

每月焦點

- 11月30日，國際貨幣基金組織同意將人民幣以**10.92%**的权重納入其儲備貨幣籃子。
- 人行和其他機構在10月淨買入人民幣**129億元**的外匯，扭轉多月來中國經濟放緩所引致的資金外流。
- 香港交易所首席中國經濟學家巴曙松博士預期在現有政策環境下，中國的房地產市場在**2016年**將很難達到**2015年**需求的爆發量，預計成交總量會穩中回落。
- 采访麥凱德的指數業務主管**Randolf Tantzsch**先生：劃一架構可為離岸市場奠定基礎，全面發揮其作為中國及海外企業尋求國際融資渠道的潛力。

首席經濟學家制高點

房地產市場15年回顧與16年展望：區域分化與去庫存

香港交易所首席中國經濟學家巴曙松博士

當前，中國的房地產市場走勢成為影響中國投資和消費、進而影響整體經濟增長狀況的一個關鍵因素之一。2015年以來，中國房地產市場開始呈現出一系列新的趨勢和特徵。

一、2015年回顧

2015年中國新房市場整體回暖明顯，不同區域市場有所分化

全國層面，2015年的房地產市場回暖勢頭明顯，量價增速均處於2010年以來相對較高的水平。2015年1-10月銷售面積同比上漲7.9%，成交均價同比上漲9.4%。此外，各綫市場走勢有所分化，被視為傳統旺季的九月份成交中，一二綫城市成交仍明顯好於2014年，而三綫城市基本回落與2014年持平，且後期來看仍將處於回落狀態。

圖表1：2000年以來商品住宅銷售面積走勢



資料來源：WIND

圖表2：2000年以來商品住宅銷售額走勢



資料來源：WIND

新房市場投資低迷，新開工面積大幅下滑

房企投資積極性明顯下降，新開工面積大幅下滑。2015年1-10月住宅新開工面積同比下滑**14.7%**，施工面積同比微增**0.8%**。2015年以來，新開工數據的低迷的主要是由于，三四綫城市庫存高企，房企在三四綫城市的新開工意願依舊不強，從而拖累整個行業表

現數據。

三四綫城市“去庫存”仍是重點

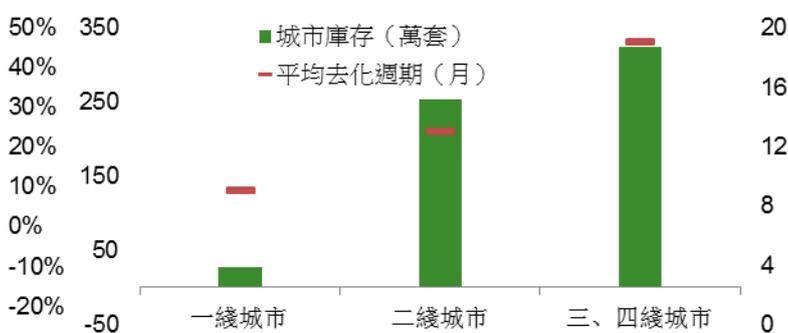
2015年10月份全國商品待售面積為6.8億平方米，較2014年同期增加了近1億平方米，商品房庫存量不斷增加，庫存壓力較大，尤其是三四綫城市，由於城市的消化能力不足，多數城市去化周期高於臨界值（15個月），“去庫存”仍將是大多數三四綫城市的重點。而一綫城市的庫存壓力明顯較低，甚至個別一綫城市，如深圳、北京出現不同程度的供不應求。

圖表3：2000年以來商品住宅新開工面積走勢



資料來源：WIND

圖表4：2015年各綫城市庫存量與去化周期



資料來源：WIND

全國一、二手房價整體復蘇，一綫城市上升明顯

從70大中城市房價指數走勢情況來看，全國一二手房價格均在2014年下半年跌入穀底，此後隨著房地產市場的逐漸回暖，房價降幅逐漸收斂，2015年二季度起一、二手房價開始進入平穩上漲通道。而從各綫城市房價走勢情況來看，無論新房還是二手房，一綫城市房價回升幅度和速度均明顯超過其他綫城市，城市間房價走勢分化較為明顯。

二、2016年展望

新房市場呈量減價增趨勢，高庫存壓力持續

根據國家統計局數據數據，2015年新房市場商品住宅土地成交、新開工等供應性指標大幅回落，預計2016年全國新建商品住宅市場新增供應量會出現明顯下滑，累計銷售層面，成交量預期會較2015年有所減少。

然而，地價仍在攀升，特別是一綫城市和需求較大的二綫城市，2015年土地市場較熱，新房產品高端化，2016年新建商品住宅價格預計會呈現結構性上漲，全國新房住宅交易額較2015年仍有可能繼續上升。

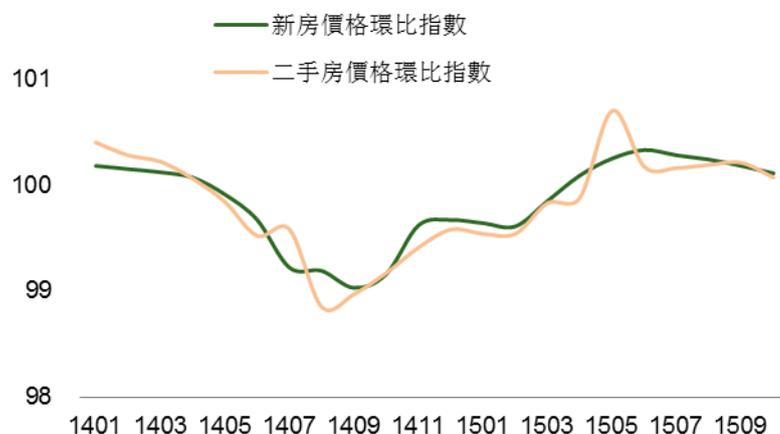
從全國新房住宅施工數據看，在建供應量持續上升，而銷售規模縮小。由此而導致的庫存壓力仍有加深的可能。但庫存壓力區域性明顯，一綫城市因土地供應量減少，新房將會供應不足，特別是性價比高的剛需項目將更為稀缺。部分二綫城市如武漢、重慶、青島等以及大部分三綫城市，新房住宅的消化周期較長，庫存壓力會持續更長的時間。總體來看，就全國新房市場而言，去庫存依然是2016年的關鍵詞。

二手房市場總體穩定，區域市場將出現分化

在持續的房地產支持性政策和信貸寬鬆背景下，2015年的二手房成交量達到了歷史高位。一綫城市中除廣州外，北京、上海、深圳交易幾乎翻倍，二綫城市也出現快速增長，二手房市場占比有明顯提升。

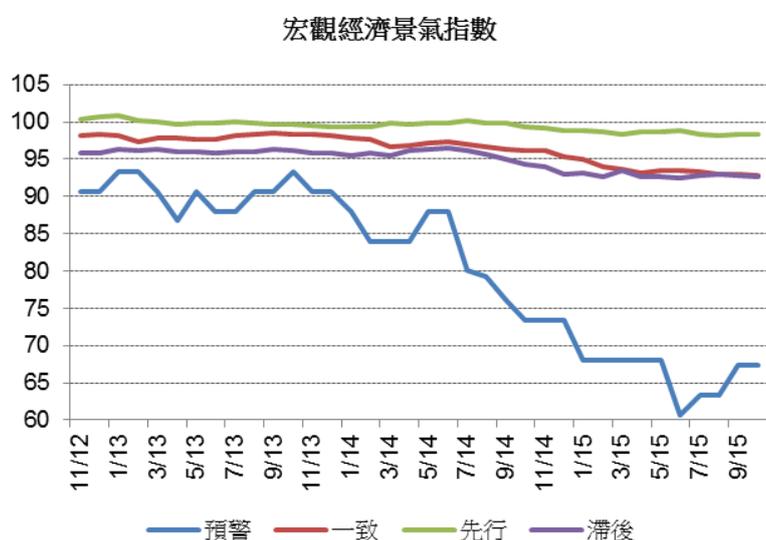
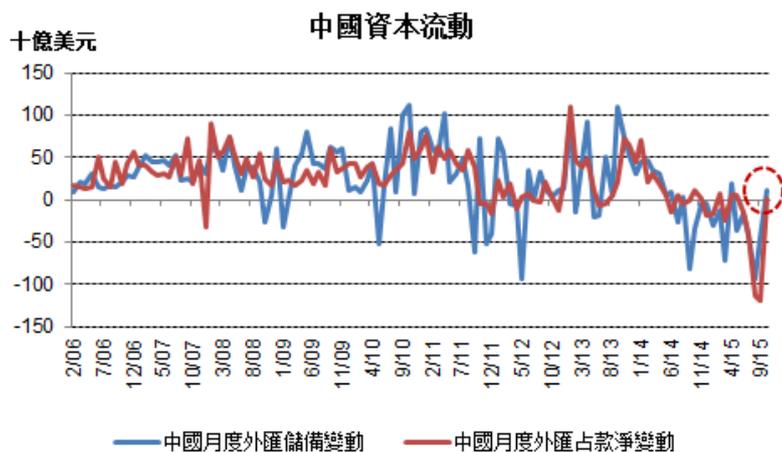
2015年四季度，政府支持措施大部分圍繞公積金政策展開，對市場影響不明顯，在現有政策環境下，2016年將很難達到2015年需求的爆發量，預計成交總量會穩中回落。從區域上看，市場會有分化，處在一、二手市場地位交替節點的二綫城市二手房成交量持

圖表5：2014年至今70大中城市一二手住宅價格環比指數走勢



資料來源：WIND

中國宏觀經濟更新



監管/政策發展動向

- 人民幣於11月30日終與歐元、美元、日圓及英鎊一道，躋身國際貨幣基金組織（IMF）特別提款權（SDR）籃子貨幣之列，權重為10.92%。這對人民幣以至IMF來說均是一個里程碑式的歷史時刻，因為這是SDR設立以來首次加入新貨幣。
- 人行和其他機構在10月淨買入人民幣129億元的外匯，扭轉多月來中國經濟放緩所引致的資金外流。另外月初有數據顯示，中國的官方外匯儲備（央行所持）10月份增加了114億美元，結束連跌五個月之勢。這些最新數據顯示市場自8月匯改後大幅看淡人民幣的情緒已有所改善。
- 有消息人士透露中國在研究將其證券、銀行及保險業的監管機構合而為一。官員認為一行三會之間缺乏協調各自為政是導致今夏股票市場急劇波動的主因。任何朝着集中監管而行的舉措均牽涉到取去現在三會的權力，令市場監管與中國領導層之間的關係更加直接。

宏觀經濟更新

- 有分析師認為，中國企業在疲弱經濟環境下依賴借貸維持現金流所形成的債務負擔或已無法再拖延下去，還可能觸發連串違約事件。這類型的借貸預計今年全年增長5%，令債務總額升至1.2萬億美元新高。

市場/產品發展

- 投資者對中國改革後的熊貓債市場的追捧正威脅點心債的前景。據路透社一份報告指出，海外發行商均在研究是否可按現正處歷史低位的孳息率發行境內人民幣債。現在選擇境內借貸的中國企業愈來愈多，點心債發行額近數月急劇下跌。2014年的發行額達人民幣3,378億元(530億美元)，但今年年初至今總額僅為人民幣1,508億元。

重點研究報告/研討會

- 在香港投資基金會年會上，有講者認為，企業信貸發展瞬息萬變、地方政府大量發債，再加上新式投資工具的出現等因素，中國債市的格局勢將蛻變。尤其若人民幣取得IMF特別提款權地位，市場對人民幣計值的資產料將有強勁需求。

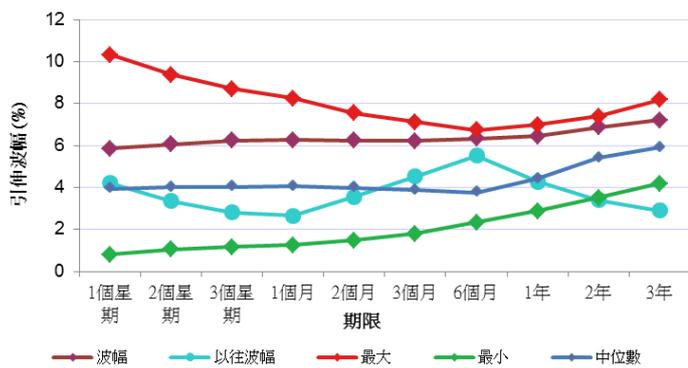
中國主要經濟指標	當前	之前	變動	下一個發布日期
實際國內生產總值 (同比%)	6.9	7	↓	待定
消費者物價指數 (同比%)	1.3	1.6	↓	12/09/2015 09:30
生產者物價指數 (同比%)	-5.9	-5.9	↔	12/09/2015 09:30
工業生產指數 (同比%)	5.6	5.7	↓	12/12/2015 13:30
固定資產投資 (同比%)	10.2	10.3	↓	12/12/2015 13:30
國外投資 (同比%)	4.2	7.1	↓	12/08/2015 12/12
中國製造業採購經理指數	49.6	49.8	↓	12/01/2015 09:00
中國人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	98.36	98.29	↑	12/28/2015 12/31
出口 (同比%)	-6.9	-3.7	↓	12/08/2015
進口 (同比%)	-18.8	-20.4	↑	12/08/2015
M2貨幣供應量 (同比%)	13.5	13.1	↑	12/10/2015 12/15
零售銷售 (同比%)	11	10.9	↑	12/12/2015 13:30
消費者信心指數	113.1	109.7	↑	01/06/2016 09:45
銀行準備金率 (%)	18	18.5	↓	不常
官方外匯儲備 (十億美元)	3526	3514.1	↑	12/07/2015
3個月上海銀行間拆放利率 (%)	3.04	3.17	↓	持續
10年政府債券收益率 (%)	3.09	3.4	↓	持續
人民幣/美元匯率	6.396	6.3473	↑	持續

人民幣外匯市場動態

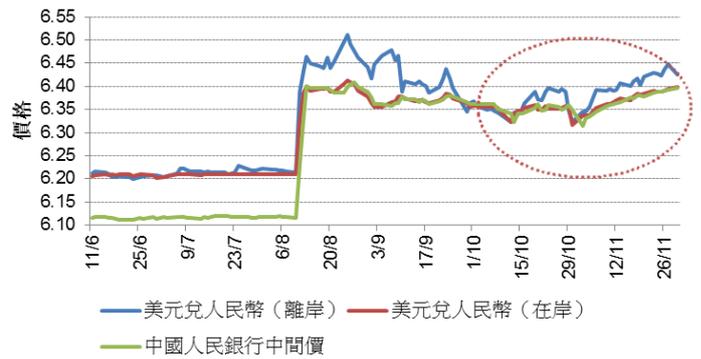
離岸人民幣外匯市場評論

- 市場預計，人民幣加入特別提款權貨幣籃子後，美元兌人民幣(香港)中短期造價將保持相對平穩並增加波動性。
- 按彭博的市場預測數據，在2016年第一季之前，美元兌人民幣(香港)匯價最大可能在6.4至6.5之間徘徊。
- 直至11月特別提款權(SDR)議決前，離岸及在岸人民幣再次被大幅度拉闊至500點。是次離岸及在岸人民幣的分歧使特別提款權的用在操作上更具挑戰性。然而，持續改革促進在岸和離岸市場之間的整合並可減少風險蔓延的情況。

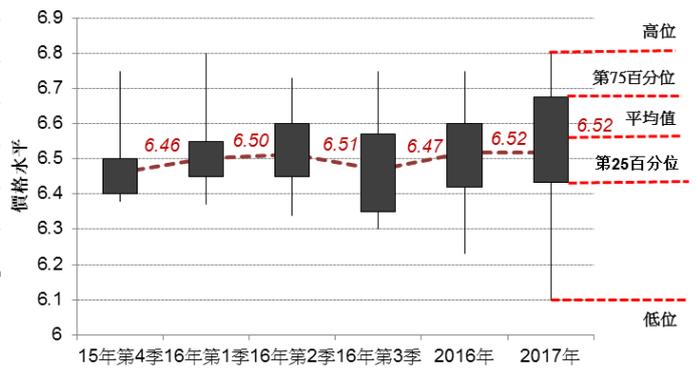
場外交易市場美元兌人民幣(香港)期權隱含波動率



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

- 2015年11月30日香港交易所的美元/人民幣期貨錄得3,007張合約成交(名義金額3.01億美元)，是9月初以來最高；未平倉合約達14,804張合約(名義金額14.8億美元)。
- 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11月為63%。
- 成交張數最多為2015年12月、2016年3月及6月合約，佔11月份成交量總數的64%。2015年12月、2016年3月及6月的未平倉合約佔11月底未平倉合約總數的61%。

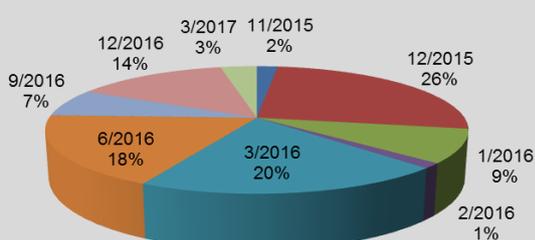
美元兌人民幣(香港)期貨成交量與持倉



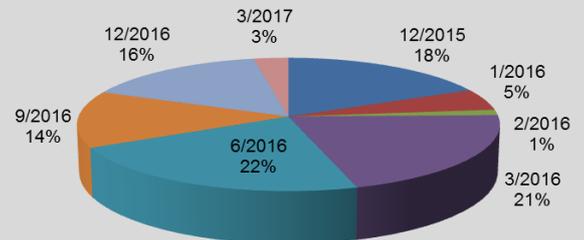
香港交易所人民幣期貨在波幅時提供最佳流通量



合約月份之成交量分布 (11/2015)



合約月份之持倉量分布 (30/11/2015)

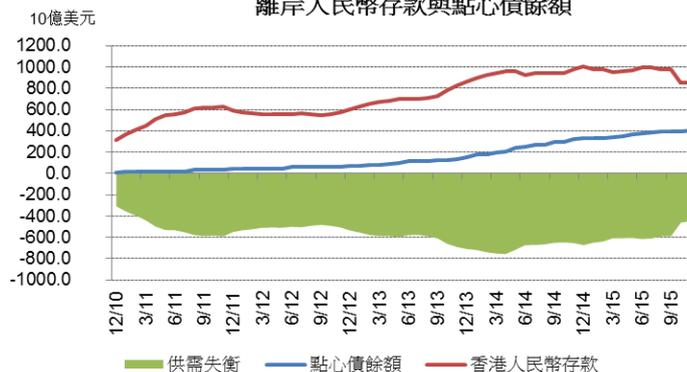


離岸債券市場動態

離岸人民幣債券市場評論

- 於2015年11月，主權點心債發行量增加至100億美元，扭轉了過去數月發債下降的趨勢，下降的原因為隨著越多中國企業較願意於在岸借貸。2014年總發債額達人民幣3,380億(即530億美元)，但年初至今的總發債額只維持於人民幣1,510億。
- 中國建設銀行(亞洲)為一隻兩年期的點心債定價，該定價反映出市場對發行點心債的興趣相對較小。

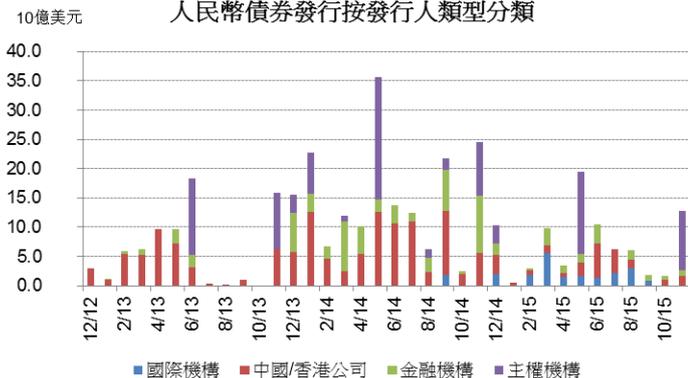
離岸人民幣存款與點心債餘額



點心債表現



人民幣債券發行按發行人類型分類

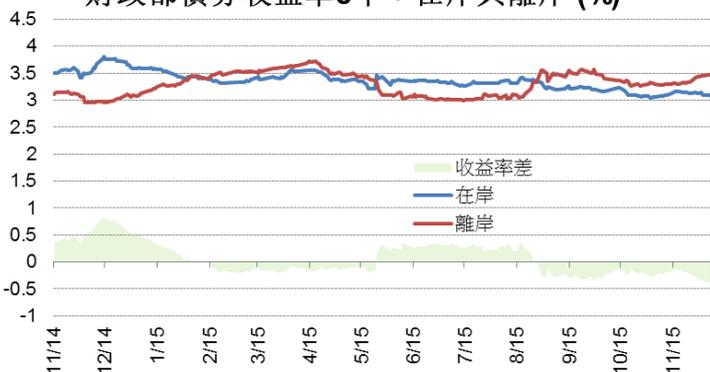


在岸債券市場動態

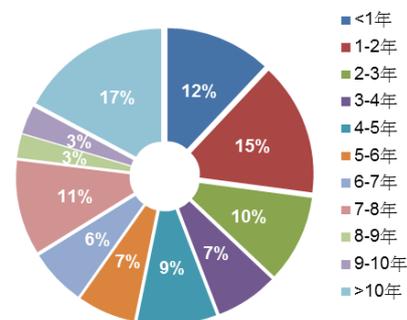
在岸人民幣債券市場評論

- 於11月，在岸債券的發行量由10月份的2.2萬億上升18.5%至人民幣2.6萬億。地方政府的新增發債量佔總新增發債量的最大部份(68%)，原於中國政府為了幫助負債累累的地方政府而實行的換債計劃。
- 中國山水水泥集團的債務違約導致債券收益率飆升，迫使更多中國公司放棄發債計劃。然而，這類債務違約不應該削弱中國債券市場情緒，因為中國政府似乎讓更多的債券違約作為市場改革議程的一部分，長期來看應該會對境內債券的違約風險達致更準確的定價。

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	36,265	46,913.05	3.2287
國債	8,278	11,216.82	2.8575
中期票據	12,999	10,975.66	4.6848
公司債券	10,833	8,645.28	3.5961
存款證	3,418	8,745.62	3.1039
商業票據	18,504	12,004.10	4.0376
央行票據	112	364.58	2.7404
其他	3,219	3,795.54	6.8701
總計	93,628	102,660.65	3.5714

交易商協會非金融機構發債指導收益率 (截至2015年11月30日)

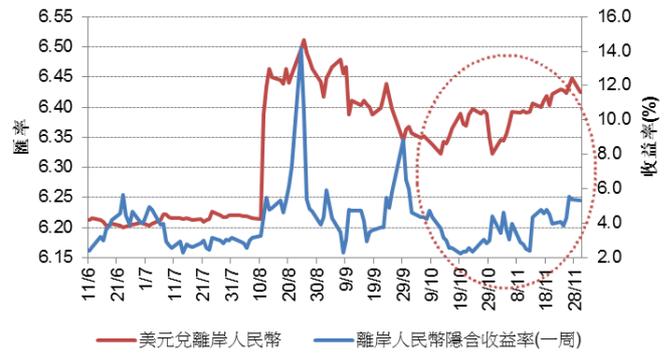
	1年	環比	3年	環比	5年	環比	7年	環比	10年	環比	15年	環比	20年	環比	30年	環比
AAA+	3.37	↑	3.89	↑	4.12	↑	4.38	↑	4.55	↑	5.09	↑	5.25	↑	5.52	↑
AAA	3.57	↑	4.05	↑	4.29	↑	4.67	↑	4.88	↑	5.42	↑	5.70	↑	5.97	↑
AA+	3.79	↑	4.42	↑	4.79	↑	5.15	↑	5.50	↑	6.07	↑	6.42	↑	6.69	↑
AA	4.25	↑	4.87	↑	5.29	↑	5.73	↑	6.05	↑	6.74	↓	7.07	↑	7.51	↑
AA-	5.52	↑	6.13	↑	6.63	↑	7.44	↑	7.90	↑	8.39	↓	8.76	↑	9.03	↑

在岸/離岸短期利率市場動態

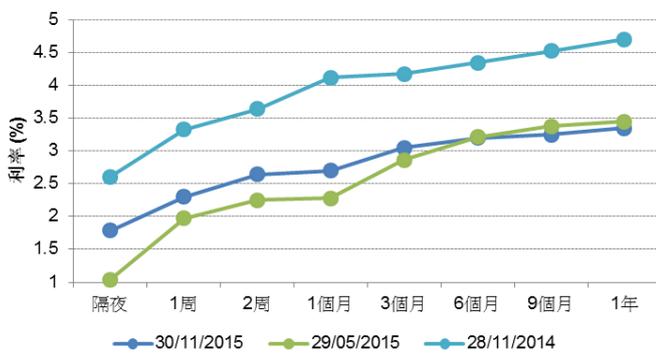
在岸/離岸人民幣短期利率市場評論

- 11月因應離岸人民幣流通量繼續收緊而導致離岸人民幣引申收益率從2%低位回升至接近6%水平。結果推測人民幣加入特別提款權後存在著外匯干預的可能性。
- 香港銀行同業人民幣拆息收益率曲綫於11月較平坦，相比短期收益率從10月的較低水平大幅反彈。

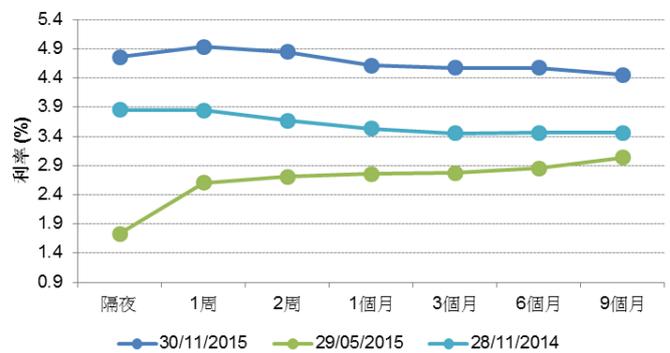
離岸人民幣隱含收益率受匯率帶動抽高



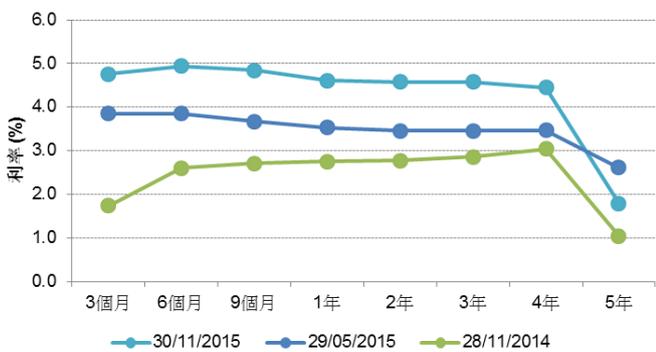
上海銀行間同業拆息收益率曲綫



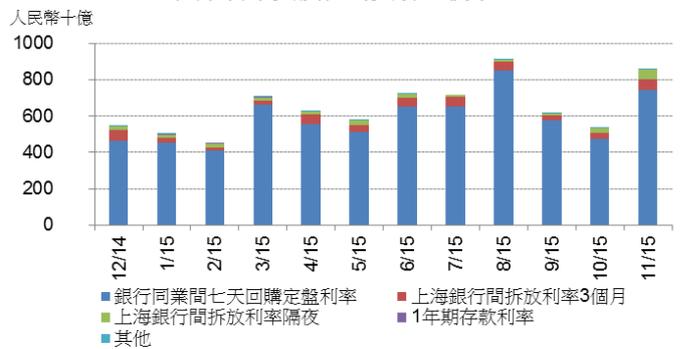
離岸人民幣香港銀行同業拆息收益率曲綫



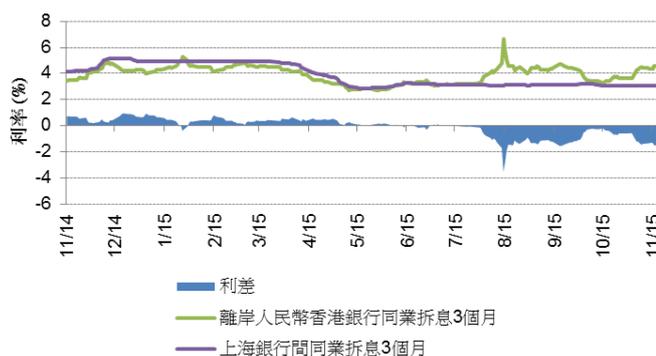
在岸利率互換(7日回購利率)收益率曲綫



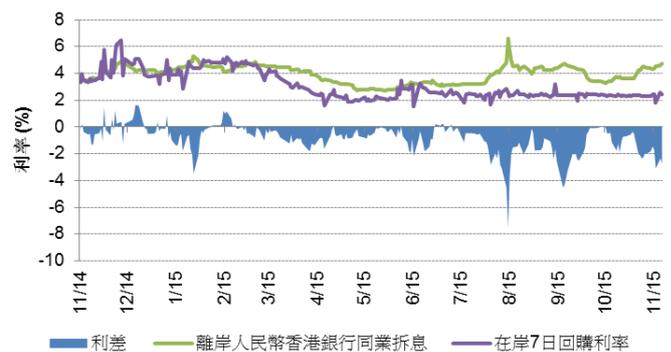
在岸利率交換合約交易名義本金



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

原文由麥凱德 (Markit) 指數業務主管Randolf Tantzsch先生以英文撰寫

離岸及在岸人民幣債券市場的融合——前景如何？

2014年刷新紀錄後，離岸人民幣債券市場於2015年稍見放緩。有關中國房地產公司的憂慮、股票市場波動加上8月人民幣貶值均導致離岸市場整體交投回落。投資者的主要疑問是：2015年究竟是再闖高峰前的稍事休整？還是各種相關限制將會阻礙離岸市場的進一步發展？細心分析，我們不難窺見未來前景將憂喜參半的微妙底蘊。

人民幣市場分為在岸及離岸市場，各有不同推動力。境外發行人難以進入在岸市場，所以他們的人民幣資金主要局限於離岸市場。中國發行人在境內外均可發行債券，取捨選擇一般取決於融資成本。

在利率下調造就有利融資環境下，在岸企業債券發行量今年繼續上揚，但離岸人民幣債券市場卻沒有此番光景。

2015年至今，非政府離岸人民幣債券的發行量只有人民幣550億元，去年同期為人民幣1,750億元。仔細分析，跌幅似乎主要源自中國發行人的參與度下降。

然而，在人民幣日趨國際化、人民幣結算中心及掉期設施與日俱增下，境外企業的活躍不減。非政府離岸人民幣債券發行總量中，超過一半（即人民幣370億元）來自非中國發行人。事實上，非中國發行人今年至今的離岸人民幣債券集資總額超過2014年同期（人民幣310億元）。

中國發行人減少發行離岸人民幣債券，主要在於在岸離岸市場的息差。整體而言，今年的利率環境對離岸人民幣債券市場較為不利，在岸與離岸政府債券收益率首度出現負差距。人民幣貶值後，在岸與離岸政府債券的收益率差距在9月底曾低見-85。

2015年第一季及第三季中國離岸債券發行量極少，當時在岸收益率下跌至低於離岸水平。這與2014年截然不同，當時收益率差距全年均錄得正數（平均值125個基點）。

離岸收益率不穩亦影響離岸人民幣債券發行量。離岸收益率對外在事件的迴響遠較在岸收益率大，包括8月的人民幣貶值。

在岸與離岸人民幣債券市場之間的兌換限制，也造成了離岸收益率相對波動，以及在岸與離岸人民幣債券市場的持續收益率差距。

有市場人士指，在岸與離岸市場的穩健融合可促成在岸與離岸利率的更穩定關係，從而收窄收益率差距。事實上，現時各方已採取多個步驟更有效融合兩個市場。

中國一直致力對外開放境內資本市場。據官方新華社報道¹，央行行長周小川於3月兩會期間明言，將於2015年加快推進資本市場的改革及開放，實現人民幣資本項目可兌換。

人民銀行最近批准了兩家境外銀行（中國銀行（香港）及滙豐）發行「熊貓債」，容許兩家銀行可在境內市場出售人民幣計價債券，實現逐步向海外機構開放在岸人民幣市場。

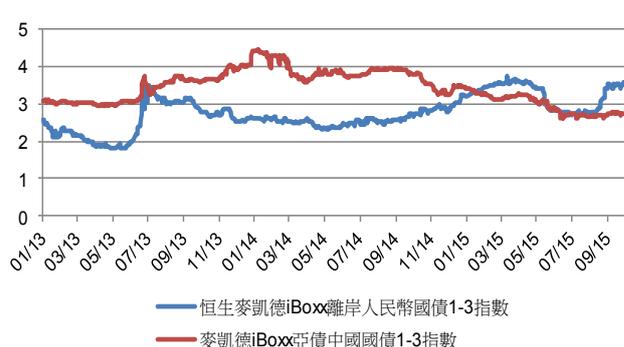
當然，在岸與離岸人民幣債券市場的融合仍然面對多重挑戰，包括中國發行人發行離岸債券的成本障礙。現時，發行人尚需就離岸人民幣資金過戶至在岸市場取得特別批准。

不過，隨著中國繼續開放金融市場，在岸與離岸市場逐漸融合的前景樂觀。劃一架構可為離岸市場奠定基礎，全面發揮其作為中國及海外企業尋求國際融資渠道的潛力。

收益率差距與發行量



在岸及離岸政府債券收益率



免責聲明：本文內容僅供參考，不能取代諮詢專業顧問意見。



Randolf Tantzscher是麥凱德（Markit）的指數業務主管。他駐香港工作，於2008年加入該公司後主力擴充麥凱德在亞洲區的指數業務，隨後推出iBoxx SGD債券指數及恒生麥凱德iBoxx離岸人民幣債券指數系列。

加入麥凱德前，Randolf在Concerto Financial Solutions及FACT Unternehmensberatung GmbH任職7年，負責設計及推出iBoxx ABF、iBoxx USD及多隻涵蓋不同資產類別的其他指數產品。Randolf畢業於德國Passau University，主修財務。

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。