

### 每月焦点

- 香港交易所首席中国经济学家巴曙松博士预期，人民币纳入国际货币基金组织 (IMF) 特别提款权 (SDR) 货币篮子应无大障碍
- 中国国内生产总值的增长在第三季进一步放缓，国家统计局将其2015年经济增长预测由7.4%削减至7.3%。
- 中国计划向外国央行开放其外汇市场，方便其他国家持有人民币
- 习近平主席表示，中国会继续坚持市场供求决定人民币汇率的改革方向
- 香港交易所被亚洲银行家评为2015年「最佳离岸人民币外汇期货交易所」
- 香港交易所的美元兑人民币（香港）期货未平仓合约于9月底上升至19个月高位达15,645张（名义价值15.6亿美元）
- 采访中央国债登记结算有限责任公司的刘帆先生：中债收益率曲线对商业银行来说日益重要

### 首席经济学家制高点

在随后的月刊中，香港交易所首席中国经济学家巴曙松博士将与大家分享其对人民币定息及货币产品市场相关的近期宏观经济发展的一些想法和见解。

香港交易所首席中国经济学家巴曙松博士预期，人民币纳入国际货币基金组织 (IMF) 特别提款权 (SDR) 货币篮子应无大障碍，以下为巴博士对该课题的其他见解。

一俟人民币成功纳入IMF的SDR货币后，全球188个经济体将自动增加人民币储备，持有人民币的每家央行会加强研究人民币的特性以及相关产品，预期初时人民币资产规模的增幅有限，但日后增长会显著上升。香港应提升专业服务水平，抓紧商机，包括提供对人民币的深入研究，为央行提供可供投资的人民币金融产品，以及为央行的投资和清算工作提供基础设施。随着人民币全球清算系统开通，香港可预期市场对其人民币清算服务的依靠将会大减，因为香港将不再享有现时作为独特清算行的地位。其吸引离岸人民币的其他优势亦可能减弱。届时，香港提供专业金融服务以维持其最大离岸人民币中心角色的能力将受到真正考验。

#### 巴博士对中国外汇储备外流及中国最近调低人民币汇率的看法

巴博士认为中国外汇储备外流是中国外汇储备的演进，是中国外汇开始「民间化」，由国家持有转为企业和居民持有，以及市场在8月11日汇率改革之后需要适应新的汇率体制所致。目前并无出现较大资金外流。

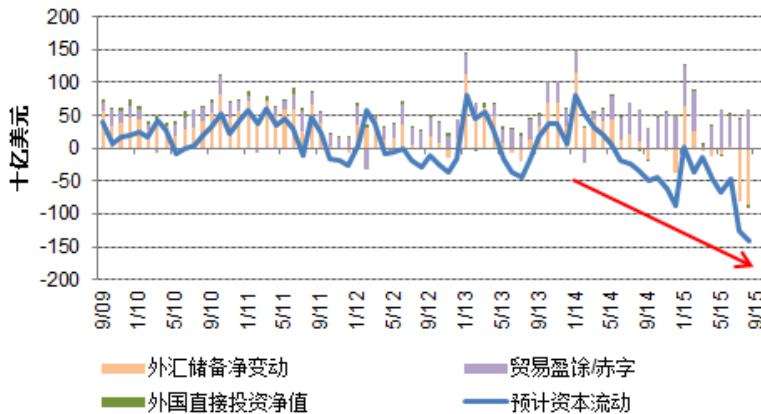
对于上月人民币汇价下调，他相信是为了满足人民币加入SDR的客观需要，重点在消除人民币中间价与市场收盘价之间的差距，及缩小境内外人民币汇率价差。他认为，待短期市场波动逐步平稳后，未来人民币汇率波动的幅度将会加大，人民币汇率需要在双向波动的基础上才可以持续推行国际化。



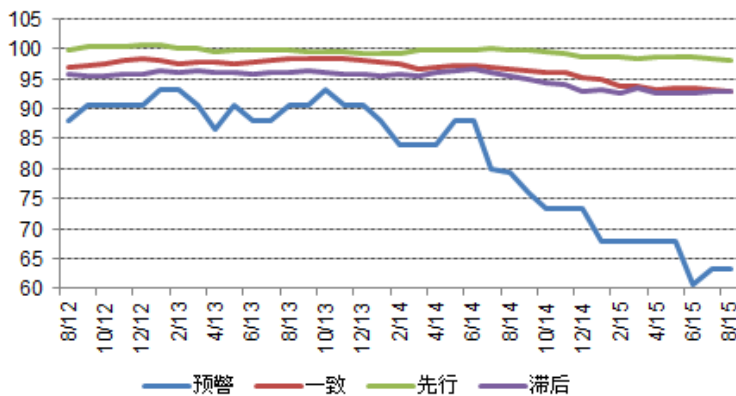
巴曙松教授，现为香港交易所首席中国经济学家，还兼任中国银行业协会首席经济学家，香港特别行政区政府经济发展委员会委员，中国宏观经济学会副秘书长、商务部经贸政策咨询委员会委员、中国银监会中国银行业实施巴塞尔新资本协议专家指导委员会委员、中国证监会并购重组专家咨询委员会委员、中国「十三五」国家发展规划专家委员会委员等。巴教授为享受中国国务院特殊津贴专家，先后担任中国银行杭州市分行副行长、中银香港助理总经理、中国证券业协会发展战略委员会主任、国务院发展研究中心金融研究所副所长等职务，曾在北京大学中国经济研究中心从事博士后研究，以及在哥伦比亚大学担任高级访问学者。

巴教授多次以金融专家身份参加中国金融领域的决策者主持召开的专家座谈会；先后在不同类型的金融机构担任管理职务，是同时熟悉中国金融市场实际业务运作、金融政策制定以及金融理论研究进展的金融专家。主要著作有：《巴塞尔新资本协议研究》、《金融危机中的巴塞尔新资本协议：挑战与改进》、《巴塞尔资本协议 III 研究》、《巴塞尔 III 与金融监管大变革》、《中国资产管理行业发展报告》年度报告等。巴教授曾被评为全球青年领袖奖（世界经济论坛，2009）。

本月图表：中国热钱外流



宏观经济景气指数



## 监管/政策发展动向

- 中国第二季度的国际收支数据显示净热钱流出，可能预示资金加速外逃。作为对资本外流日益关注的一个标志，中国人民银行推出一系列新措施旨在使更多资金留存在国内，包括向金融系统注入流动性，以降低借贷成本；取缔非法的现金离境；动用外汇储备中的美元购买人民币，避免其汇率进一步疲软。
- 9月10日李克强总理在大连举行的世界经济论坛的主题演讲中表示，中国计划允许外国央行参与其外汇市场。
- 习近平主席9月23日在西雅图强调，中国反对搞货币竞争性贬值，反对打货币战，也不会压低人民币汇率刺激出口，并会继续坚持市场供求决定人民币汇率的改革方向，允许人民币双向浮动。

## 宏观经济更新

- 国家统计局在9月6日宣布修改了其经济增长预测。中国的国内生产总值今年预计增长7.3%，而非7.4%。
- 中国8月进口量同比下降13.8%，反映全球大宗商品价格下降和内需持续低迷。该跌幅超过经济预期的8.2%，以及7月8.1%的跌幅。

## 市场/产品发展

- 人行达到IMF对人民币加入SDR的一系列要求，着力消除人民币中间价与市场收盘价之间的差距，缩小境内外人民币汇率价差。为此，人行作出一系列政策变动，当中包括放宽对跨境双向人民币资金池业务的限制，令香港离岸人民币9月11日出现四星期最大升幅，也促使境内外人民币汇率价差收窄。

## 重点研究报告/研讨会

- 大公国际资信评估（香港）认为市场对人民币缺乏信心将损害离岸人民币债券的需求，并减少香港的离岸人民币的流动性。另一方面，以较低的收益率发行离岸人民币债券的能力对一些中国发行人来说是信贷正面的，并且当人民币在明年稳定后，离岸人民币债券收益率有望与在岸人民币债券收益率逐步趋同。

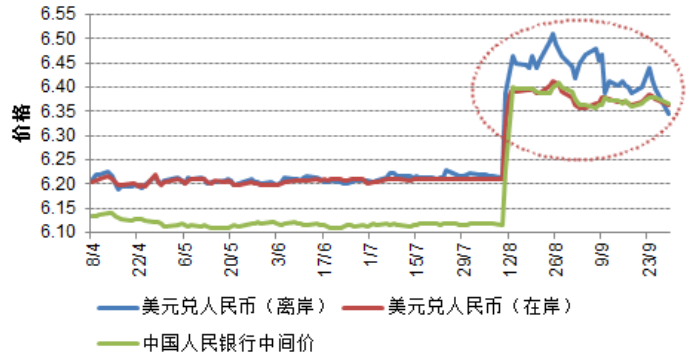
中国主要经济指标	当前	之前	变动	下一个发布日期
实际国内生产总值 (同比%)	7	7	↔	10/19/2015 10:00
消费者物价指数 (同比%)	2	1.6	↑	10/14/2015 09:30
生产者物价指数 (同比%)	-5.9	-5.4	↓	10/14/2015 09:30
工业生产指数 (同比%)	6.1	6	↑	10/19/2015 10:00
固定资产投资 (同比%)	10.9	11.2	↓	10/19/2015 10:00
国外投资 (同比%)	22	5.2	↑	10/08/2015 10/12
中国制造业采购经理指数	49.8	49.7	↑	11/01/2015 09:00
中国人民银行银行家信心指数	40.6	43.4	↓	待定
中国人民银行银行贷款需求指数	56.7	60.4	↓	待定
中国经济景气监测中心经济先行指数	98.23	98.4	↓	10/28/2015 10/31
出口 (同比%)	-5.5	-8.3	↑	10/13/2015
进口 (同比%)	-13.8	-8.1	↓	10/13/2015
M2货币供应量 (同比%)	13.3	13.3	↔	10/10/2015 10/15
零售销售 (同比%)	10.8	10.5	↑	10/19/2015 10:00
消费者信心指数	118.2	116.5	↑	10/28/2015 09:45
银行准备金率 (%)	18	18.5	↓	不常
官方外汇储备 (十亿美元)	3557	3651.3	↓	10/07/2015
3个月上海银行间拆放利率 (%)	3.15	3.09	↑	持续
10年政府债券收益率 (%)	3.27	3.59	↓	持续
人民币/美元汇率	6.361	6.3969	↓	持续

# 人民币外汇市场动态

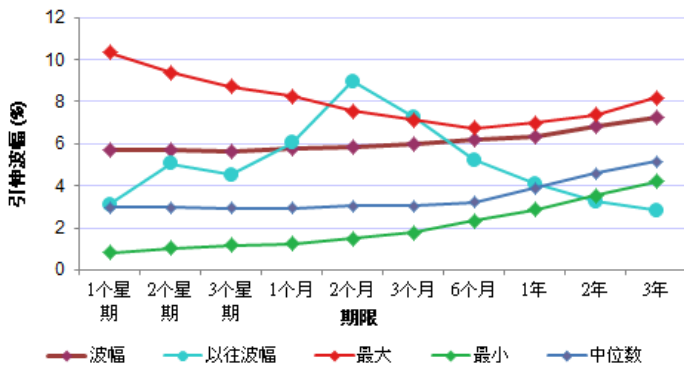
## 离岸人民币外汇市场评论

- 近期人民银行汇率政策的调整导致离岸和在岸人民币的汇率差异扩阔，在8月达至1,000个基点。然而在9月，离岸和在岸人民币的汇率差异收窄至不足500个基点。
- 人民币汇率预测幅度的扩散表明市场还没有就离岸人民币未来的移动方向达成一致意见。
- 在柜台市场交易的美元兑人民币（香港）平价期权的隐含波幅当前水平高于其历史平均水平。

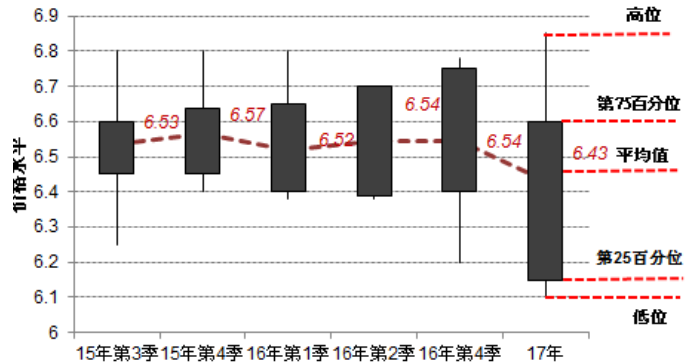
## 在岸/离岸人民币现货价格区间



## 场外交易市场美元兑人民币（香港）期权隐含波动率



## 美元兑人民币价格水平的市场预测

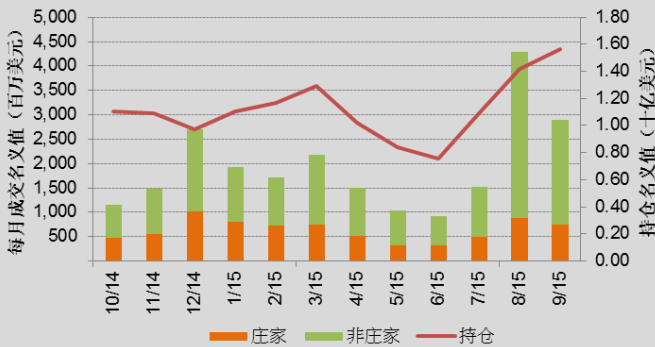


# 香港交易所的美元/人民币（香港）期货

## 产品焦点

- 香港交易所被亚洲银行家评为2015年「最佳离岸人民币外汇期货交易所」。该结果是根据涉及人民币业务的银行、资产管理公司、交易所、券商及企业以多方面的详细评估和高透明度的遴选方式而产生
- 成交量受惠于市场多元化和广泛参与，非庄家合约交易量占比于2015年9月为74%
- 成交张数最多为2015年12月合约。2015年12月、2016年3月及2016年6月的未平仓合约占9月底未平仓合约总数的71%

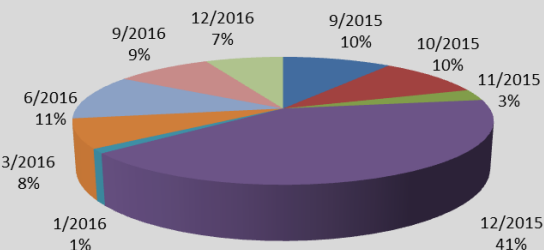
## 美元兑人民币（香港）期货成交量与持仓



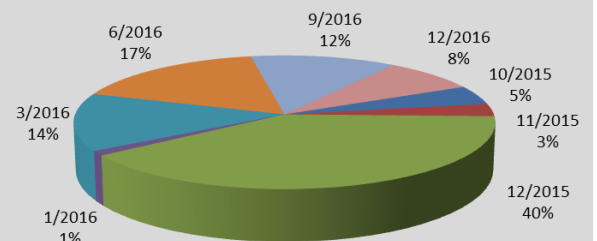
## 香港交易所人民币期货在波幅时提供最佳流通量



## 合约月份之成交量分布（9/2015）



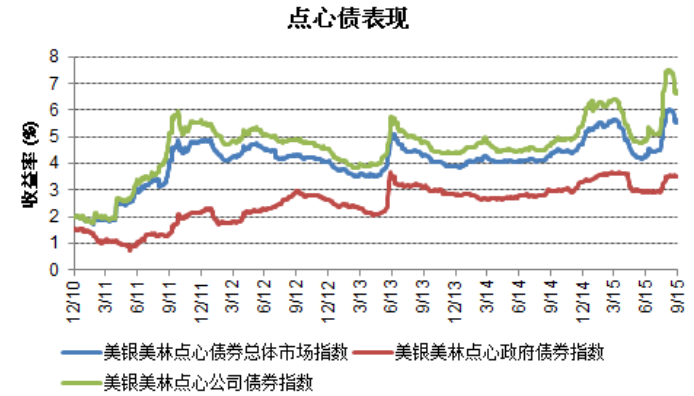
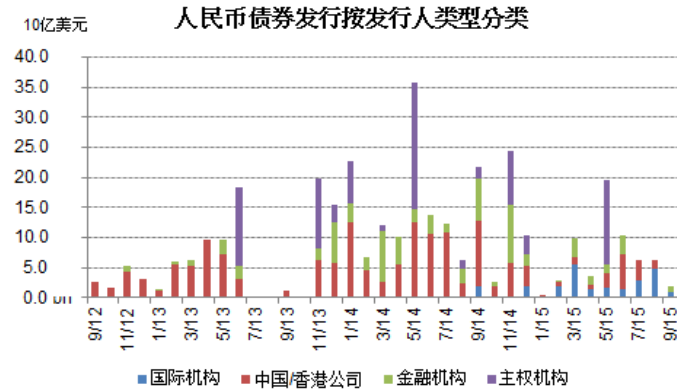
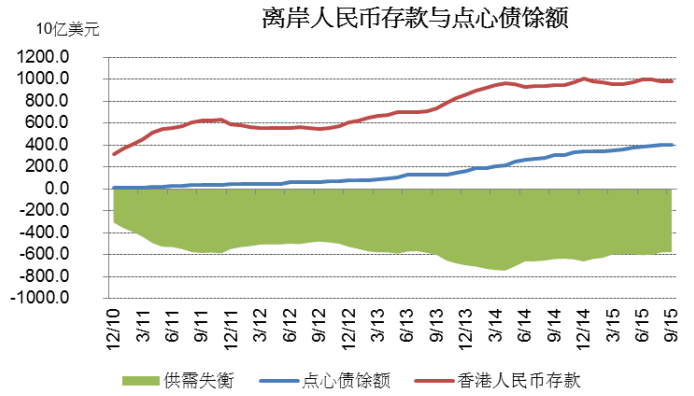
## 合约月份之持仓量分布（30/9/2015）



## 离岸债券市场动态

### 离岸人民币债券市场评论

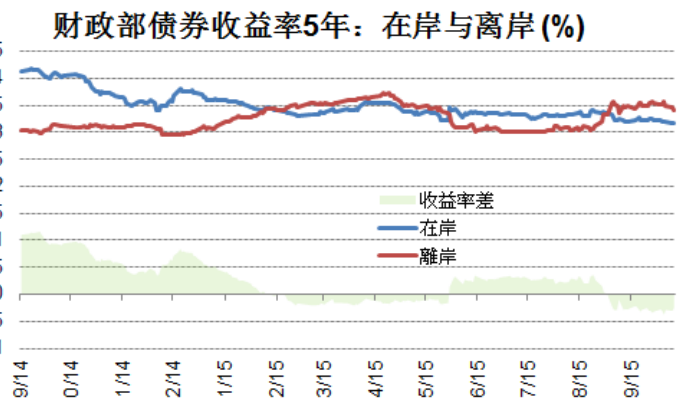
- 财政部国债收益率曲线逐渐向下移动。期内，曲线的短端较长端垂降更多。
- 继人民币近期贬值点心债收益率跃升。
- 国际机构已经在最近点心债的发行上占主导。
- 目前点心债发行活动低迷，归因于离岸人民币近期的贬值和国家发展和改革委员会最近暂停批准中国企业发行点心债。



## 在岸债券市场动态

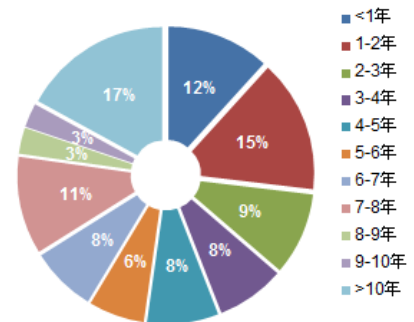
### 在岸人民币债券市场评论

- 中国人民银行正在起草条例将人民币计价的债券，俗称熊猫债券，在大陆市场卖给外国投资者，并计划让更多的企业参与发行，放松在中国境内外使用发行收益的管制。
- 汇丰控股有限公司和中国银行（香港）有限公司已获得中国人民银行的批准，分别发行十亿人民币（\$1.569亿美元）和一百亿人民币的熊猫债券。他们是首批海外商业银行获得在中国总值6万亿美元的银行间债券市场销售债券的权限。



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	25,010	34,836.63	3.3748
國債	8,235	10,142.17	2.9080
中期票據	9,359	8,096.61	4.7042
公司債券	9,167	5,643.19	5.4145
存款證	2,042	4,332.25	3.3557
商業票據	13,832	10,020.51	3.5065
央行票據	217	797.46	2.5672
其他	2,673	2,714.14	5.4498
<b>總計</b>	<b>70,535</b>	<b>76,582.96</b>	<b>3.6903</b>

財政部債券餘額按年期分類



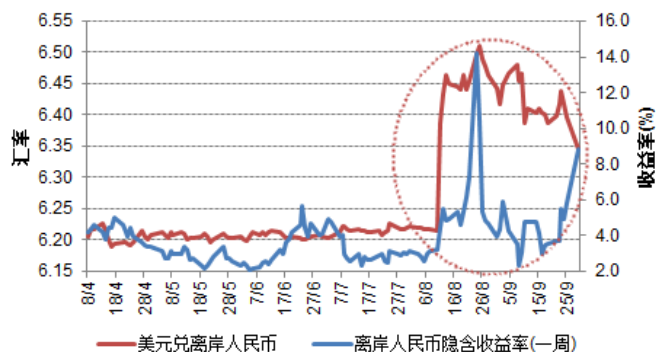
交易商協會非金融機構發債指導收益率 (截至2015年年9月7日)																
	1年	环比	3年	环比	5年	环比	7年	环比	10年	环比	15年	环比	20年	环比	30年	环比
AAA+	3.42	↓	3.98	↓	4.22	↓	4.48	↓	4.67	↓	5.17	↑	5.31	↓	5.57	↑
AAA	3.63	↓	4.12	↓	4.39	↓	4.76	↓	4.99	↓	5.50	↓	5.76	↓	6.03	↑
AA+	3.86	↓	4.49	↓	4.89	↓	5.24	↓	5.62	↓	6.15	↓	6.49	↓	6.75	↑
AA	4.32	↓	4.96	↓	5.38	↓	5.79	↓	6.17	↓	6.83	↓	7.13	↓	7.54	↓
AA-	5.52	↓	6.24	↓	6.75	↓	7.53	↓	7.98	↓	8.47	↑	8.82	↑	9.08	↓

## 在岸/离岸短期利率市场动态

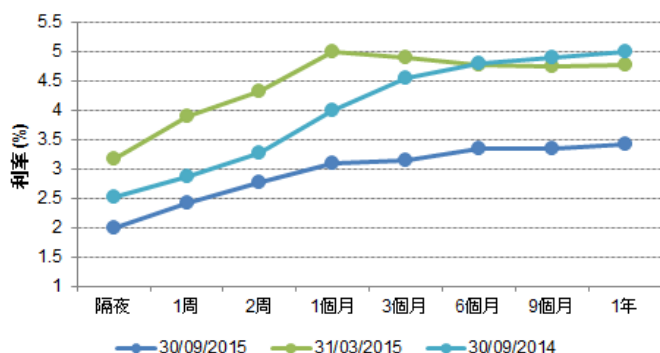
### 在岸/离岸人民币短期利率市场评论

- 9月离岸人民币的引申收益率已经从8月14%的峰值下降至接近4%的历史平均水平。
- 在岸利率（上海银行间同业拆息）和离岸利率（离岸人民币香港银行同业拆息）之间的差异在近期进一步扩大。
- 2015年9月的香港银行同业人民币拆息收益率曲线短期变陡，长期保持相对稳定。

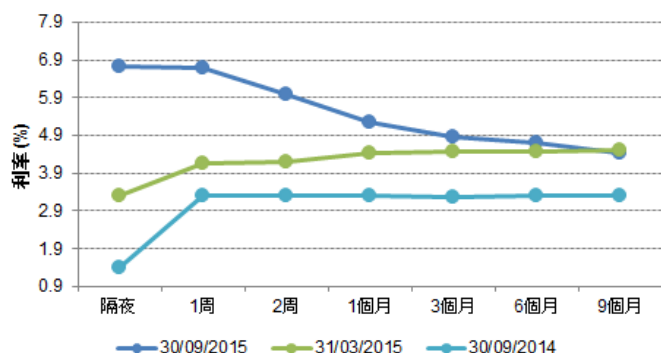
### 离岸人民币隐含收益率受汇率带动抽高



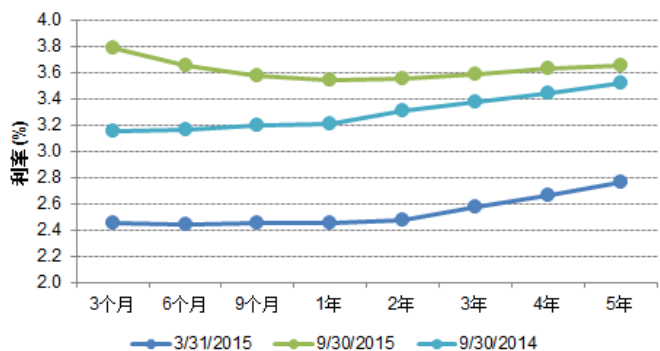
### 上海银行间同业拆息收益率曲线



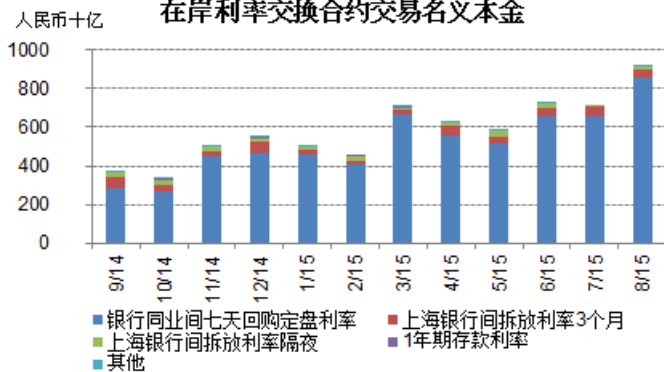
### 离岸人民币香港银行同业拆息收益率曲线



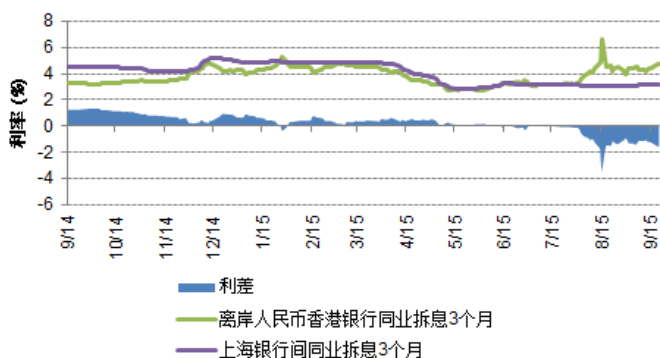
### 在岸利率互换(7日回购利率)收益率曲线



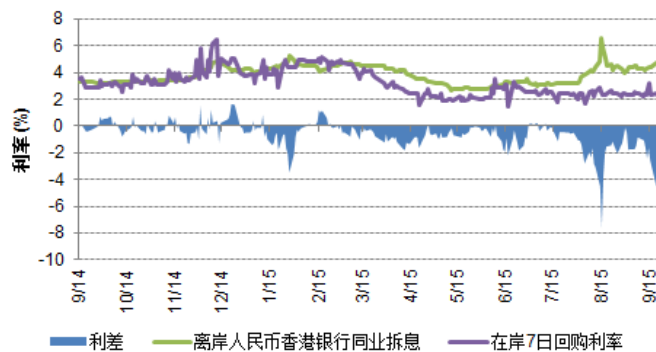
### 在岸利率交换合约交易名义本金



### 上海银行间同业拆息与离岸人民币香港银行同业拆息



### 在岸7日回购利率与离岸人民币香港银行同业拆息



## 专家之言

原文由中央国债登记结算有限责任公司业务总监刘凡先生撰写

### 利率市场化与债券收益率曲线

2015年6月25日人民银行宣布取消1年期以上（不含1年期）存款上限，只保留1年期以下存款利率可上浮50%的限制，至此我国利率市场化从形式上已接近尾声。我理解，从今以后人民银行公布的存贷款利率基准应当基本是央行对商业银行存贷款最低利率的调控目标，对商业银行基本上只有指导意义而不再具有指令性意义。从法理上说，对央行宣布的利率基准，商业银行可根据自身情况自由执行。那么，问题就来了，不同资质和规模的商业银行今后仅参考央行宣布的一对相对稳定的指导性利率基准来为其存贷款业务定价是远远不够的，他们还应参考什么？

我认为，债券收益率曲线是商业银行存贷款利率定价日益重要的参考。目前我国债券市场存量已达40万亿元，相当于GDP的2/3，世界排名第三。境内外市场投资者、第三方中介服务机构和信息商都在编制人民币债券收益率曲线，其中中债收益率曲线编制历史达16年，在其估值成功应用于商业银行、保险公司、基金公司和证券公司债券投资前中后台管理的基础上，又成为国债、地方政府债、企业永续债和商业银行优先股发行人指定定价基准，有的银行已尝试用其作为贷款定价基准。中债收益率曲线参照人民银行信用评级标准，包括了从AAA到CC全部信用等级的固定和浮动利率曲线，与商业银行的内部企业评级可以对应。从去年以来，中债收益率曲线有效用于为集中登记的银行理财非标资产估值。可以说，商业银行只要在所放贷款信用等级对应的中债收益率上加上流动性溢价，就得到了市场化的公允贷款利率。这与商业银行内部成本定价(FTP)法是相辅相成的。如果，商业银行FTP价低于公允贷款利率则有利润，反之有亏损。

有人说，因为我国债券市场发展不成熟，所以其收益率必不成熟，不可以其为存贷款利率基准。这话有一定道理，但又过于绝对。首先，债券市场要完善的地方确实很多，但不能否认的是其利率市场化程度远远领先于存贷款市场。其次，全国各商业银行贷款利率信息的内在私密性，使其集合信息不是可按信用等级逐日精细化观察的显性信息，在央行官定利率淡出后，缺少其他可逐日变化和跟踪的替代基准，官方推荐的其他市场基准或者过于简单或者缺少真实成交数据印证，走势过于平稳，令市场难以信服。因此，全信用等级的企业债券收益率曲线难以替代地成为企业贷款利率新基准的首选。

有人又说，事实上商业银行并没有在存贷款定价时参考企业债券收益率曲线呀。我认为这引出了又一个深层次的问题。据了解，目前大部分商业银行缺少市场化的贷款定价模型，还沉湎于按官定利率基准定价的模式中，即根据企业的信用等级只敢在央行指导利率基准上浮30-40%，再上浮就怕被扣上「贷款贵」的帽子。这样定价对大企业影响不大，因为如果贷款定价不合理，大企业可以选择来市场化程度高的债券市场发债。但中小企业就惨了，他们因资质较低，信息披露不规范和入市门槛高等原因还难以大量进入债券市场；而商业银行因不敢参考企业债券收益率曲线使贷款利率上浮足够高，贷款风险难以覆盖，从而导致对中小企业少放或不放款。

此外，商业银行特别是国有控股商业银行贷款管理制度普遍存在另一个严重问题，就是谁贷款谁收贷，全收回来是应该的，一笔收不回来，信贷员轻则减薪，重则轮岗下岗，而中小企业倒债概率高于大企业，信贷员和基层行出于自保本能地不愿意给中小企业放款，这进一步加剧了中小企业贷款难。我国互联网金融等民间金融特别活跃就是在弥补因商业银行贷款定价机制和收贷机制不合理，而导致的「贷款难」，但民间金融因品牌不彰、管理经验不足和牌照限制，很长时期内难以完全替代传统商业银行的不作为。正

确的解决做法应当是，培训商业银行参考企业债券率曲线为中小企业贷款定价，推行大数据管理和全行贷款统一核算制，只要全行贷款收回本息和大于放款总额且有合理利润就是成功。信贷员和基层行只是营销员和营销网点，只要没有违法乱纪，就不应承担贷款收不回来的责任。

商业银行的存款零售定价相对透明，可以到各家柜台上抄录，同业大额可转让存款(CD)大量发行，也提供了存款定价的新参考。中债商业银行债收益率曲线族是在每日综合各信用等级的商业银行债券和CD的发行和交易信息基础上，参照人民银行信用等级标准编制的一组各信用等级商业银行各期限结构负债价格大全，为商业银行负债定价和对商业银行负债成本分析研究提供了方便。



刘凡先生从事银行、股票及债券监管和服务30余年，现任中央国债登记结算有限责任公司业务总监，所服务的债券簿记系统获人行科技一等奖，估值系统获人行科技二等奖。2003年以来率领债券信息产品团队先后完善和推出了中债收益率曲线、估值、指数、VAR值、债券市场统计和结算成员个性统计等中债信息产品，该产品成为中国债券市场重要的定价参考，受到市场广泛接收和认可。

**免责声明：**本文内容仅供参考，不能取代咨询专业顾问意见。

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](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

电邮： [FICD@hkex.com.hk](mailto:FICD@hkex.com.hk)



#### 免责声明

此刊物包含的所有信息仅供参考。虽然香港交易所竭力确保所提供资料准确、可靠和完整，但香港交易所及其任何附属公司对相关资料的准确性、完整性、可靠性及适用性概不作任何明示或暗示的保证和陈述，也不对此负责或承担任何法律责任。对于任何因资讯不准确或遗漏又或因根据或依赖资讯所作的决定、行动或不采取行动所引致的损失或损害，香港交易所概不负责。

有关资讯并不构成也不拟构成投资意见或建议作出任何投资决定。任何人士有意使用此等资讯或其中任何部分应寻求独立专业意见。未经香港交易所事先书面许可，严禁以任何形式或方法修改资讯的全部或部分。

期货涉及高风险，买卖期货所招致的损失有可能超过开仓时缴付的按金，令阁下或须在短时间内缴付额外按金。若未能缴付，阁下的持仓或须平仓，任何亏损概要自行承担。因此，阁下务须清楚明白买卖期货的风险，并衡量是否适合自己。阁下进行交易前，宜根据本身财务状况及投资目标，向经纪或财务顾问查询是否适合买卖期货合约。