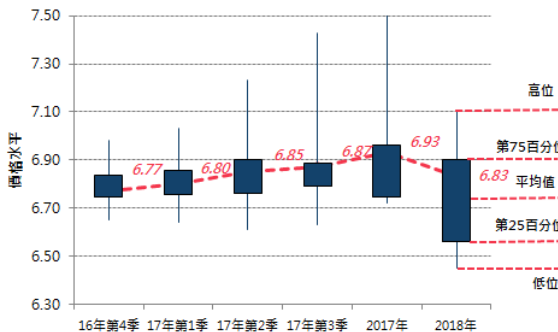


圖 5: 美元人民幣(香港)價格水平的市場預測



香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨

產品焦點

- 2016年10月28日未平倉合約創歷史新高36,153張（名義金額36億美元），較去年同期上升超過140%。香港交易所的未平倉合約數量是全球交易所之首，佔全球總額約三分之二，領先全球其他交易所。
- 2016年10月份平均每日成交量增至1,699張（名義金額1.7億美元），為今年首季以來最高水平。
- 香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨的成交及未平倉合約涉及不同的到期日，反映投資者基礎較平均。截至2016年10月底，成交張數最多為2016年12月、2017年3月及2017年6月合約，佔成交量總數的62.3%；未平倉合約集中於2016年12月、2017年3月及2017年6月合約，以上三種合約佔未平倉合約總數的67%。

圖 6: 美元兌人民幣（香港）期貨成交量與持倉

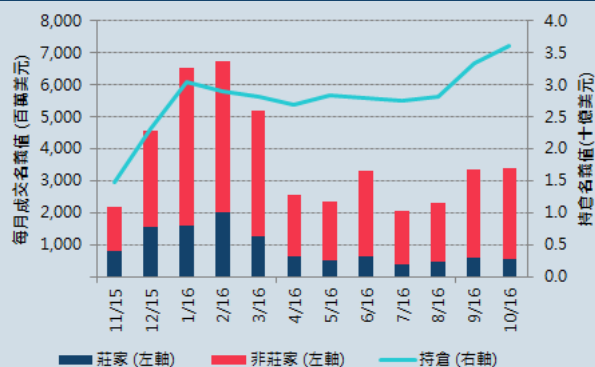


圖 7: 香港交易所人民幣期貨在市場波動時提供流通量

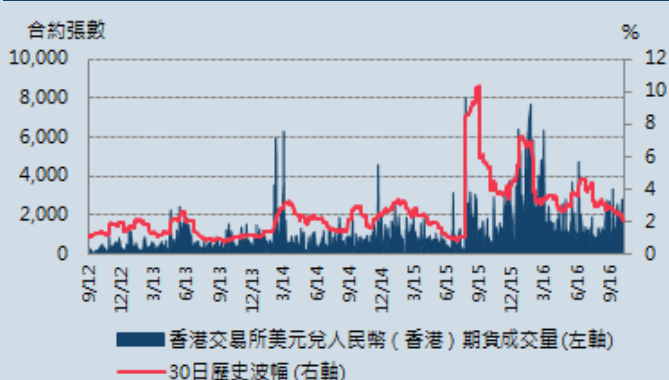


圖 8: 合約月份之成交量分布（10/2016）

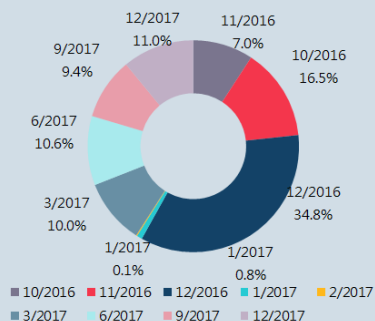
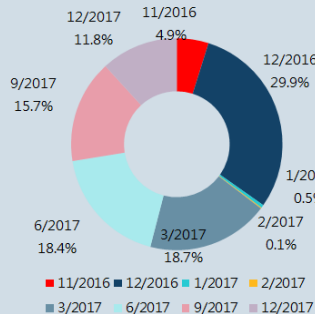


圖 9: 合約月份之持倉量分布（31/10/2016）



## 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10月收報94.97，較2016年9月下跌幅0.28%，其間人行美元兌人民幣中間價跌至6.7641，較2016年9月上升1.29%。
- 2016年10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美元，兌離岸人民幣較2016年9月底升值1.48%。

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10月31日 (月)	2016年9月30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10月31日)	30日實際波幅 (截至2016年9月30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	0.29%	-0.46%	↑	0.29%	-5.56%	2.37%	3.95%	↓	0.79	0.54
TR/香港交易所RXY全球在岸人民幣指數	0.27%	-0.46%	↑	0.27%	-6.55%	3.45%	3.43%	↑	0.75	0.37
TR/香港交易所RXY參考離岸人民幣指數	0.00%	-0.38%	↑	0.00%	-5.58%	3.83%	3.90%	↓	0.70	0.46
TR/香港交易所RXY參考在岸人民幣指數	-0.01%	-0.38%	↑	-0.01%	-6.57%	1.93%	3.57%	↓	0.83	0.46

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人民幣(香港)表現

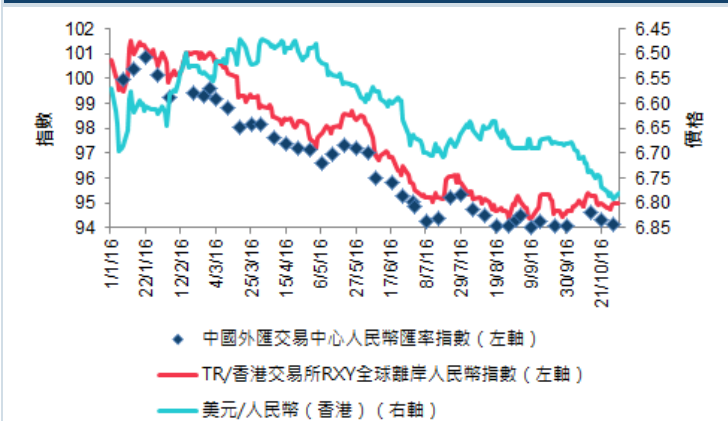
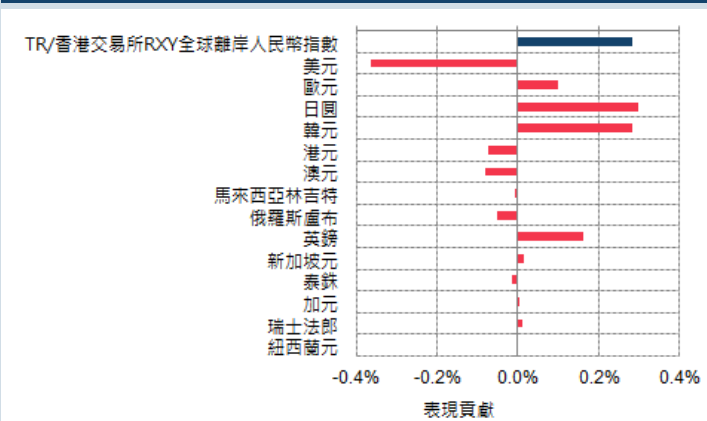


圖 11: 每月表現貢獻分解：TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數 (2016年10月)



### 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2017年9月29日

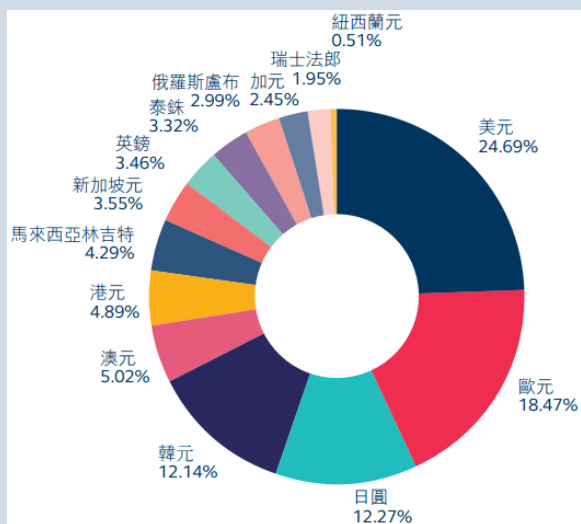


表3: 指數權重

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	24.69%	28.09%	26.40%
歐元	18.47%	21.03%	21.39%
日圓	12.27%	13.97%	14.68%
韓元	12.14%	0.00%	0.00%
澳元	5.02%	5.72%	6.27%
港幣	4.89%	5.56%	6.55%
馬來西亞林吉特	4.29%	4.88%	4.67%
新加坡元	3.55%	4.04%	3.82%
英鎊	3.46%	3.93%	3.86%
泰銖	3.32%	3.78%	3.33%
俄羅斯盧布	2.99%	3.41%	4.36%
加元	2.45%	2.79%	2.53%
瑞士法郎	1.95%	2.22%	1.51%
紐西蘭元	0.51%	0.58%	0.65%

## 離岸人民幣兌其他貨幣

### 歐元兌人民幣(香港)

- 2016年10月離岸人民幣兌歐元匯價較一個月前高0.81%，維持在7.37至7.51相對狹窄區間內浮動。
- 2016年10月三個月場外期權的引伸波幅在8%附近上落，可能與歐洲中央銀行將於2016年12月8日的政策會議上決定是否延長其購入資產計劃有關。
- 外匯因素方面，估值、基礎及利差因素遠高於歷史平均水平，而波動及情緒因素則低於歷史平均數。

#### 離岸人民幣兌 歐元月度表現

↑ 0.81%

引伸波幅

7.8%

圖 13: 外匯因素雷達\*

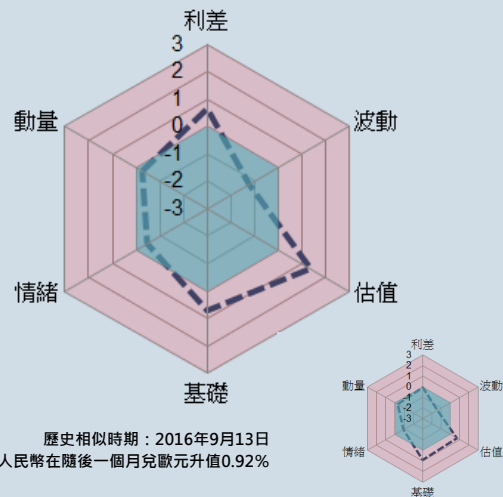


圖 14: 外匯波幅(3個月引伸)

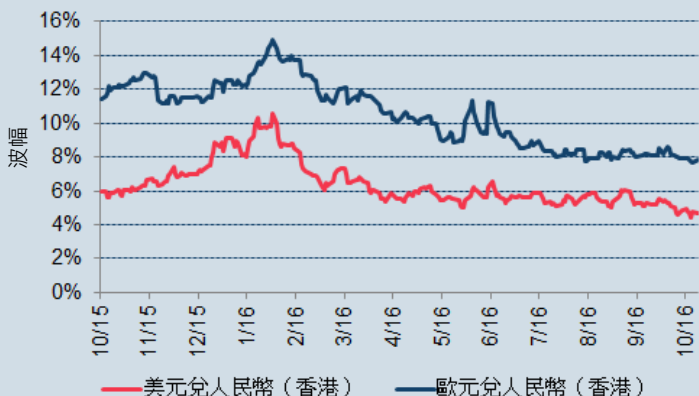
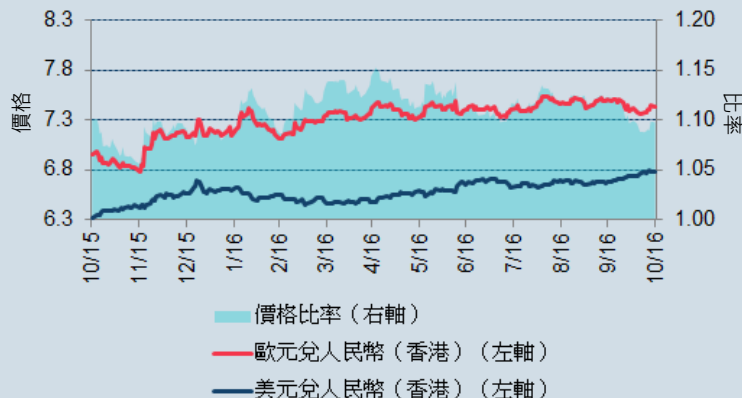


圖 15: 價格比率: 歐元兌人民幣(香港) / 美元兌人民幣(香港)



### 澳元兌人民幣(香港)

- 2016年10月離岸人民幣兌澳元匯價較一個月前低0.81%，原因之一是澳洲消費物價指數回升加上核心通脹率居高不下，在貨幣供應增加的市場預測減退之下，澳元兌離岸人民幣匯價或有短期支持。
- 2016年10月引伸波幅回升至近10%。
- 外匯因素方面，波動及情緒因素低於歷史平均數，而估值及基礎因素高於歷史平均水平。

#### 離岸人民幣兌 澳元月度表現

↓ -0.81%

引伸波幅

9.6%

圖 16: 外匯因素雷達\*

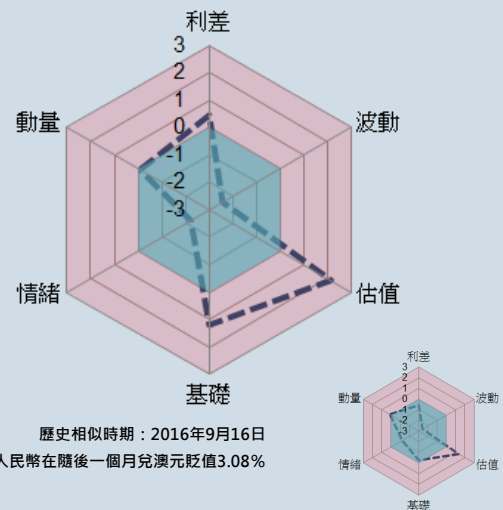


圖 17: 外匯波幅(3個月引伸)

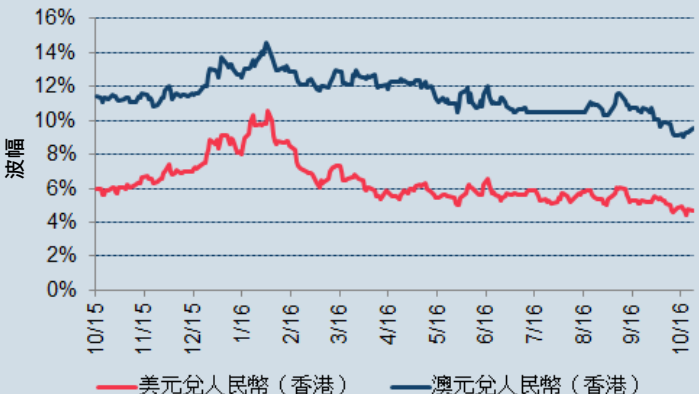
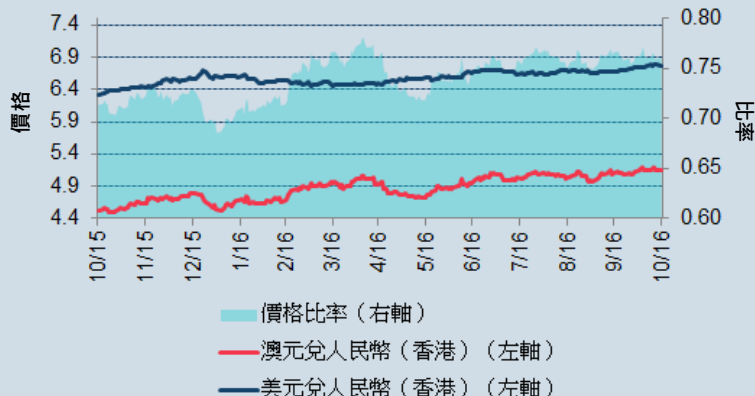


圖 18: 價格比率: 澳元兌人民幣(香港) / 美元兌人民幣(香港)



## 日圓兌人民幣(香港)

- 2016年10月離岸人民幣兌日圓匯價較一個月前高1.84%，原因之一是日本央行官員仍在評估實施「收益率曲線控制」的定量/定性寬鬆計劃的影響，故日本央行對2017年的前景或續抱觀望態度。
- 2016年10月三個月場外期權的引伸波幅在11%附近徘徊。
- 外匯因素方面，波動、利差、情緒及基礎因素均高於歷史平均數，而估值及動量因素則低於歷史平均數。

離岸人民幣兌日圓月度表現  
 ↑ 1.84%  
 引伸波幅  
 10.8%

圖 19: 外匯因素雷達\*

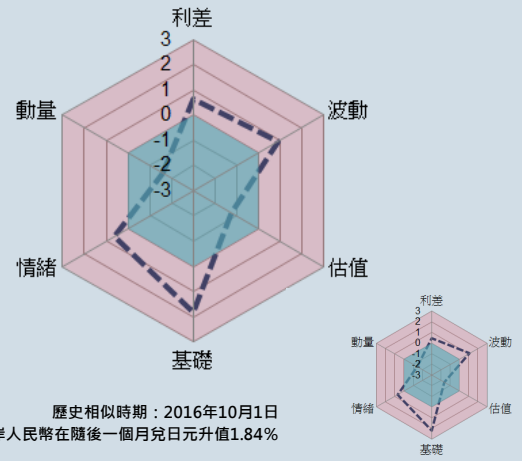


圖 20: 外匯波幅(3個月引伸)

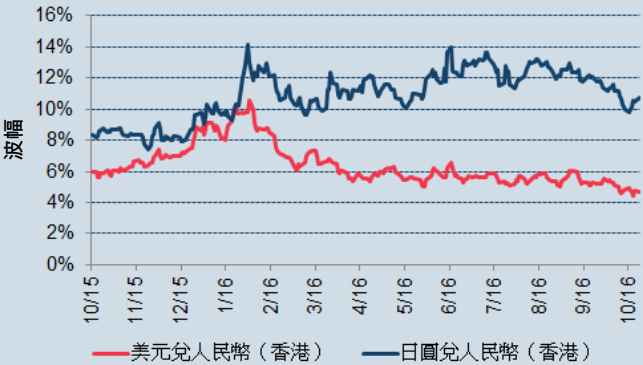


圖 21: 價格比率:日圓兌人民幣(香港) / 美元兌人民幣(香港)

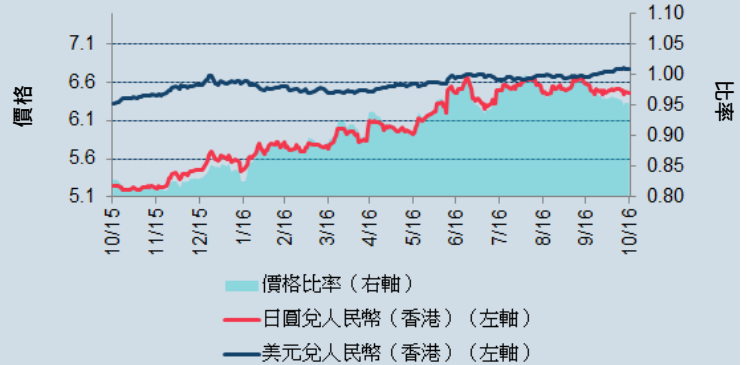


表 4: 人民幣貨幣對匯總表

	表現					波幅					
	10月	9月	變動	前3個月	年初至今	引伸波幅	9月	變動	歷史波幅	9月	變動
美元兌人民幣(香港)	-1.51%	0.22%	↓	-2.22%	-3.20%	4.7%	5.3%	↓	3.1%	3.4%	↓
歐元兌人民幣(香港)	0.81%	-0.50%	↑	-0.48%	-3.64%	7.8%	8.2%	↓	5.9%	6.1%	↓
澳元兌人民幣(香港)	-0.81%	-1.71%	↑	-2.49%	-7.77%	9.6%	10.5%	↓	8.9%	9.1%	↓
日圓兌人民幣(香港)	1.84%	-1.81%	↑	0.45%	-18.67%	10.8%	12.1%	↓	13.4%	13.5%	↓

## 離岸債券市場動態

### 離岸人民幣債券市場評論

- 2016年9月份香港人民幣存款按月回升1.9%至人民幣6,655億元。2016年9月，人民幣跨境貿易結算的匯款總額為人民幣3,829億元(2016年8月：人民幣3,988億元)。
- 中國工商銀行東京分行於2016年10月25日售出價值人民幣5億元(7,380萬美元)的點心債，是首批在日本銷售予專業投資者的離岸人民幣債券。日本這個「面向專業投資者」的債券市場(Pro-Bond)容許境外發行人將既有的預定發行額度登記到Pro-Bond的系統即可在該預定額度範圍內隨時發債，又免去上市文件原須翻譯為日語的規定，積極鼓勵境外發行人到日本發債。

圖 22: 離岸人民幣存款與點心債餘額

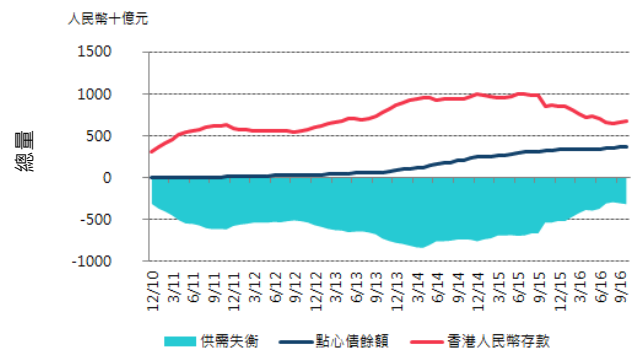


圖 23: 人民幣債券發行按發行人類型分類

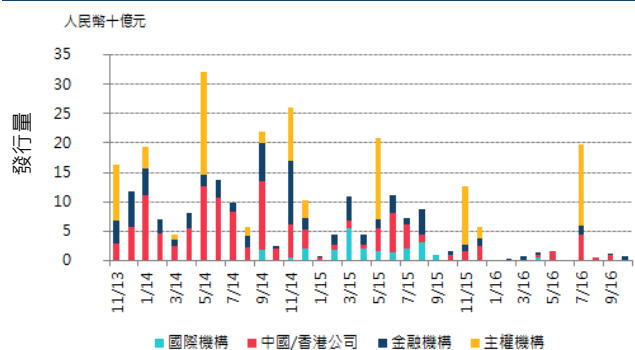
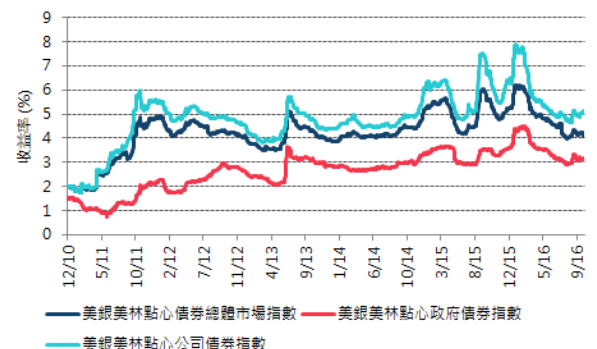


圖 24: 點心債表現



## 在岸債券市場動態

### 在岸人民幣債券市場評論

- 在岸債券市場發行量由2015年10月的人民幣2.3萬億元升至2016年10月的人民幣2.6萬億元，上升16.5%。2016年10月發行的存款證較一年前上升41%。
- 截至2016年10月18日止，地方政府於2015年及2016年銷售了近2,000隻地方政府債券，總值人民幣9.2萬億元；當中80%是通過債務轉債券計劃發行，讓地方政府得以再融資而償還舊債。此外，地方政府銷售了超過3,700隻城投債，集資人民幣3.66萬億元。

圖 25: 財政部債券收益率5年：在岸與離岸 (%)

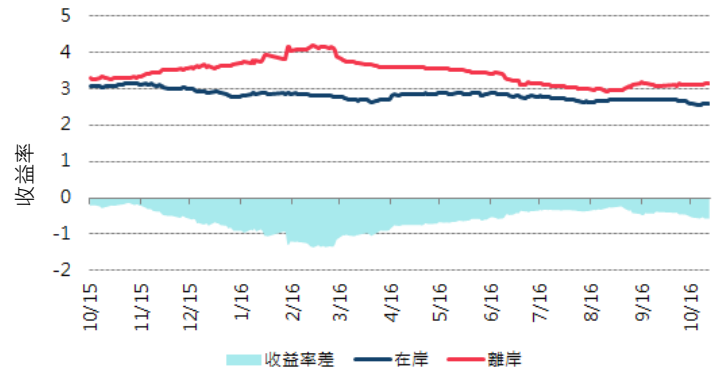


表 5

銀行間市場債券現貨交易主要指標 (按債券類型歸類, 2016年10月)			
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	47,245	41,375.80	2.8389
國債	11,611	8,897.14	2.5474
中期票據	10,575	7,075.43	4.5831
公司債券	7,426	4,137.58	4.2393
存款證	8,849	21,999.58	2.9987
商業票據	11,660	8,681.32	3.2192
央行票據	1	2.58	2.1398
其他	3,876	5,429.56	3.7384
總計	101,243	97,598.99	3.1042

圖 26: 財政部債券餘額按年期分類

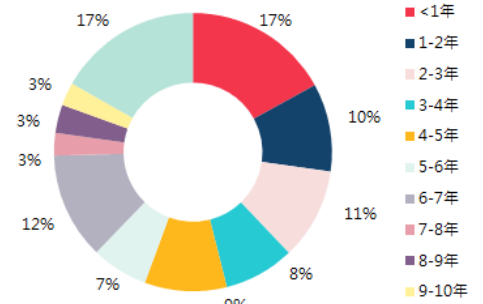


表 6

交易商協會非金融機構發債指導收益率 (截至2016年10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+	2.92	↑	3.39	↓	3.57	↓	3.96	↓	4.21	↓	4.85	↓	5.04	↓	5.29	↓
AAA	3.12	↑	3.47	↓	3.76	↓	4.26	↓	4.50	↓	5.15	↓	5.50	↑	5.80	↑
AA+	3.33	↑	3.85	↓	4.18	↓	4.75	↓	5.15	↓	5.79	↓	6.20	↑	6.53	↓
AA	3.77	↑	4.33	↓	4.66	↓	5.42	↓	5.66	↓	6.55	↑	6.90	↓	7.37	↓
AA-	5.06	↓	5.68	↓	6.05	↓	7.16	↓	7.56	↓	8.20	↓	8.60	↓	8.90	↓

圖 27: 中國銀行間債券市場的外資機構參與度

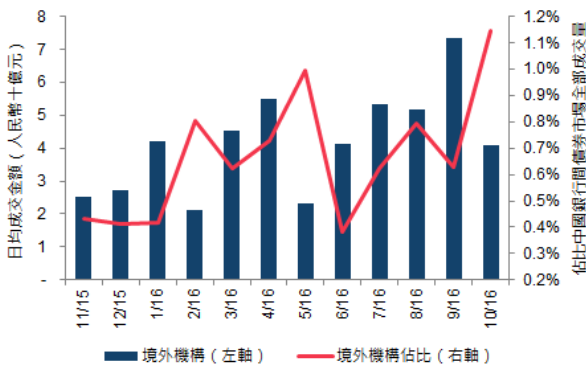


圖 28: 由外資機構持有的在岸債券

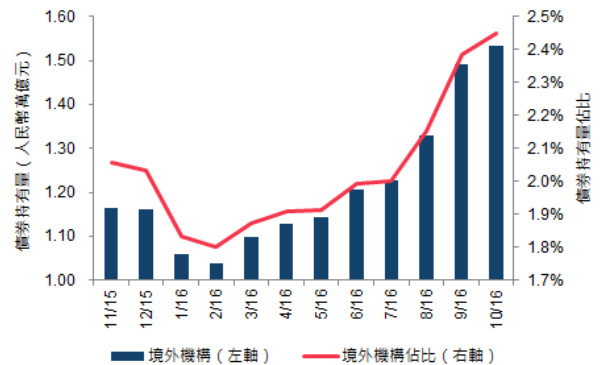


圖 29: 由境外機構持有的債券分佈

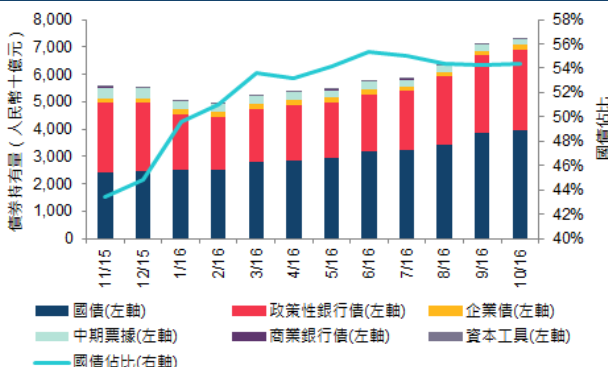


圖 30: 國債期貨交易量



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

- 中國隔夜利率在2016年10月25日升至18個月以來最高位，原因之一是人民幣匯率跌至六年低位，加速資金外流。可以顯示銀行間資金充足與否的一日回購利率上升17個基點至2.41%，是2月以來最大的變幅及2015年4月以來最高位。兩者攀升，均發生於中國人民銀行連續三日調低人民幣每日參考匯率之後。
- 中國10年期政府債券收益率近幾周跌至歷史低位，原因或是經濟前景令人憂慮及其他投資機會不足，推高了債券價格而令收益率下跌。同時，中國當局設法增加投機人士借入短期資金投資的難度，也令短期利率不降甚或反升。

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綫

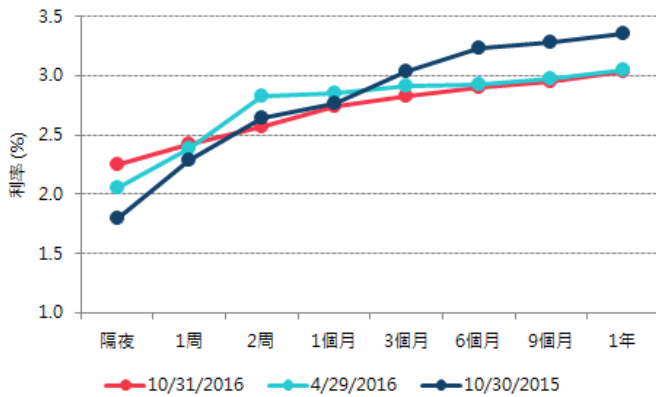


圖 33: 離岸人民幣香港銀行同業拆息收益率曲綫

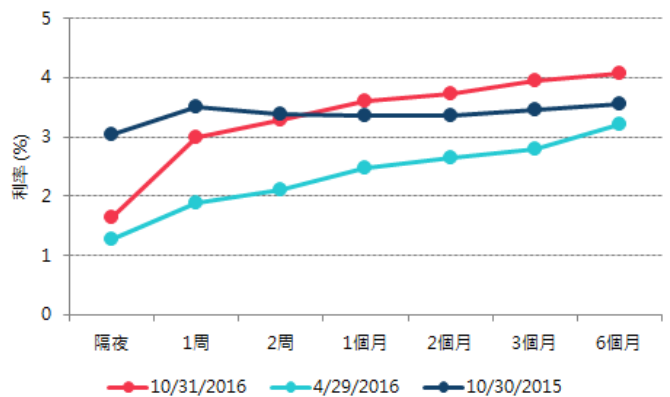


圖 34: 在岸利率互換 (7日回購利率) 收益率曲綫

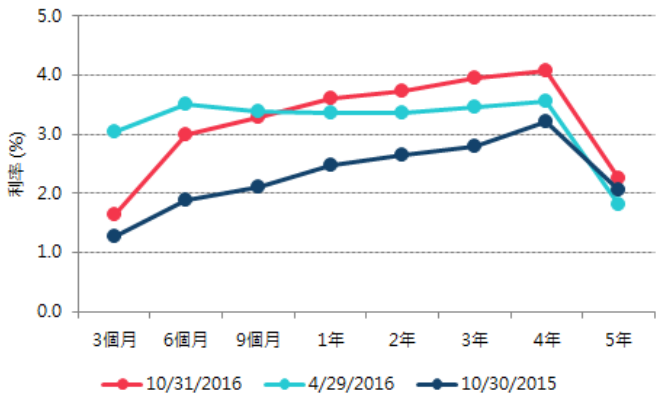


圖 35: 在岸利率交換合約交易名義本金

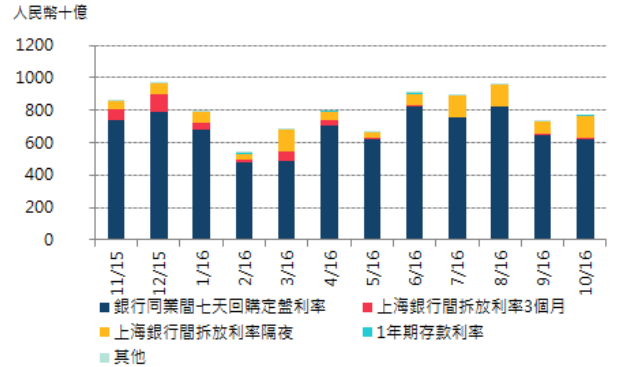


圖 36: 上海銀行同業拆息與離岸人民幣香港銀行同業拆息

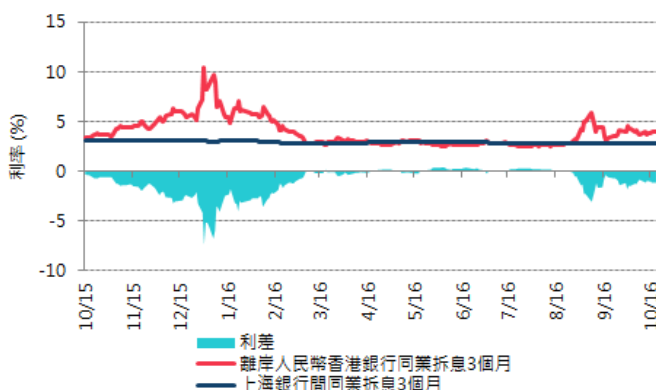
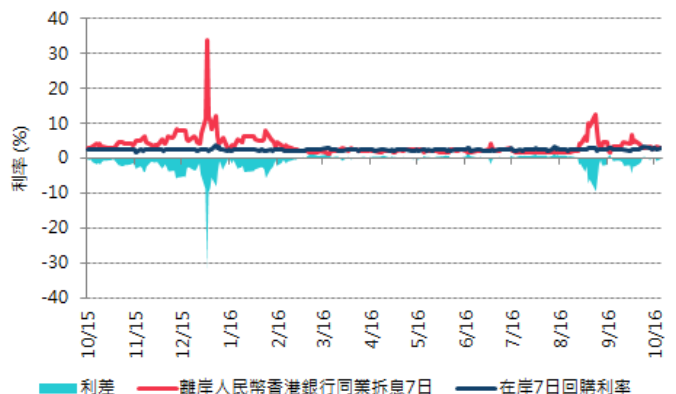


圖 37: 在岸人民幣7日回購利率與離岸人民幣香港銀行同業拆息





(上接第1頁)

## (二) 形成雙向預期，有助於發展貨幣衍生品，培育成熟和有深度、有風險定價能力的外匯交易市場

### 1. 人民幣轉向參考一籃子貨幣，有助貿易途徑的人民幣國際化

從人民幣國際化的進展來看，當前正是人民幣國際化的關鍵階段，人民幣加入SDR具有標志性意義，可以提升國際市場對人民幣的關注和瞭解。

表7: 按新方法，人民幣所占權重低於預期，金融指標貢獻度僅0.8%（截至2015年11月30日）

貨幣	貿易權重	貿易貢獻份額 (A)	金融指標	金融指標貢獻份額 (B)	各貨幣權重 (w=A+B)	2010權重
美元		13.00%		28.70%	41.70%	41.90%
歐元		17.40%		13.50%	30.90%	37.40%
英鎊	50%	4.70%	50%	3.40%	8.10%	11.30%
日元		4.80%		3.50%	8.30%	9.40%
人民幣		10.10%		0.80%	10.90%	

### 2. 人民幣轉向參考一籃子貨幣，使得人民幣對主要新興經濟體來說是比較穩定的貨幣

從國際金融市場發展的歷史來看，一國貨幣在走向國際化的過程中常常首先呈現出區域化的趨勢，即首先被與其經濟金融聯繫緊密的周邊國家和地區廣泛接受。從人民幣國際化的進展來看，隨著“一帶一路”大戰略的實施、中國與周邊經濟體國際產能合作的深化，越來越多中國企業“走出去”參與國際競爭，需要一個更為國際化的人民幣來提供金融支持。這也為人民幣首先在“一帶一路”相關經濟體中實現一定程度的區域化創造了重要的需求動力，同時也對人民幣對新興經濟體等主要貿易國家的匯率穩定提出了要求。人民幣國際化，在可預見的未來，更多的仍是在新興市場國家和周邊國家補充甚至取代原來的國際貨幣，而不是在全世界的範圍內同步嘗試擴大市場份額。

### 3. 人民幣國際化短期的推進速度減緩對匯率制度提出挑戰

從離岸人民幣市場規模來看，人民幣國際化在近期出現了推進速度減緩的狀況。人民幣國際化需要資本市場的開放支持，需要相對穩定的匯率支撐。從“不可能三角”和國際國內金融環境的局限來看，人民幣轉向參考一籃子貨幣是最優選擇，既能確保人民幣相對於一籃子貨幣是穩定的，又能順應人民幣國際化、資本市場有序開放對匯率的要求，可以說是同時對資本自由流動和匯率浮動的部分實現。

## (三) 更靈活的人民幣雙向波動空間與非對稱貶值新模式

### 1. 更靈活的人民幣雙向波動空間

匯率市場化過程中人民幣匯率一直是有管理的，管理的工具主要有日波幅限制和中間價。過去，人民幣匯率彈性擴大主要體現在日波幅限制不斷擴大。在銀行間即期外匯市場上，人民幣對美元的交易價可在中國外匯交易中心對外公布的當日人民幣兌美元匯率中間價規定的幅度內波動，即所謂日波幅限制。最初日波幅為±0.3%，2007年5月18日擴大至0.5%，2012年4月16日擴大至1%，2014年3月15日擴大至2%，至此已經基本滿足人民幣匯率日內波動需要。

轉向參考一貨幣籃子以後，人民幣兌美元匯率會更加具有彈性且經常波動，這樣有利於向更靈活的匯率制度過渡。在存在比較大的升值或貶值壓力的情況下，如果採用擴大浮動區間的方法，很可能使匯率立即達到區間的上限或下限。但是如果是根據貨幣籃子來確定中間匯率和波動區間，只要籃子中貨幣直接的匯率波動還沒有使貨幣籃子的價值偏離區間，波動區間就不會突破。當然這個過程需要人行有比較大的透明度和可信度，如人行公布貨幣籃子的權重，目前來看匯率預期基本穩定了。

### 2. 2016年初非對稱貶值新模式

2016年初，在美元兌其他主要貨幣顯著貶值的情況下，如果堅持盯住中國外匯交易中心籃子，人民幣兌美元匯率就會顯著升值，在當前中國經濟仍存在探底風險的情形下，人行並不願意看到人民幣顯著升值；而在美元走強的背景下，人民幣盯住中國外匯交易中

心籃子匯率，就意味著人民幣將會兌美元顯著貶值，這一貶值有助糾正過去人民幣兌美元匯率存在的高估。在短期內，人行可能繼續採用“非對稱貶值”新模式。這種模式具有兩個特徵：（1）當美元指數走強時，人民幣會選擇更多參考中國外匯交易中心籃子，讓人民幣兌美元匯率貶值，但對一籃子貨幣仍保持穩定乃至升值；（2）當美元指數走弱時，人民幣會選擇更多的參考美元，跟隨美元一起走弱，而讓人民幣兌中國外匯交易中心籃子貶值。

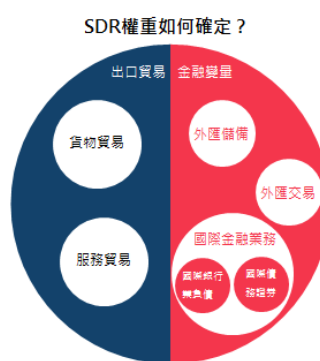
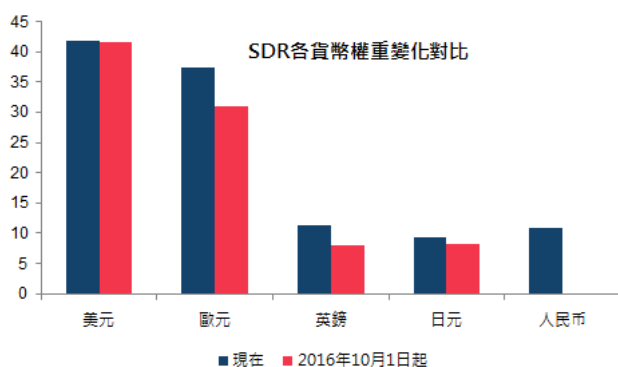
#### (四) 政策建議

中間匯率制度是效率與穩定之間的權衡，是邁向自由浮動匯率的重要中間階段。客觀總結應對匯率波動經驗，適應更大幅度的人民幣匯率波動，堅定推進資本項目開放。參考一籃子貨幣有利於增強人民幣國際獨立地位，從新興市場探尋人民幣國際化動力。

圖 38: 中國人民銀行中間價和美元兌人民幣（在岸）及美元兌人民幣（離岸）上日收盤價



圖 39: SDR各貨幣權重變化對比和SDR權重如何確定



## 人民幣債市新近發展及對SWIFT的影響

### SWIFT 亞太區證券市場及標準主管Alexandre Kech

中國最近宣布將國內銀行間債市對海外投資者開放後，尚未能參與這市場的海外投資者的期望自然很高，特別是那些向來追求收益的投資者。須知現時近三分二的外國政府債券的孳息均不足2%，中國的銀行間債市也就顯得上佳投資之選。

據國際金融研究所一項研究，中國債市現時市值7.4萬億美元，為全球第三大，僅在美國日本之後。按《金融時報》資料，當中由機構投資者持有的只占2%，預期海外機構投資者參與大有增長空間。

#### 在岸市場發展

中國證監會於2012年年中更新了關於合格境外機構投資者(QFII)的投資指引，准許QFII投資於銀行間債市，並於2013年初再取消了人民幣合格境外機構投資者(RQFII)的投資股債比例限制。這兩項轉變均對使用在岸人民幣投資在岸債市帶來正面影響。一如SWIFT Watch數據所顯示，在岸人民幣債券的結算金額從此穩步上揚。2014年第四季的在岸債券結算數額甚至超出了離岸債券金額，2016年7月份的數字則更幾是離岸債券結算額的六倍。

然而，以人民幣進行的在岸債券結算只有68家機構使用SWIFT，反觀以離岸人民幣進行離岸債券結算的機構中有387家使用SWIFT。這些數據所反映的，是QFII和RQFII計劃規定只有合資格機構方准進入內地市場之限制。現在中國對海外機構投資者開放境內銀行間債市，海外投資者的參與勢必增加，使用在岸人民幣債券結算指示的SWIFT會員/成員數目料當相應增加。這些主要使用SWIFT的指示亦會改善債券直通結算的比率。

#### 離岸市場發展

反觀離岸市場却只見拾級而下，但情況一點不意外。如SWIFT Watch的數據顯示，離岸債券交收額只是反映了離岸債市的降溫。對照離岸債券的發行趨勢，看到債券發行商在內地資金成本較低兼規例放寬後，都只管發行在岸債券，就知情況並無衝突。

凡在中國境外發行及結算的人民幣計值債券均統稱為離岸債券，可由國際投資者自由買賣，結算貨幣為離岸人民幣，有時稱之為人民幣(香港)，意指在香港流通用作交易及結算的人民幣。

使用離岸人民幣令業內出現一個人所共知的離岸人民幣結算問題，就是ISO貨幣編碼中根本沒有「CNH」。若在ISO貨幣欄中填上「CNH」，SWIFT網絡會拒絕轉賬指令。為之故才有後來設立的離岸人民幣市場慣例小組，以探討可有何權宜的處理方法。

詳情可參閱SWIFT的離岸人民幣最佳服務指引：

<https://www.swift.com/standards/standards-resources?category=7056>

SWIFT會員/成員若需顯示「CNH」作為離岸人民幣債券的結算貨幣，就要在其結算指令中選擇「香港」作為「結算地點」，以示即使其指令中的ISO貨幣欄顯示為「CNY」，真正使用的貨幣為「CNH」。

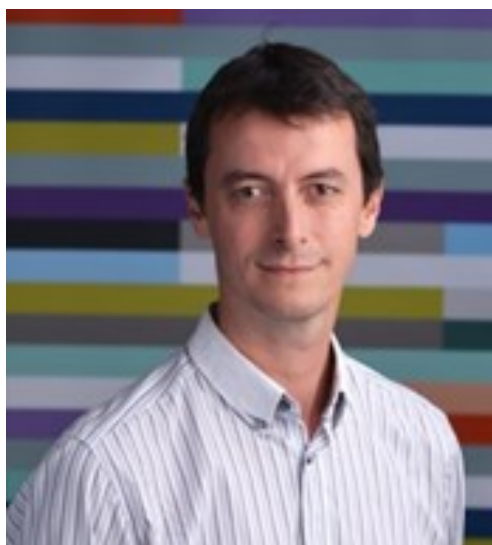
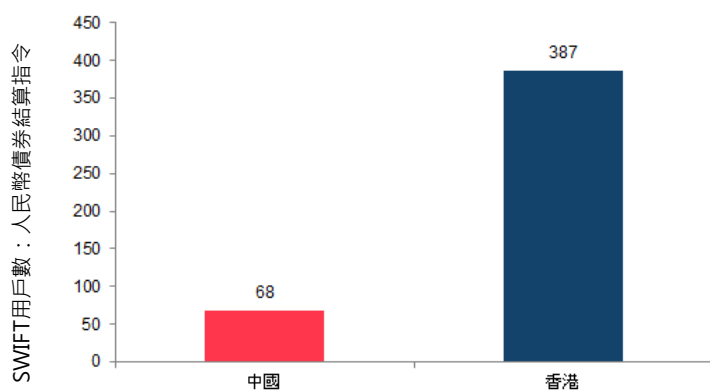
這問題日後當還要作進一步處理，因為會阻礙到採用ISO 20022支援離岸人民幣相關的交易。像內地與香港基金互認安排、讓內地與香港的本土基金可互向對方市場銷售便是一個近例：業界要求就跨境認購及贖回指令實施ISO 20022指令，但只要CNH一天不是有效的ISO貨幣編碼，市場參與者(基金分銷商、過戶處和服務供應商)就都要坐下來，找出實際操作上的對策。

#### 債券通

香港交易所曾表示，為進一步刺激內地與香港之間資金流動，將研究建立「債券通」，實現與中國現貨債券交易及結算互聯互通。若能成事，當正好把指令格式一併與跨境結算普遍使用的業界協定接軌。

**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 40: SWIFT用戶：人民幣債券結算指令



Alexandre Kech為SWIFT 亞太區證券市場及標準主管。

Alexandre作為亞太區證券市場主管的工作包括為SWIFT的亞太區證券客戶分部制定策略及產品類別。他亦負責研究區內金融科技機遇，尤其是適用於證券的「分布式分類賬技術」方面。

證券佔SWIFT的半數訊息量，每年均有雙位數增長。SWIFT向超過80個證券市場基礎設施（交易所、中央交易對手結算所及中央存管處）及數以千計資產管理公司、經紀商及託管商提供產品和服務，利便市場以安全靈活、可靠、標準化、自動化及具成本效益的方式進行交易。

Alexandre亦是亞太區標準主管，管理來自新加坡、悉尼、香港、北京及東京的頂尖標準專才團隊，領導亞太地區討論「國際標準及市場慣例」方面事宜、實施ISO標準、協調市場慣例及採納標準。

## 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。