

### 每月焦點

- 香港交易所首席中國經濟學家巴曙松博士預期，人民幣納入國際貨幣基金組織(IMF)特別提款權(SDR)貨幣籃子應無大障礙
- 中國國內生產總值的增長在第三季進一步放緩，國家統計局將其2015年經濟增長預測由7.4%削減至7.3%。
- 中國計劃向外國央行開放其外匯市場，方便其他國家持有人民幣
- 習近平主席表示，中國會繼續堅持市場供求決定人民幣匯率的改革方向
- 香港交易所被亞洲銀行家評為2015年「最佳離岸人民幣外匯期貨交易所」
- 香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨未平倉合約於9月底上升至19個月高位達15,645張（名義價值15.6億美元）
- 采访中央國債登記結算有限責任公司的劉帆先生：中債收益率曲綫對商業銀行來說日益重要

### 首席經濟學家制高點

在隨後的月刊中，香港交易所首席中國經濟學家巴曙松博士將與大家分享其對人民幣定息及貨幣產品市場相關的近期宏觀經濟發展的一些想法和見解。

香港交易所首席中國經濟學家巴曙松博士預期，人民幣納入國際貨幣基金組織(IMF)特別提款權(SDR)貨幣籃子應無大障礙，以下為巴博士對該課題的其他見解。

一俟人民幣成功納入IMF的SDR貨幣後，全球188個經濟體將自動增加人民幣儲備，持有人民幣的每家央行會加強研究人民幣的特性以及相關產品，預期初時人民幣資產規模的增幅有限，但日後增長會顯著上升。香港應提升專業服務水平，抓緊商機，包括提供對人民幣的深入研究，為央行提供可供投資的人民幣金融產品，以及為央行的投資和清算工作提供基礎設施。隨著人民幣全球清算系統開通，香港可預期市場對其人民幣清算服務的依靠將會大減，因為香港將不再享有現時作為獨特清算行的地位。其吸引離岸人民幣的其他優勢亦可能減弱。屆時，香港提供專業金融服務以維持其最大離岸人民幣中心角色的能力將受到真正考驗。

#### 巴博士對中國外匯儲備外流及中國最近調低人民幣匯價的看法

巴博士認為中國外匯儲備外流是中國外匯儲備的演進，是中國外匯開始「民間化」，由國家持有轉為企業和居民持有，以及市場在8月11日匯率改革之後需要適應新的匯率體制所致。目前並無出現較大資金外流。

對於上月人民幣匯價下調，他相信是為了滿足人民幣加入SDR的客觀需要，重點在消除人民幣中間價與市場收盤價之間的差距，及縮小境內外人民幣匯率價差。他認為，待短期市場波動逐步平穩後，未來人民幣匯率波動的幅度將會加大，人民幣匯率需要在雙向波動的基礎上才可以持續推行國際化。

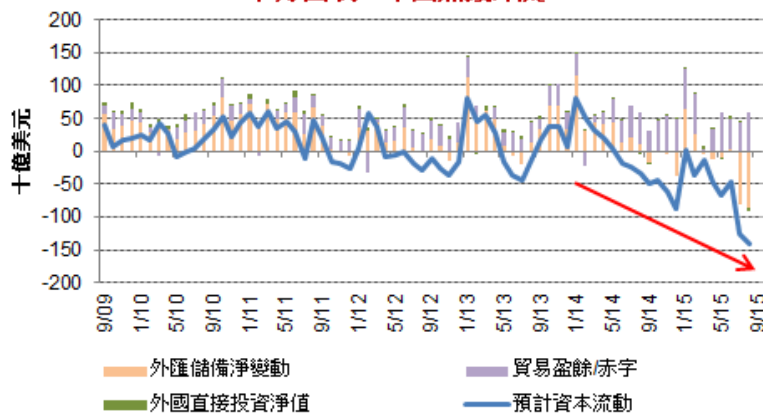


巴曙松教授，現為香港交易所首席中國經濟學家，還兼任中國銀行業協會首席經濟學家，香港特別行政區政府經濟發展委員會委員，中國宏觀經濟學會副秘書長、商務部經貿政策諮詢委員會委員、中國銀監會中國銀行業實施巴塞爾新資本協議專家指導委員會委員、中國證監會并購重組專家諮詢委員會委員、中國「十三五」國家發展規劃專家委員會委員等。巴教授為享受中國國務院特殊津貼專家，先後擔任中國銀行杭州市分行副行長、中銀香港助理總經理、中國證券業協會發展戰略委員會主任、國務院發展研究中心金融研究所副所長等職務，曾在北京大學中國經濟研究中心從事博士後研究，以及在哥倫比亞大學擔任高級訪問學者。

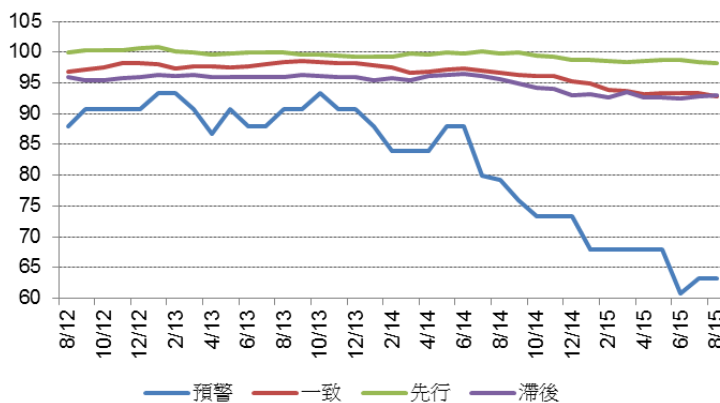
巴教授多次以金融專家身份參加中國金融領域的決策者主持召開的專家座談會；先後在不同類型的金融機構擔任管理職務，是同時熟悉中國金融市場實際業務運作、金融政策制定以及金融理論研究進展的金融專家。主要著作有：《巴塞爾新資本協議研究》、《金融危機中的巴塞爾新資本協議：挑戰與改進》、《巴塞爾資本協議 III 研究》、《巴塞爾 III 與金融監管大變革》、《中國資產管理行業發展報告》年度報告等。巴教授曾被評為全球青年領袖獎（世界經濟論壇，2009）。

## 中國宏觀經濟更新

### 本月圖表：中國熱錢外流



### 宏觀經濟景氣指數



### 監管/政策發展動向

- 中國第二季度的國際收支數據顯示淨熱錢流出，可能預示資金加速外逃。作為對資本外流日益關注的一個標誌，中國人民銀行推出一系列新措施旨在使更多資金留存在國內，包括向金融系統注入流動性，以降低借貸成本；取締非法的現金離境；動用外匯儲備中的美元購買人民幣，避免其匯率進一步疲軟。
- 9月10日李克強總理在大連舉行的世界經濟論壇的主題演講中表示，中國計劃允許外國央行參與其外匯市場。
- 習近平主席9月23日在西雅圖強調，中國反對搞貨幣競爭性貶值，反對打貨幣戰，也不會壓低人民幣匯率刺激出口，并會繼續堅持市場供求決定人民幣匯率的改革方向，允許人民幣雙向浮動。

### 宏觀經濟更新

- 國家統計局在9月6日宣布修改了其經濟增長預測。中國的國內生產總值今年預計增長7.3%，而非7.4%。
- 中國8月進口量同比下降13.8%，反映全球大宗商品價格下降和內需持續低迷。該跌幅超過經濟師預期的8.2%，以及7月8.1%的跌幅。

### 市場/產品發展

- 人行為達到IMF對人民幣加入SDR的一系列要求，著力消除人民幣中間價與市場收盤價之間的差距，縮小境內外人民幣匯率價差。為此，人行作出一系列政策變動，當中包括放寬對跨境雙向人民幣資金池業務的限制，令香港離岸人民幣9月11日出現四星期最大升幅，也促使境內外人民幣匯率價差收窄。

### 重點研究報告/研討會

- 大公國際資信評估(香港)認為市場對人民幣缺乏信心將損害離岸人民幣債券的需求，并減少香港的離岸人民幣的流動性。另一方面，以較低的收益率發行離岸人民幣債券的能力對一些中國發行人來說是信貸正面的，并且當人民幣在明年穩定后，離岸人民幣債券收益率有望與在岸人民幣債券收益率逐步趨同。

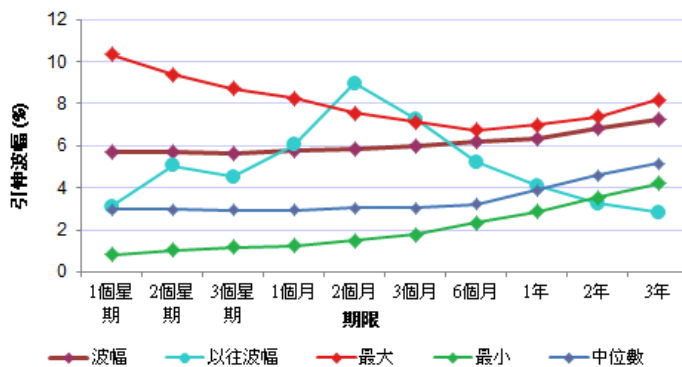
中國主要經濟指標	當前	之前	變動	下一個發布日期
實際國內生產總值(同比%)	7	7	↔	10/19/2015 10:00
消費者物價指數(同比%)	2	1.6	↑	10/14/2015 09:30
生產者物價指數(同比%)	-5.9	-5.4	↓	10/14/2015 09:30
工業生產指數(同比%)	6.1	6	↑	10/19/2015 10:00
固定資產投資(同比%)	10.9	11.2	↓	10/19/2015 10:00
國外投資(同比%)	22	5.2	↑	10/08/2015 10/12
中國製造業採購經理指數	49.8	49.7	↑	11/01/2015 09:00
中國人民銀行銀行家信心指數	40.6	43.4	↓	待定
中國人民銀行銀行貸款需求指數	56.7	60.4	↓	待定
中國經濟景氣監測中心經濟先行指數	98.23	98.4	↓	10/28/2015 10/31
出口(同比%)	-5.5	-8.3	↑	10/13/2015
進口(同比%)	-13.8	-8.1	↓	10/13/2015
M2貨幣供應量(同比%)	13.3	13.3	↔	10/10/2015 10/15
零售銷售(同比%)	10.8	10.5	↑	10/19/2015 10:00
消費者信心指數	118.2	116.5	↑	10/28/2015 09:45
銀行準備金率(%)	18	18.5	↓	不常
官方外匯儲備(十億美元)	3557	3651.3	↓	10/07/2015
3個月上海銀行間拆放利率(%)	3.15	3.09	↑	持續
10年政府債券收益率(%)	3.27	3.59	↓	持續
人民幣/美元匯率	6.361	6.3969	↓	持續

## 人民幣外匯市場動態

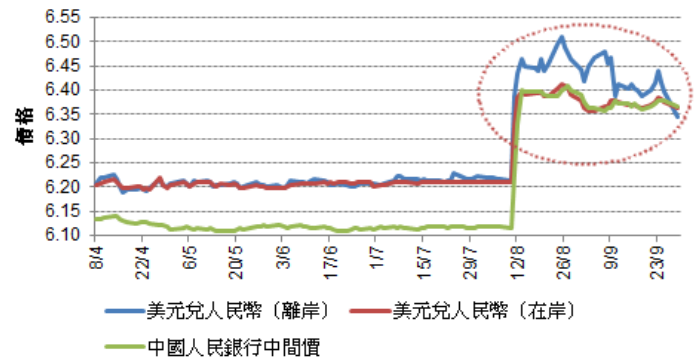
### 離岸人民幣外匯市場評論

- 近期人民銀行匯率政策的調整導致離岸和在岸人民幣的匯率差異擴闊，在8月達至1,000個點子。然而在9月，離岸和在岸人民幣的匯率差異收窄至不足500個點子。
- 人民幣匯率預測幅度的擴散表明市場還沒有就離岸人民幣未來的移動方向達成一致意見。
- 在櫃檯市場交易的美元兌人民幣（香港）平價期權的隱含波幅當前水平高于其歷史平均水平。

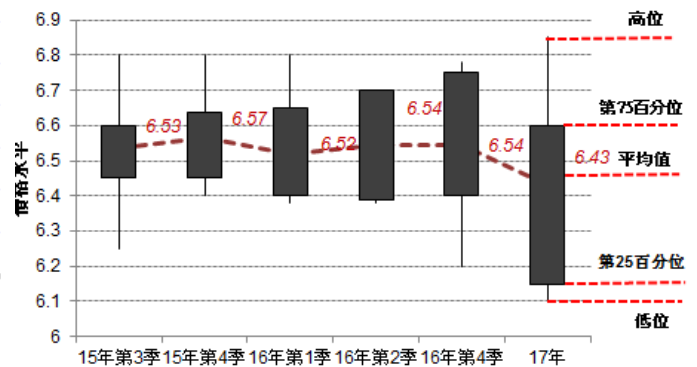
### 場外交易市場美元兌人民幣（香港）期權隱含波動率



### 在岸/離岸人民幣現貨價格區間



### 美元兌人民幣價格水平的市場預測

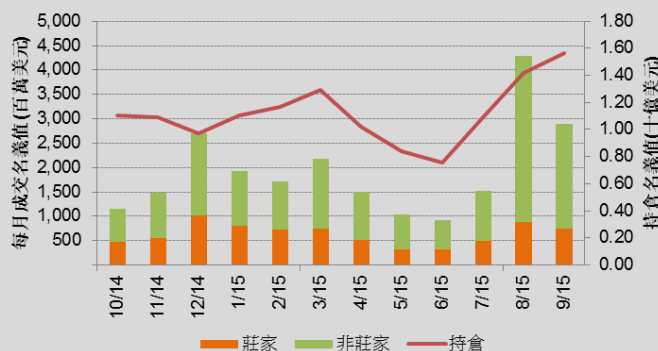


## 香港交易所的美元/人民幣（香港）期貨

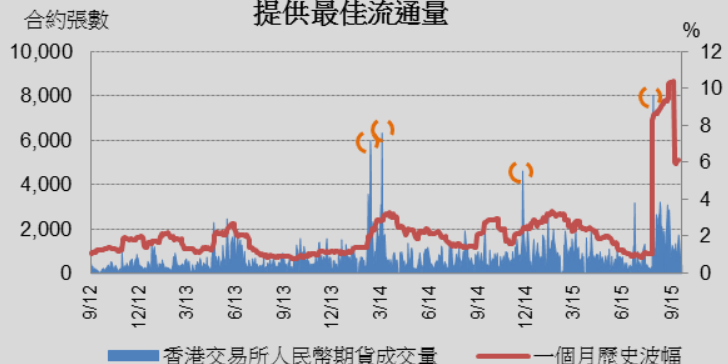
### 產品焦點

- 香港交易所被亞洲銀行家評為2015年「最佳離岸人民幣外匯期貨交易所」。該結果是根據涉及人民幣業務的銀行、資產管理公司、交易所、證券商及企業以多方面的詳細評估和高透明度的遴選方式而產生。
- 成交量受惠于市場多元化和廣泛參與，非莊家合約交易量占比于2015年9月為74%。
- 成交張數最多為2015年12月合約。2015年12月、2016年3月及2016年6月的未平倉合約占9月底未平倉合約總數的71%。

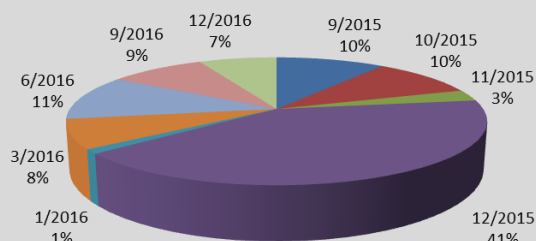
### 美元兌人民幣(香港)期貨成交量與持倉



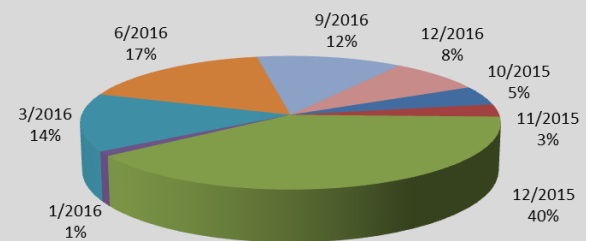
### 香港交易所人民幣期貨在波幅時提供最佳流通量



### 合約月份之成交量分布 (9/2015)



### 合約月份之持倉量分布 (30/9/2015)

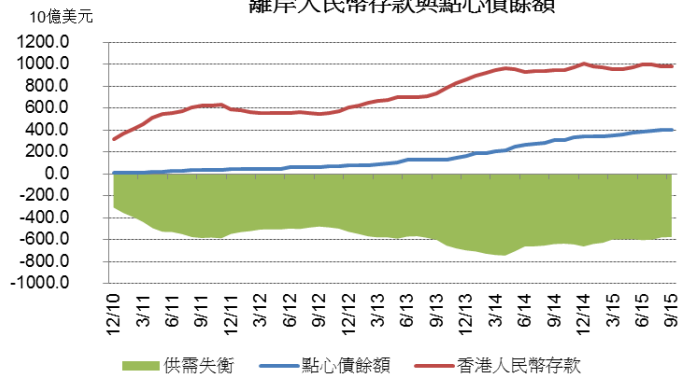


## 離岸債券市場動態

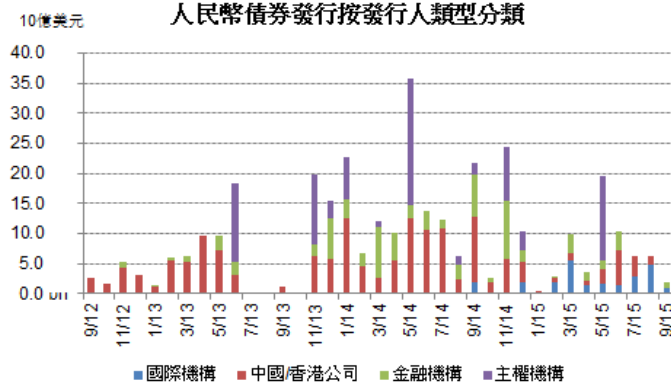
### 離岸人民幣債券市場評論

- 財政部國債收益率曲線逐漸向下移動。期內，曲線的短端較長端垂降更多。
- 繼人民幣近期貶值點心債收益率躍升。
- 國際機構已經在最近點心債的發行上占主導。
- 目前點心債發行活動低迷，歸因於離岸人民幣近期的貶值和國家發展和改革委員會最近暫停批准中國企業發行點心債。

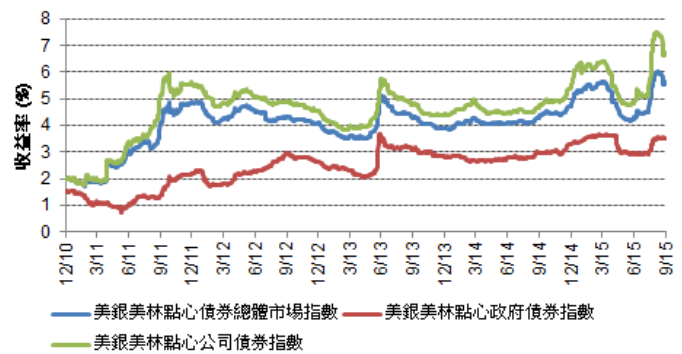
離岸人民幣存款與點心債餘額



人民幣債券發行按發行人類型分類



點心債表現

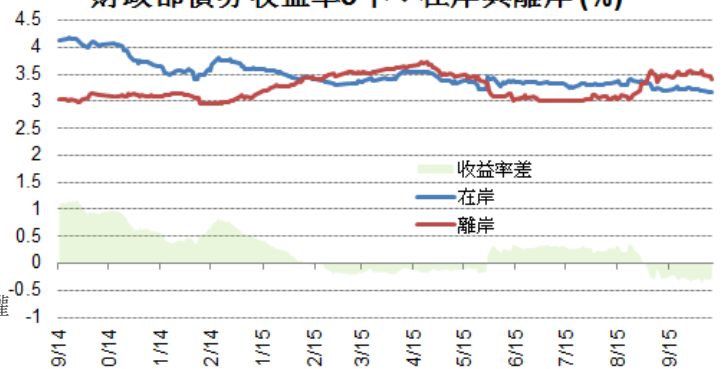


## 在岸債券市場動態

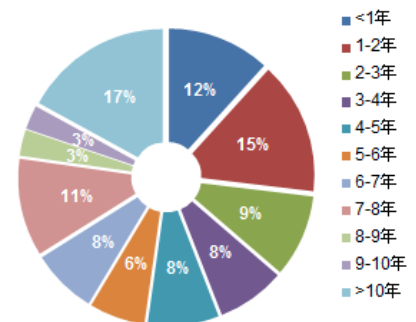
### 在岸人民幣債券市場評論

- 中國人民銀行正在起草條例將人民幣計價的債券，俗稱熊貓債券，在大陸市場賣給外國投資者，並計劃讓更多的企業參與發行，放鬆在中國境內外使用發行收益的管制。
- 匯豐控股有限公司和中國銀行（香港）有限公司已獲得中國人民銀行的批准，分別發行十億人民幣（\$1.569億美元）和一百億人民幣的熊貓債券。他們是首批海外商業銀行獲得在中國總值6萬億美元的銀行間債券市場銷售債券的權利。

財政部債券收益率5年：在岸與離岸(%)



財政部債券餘額按年期分類



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
總計	70,535	76,582.96	3.6903

交易商協會非金融機構發債指導收益率（截至2015年9月7日）

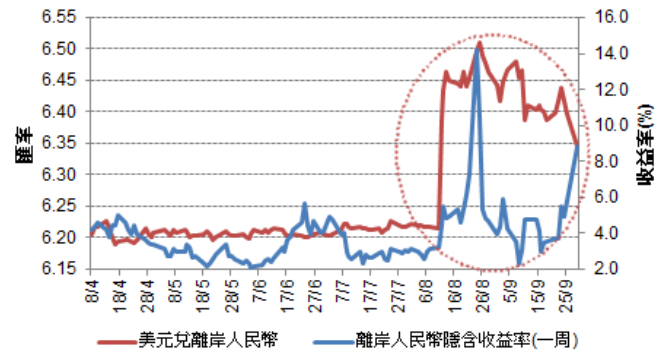
	1年	環比	3年	環比	5年	環比	7年	環比	10年	環比	15年	環比	20年	環比	30年	環比
AAA+	3.42	↓	3.98	↓	4.22	↓	4.48	↓	4.67	↓	5.17	↑	5.31	↓	5.57	↑
AAA	3.63	↓	4.12	↓	4.39	↓	4.76	↓	4.99	↓	5.50	↓	5.76	↓	6.03	↑
AA+	3.86	↓	4.49	↓	4.89	↓	5.24	↓	5.62	↓	6.15	↓	6.49	↓	6.75	↑
AA	4.32	↓	4.96	↓	5.38	↓	5.79	↓	6.17	↓	6.83	↓	7.13	↓	7.54	↓
AA-	5.52	↓	6.24	↓	6.75	↓	7.53	↓	7.98	↓	8.47	↑	8.82	↑	9.08	↓

## 在岸/離岸短期利率市場動態

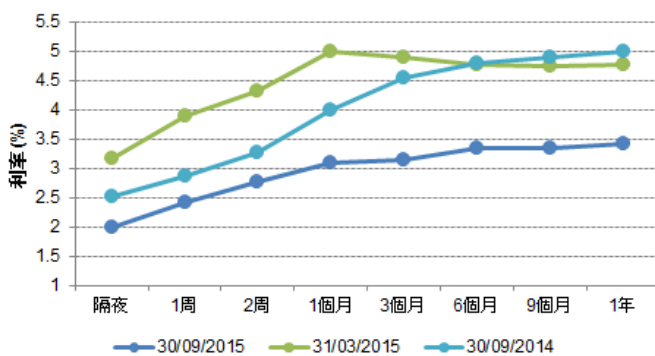
### 在岸/離岸人民幣短期利率市場評論

- 9月離岸人民幣的引伸收益率已經從8月14%的峰值下降至接近4%的歷史平均水平。
- 在岸利率（上海銀行間同業拆息）和離岸利率（離岸人民幣香港銀行同業拆息）之間的差異在近期進一步擴大。
- 2015年9月的香港銀行同業人民幣拆息收益率曲線短期變陡，長期保持相對穩定。

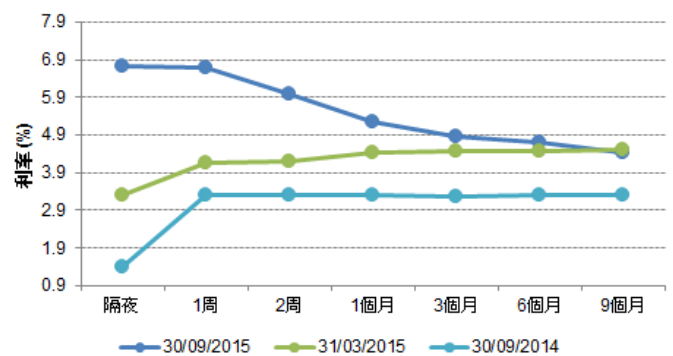
### 離岸人民幣隱含收益率受匯率帶動抽高



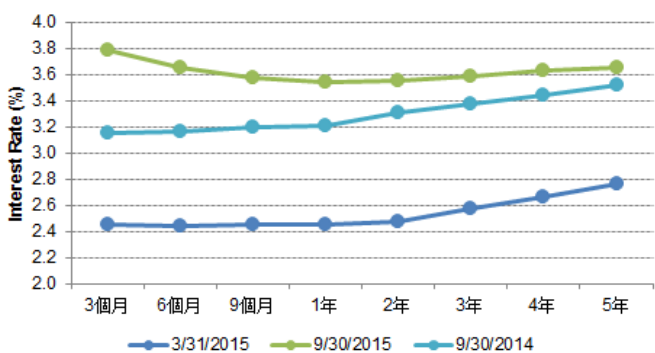
### 上海銀行間同業拆息收益率曲線



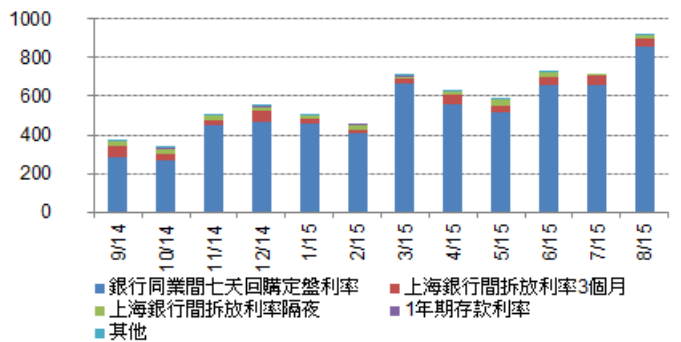
### 離岸人民幣香港銀行同業拆息收益率曲線



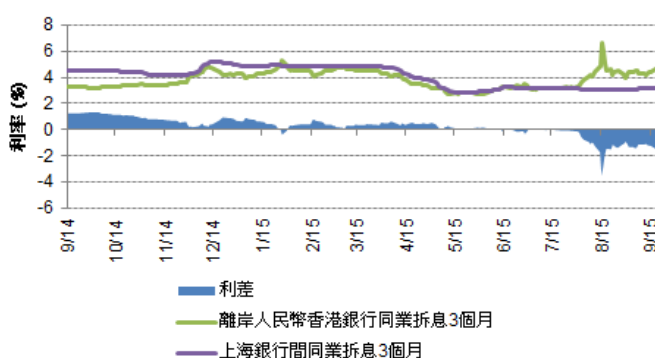
### 在岸利率互換(7日回購利率)收益率曲線



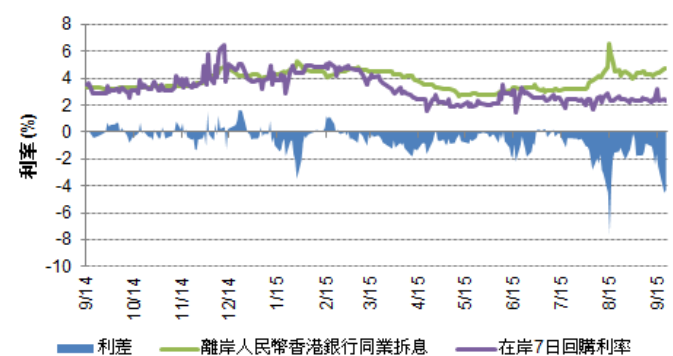
### 在岸利率交換合約交易名義本金



### 上海銀行間同業拆息與離岸人民幣香港銀行同業拆息



### 在岸7日回購利率與離岸人民幣香港銀行同業拆息



## 專家之言

原文由中央國債登記結算有限責任公司業務總監劉凡先生撰寫

### 利率市場化與債券收益率曲綫

2015年6月25日人民銀行宣布取消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，至此我國利率市場化從形式上已接近尾聲。我理解，從今以後人民銀行公布的存貸款利率基準應當基本是央行對商業銀行存貸款最低利率的調控目標，對商業銀行基本上只有指導意義而不再具有指令性意義。從法理上說，對央行宣布的利率基準，商業銀行可根據自身情況自由執行。那麼，問題就來了，不同資質和規模的商業銀行今後僅參考央行宣布的一對相對穩定的指導性利率基準來為其存貸款業務定價是遠遠不夠的，他們還應參考什麼？

我認為，債券收益率曲綫是商業銀行存貸款利率定價日益重要的參考。目前我國債券市場存量已達40萬億元，相當於GDP的2/3，世界排名第三。境內外市場投資者、第三方中介服務機構和信息商都在編制人民幣債券收益率曲綫，其中中債收益率曲綫編制歷史達16年，在其估值成功應用於商業銀行、保險公司、基金公司和證券公司債券投資前中後臺管理的基礎上，又成為國債、地方政府債、企業永續債和商業銀行優先股發行人指定定價基準，有的銀行已嘗試用其作為貸款定價基準。中債收益率曲綫參照人民銀行信用評級標準，包括了從AAA到CC全部信用等級的固定和浮動利率曲綫，與商業銀行的內部企業評級可以對應。從去年以來，中債收益率曲綫有效用於為集中登記的銀行理財非標資產估值。可以說，商業銀行只要在所放貸款信用等級對應的中債收益率上加上流動性溢價，就得到了市場化的公允貸款利率。這與商業銀行內部成本定價(FTP)法是相輔相成的。如果，商業銀行FTP價低於公允貸款利率則有利潤，反之有虧損。

有人說，因為我國債券市場發展不成熟，所以其收益率必不成熟，不可以其為存貸款利率基準。這話有一定道理，但又過於絕對。首先，債券市場要完善的地方確實很多，但不能否認的是其利率市場化程度遠遠領先於存貸款市場。其次，全國各商業銀行貸款利率信息的內在私密性，使其集合信息不是可按信用等級逐日精細化觀察的顯性信息，在央行官定利率淡出後，缺少其他可逐日變化和跟蹤的替代基準，官方推薦的其他市場基準或者過於簡單或者缺少真實成交數據印證，走勢過於平穩，令市場難以信服。因此，全信用等級的企業債券收益率曲綫族難以替代地成為企業貸款利率新基準的首選。

有人又說，事實上商業銀行並沒有在存貸款定價時參考企業債券收益率曲綫呀。我認為這引出了又一個深層次的問題。據瞭解，目前大部分商業銀行缺少市場化的貸款定價模型，還沉湎於按官定利率基準定價的模式中，即根據企業的信用等級只敢在央行指導利率基準上浮30-40%，再上浮就怕被扣上「貸款貴」的帽子。這樣定價對大企業影響不大，因為如果貸款定價不合理，大企業可以選擇來市場化程度高的債券市場發債。但中小企業就慘了，他們因資質較低，信息披露不規範和入市門檻高等原因還難以大量進入債券市場；而商業銀行因不敢參考企業債券收益率曲綫使貸款利率上浮足夠高，貸款風險難以覆蓋，從而導致對中小企業少放或不放款。

此外，商業銀行特別是國有控股商業銀行貸款管理制度普遍存在另一個嚴重問題，就是誰貸款誰收貸，全收回來是應該的，一筆收不回來，信貸員輕則減薪，重則輪崗下崗，而中小企業倒債概率高於大企業，信貸員和基層行出于自保本能地不願意給中小企業放款，這進一步加劇了中小企業貸款難。我國互聯網金融等民間金融特別活躍就是在彌補因商業銀行貸款定價機制和收貸機制不合理，而導致的「貸款難」，但民間金融因品牌不彰、管理經驗不足和牌照限制，很長時期內難以完全替代傳統商業銀行的不作為。正

確的解決做法應當是，培訓商業銀行參考企業債券率曲線為中小企業貸款定價，推行大數據管理和全行貸款統一核算制，只要全行貸款收回本息和大于放款總額且有合理利潤就是成功。信貸員和基層行只是營銷員和營銷網點，只要沒有違法亂紀，就不應承擔貸款收不回來的責任。

商業銀行的存款零售定價相對透明，可以到各家櫃檯上去抄錄，同業大額可轉讓存款(CD)大量發行，也提供了存款定價的新參考。中債商業銀行債收益率曲線族是在每日綜合各信用等級的商業銀行債券和CD的發行和交易信息基礎上，參照人民銀行信用等級標準編制的一組各信用等級商業銀行各期限結構負債價格大全，為商業銀行負債定價和對商業銀行負債成本分析研究提供了方便。



劉凡先生從事銀行、股票及債券監管和服務30餘年，現任中央國債登記結算有限責任公司業務總監，所服務的債券簿記系統獲人行科技一等獎，估值系統獲人行科技二等獎。2003年以來率領債券信息產品團隊先後完善和推出了中債收益率曲線、估值、指數、VAR值、債券市場統計和結算成員個性統計等中債信息產品，該產品成為中國債券市場重要的定價參考，受到市場廣泛接收和認可。

**免責聲明：**本文內容僅供參考，不能取代諮詢專業顧問意見。

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

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



## 免責聲明

此刊物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、可靠性及適用性概不作任何明示或暗示的保證和陳述，也不對此負責或承擔任何法律責任。對於任何因資訊不準確或遺漏又或因根據或依賴資訊所作的決定、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。