



HKE<sub>x</sub>  
香港交易所

# 人民币定息及货币产品市场

## 每月专讯

第11期

2015年11月

### 每月焦点

- 11月30日，国际货币基金组织同意将人民币以10.92%的权重纳入其储备货币篮子。
- 人行和其他机构在10月净买入人民币129亿元的外汇，扭转多月来中国经济放缓所引致的资金外流。
- 香港交易所首席中国经济学家巴曙松博士预期在现有政策环境下，中国的房地产市场在2016年将很难达到2015年需求的爆发量，预计成交总量会稳中回落。
- 采访麦凯德的指数业务主管Randolf Tantzsch先生：划一架构可为离岸市场奠定基础，全面发挥其作为中国及海外企业寻求国际融资渠道的潜力。

### 首席经济学家制高点

#### 房地产市场15年回顾与16年展望：区域分化与去库存

香港交易所首席中国经济学家巴曙松博士

当前，中国的房地产市场走势成为影响中国投资和消费、进而影响整体经济增长状况的一个关键因素之一。2015年以来，中国房地产市场开始呈现出一系列新的趋势和特征。

#### 一、2015年回顾

##### 2015年中国新房市场整体回暖明显，不同区域市场有所分化

全国层面，2015年的房地产市场回暖势头明显，量价增速均处于2010年以来相对较高的水平。2015年1-10月销售面积同比上涨7.9%，成交均价同比上涨9.4%。此外，各线市场走势有所分化，被视为传统旺季的九十月份成交中，一二线城市成交仍明显好于2014年，而三线城市基本回落与2014年持平，且后期来看仍将处于回落状态。

图表 1：2000 年以来商品住宅销售面积走势



资料来源：WIND

图表 2：2000 年以来商品住宅销售额走势



资料来源：WIND

#### 新房市场投资低迷，新开工面积大幅下滑

房企投资积极性明显下降，新开工面积大幅下滑。2015年1-10月住宅新开工面积同比下滑14.7%，施工面积同比微增0.8%。2015年以来，新开工数据的低迷的主要是由于，三四线城市库存高企，房企在三四线城市的新开工意愿依旧不强，从而拖累整个行业表

现数据。

### 三四线城市“去库存”仍是重点

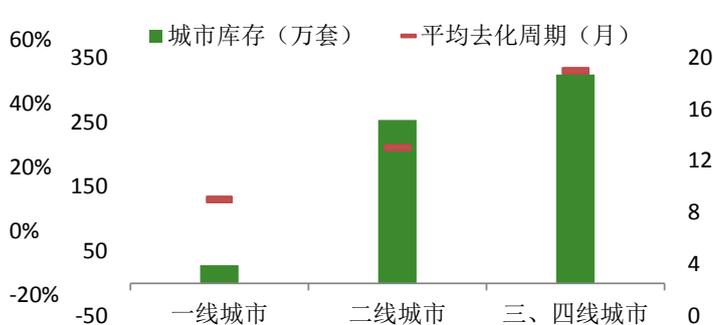
2015年10月份全国商品待售面积为6.8亿平米，较2014年同期增加了近1亿平米，商品房库存量不断增加，库存压力较大，尤其是三四线城市，由于城市的消化能力不足，多数城市去化周期高于临界值（15个月），“去库存”仍将是大多数三四线城市的重点。而一线城市的库存压力明显较低，甚至个别一线城市，如深圳、北京出现不同程度的供不应求。

图表 3：2000 年以来商品住宅新开工面积走势



资料来源：WIND

图表 4：2015 年各线城市库存量与去化周期



资料来源：WIND

### 全国一、二手房价整体复苏，一线城市上升明显

从70大中城市房价指数走势情况来看，全国一二手房价格均在2014年下半年跌入谷底，此后随着房地产市场的逐渐回暖，房价降幅逐渐收窄，2015年二季度起一、二手房价开始进入平稳上涨通道。而从各线城市房价走势情况来看，无论新房还是二手房，一线城市房价回升幅度和速度均明显超过其他线城市，城市间房价走势分化较为明显。

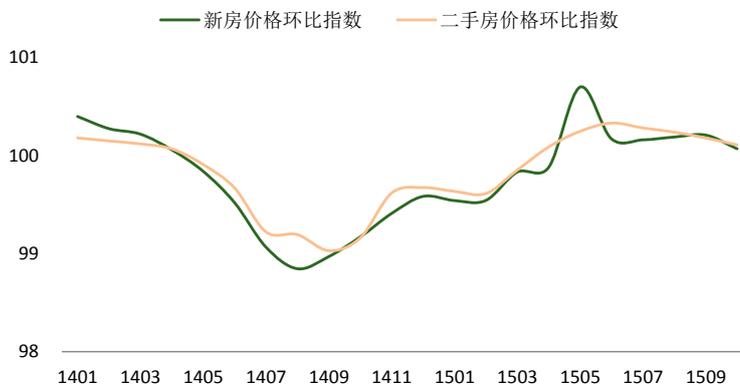
### 二、2016年展望

#### 新房市场呈量减价增趋势，高库存压力持续

根据国家统计局数据数据，2015年新房市场商品住宅土地成交、新开工等供应性指标大幅回落，预计2016年全国新建商品住宅市场新增供应量会出现明显下滑，累计销售层面，成交量预期会较2015年有所减少。

然而，地价仍在攀升，特别是一线城市和需求量较大的二线城市，2015年土地市场较热，新房产品高端化，2016年新建商品住宅价格预计会呈现结构性上涨，全国新房住宅交易额较2015年仍有可能继续上升。

图 5：2014 年至今 70 大中城市一二手房价格环比指数走势



数据来源：WIND

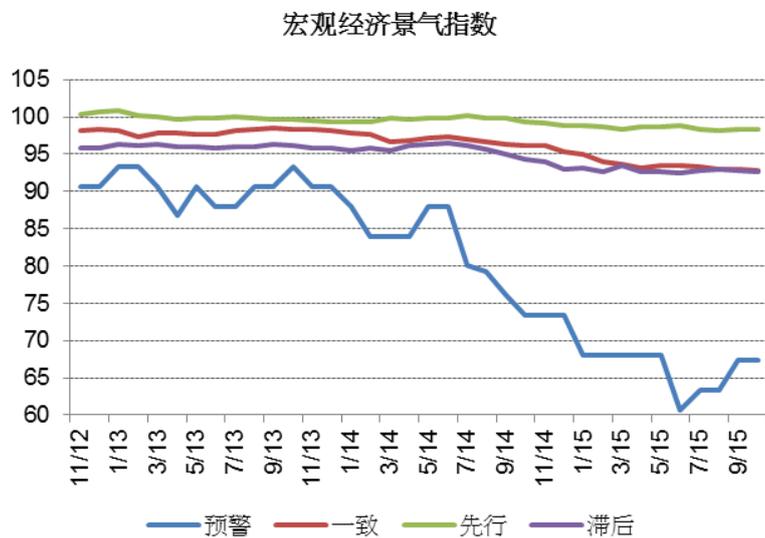
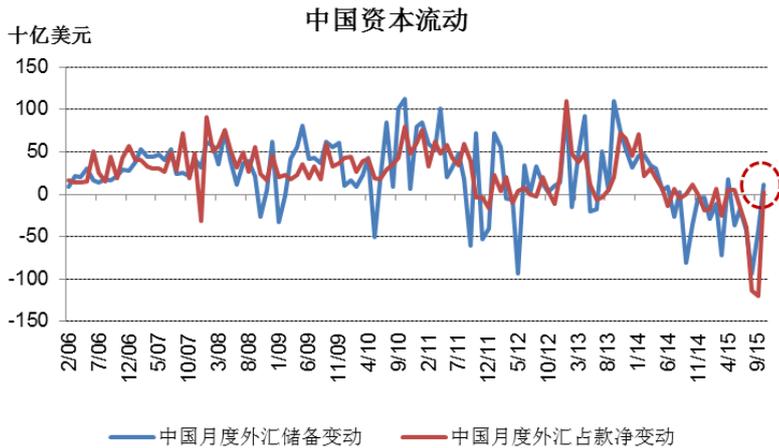
从全国新房住宅施工数据看，在建供应量持续上升，而销售规模缩小。由此而导致的库存压力仍有加深的可能。但库存压力区域性明显，一线城市因土地供应量减少，新房将会供应不足，特别是性价比高的刚需项目将更为稀缺。部分二线城市如武汉、重庆、青岛等以及大部分三线城市，新房住宅的消化周期较长，库存压力会持续更长的时间。总体来看，就全国新房市场而言，去库存依然是2016年的关键词。

#### 二手房市场总体稳定，区域市场将出现分化

在持续的房地产支持性政策和信贷宽松背景下，2015年的二手房成交量达到了历史高位。一线城市中除广州外，北京、上海、深圳交易几乎翻倍，二线城市也出现快速增长，二手房市场占比有明显提升。

2015年四季度，政府支持措施大部分围绕公积金政策展开，对市场影响不明显，在现有政策环境下，2016年将很难达到2015年需求的爆发量，预计成交总量会稳中回落。从区域上看，市场会有分化，处在一、二手市场地位交替节点的二线城市二手房成交量持续增长的动力仍在。

## 中国宏观经济更新



### 监管/政策发展动向

- 人民币于11月30日终与欧元、美元、日圆及英镑一道，跻身国际货币基金组织（IMF）特别提款权（SDR）篮子货币之列，权重为10.92%。这对人民币以至IMF来说均是一个里程碑式的历史时刻，因为这是SDR设立以来首次加入新货币。
- 人行和其他机构在10月净买入人民币129亿元的外汇，扭转多月来中国经济放缓所引致的资金外流。另外月初有数据显示，中国的官方外汇储备（央行所持）10月份增加了114亿美元，结束连续跌五个月之势。这些最新数据显示市场自8月汇改后大幅看淡人民币的情绪已有所改善。
- 有消息人士透露中国在研究将其证券、银行及保险业的监管机构合而为一。官员认为一行三会之间缺乏协调各自为政是导致今夏股票市场急剧波动的主因。任何朝着集中监管而行的举措均牵涉到取去现在三会的权力，令市场监管与中国领导层之间的关系更加直接。

### 宏观经济更新

- 有分析师认为，中国企业在疲弱经济环境下依赖借贷维持现金流所形成的债务负担或已无法再拖延下去，还可能触发连串违约事件。这类型的借贷预计今年全年增长5%，令债务总额升至1.2万亿美元新高。

### 市场/产品发展

- 投资者对中国改革后的熊猫债市场的追捧正威胁点心债的前景。据路透社一份报告指出，海外发行商均在研究是否可按现正处历史低位的孳息率发行境内人民币债。现在选择境内借贷的中国企业愈来愈多，点心债发行额近数月急剧下跌。2014年的发行额达人民币3,378亿元（530亿美元），但今年年初至今总额仅为人民币1,508亿元。

### 重点研究报告/研讨会

- 在香港投资基金公会年会上，有讲者认为，企业信贷发展瞬息万变、地方政府大量发债，再加上新式投资工具的出现等因素，中国债市的格局势将蜕变。尤其若人民币取得IMF特别提款权地位，市场对人民币计值的资产料将有强劲需求。

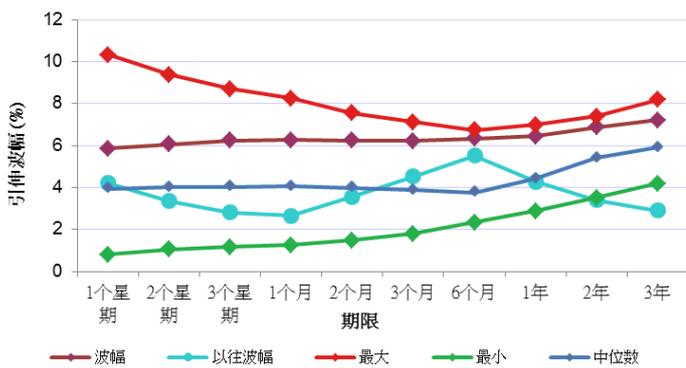
中国主要经济指标	当前	之前	变动	下一个发布日期
实际国内生产总值 (同比%)	6.9	7	↓	待定
消费者物价指数 (同比%)	1.3	1.6	↓	12/09/2015 09:30
生产者物价指数 (同比%)	-5.9	-5.9	↔	12/09/2015 09:30
工业生产指数 (同比%)	5.6	5.7	↓	12/12/2015 13:30
固定资产投资 (同比%)	10.2	10.3	↓	12/12/2015 13:30
国外投资 (同比%)	4.2	7.1	↓	12/08/2015 12/12
中国制造业采购经理指数	49.6	49.8	↓	12/01/2015 09:00
中国人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	98.36	98.29	↑	12/28/2015 12/31
出口 (同比%)	-6.9	-3.7	↓	12/08/2015
进口 (同比%)	-18.8	-20.4	↑	12/08/2015
M2货币供应量 (同比%)	13.5	13.1	↑	12/10/2015 12/15
零售销售 (同比%)	11	10.9	↑	12/12/2015 13:30
消费者信心指数	113.1	109.7	↑	01/06/2016 09:45
银行准备金率 (%)	18	18.5	↓	不常
官方外汇储备 (十亿美元)	3526	3514.1	↑	12/07/2015
3个月上海银行间拆放利率 (%)	3.04	3.17	↓	持续
10年政府债券收益率 (%)	3.09	3.4	↓	持续
人民币/美元汇率	6.396	6.3473	↑	持续

# 人民币外汇市场动态

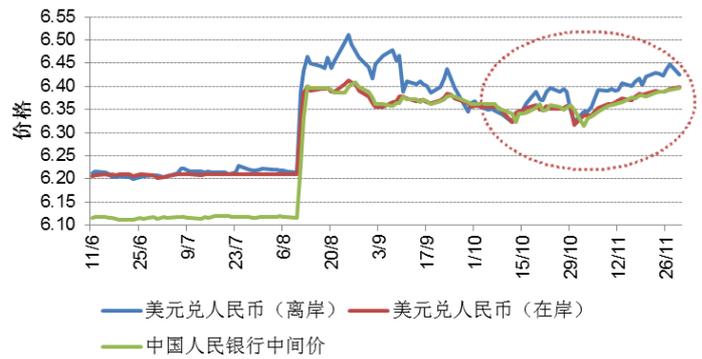
## 离岸人民币外汇市场评论

- 市场预计，人民币加入特别提款权货币篮子后，美元兑人民币(香港)中短期造价将保持相对平稳并增加波动性。
- 按彭博的市场预测数据，在2016年第一季之前，美元兑人民币(香港)汇价最大可能在6.4至6.5之间徘徊。
- 直至11月特别提款权(SDR)议决前，离岸及在岸人民币再次被大幅度拉阔至500点。是次离岸及在岸人民币的分歧使特别提款权的用家在操作上更具挑战性。然而，持续改革促进在岸和离岸市场之间的整合并可减少风险蔓延的情况

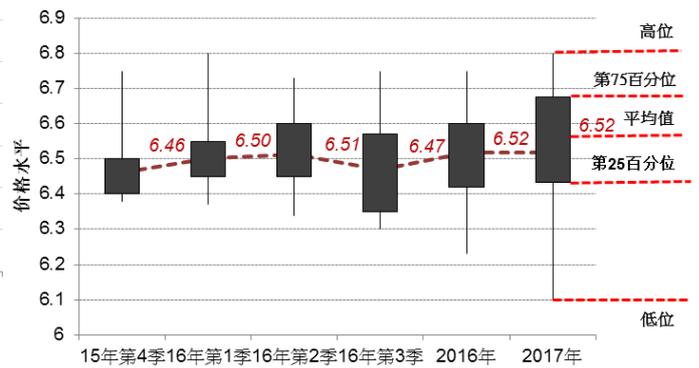
### 场外交易市场美元兑人民币(香港)期权隐含波动率



### 在岸/离岸人民币现货价格区间



### 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

- 2015年11月30日香港交易所的美元/人民币期货录得3,007张合约成交(名义金额3.01亿美元)，是9月初以来最高；未平仓合约达14,804张合约(名义金额14.8亿美元)。
- 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11月为63%。
- 成交张数最多为2015年12月、2016年3月及6月合约，占11月份成交量总数的64%。2015年12月、2016年3月及6月的未平仓合约占11月底未平仓合约总数的61%。

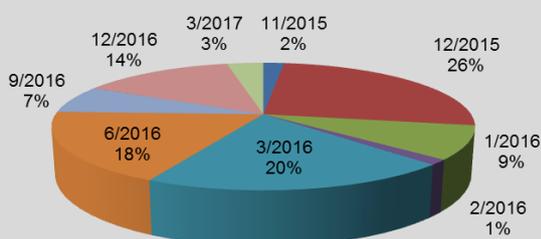
### 美元兑人民币(香港)期货成交量与持仓



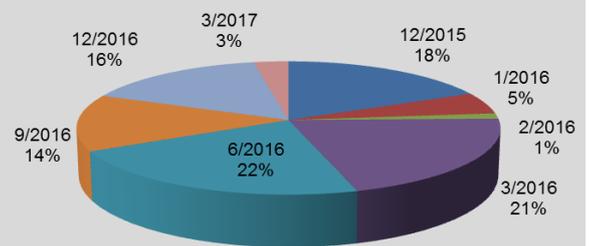
### 香港交易所人民币期货在波幅时提供最佳流通量



### 合约月份之成交量分布 (11/2015)



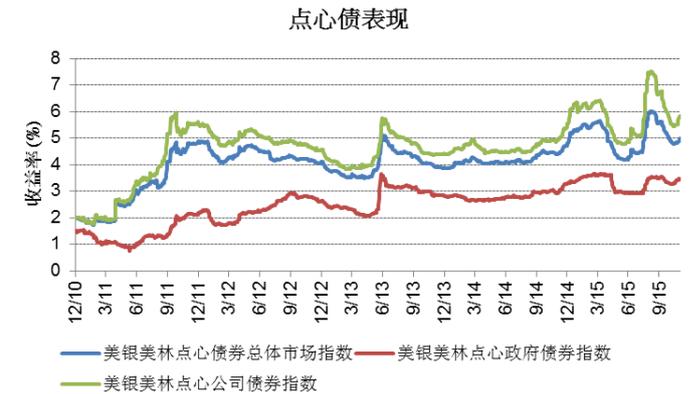
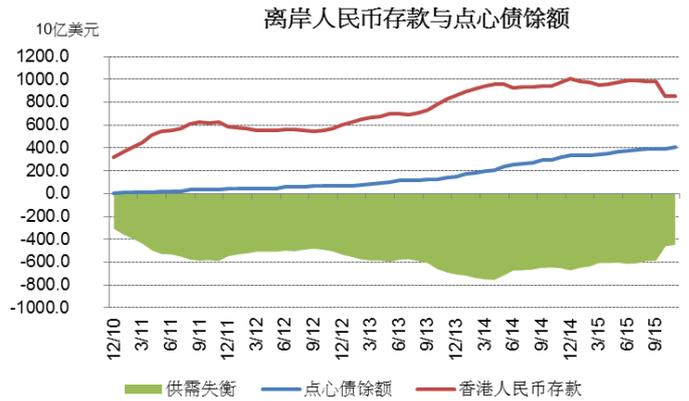
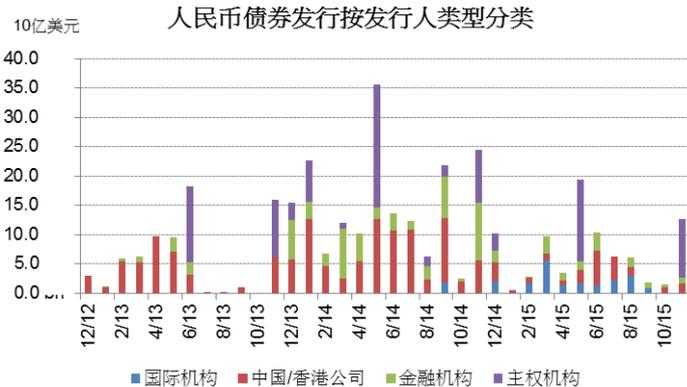
### 合约月份之持仓量分布 (30/11/2015)



## 离岸债券市场动态

### 离岸人民币债券市场评论

- 于2015年11月，主权点心债发行量增加至100亿美元，扭转了过去数月发债下降的趋势，下降的原因为随着越多中国企业较愿意于在岸借贷。2014年总发债额达人民币3,380亿(即530亿美元)，但年初至今的总发债额只维持于人民币1,510亿。
- 中国建设银行(亚洲)为一只两年期的点心债定价，该定价反映出市场对发行点心债的兴趣相对较小。

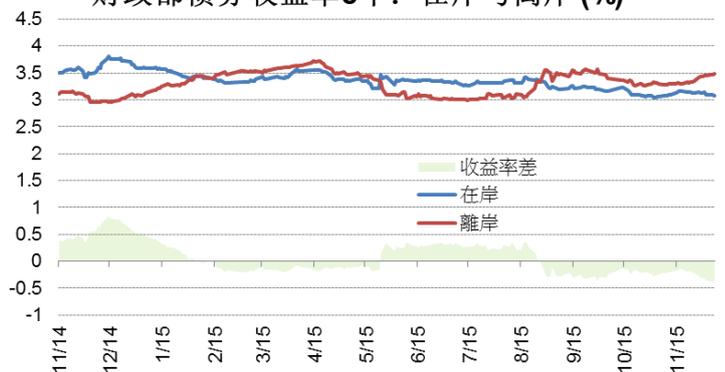


## 在岸债券市场动态

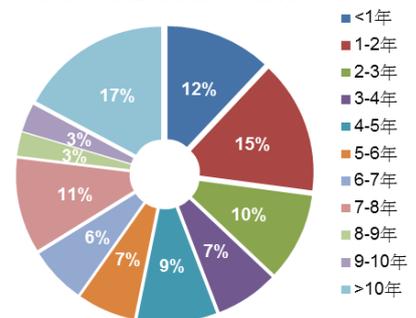
### 在岸人民币债券市场评论

- 于11月，在岸债券的发行量由10月份的2.2万亿上升18.5%至人民币2.6万亿。地方政府的新增发债量占总新增发债量的最大部份(68%)，原于中国政府为了帮助负债累累的地方政府而实行的换债计划。
- 中国山水水泥集团的债务违约导致债券收益率飙升，迫使更多中国公司放弃发债计划。然而，这类债务违约不应该削弱中国债券市场情绪，因为中国政府似乎让更多的债券违约作为市场改革议程的一部分，长期来看应该会对境内债券的违约风险达致更准确的定价。

### 财政部债券收益率5年：在岸与离岸 (%)



### 财政部债券余额按年期分类



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	36,265	46,913.05	3.2287
国债	8,278	11,216.82	2.8575
中期票据	12,999	10,975.66	4.6848
公司债券	10,833	8,645.28	3.5961
存款证	3,418	8,745.62	3.1039
商业票据	18,504	12,004.10	4.0376
央行票据	112	364.58	2.7404
其他	3,219	3,795.54	6.8701
总计	93,628	102,660.65	3.5714

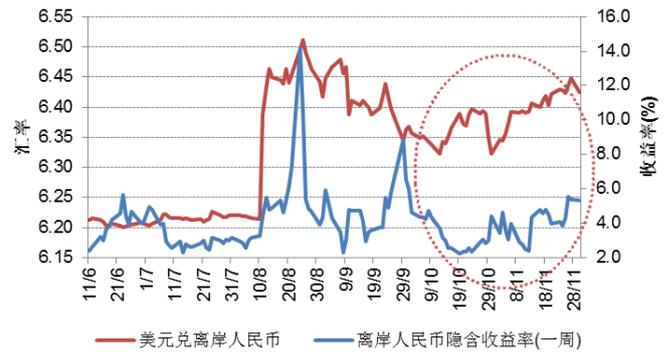
交易商协会非金融机构发债指导收益率 (截至2015年11月30日)																
	1年	环比	3年	环比	5年	环比	7年	环比	10年	环比	15年	环比	20年	环比	30年	环比
AAA+	3.37	↑	3.89	↑	4.12	↑	4.38	↑	4.55	↑	5.09	↑	5.25	↑	5.52	↑
AAA	3.57	↑	4.05	↑	4.29	↑	4.67	↑	4.88	↑	5.42	↑	5.70	↑	5.97	↑
AA+	3.79	↑	4.42	↑	4.79	↑	5.15	↑	5.50	↑	6.07	↑	6.42	↑	6.69	↑
AA	4.25	↑	4.87	↑	5.29	↑	5.73	↑	6.05	↑	6.74	↓	7.07	↑	7.51	↑
AA-	5.52	↑	6.13	↑	6.63	↑	7.44	↑	7.90	↑	8.39	↓	8.76	↑	9.03	↑

## 在岸/离岸短期利率市场动态

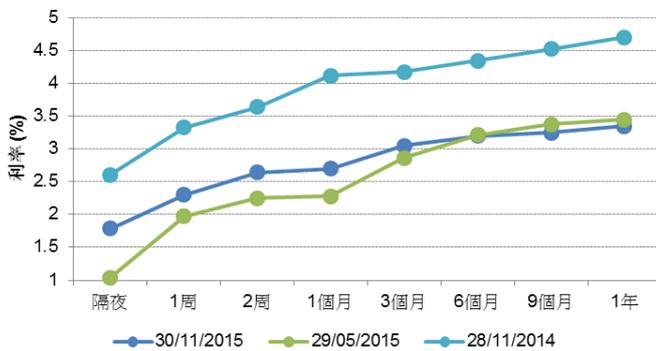
### 在岸/离岸人民币短期利率市场评论

- 11月因应离岸人民币流量继续收紧而导致离岸人民币引申收益率从2%低位回升至接近6%水平。结果推测人民币加入特别提款权后存在着外汇干预的可能性。
- 香港银行同业人民币拆息收益率曲线于11月较平坦，相比短期收益率从10月的较低水平大幅反弹。

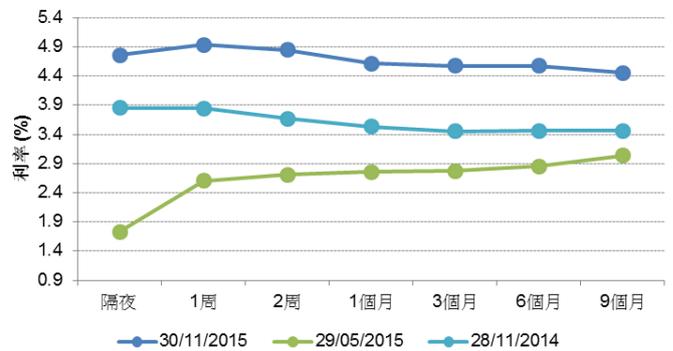
### 离岸人民币隐含收益率受汇率带动抽高



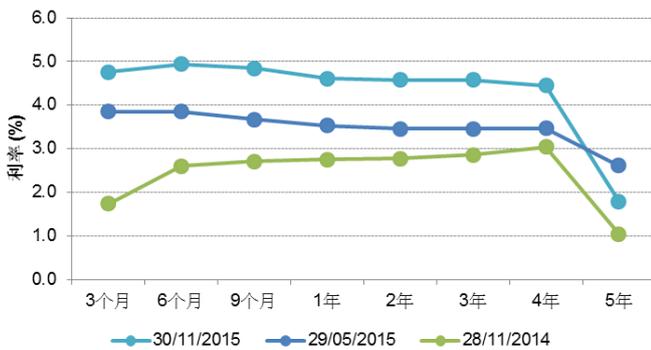
### 上海银行间同业拆息收益率曲线



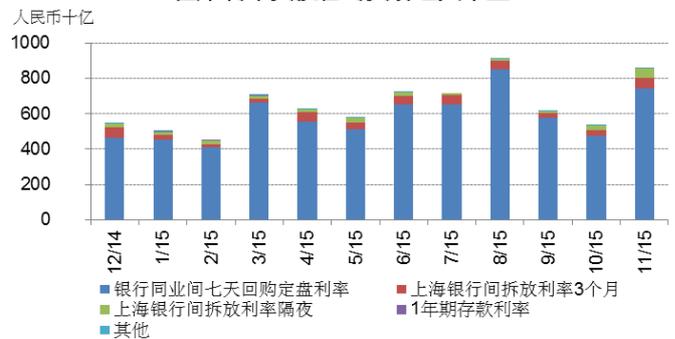
### 离岸人民币香港银行同业拆息收益率曲线



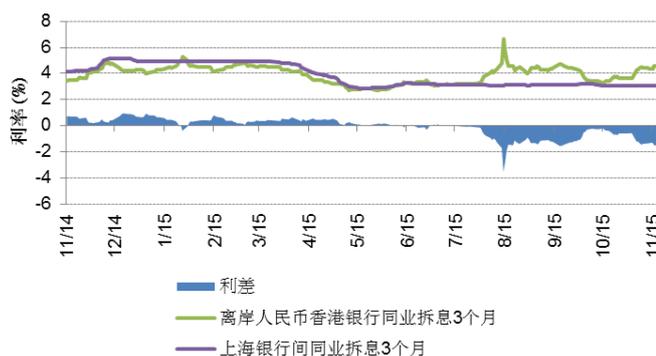
### 在岸利率互换(7日回购利率)收益率曲线



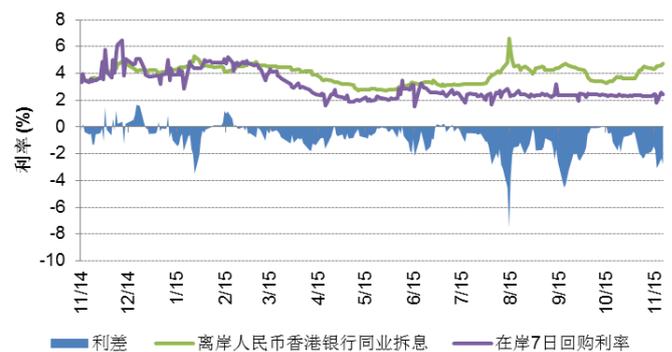
### 在岸利率互换合约交易名义本金



### 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

原文由麦凯德 (Markit) 指数业务主管Randolf Tantzsch先生以英文撰写

### 离岸及在岸人民币债券市场的融合——前景如何？

2014年刷新纪录后，离岸人民币债券市场于2015年稍见放缓。有关中国房地产公司的忧虑、股票市场波动加上8月人民币贬值均导致离岸市场整体交投回落。投资者的主要疑问是：2015年究竟是再闯高峰前的稍事休整？还是各种相关限制将会阻碍离岸市场的进一步发展？细心分析，我们不难窥见未来前景将忧喜参半的微妙底蕴。

人民币市场分为在岸及离岸市场，各有不同推动力。境外发行人难以进入在岸市场，所以他们的人民币资金主要局限于离岸市场。中国发行人在境内外均可发行债券，取舍选择一般取决于融资成本。

在利率下调造就有利融资环境下，在岸企业债券发行量今年继续上扬，但离岸人民币债券市场却没有此番光景。

2015年至今，非政府离岸人民币债券的发行量只有人民币550亿元，去年同期为人民币1,750亿元。仔细分析，跌幅似乎主要源自中国发行人的参与度下降。

然而，在人民币日趋国际化、人民币结算中心及掉期设施与日俱增下，境外企业的活跃不减。非政府离岸人民币债券发行总量中，超过一半（即人民币370亿元）来自非中国发行人。事实上，非中国发行人今年至今的离岸人民币债券集资总额超过2014年同期（人民币310亿元）。

中国发行人减少发行离岸人民币债券，主要在于在岸离岸市场的息差。整体而言，今年的利率环境对离岸人民币债券市场较为不利，在岸与离岸政府债券收益率首度出现负差距。人民币贬值后，在岸与离岸政府债券的收益率差距在9月底曾低见-85。

2015年第一季及第三季中国离岸债券发行量极少，当时在岸收益率下跌至低于离岸水平。这与2014年截然不同，当时收益率差距全年均录得正数（平均值125个基点）。

离岸收益率不稳亦影响离岸人民币债券发行量。离岸收益率对外在事件的回响远较在岸收益率大，包括8月的人民币贬值。

在岸与离岸人民币债券市场之间的兑换限制，也造成了离岸收益率相对波动，以及在岸与离岸人民币债券市场的持续收益率差距。

有市场人士指，在岸与离岸市场的稳健融合可促成在岸与离岸利率的更稳定关系，从而收窄收益率差距。事实上，现时各方已采取多个步骤更有效融合两个市场。

中国一直致力对外开放境内资本市场。据官方新华社报道<sup>1</sup>，央行行长周小川于3月两会期间明言，将于2015年加快推进资本市场的改革及开放，实现人民币资本项目可兑换。

人民银行最近批准了两家境外银行（中国银行（香港）及汇丰）发行「熊猫债」，容许两家银行可在境内市场出售人民币计价债券，实现逐步向海外机构开放在岸人民币市场。

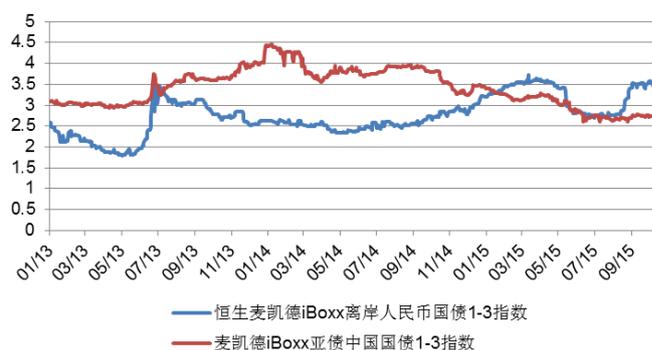
当然，在岸与离岸人民币债券市场的融合仍然面对多重挑战，包括中国发行人发行离岸债券的成本障碍。现时，发行人尚需就离岸人民币资金过户至在岸市场取得特别批准。

不过，随着中国继续开放金融市场，在岸与离岸市场逐渐融合的前景乐观。划一架构可为离岸市场奠定基础，全面发挥其作为中国及海外企业寻求国际融资渠道的潜力。

收益率差距与发行量



在岸及离岸政府债券收益率



**免责声明：** 本文内容仅供参考，不能取代咨询专业顾问意见。



**Randolf Tantzscher**是麦凯德（Markit）的指数业务主管。他驻香港工作，于2008年加入该公司后主力扩充麦凯德在亚洲区的指数业务，随后推出iBoxx SGD债券指数及恒生麦凯德iBoxx离岸人民币债券指数系列。

加入麦凯德前，Randolf在Concerto Financial Solutions及FACT Unternehmensberatung GmbH任职7年，负责设计及推出iBoxx ABF、iBoxx USD及多只涵盖不同资产类别的其他指数产品。Randolf毕业于德国Passau University，主修财务。

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。