



HKEx
香港交易所

人民幣定息及貨幣產品市場

每月專訊

第10期

2015年10月

每月焦點

- 中國人民銀行自**2015年10月24日**起下調金融機構人民幣貸款和存款基準利率，並下調金融機構人民幣存款準備金率，對商業銀行和農村合作金融機構等不再設置存款利率浮動上限
- 中國央行人民銀行於**10月8日**推出人民幣跨境支付系統，利便以人民幣進行貿易結算及投資
- 李克強總理暗示今年中國經濟增長不足**7%**
- 采訪泰康資產管理（香港）有限公司環球經濟研究主管 **Alexis Garatti**先生：中國貨幣政策現時已成為國際貨幣體系的軸心，是否獲納入特別提款權貨幣籃子已屬其次

首席經濟學家制高點

托底政策力度加大，挑戰在於效率提升

香港交易所首席中國經濟學家巴曙松博士

陸續公佈的9月份宏觀經濟數據顯示，中國經濟在總體平穩基調下繼續呈現弱勢，無論是企業盈利狀況，還是投資狀況等，都加大了市場對中國經濟增長的擔憂，即使有較為平穩增長的消費、以及一線城市房地產的回暖、以及基礎設施投資力度加大等積極信息，但這些正面信息依然沒有對沖經濟回落的趨勢。

如果結合近期中國政府採取的一系列正在加大的托底政策的力度，包括**10月24日**的降準和降息等，我們對短期中國經濟的增長倒並不悲觀，隨著這些短期托底政策力度的如期加大，**2015年**四季度乃至**2016年**初中國經濟增長有望呈現短期回升態勢，真正的挑戰在於這一輪托底政策效果顯現之後，中國經濟如何處置依然顯著存在的過剩產能、以及還處於積累中的債務槓桿，進而提高經濟效率。

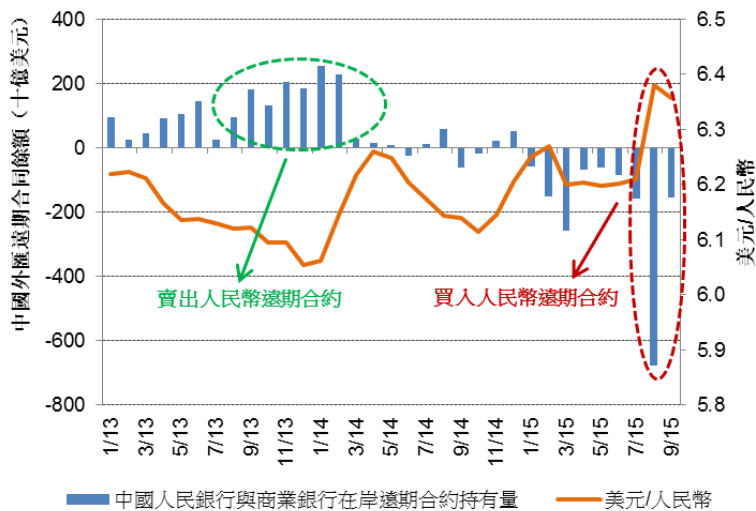
在中國經濟增長放緩的過程中，一直存在著兩種看法的爭議，一種看法是強調結構轉型，認為中國經濟增速回落是經濟結構轉型的必然產物，需要容忍經濟增速的平穩回落；另一種看法強調不能容許經濟周期性回落幅度過大，經濟結構轉型是一個中期的、漸進的過程，經濟增長速度回落幅度過大，反而並不利於經濟結構的轉型。隨著今年以來在內外部壓力推動下經濟增長弱於預期的一系列經濟數據的公佈，我們觀察到，強調要加大托底政策力度來防止經濟回落幅度過大開始成為更多人的共識。

今年第三季度中國GDP同比增速**6.9%**，是中國經濟近**6年**來第一次跌“破七”。這其中有不少合理的成分，例如中國經濟規模的基數已經較大，經濟結構也在轉型，過去依賴人口紅利和投資、出口帶動的高速經濟增長階段將告一段落，目前的增長速度在全球範圍內來比依然是相對較高的。

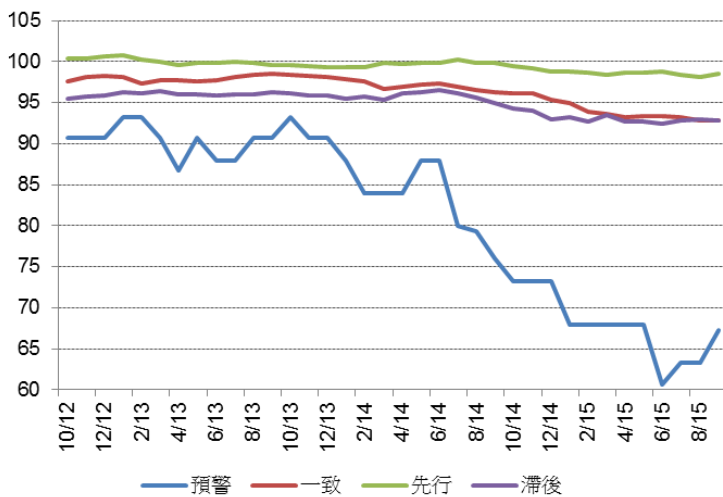
相對於市場對於中國經濟增長短期回落的憂慮，我們認為隨著托底政策力度加大，四季度中國經濟有望逐步呈現一個短期的回升，更值得關注的應當是**2016年**會面臨的更為沈重的去產能、去槓桿、提高經濟效率的中期挑戰，當前中國經濟的經濟轉型進展差異明顯體現在不同行業的差異和分化上，具體來說，服務業和消費行業的表現一直良好，一線城市的房地產銷售活動開始活躍但是房地產投資的回升較弱，一些創新型行業表現也比較出色。與此形成對照的是，第二產業的增長非常疲弱，PPI出現了連續四年的下降，二三線城市的房地產市場依然庫存居高不下，一些產能依然過剩的上游行業、高槓桿行業，在**2016年**必然面臨破產重組、清理過剩產能的任務，中國經濟的持續復甦也不能主要依靠部分高槓桿行業的債務持續上升和積累，而是必然需要經歷一個去槓桿的過程，這都可能會導致銀行業不良資產一定幅度的上升，但是這是中國經濟重新走上上升週期、推動經濟轉型進展所難以迴避的現實問題。

中國宏觀經濟更新

本月圖表: 中國用貨幣遠期合約來支撐人民幣



宏觀經濟景氣指數



監管/政策發展動向

- 央行10月23日再度降準降息，為日漸緩和的經濟注入新動力。論據建基於對整體經濟狀況的關注以及通脹仍然低迷。
- 為支持人民幣兌美元匯價，人民銀行及國內貸款銀行8月份增加在岸遠期持倉至679億美元；按人民銀行數據，這是今年首七個月平均值的五倍。按照招商銀行及高盛的資料，該等倉位是支撐人民幣而不會立即耗損儲備的三步走策略之一。
- 人民銀行10月26日起將一年期貸款基準利率由4.6厘下調為4.35厘，一年期存款基準利率由1.75厘下調為1.5厘，同時下調所有銀行的存款儲備金率0.5個百分點，對符合標準的金融機構額外降低0.5個百分點。另外，有見市場利率下行，人民銀行已不再設置限制銀行付予儲戶的存款利率浮動上限。
- 中國央行人民銀行於10月8日推出人民幣跨境支付系統，是人民幣作為全球支付貨幣的重要基礎設施，利便以人民幣進行貿易結算及投資。人民幣跨境支付系統是支持國際市場使用人民幣及進一步拓展中國貨幣從內地本土市場跨境結算的里程。

宏觀經濟更新

- 李克強總理及一名中國央行高級職員的言論暗示今年中國經濟增長不足7%，這勢將成為中國「十三五」規劃會議討論的基調。

市場/產品發展

- 國家發展和改革委員會及國有資產監督管理委員會月中罕有地干預債市，避免中鋼出現違約事件，請求該公司的債券持有人將中鋼債的回售期延遲一個月。

重點研究報告/研討會

- 中國公司債似乎是投資大眾今夏撤出中國股市後的新寵兒。匯豐銀行的報告中強調有趨勢顯示投資者將轉換到企業信貸市場，並認為中國的信貸市場和金融體系其他部分之間的聯繫不斷加強。

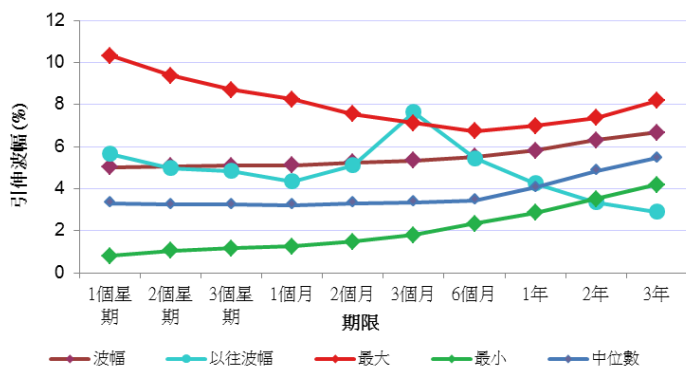
中國主要經濟指標	當前	之前	變動	下一個發布日期
實際國內生產總值 (同比%)	6.9	7	↓	11/10/2015 09:30
消費者物價指數 (同比%)	1.6	2	↓	11/10/2015 09:30
生產者物價指數 (同比%)	-5.9	-5.9	↔	11/10/2015 09:30
工業生產指數 (同比%)	5.7	6.1	↓	11/11/2015 13:30
固定資產投資 (同比%)	10.3	10.9	↓	11/11/2015 13:30
國外投資 (同比%)	7.1	22	↓	11/08/2015 11/12
中國製造業採購經理指數	49.8	49.8	↔	11/01/2015 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	98.51	98.53	↓	11/28/2015 11/30
出口 (同比%)	-3.7	-5.5	↑	11/08/2015
進口 (同比%)	-20.4	-13.8	↓	11/08/2015
M2貨幣供應量 (同比%)	13.1	13.3	↓	11/10/2015 11/15
零售銷售 (同比%)	10.9	10.8	↑	11/11/2015 13:30
消費者信心指數	109.7	118.2	↓	11/25/2015 09:45
銀行準備金率 (%)	18	18.5	↓	不常
官方外匯儲備 (十億美元)	3514.12	3557.4	↓	11/07/2015
3個月上海銀行間拆放利率 (%)	3.04	3.12	↓	持續
10年政府債券收益率 (%)	3.08	3.49	↓	持續
人民幣/美元匯率	6.331	6.3665	↓	持續

人民幣外匯市場動態

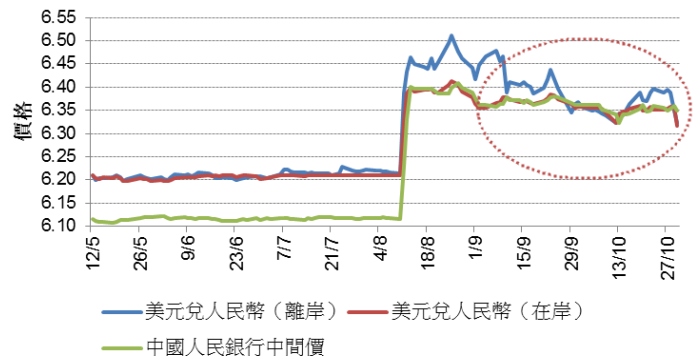
離岸人民幣外匯市場評論

- 根據傳媒報道，基於相信任何人民幣持續貶值的預期均會為中國人民銀行所抑制，市場人士認為離岸人民幣與在岸人民幣匯差將控制於500點以下。
- 在場外交易市場美元兌人民幣（香港）平均價期權的隱含波幅當前水平在大部份期限高於其一年歷史平均水平。

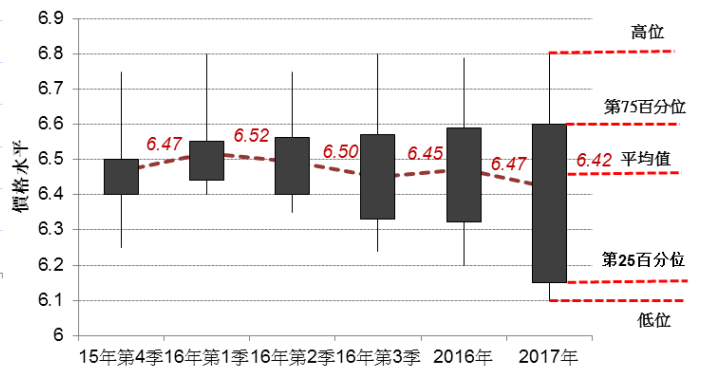
場外交易市場美元兌人民幣（香港）期權隱含波動率



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

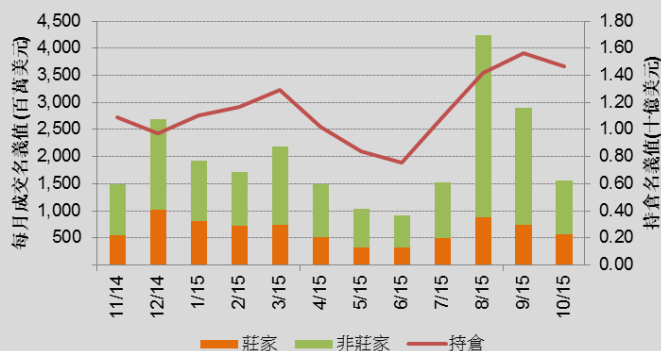


香港交易所的美元/人民幣（香港）期貨

產品焦點

- 香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨合約的成交金額在10月30日達致2,956張，為7週新高。
- 成交量受惠於市場多元化和廣泛參與，非莊家合約交易量佔比於2015年10月為63%。
- 成交張數最多為2015年12月及2016年6月合約，佔10月份成交量總數的50%。2015年12月及2016年6月的未平倉合約佔10月底未平倉合約總數的53%。

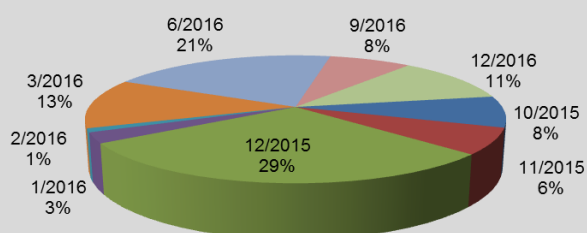
美元兌人民幣(香港)期貨成交量與持倉



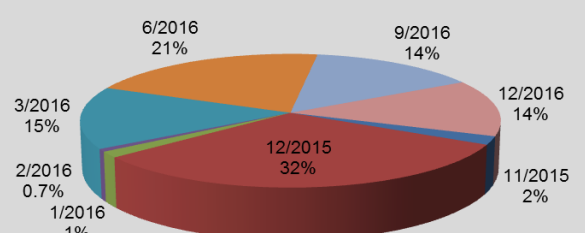
香港交易所人民幣期貨在波幅時提供最佳流通量



合約月份之成交量分布 (10/2015)



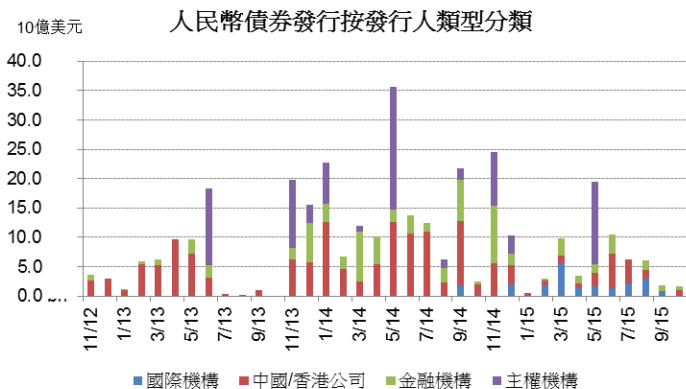
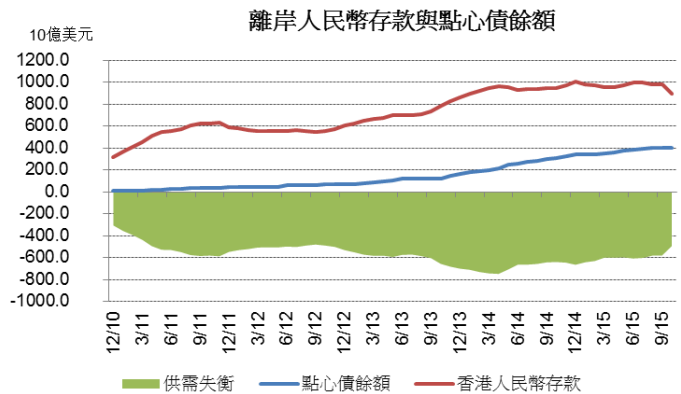
合約月份之持倉量分布 (30/10/2015)



離岸債券市場動態

離岸人民幣債券市場評論

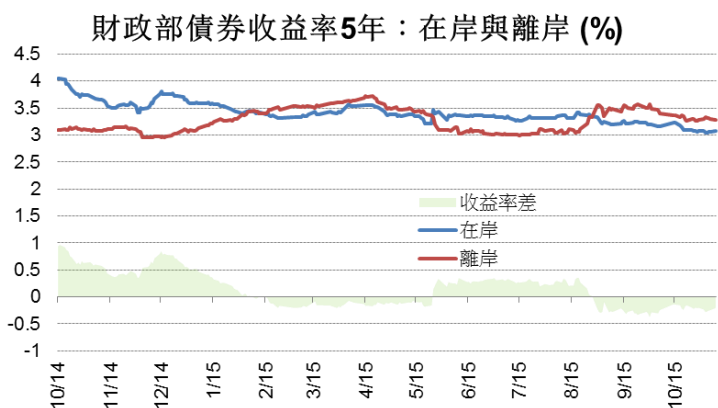
- 財政部國債收益率曲線逐漸向下移動。
- 今年點心債的發行量顯著下跌，2015年1月至9月期間的發行總金額為1,390億人民幣，只佔2014年同期的一半。



在岸債券市場動態

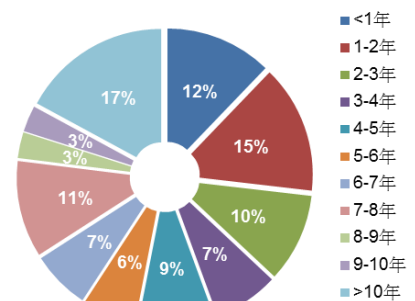
在岸人民幣債券市場評論

- 上月在中國發行的債券總額為25,000億人民幣，比去年同期增加一倍以上，使債券發行量於今年首三個季度超過15.1萬億元，比去年同期漲幅達70.8%。該情況歸根於從2014年起融資成本下降。
- 匯豐銀行宣布將與深圳前海開發投資控股開發合資公司於在岸以證券牌照執業，以開拓於在岸人民幣債券資本市場業務。



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	28,812	34,947.52	3.2621
國債	7,980	9,568.15	2.8268
中期票據	10,068	8,709.14	4.6732
公司債券	7,780	6,363.06	3.5154
存款證	2,257	4,869.28	3.2301
商業票據	14,868	9,587.40	4.0622
央行票據	105	244.88	2.7652
其他	2,332	2,833.91	5.3615
總計	74,202	77,123.35	3.6171

財政部債券餘額按年期分類



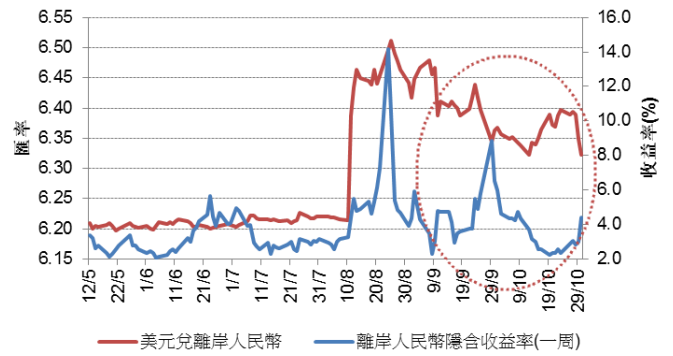
交易商協會非金融機構發債指導收益率 (截至2015年10月28日)																
	1年	環比	3年	環比	5年	環比	7年	環比	10年	環比	15年	環比	20年	環比	30年	環比
AAA+	3.33	↓	3.84	↓	4.10	↓	4.36	↓	4.54	↓	5.09	↓	5.25	↓	5.52	↓
AAA	3.52	↓	4.00	↓	4.26	↓	4.64	↓	4.87	↓	5.42	↓	5.70	↓	5.97	↓
AA+	3.74	↓	4.35	↓	4.76	↓	5.11	↓	5.48	↓	6.07	↓	6.42	↓	6.69	↓
AA	4.18	↓	4.81	↓	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/離岸短期利率市場動態

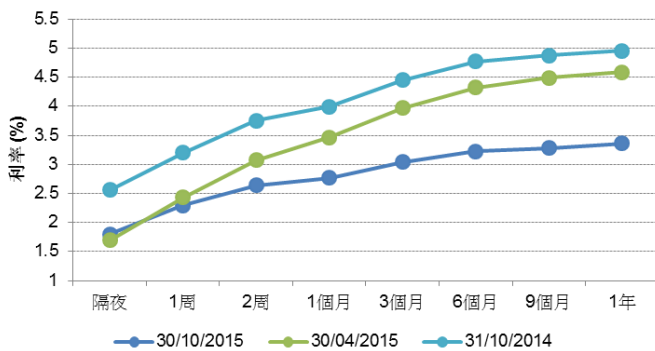
在岸/離岸人民幣短期利率市場評論

- 10月離岸人民幣的引申收益率已經從8月14%的高峰值下降至接近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收窄。
- 香港銀行同業人民幣拆息收益率曲線在十月較平坦，相比短期收益率從九月的更高水平大幅下降。

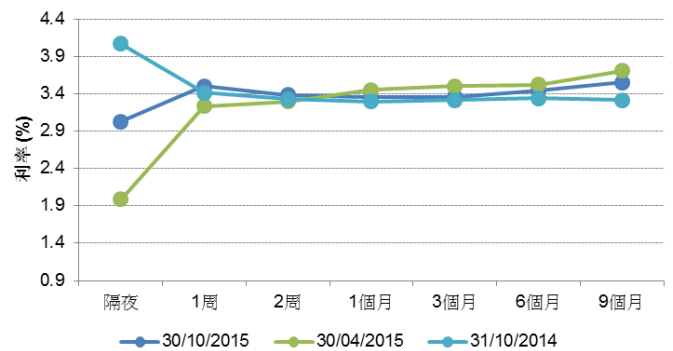
離岸人民幣隱含收益率受匯率帶動抽高



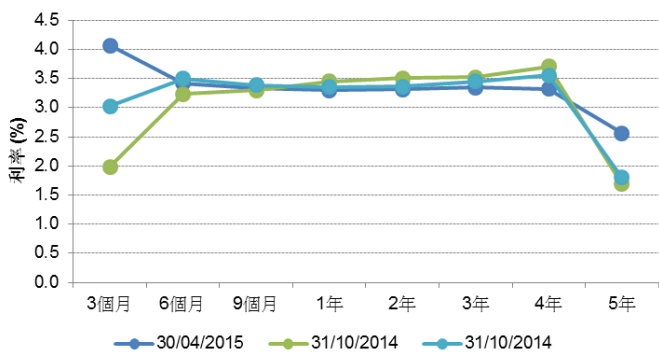
上海銀行間同業拆息收益率曲線



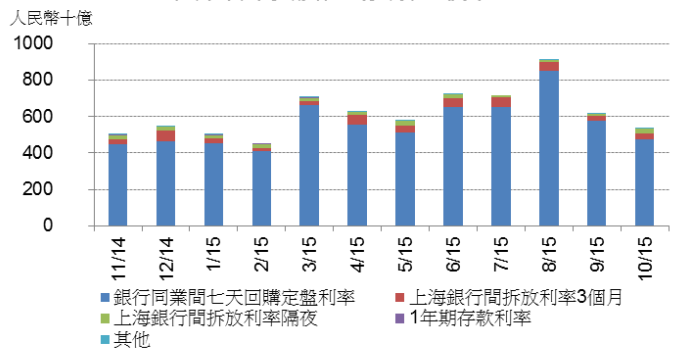
離岸人民幣香港銀行同業拆息收益率曲線



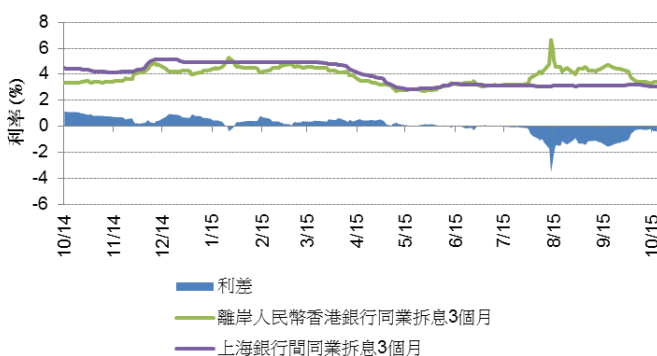
在岸利率互換(7日回購利率)收益率曲線



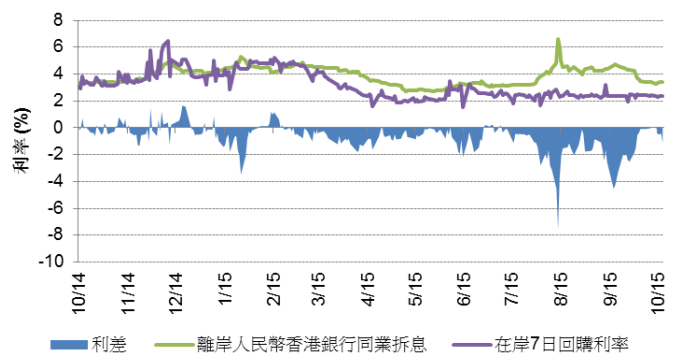
在岸利率交換合約交易名義本金



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

原文由泰康資產管理（香港）有限公司環球經濟研究主管Alexis Garatti先生以英文撰寫

人民幣貶值的全球效應——不想面對的真相

中國人民銀行在8月10日及11日兩天將人民幣貶值超過2%，此舉並非中國當局要支援增長的短期措施那樣簡單，而可說是標誌著國際金融體系結構的一個轉捩點、推行架構改革的新一步。市場對北京經濟團隊的管理能力的疑慮紛至沓來，批評更是此起彼落，認為那無疑是在開結構改革的倒車、滋長不安定、引發全球股市拋售浪潮等等。但在我們看來，這些說法背後依據的都不是事實，才會把中國經濟政策的各種訊號看不真切。

不盡不實1：人民幣貶值沒有基礎因素支持

一些比如由加拿大銀行（加拿大央行）制定的誤差糾正模型，在描述匯價變動時，會長期與短期程式並用。我們試以此為框架，就著油價、中國國內生產總值及中國生產力（全以對數值呈列）推算人民幣兌美元的實質匯價。以下是依據取自2005年第一季至2014年第四季期間數據得出的估算結果。

增長和生產力是左右人民幣長線波動的兩大動力，油價沒甚解釋力。中美之間通脹差異不嚴重。短期而言，人民幣走勢還看其與美國的息差和增長差異。

我們以此模型預測人民幣兌美元的匯價，當中依 Oxford Economics 的預期計及多項外在變數數值。

按此，人民幣2015年的預期走勢大致平穩，兌美元的名義匯率誤差幅度為5.6%。這樣看來，人民幣2015年至今貶值2.4%可說完全有根有據，口口聲聲指責中國操縱貨幣之士恐怕站不住腳。

不盡不實2：人民幣貶值會帶來新一輪通縮壓力

人民幣貶值的通縮影響現在已是共識；這裡說的牽涉中國消費者的反應、競爭對手國家跟著的針對性貶值、發達國家進口貨價以及商品價格等等。不過，這些都只在看貨幣貶值的短期影響而忘了長線，但要解釋全球通脹，必然牽涉到長線因素的影響。全球而言，若沒有薪金反彈，單靠商品引發的價格上揚必不長久，遑論有第二輪的影響。唯有循正途提高生產力，才可能長久支持薪金及物價上揚。因此，分析人民幣貶值不應單看全球需求或商品價格，而是要從結構改革的角度看中國以至全球的生產力有否提高。

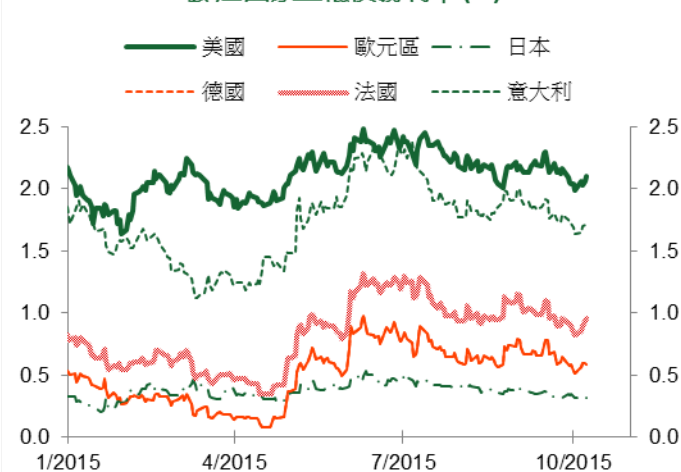
不盡不實3：人民幣貶值證明中國開始打貨幣戰，削弱國際貨幣政策之間的協調

不少人覺得人行在打貨幣戰，我們不以為然。在我們看來，人民幣貶值不該看為「催谷」增長的手段，而是進行結構改革的必由之路。貨幣政策與結構改革相輔相成。經濟改革轉型必有的短痛，通過相配合的財政政策和貨幣政策可以舒緩。中國目前顯然就是這樣。在企業紛紛減債、舊式工業面對環保事宜上各樣掣肘、境外競爭日盛、銀根又緊絀等等困境下，人民幣貶值希望可以換來些許喘息空間。若宏觀經濟環境急劇轉差，中國政府要繼續並完成結構改革就可能困難重重。再說，按國際貨幣基金組織的說法，中國的新匯率機制「似乎不錯，因為現在訂定匯價過程中，市場力量可發揮作用的空間比前大」。按近期中國的外匯干預情況所見，終於，除去資金外流管制需要外，當局無意重彈壓低人民幣匯價刺激傳統產業價格競爭力去尋求增長的舊調。

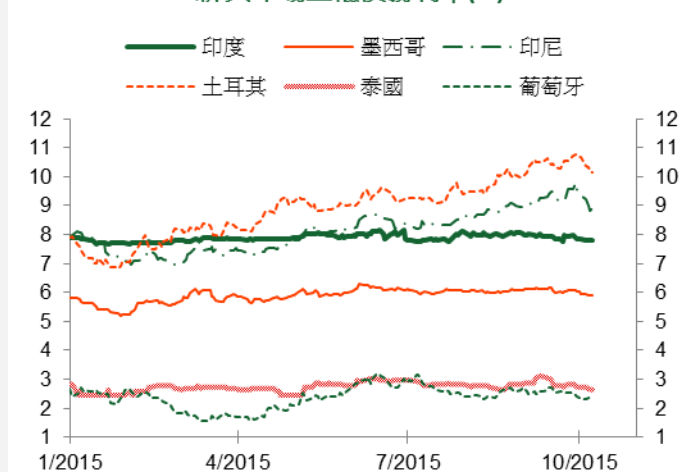
不盡不實4：人行正削弱人民幣可以在國際貨幣體系擔當的角色

人行的外匯干預形式主要為減持國家外匯儲備中的美國國庫債券。目前全球股市最新一輪波動後，經合組織國家的長息卻一反常態地上揚。平常若市場充斥不明朗因素及高波幅，發達經濟體作為資金的安全港，其長期債券息率總見下行，但今次卻出現背馳。人

發達國家主權債務利率(%)



新興市場主權債務利率(%)



行拋售美債對全球定息市場的影響力恐怕遠比想像中大。股價下挫、信貸差額擴大、風險溢價及主權債券收益上升都展示了人民幣貶值的重要效應——全球貨幣及金融環境正日益收緊。

回想出現這樣的緊縮之前，三大發達經濟體的零息政策及量寬計劃已施行多年，其間造成市場泡沫之餘更減低政府縮減公共債務的動力。就這看來，人民幣近期的貶值因為牽涉到減少中國外匯儲備，已令全球的銀根及金融形勢來到一個轉捩點。

中國外匯政策轉變是國際金融體系結構上的一個重要變化，將有助提高利率同時減低全球資金。央行之間在政策上的協調默契也得以改善，因為國際儲備量縮減下，之前全靠美聯儲、日央行及歐洲央行過度寬鬆擴張才維持著的全球流通量將會受到控制甚至減退。作為新興經濟體縮減外匯儲備的先行者，人行的貨幣政策將有助收緊全球銀根，避免全球股票、定息及房地產市場三大泡沫進一步膨脹。中國的貨幣政策因此成了引發環球銀根重拾正軌（發達經濟體央行一直不顧後果地拖延、不肯面對的解決之法）的功臣。

由此看來，中國貨幣政策現時已成為國際貨幣體系的軸心，是否獲納入特別提款權貨幣籃子已屬其次。現在人行不論有何決策，市場都詳加審議，人民幣實際上已成國際貨幣。



Alexis Garatti持有關於「貨幣聯盟內宏觀經濟震蕩(macroeconomic shocks inside a monetary union)」的博士學位。他的經濟師工作始於法儲銀(Natixis)研究部，先後於巴黎工作三年及倫敦工作兩年，最初研究英國及北歐經濟體系，其後專注於美國及歐元區，著有「Why England lost」一書，分析英國經濟沒落因由。2009年加入香港中信證券出任高級環球宏觀經濟師，以及任職於[海通國際證券]，研究視線日漸移至中國及亞太區。2015年1月加盟泰康資產管理（香港）有限公司出任環球經濟研究主管，為該公司提供多元資產分析。

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

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。