



HKEx  
香港交易所

# 人民币定息及货币产品市场

## 每月专讯

第10期

2015年10月

### 每月焦点

- 中国人民银行自**2015年10月24日**起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，并下调金融机构人民币存款准备金率，对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限
- 中国央行人民銀行於**10月8日**推出人民币跨境支付系统，以便以人民币进行贸易结算及投资
- 李克强总理暗示今年中国经济增长不足**7%**
- 采访泰康资产管理（香港）有限公司环球经济研究主管**Alexis Garatti**先生：中国货币政策现时已成为国际货币体系的轴心，是否获纳入特别提款权货币篮子已属其次

### 首席经济学家制高点

#### 托底政策力度加大，挑战在於效率提升

香港交易所首席中国经济学家巴曙松博士

陆续公布的9月份宏观经济数据显示，中国经济在总体平稳基调下继续呈现弱势，无论是企业盈利状况，还是投资状况等，都加大了市场对中国经济增长的担忧，即使有较为平稳增长的消费、以及一线城市房地产的回暖、以及基础设施投资力度加大等积极信息，但这些正面信息依然没有对冲经济回落的趋势。

如果结合近期中国政府采取的一系列正在加大的托底政策的力度，包括**10月24日**的降准和降息等，我们对短期中国经济的增长倒并不悲观，随着这些短期托底政策力度的如期加大，**2015年**四季度乃至**2016年**初中国经济增长有望呈现短期回升态势，真正的挑战在於这一轮托底政策效果显现之後，中国经济如何处置依然显著存在的过剩产能、以及还处于积累中的债务杠杆，进而提高经济效率。

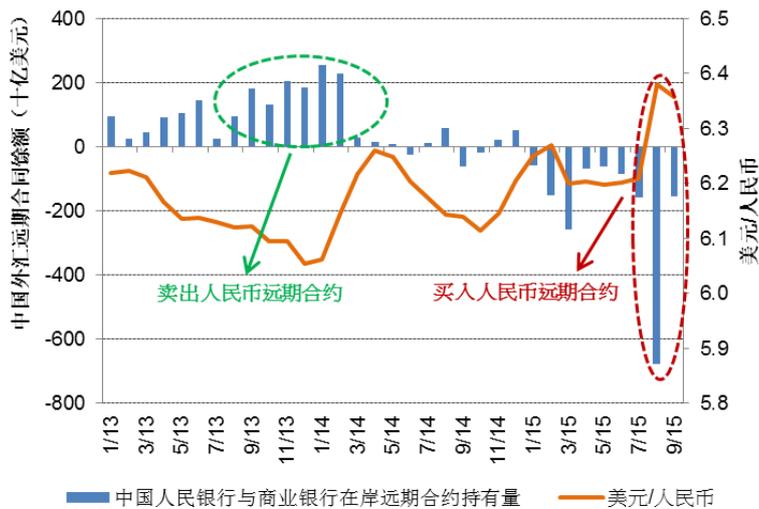
在中国经济增长放缓的过程中，一直存在着两种看法的争议，一种看法是强调结构转型，认为中国经济增速回落是经济结构转型的必然产物，需要容忍经济增速的平稳回落；另一种看法强调不能容忍经济周期性回落幅度过大，经济结构转型是一个中期的、渐进的过程，经济增长速度回落幅度过大，反而并不利于经济结构的转型。随着今年以来在内外压力推动下经济增长弱於预期的一系列经济数据的公布，我们观察到，强调要加大托底政策力度来防止经济回落幅度过大开始成为更多人的共识。

今年第三季度中国GDP同比增速**6.9%**，是中国经济近**6年**来第一次跌“破七”。这其中有不少合理的成分，例如中国经济规模的基数已经较大，经济结构也在转型，过去依赖人口红利和投资、出口带动的高速经济增长阶段将告一段落，目前的增长速度在全球范围内来比依然是相对较高的。

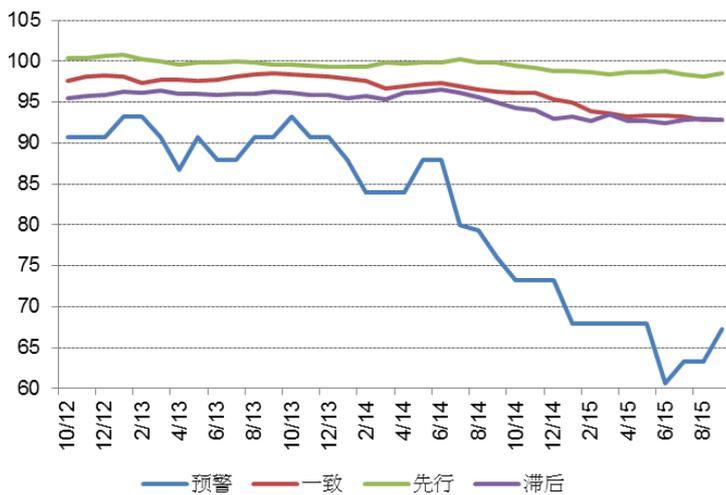
相对于市场对于中国经济增长短期回落的忧虑，我们认为随着托底政策力度加大，四季度中国经济有望逐步呈现一个短期的回升，更值得关注的应当是**2016年**会面临的更为沉重的去产能、去杠杆、提高经济效率的中期挑战，当前中国经济的经济转型进展差异明显体现在不同行业的差异和分化上，具体来说，服务业和消费行业的表现一直良好，一线城市的房地产销售活动开始活跃但是房地产投资的回升较弱，一些创新型行业表现也比较出色。与此形成对照的是，第二产业的增长非常疲弱，PPI出现了连续四年的下降，二三线城市的房地产市场依然库存居高不下，一些产能依然过剩的上游行业、高杠杆行业，在**2016年**必然面临破产重组、清理过剩产能的任务，中国经济的持续复苏也不能主要依靠部分高杠杆行业的债务持续上升和积累，而是必然需要经历一个去杠杆的过程，这都可能会导致银行业不良资产一定幅度的上升，但是这是中国经济重新走上上升周期、推动经济转型进展所难以回避的现实问题。

## 中国宏观经济更新

本月图表: 中国用货币远期合约来支撑人民币



宏观经济景气指数



### 监管/政策发展动向

- 央行10月23日再度降准降息，为日渐缓和的经济注入新动力。论据建基於对整体经济状况的关注以及通胀仍然低迷。
- 为支持人民币兑美元汇价，人民银行及国内贷款银行8月份增加在岸远期持仓至679亿美元；按人民银行数据，这是今年首七个月平均值的五倍。按照招商银行及高盛的资料，该等仓位是支撑人民币而不会立即耗损储备的三步走策略之一。
- 人民银行10月26日起将一年期贷款基准利率由4.6厘下调为4.35厘，一年期存款基准利率由1.75厘下调为1.5厘，同时下调所有银行的存款准备金率0.5个百分点，对符合标准的金融机构额外降低0.5个百分点。另外，有见市场利率下行，人民银行已不再设置限制银行付予储户的存款利率浮动上限。
- 中国央行人民银行於10月8日推出人民币跨境支付系统，是人民币作为全球支付货币的重要基础设施，利便以人民币进行贸易结算及投资。人民币跨境支付系统是支持国际市场使用人民币及进一步拓展中国货币从内地本土市场跨境结算的里程。

### 宏观经济更新

- 李克强总理及一名中国央行高级官员的言论暗示今年中国经济增长不足7%，这势将成为中国「十三五」规划会议讨论的基调。

### 市场/产品发展

- 国家发展和改革委员会及国有资产监督管理委员会月中罕有地干预债市，避免中钢出现违约事件，请求该公司的债券持有人将中钢债的回售期延迟一个月。

### 重点研究报告/研讨会

- 中国公司债似乎是投资大众今夏撤出中国股市後的新宠儿。汇丰银行的报告中强调有趋势显示投资者将转换到企业信贷市场，并认为中国的信贷市场和金融体系其他部分之间的联系不断加强。

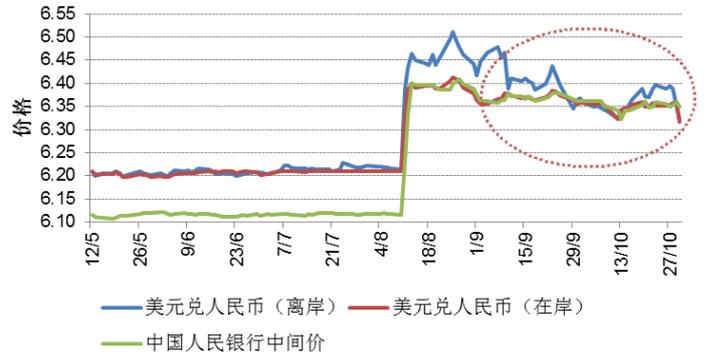
中国主要经济指标	当前	之前	变动	下一个发布日期
实际国内生产总值 (同比%)	6.9	7	↓	11/10/2015 09:30
消费者物价指数 (同比%)	1.6	2	↓	11/10/2015 09:30
生产者物价指数 (同比%)	-5.9	-5.9	↔	11/10/2015 09:30
工业生产指数 (同比%)	5.7	6.1	↓	11/11/2015 13:30
固定资产投资 (同比%)	10.3	10.9	↓	11/11/2015 13:30
国外投资 (同比%)	7.1	22	↓	11/08/2015 11/12
中国制造业采购经理指数	49.8	49.8	↔	11/01/2015 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	98.51	98.53	↓	11/28/2015 11/30
出口 (同比%)	-3.7	-5.5	↑	11/08/2015
进口 (同比%)	-20.4	-13.8	↓	11/08/2015
M2货币供应量 (同比%)	13.1	13.3	↓	11/10/2015 11/15
零售销售 (同比%)	10.9	10.8	↑	11/11/2015 13:30
消费者信心指数	109.7	118.2	↓	11/25/2015 09:45
银行准备金率 (%)	18	18.5	↓	不常
官方外汇储备 (十亿美元)	3514.12	3557.4	↓	11/07/2015
3个月上海银行间拆放利率 (%)	3.04	3.12	↓	持续
10年政府债券收益率 (%)	3.08	3.49	↓	持续
人民币/美元汇率	6.331	6.3665	↓	持续

# 人民币外汇市场动态

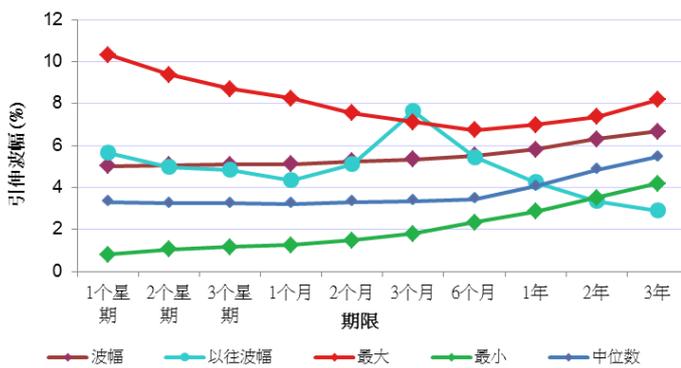
## 离岸人民币外汇市场评论

- 根据传媒报道，基於相信任何人民币持续贬值的预期均会为中国人民银行所抑制，市场人士认为离岸人民币与在岸人民币汇差将控制於500点以下。
- 在场外交易市场美元兑人民币（香港）平均价期权的隐含波幅当前水平在大部份期限高於其一年历史平均水平。

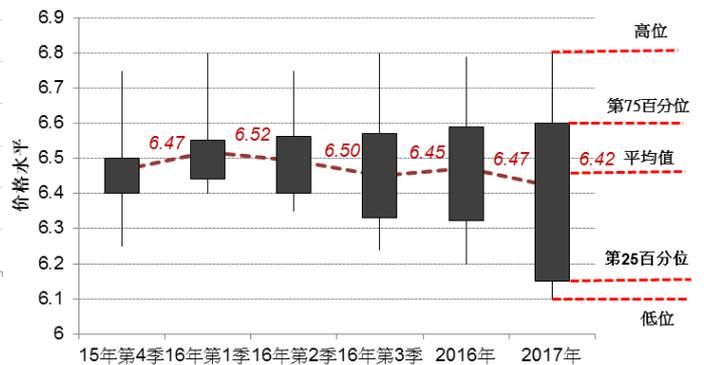
在岸/离岸人民币现货价格区间



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

### 產品焦点

- 香港交易所的美元兑人民币（香港）期货合约的成交金额在10月30日达致2,956张，为7周新高。
- 成交量受惠於市场多元化和广泛参与，非庄家合约交易量占比於2015年10月為63%。
- 成交张数最多為2015年12月及2016年6月合约，占10月份成交量总数的50%。2015年12月及2016年6月的未平仓合约占10月底未平仓合约总数的53%。

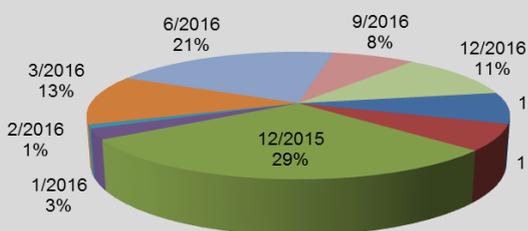
美元兑人民币（香港）期货成交量与持仓



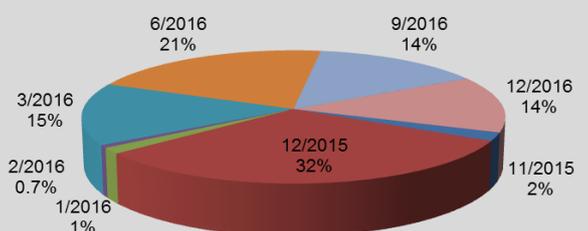
香港交易所人民币期货在波幅时提供最佳流通量



合约月份之成交量分布（10/2015）



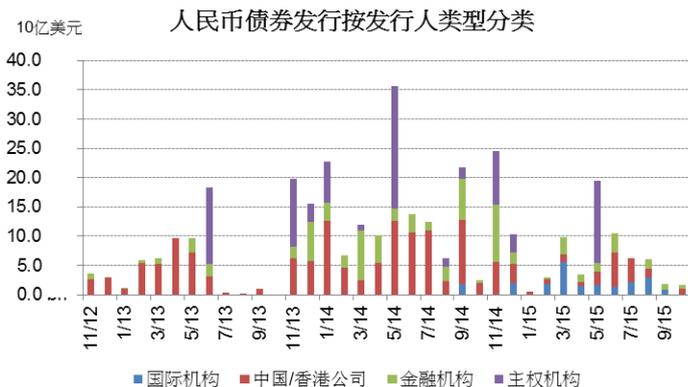
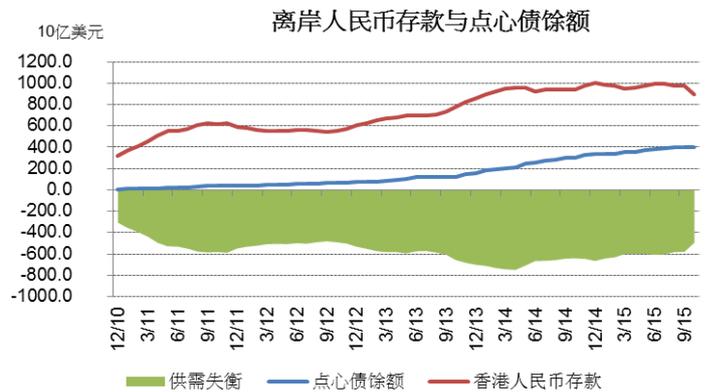
合约月份之持仓量分布（30/10/2015）



## 离岸债券市场动态

### 离岸人民币债券市场评论

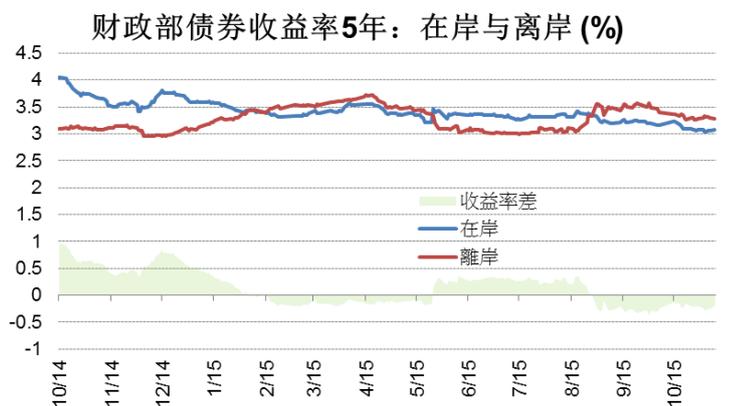
- 财政部国债收益率曲线逐渐向下移动。
- 今年点心债的发行量显著下跌，2015年1月至9月期间的发行总金额为1,390亿人民币，只占2014年同期的一半。



## 在岸债券市场动态

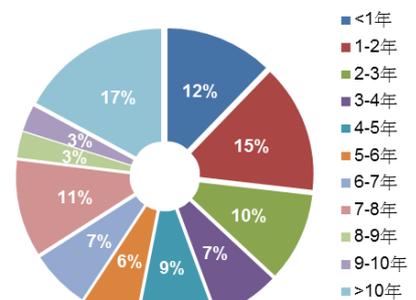
### 在岸人民币债券市场评论

- 上月在中国发行的债券总额为25,000亿人民币，比去年同期增加一倍以上，使债券发行量于今年首三个季度超过15.1万亿元，比去年同期涨幅达70.8%。该情况归根於从2014年起融资成本下降。
- 汇丰银行宣布将与深圳前海开发投资控股开发合资公司於在岸以证券牌照执业，以开拓於在岸人民币债券资本市场业务。



银行间市场债券现货交易主要指标 (按债券类型归类)			
债券类型	交易数量	交易价值 (人民币, 亿元)	到期收益率 (%)
政策性金融债	28,812	34,947.52	3.2621
国债	7,980	9,568.15	2.8268
中期票据	10,068	8,709.14	4.6732
公司债券	7,780	6,363.06	3.5154
存款证	2,257	4,869.28	3.2301
商业票据	14,868	9,587.40	4.0622
央行票据	105	244.88	2.7652
其他	2,332	2,833.91	5.3615
<b>总计</b>	<b>74,202</b>	<b>77,123.35</b>	<b>3.6171</b>

财政部债券余额按年期分类



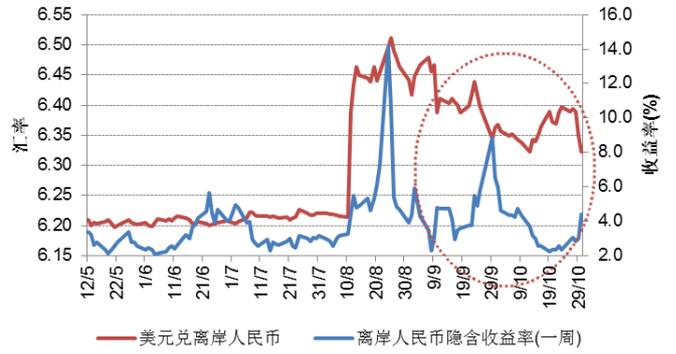
交易商协会非金融机构发债指导收益率 (截至2015年10月28日)																
	1年	环比	3年	环比	5年	环比	7年	环比	10年	环比	15年	环比	20年	环比	30年	环比
AAA+	3.33	↓	3.84	↓	4.10	↓	4.36	↓	4.54	↓	5.09	↓	5.25	↓	5.52	↓
AAA	3.52	↓	4.00	↓	4.26	↓	4.64	↓	4.87	↓	5.42	↓	5.70	↓	5.97	↓
AA+	3.74	↓	4.35	↓	4.76	↓	5.11	↓	5.48	↓	6.07	↓	6.42	↓	6.69	↓
AA	4.18	↓	4.81	↓	5.24	↓	5.68	↓	6.04	↓	6.75	↓	7.07	↓	7.50	↓
AA-	5.41	↓	6.07	↓	6.58	↓	7.42	↓	7.88	↓	8.40	↓	8.75	↓	9.02	↓

# 在岸/离岸短期利率市场动态

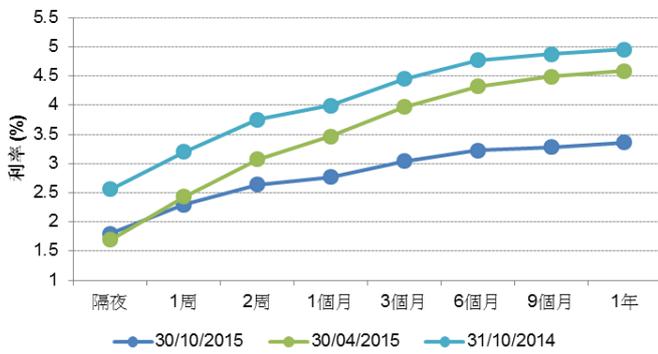
## 在岸/离岸人民币短期利率市场评论

- 10月离岸人民币的引申收益率已经从8月14%的高峰值下降至接近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收窄。
- 香港银行同业人民币拆息收益率曲线在十月较平坦，相比短期收益率从九月的更高水平大幅下降。

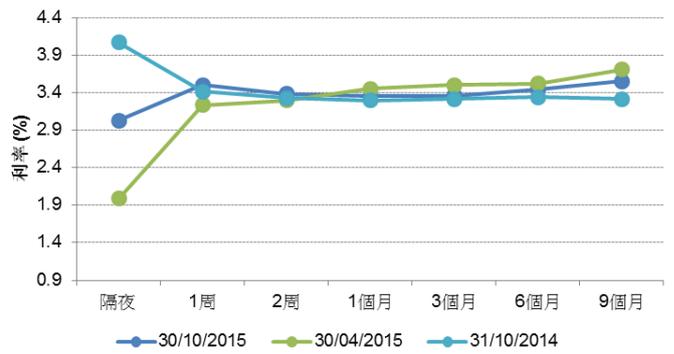
离岸人民币隐含收益率受汇率带动抽高



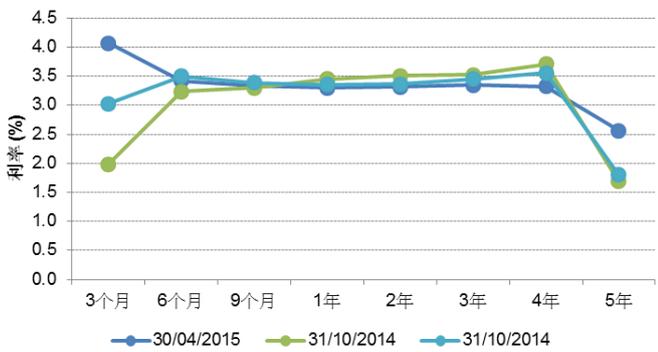
上海银行间同业拆息收益率曲线



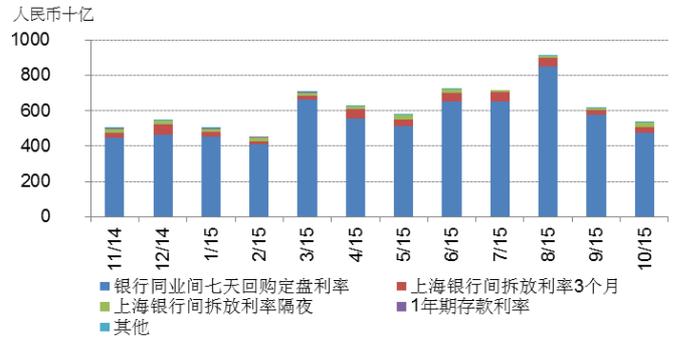
离岸人民币香港银行同业拆息收益率曲线



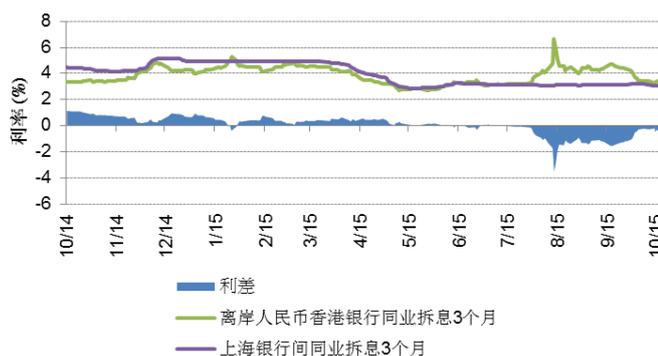
在岸利率互换(7日回购利率)收益率曲线



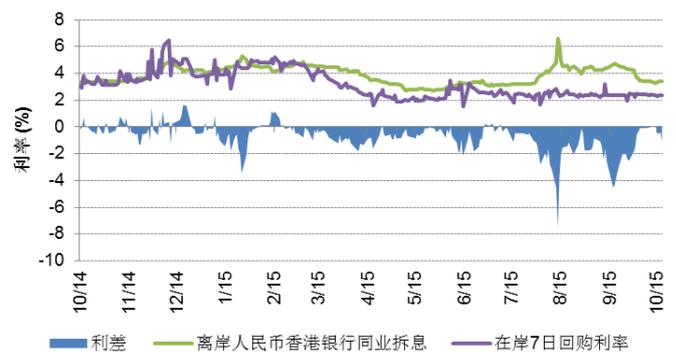
在岸利率互换合约交易名义本金



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

原文由泰康资产管理（香港）有限公司环球经济研究主管Alexis Garatti先生以英文撰写

### 人民币贬值的全球效应——不想面对的真相

中国人民银行在8月10日及11日两天将人民币贬值超过2%，此举并非中国当局要支援增长的短期措施那样简单，而可说是标志着国际金融体系结构的一个转折点、推行架构改革的新一步。市场对北京经济团队的管理能力的疑虑纷至沓来，批评更是此起彼伏，认为那无疑是在开结构改革的倒车、滋长不安定、引发全球股市抛售浪潮等等。但在我们看来，这些说法背後依据的都不是事实，才会把中国经济政策的各种讯号看不真切。

#### 不尽不实1：人民币贬值没有基础因素支持

一些比如由加拿大银行（加拿大央行）制定的误差纠正模型，在描述汇价变动时，会长期与短期程式并用。我们试以此为框架，就着油价、中国国内生产总值及中国生产力（全以对数值呈列）推算人民币兑美元的实质汇价。以下是依据取自2005年第一季至2014年第四季期间数据得出的估算结果。

增长和生产力是左右人民币长线波动的两大动力，油价没甚解释力。中美之间通胀差异不严重。短期而言，人民币走势还看其与美国的息差和增长差异。

我们以此模型预测人民币兑美元的汇价，当中依 Oxford Economics 的预期计及多项外在变数数值。

按此，人民币2015年的预期走势大致平稳，兑美元的名义汇率误差幅度为5.6%。这样看来，人民币2015年至今贬值2.4%可说完全有根有据，口口声声指责中国操纵货币之士恐怕站不住脚。

#### 不尽不实2：人民币贬值会带来新一轮通缩压力

人民币贬值的通缩影响现在已是共识；这里说的牵涉中国消费者的反应、竞争对手国家跟着的针对性贬值、发达国家进口货价以及商品价格等等。不过，这些都只在看货币贬值的短期影响而忘了长线，但要解释全球通胀，必然牵涉到长线因素的影响。全球而言，若没有薪金反弹，单靠商品引发的价格上扬必不长久，遑论有第二轮的影响。唯有循正途提高生产力，才可能长久支持薪金及物价上扬。因此，分析人民币贬值不应单看全球需求或商品价格，而是要从结构改革的角度看中国以至全球的生产力有否提高。

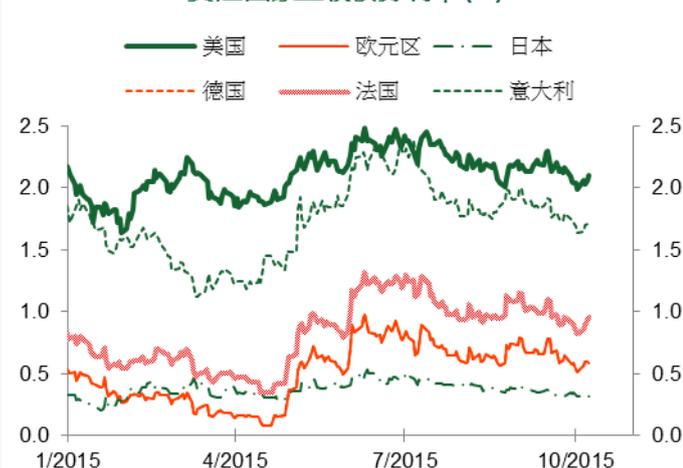
#### 不尽不实3：人民币贬值证明中国开始打货币战，削弱国际货币政策之间的协调

不少人觉得人行在打货币战，我们不以为然。在我们看来，人民币贬值不该看为「催谷」增长的手段，而是进行结构改革的必由之路。货币政策与结构改革相辅相成。经济改革转型必有的短痛，通过相配合的财政政策和货币政策可以舒缓。中国目前显然就是这样。在企业纷纷减债、旧式工业面对环保事宜上各样掣肘、境外竞争日盛、银根又紧绌等等困境下，人民币贬值希望可以换来些许喘息空间。若宏观经济环境急剧转差，中国政府要继续并完成结构改革就可能困难重重。再说，按国际货币基金组织的说法，中国的新汇率机制「似乎不错，因为现在订定汇价过程中，市场力量可发挥作用的空间比前大」。按近期中国的外汇干预情况所见，终于，除去资金外流管制需要外，当局无意重弹靠压低人民币汇价刺激传统产业价格竞争力去寻求增长的旧调。

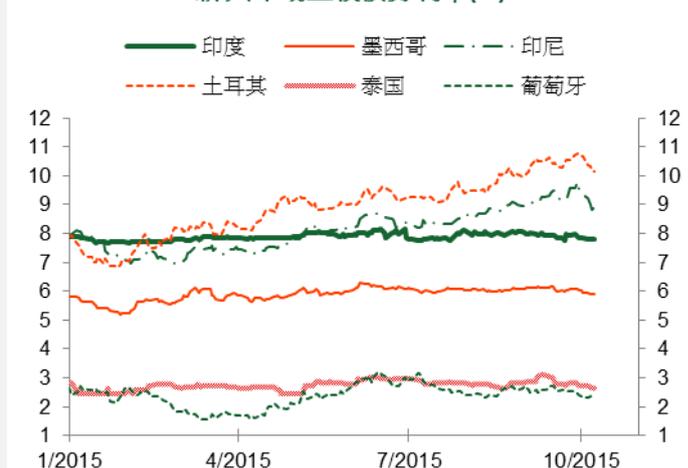
#### 不尽不实4：人行正削弱人民币可以在国际货币体系担当的角色

人行的外汇干预形式主要为减持国家外汇储备中的美国国库债券。目前全球股市最新一轮波动後，经合组织国家的长息却一反常态地上扬。平常若市场充斥不明朗因素及高波幅，发达经济体作为资金的安全港，其长期债券息率总见下行，但今次却出现背驰。人

发达国家主权债务利率(%)



新兴市场主权债务利率(%)



行抛售美债对全球定息市场的影响力恐怕远比想像中大。股价下挫、信贷差额扩大、风险溢价及主权债券收益上升都展示了人民币贬值的重要效应——全球货币及金融环境正日益收紧。

回想出现这样的紧缩之前，三大发达经济体的零息政策及量宽计划已施行多年，其间造成市场泡沫之余更减低政府缩减公共债务的动力。就这看来，人民币近期的贬值因为牵涉到减少中国外汇储备，已令全球的银根及金融形势来到一个转折点。

中国外汇政策转变是国际金融体系结构上的一个重要变化，将有助提高利率同时减低全球资金。央行之间在政策上的协调默契也得以改善，因为国际储备量缩减下，之前全靠美联储、日央行及欧洲央行过度宽松扩张才维持着的全球流通量将会受到控制甚至减退。作为新兴经济体缩减外汇储备的先行者，人行的货币政策将有助收紧全球银根，避免全球股票、定息及房地产市场三大泡沫进一步膨胀。中国的货币政策因此成了引发环球银根重拾正轨（发达经济体央行一直不顾后果地拖延、不肯面对的解决之法）的功臣。

由此看来，中国货币政策现时已成为国际货币体系的轴心，是否获纳入特别提款权货币篮子已属其次。现在人行不论有何决策，市场都详加审议，人民币实际上已成国际货币。



Alexis Garatti持有有关「货币联盟内宏观经济震荡(macro-economic shocks inside a monetary union)」的博士学位。他的经济师工作始於法储银(Natixis)研究部，先後於巴黎工作三年及伦敦工作两年，最初研究英国及北欧经济体系，其後专注於美国及欧元区，著有「Why England lost」一书，分析英国经济没落因由。2009年加入香港中信证券出任高级环球宏观经济师，以及任职於[海通国际证券]，研究视线日渐移至中国及亚太区。2015年1月加盟泰康资产管理（香港）有限公司出任全球经济研究主管，为该公司提供多元资产分析。

免责声明：本文内容仅供参考，不能取代谘询专业顾问意见。

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建议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。