

### 每月焦点

- 人民银行将于**2016年1月4日**延长人民币交易时间至**23:30**，是次改动使在岸市场与港交所期货交易的收市后交易时段接近一致，给予投资者一个有效的风险管理工具。
- **2015年12月**香港交易所的美元/人民币期货录得每月平均成交量**2,071**张合约(名义金额**2.07**亿美元)，相比**2015年11月**上升**98%**。**2015年12月31日**的未平仓合约达**24,018**张合约(名义金额**24**亿美元)，接近**2014年2月**创下的历史高位**23,887**张合约。
- 香港交易所首席中国经济学家巴曙松博士预期**2016年**的中国债券市场将继续在活跃中保持快速发展，违约活动回归正常化。
- 采访标普道琼斯指数的固定收益指数总监梁青小姐：中国债券市场的近期升幅源自股市波动带来的流通量，而非基本因素需求。

### 首席经济学家制高点

#### 2016年中国债券市场展望

香港交易所首席中国经济学家巴曙松博士

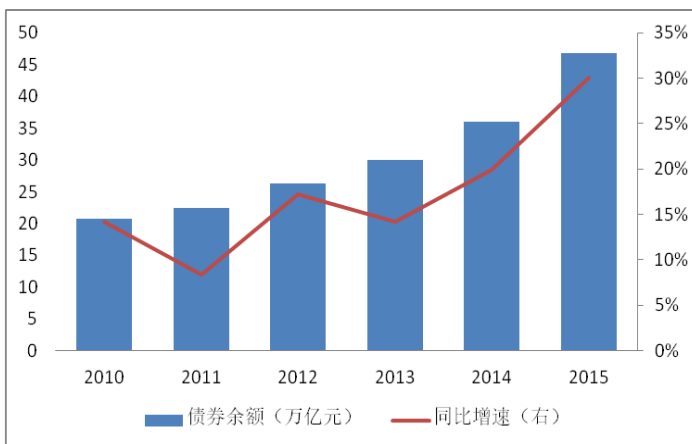
人民币加入SDR的货币篮子之后，越来越多的海外机构投资者在逐步增加持有人民币，这自然产生对人民币资产的投资配置的需求，其中主要将是对债券投资的需求。在多种因素共同推动下，预计**2016年**的中国债券市场将继续在活跃中保持快速发展，违约活动回归正常化。

#### 一、中国债市市场化改革进程加速，债券市场规模继续扩大

从具体的改革举措来看，中国证监会颁布的《公司债券发行与交易管理办法》，发行主体扩大至所有公司制法人，简化发行审核程序，强调了事中事后监管；国家发改委发布了《关于进一步推进企业债券市场化方向改革有关工作的意见》，在提高企业债审核效率方面做出了调整；全国银行间交易商协会拟对发行人实行“分层分类管理”、拟下调超短融（SCP）发行门槛、提高非公开定向债务融资工具（PPN）发行效率等，还在注册发行、流通、评级、额度等多个方面，改革非金融企业债务融资工具。这些都为债券市场加快发展提供了良好的制度环境。

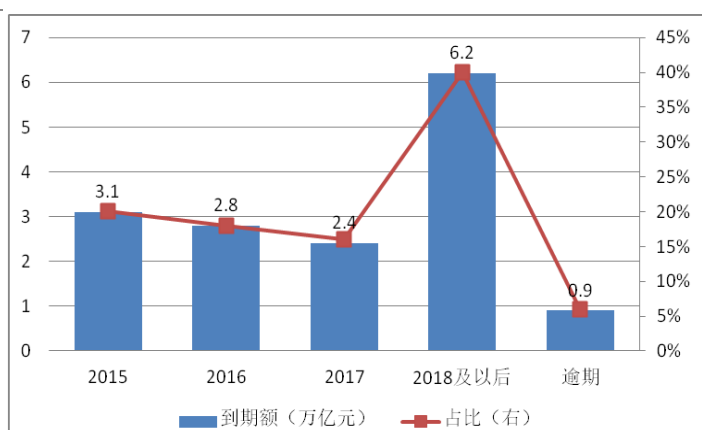
从债券市场规模来看，截至**2015年11月底**，中国债券市场余额为**46.8**万亿元，比**2014年底**的**36**万亿的债券余额增加了**30%**，为近六年来最高的增速。

图表1：中国债券市场债券余额及同比增速



资料来源：WIND, 2015年数据截至2015年11月底

图表2：地方政府存量债务未来到期情况



资料来源：作者估算

截至2015年10月底，直接融资占社会融资规模比重为21.22%，其中债券融资占社会融资规模比重为16.78%。

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。

## 二、债务置换稳步推进，地方政府债市场有望迅速扩容

### （一）截至2015年底，地方政府负有偿还责任的债务规模约为16万亿元

根据主管部门的安排，中国地方政府存量债务清理甄别工作已经告一段落。据统计，截止2015年底，地方政府债务限额为16万亿元，其中截至2014年末的全国地方政府债务余额15.4万亿元，全国人大批准的2015年地方政府债务新增限额为0.6万亿元。

在2014年末全国地方政府债务（负有偿还责任的债务）余额15.4万亿中，一般债务为9.1万亿元，专项债务为6.3万亿元。从债务的期限结构来看，大致情况如下。

### （二）在经济下行背景下，随着债务置换继续推进，地方债有望迅速扩容

从新增的地方政府债规模来看，2015年全年新增地方债规模为6000亿元，并且额度已经全部下发完毕。考虑到当前中国宏观经济下行压力依然存在，地方政府稳增长需要大量的资金等因素，后续年份预计可能会继续加大地方政府债券的新增额度。

从债务置换角度来看，截止2014年底地方政府债务余额15.4万亿元，扣除其中的地方政府债券1.2万亿，需要置换的政府债务为14.2万亿。出于对减少市场冲击的角度考虑，有可能会设置一定期限的过渡期来完成置换工作，比如如果考虑3年的过渡期，则每年置换债券发行规模约为4-5万亿元。

从实际运行情况来看，中国财政部已经分三次共计下达3.2万亿的置换债券额度，截至2015年11月底地方债余额为4.6万亿元。在不考虑后续新增债券的情况下，若债务置换全部完成，地方政府债券的存量大约为16万亿元。

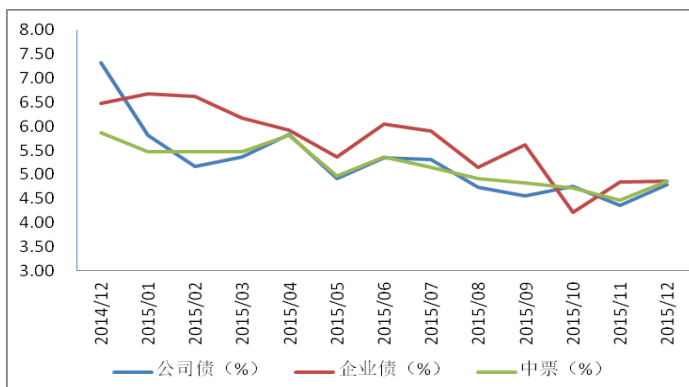
## 三、预计2016年债券市场整体继续保持活跃

2015年中国债券市场经历了一轮大牛市。2015年，与国际金融市场宽松的货币环境相一致，中国的货币政策继续保持适度宽松，央行通过降准、降息等多种方式持续向市场注入流动性，基准利率不断下行；另外，中国股市经历大幅波动之后市场的风险偏好也相应下降，大量资金进入债券市场并推动信用类债券收益率下行。

从债券市场来看，2015年下半年处于一个加杠杆的过程，交易所质押式回购利率和银行间质押式回购利率均处于低位。

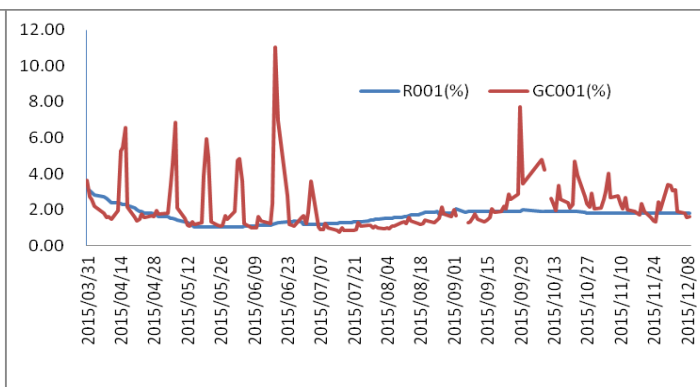
对于2016年债券市场走势，市场目前普遍持谨慎乐观态度。例如，市场认为政府部门在债务置换和调整杠杆过程中可能需要低利率环境的配合、中国居民财富结构的调整中对债券类资产的需求增加等；同时，也有不少研究者关注美联储可能加息带来的影响、以及中国股市如果回暖可能会导致资金分流等因素。

图表3：信用类债券发行利率走势



资料来源：WIND

图表4：银行间1天质押式回购利率和交易所1天质押式回购利率



资料来源：WIND

#### 四、债券违约回归正常化，信用利差的风险定价功能逐步显现

##### (一) 在经济结构调整期，中国债券违约将回归正常化

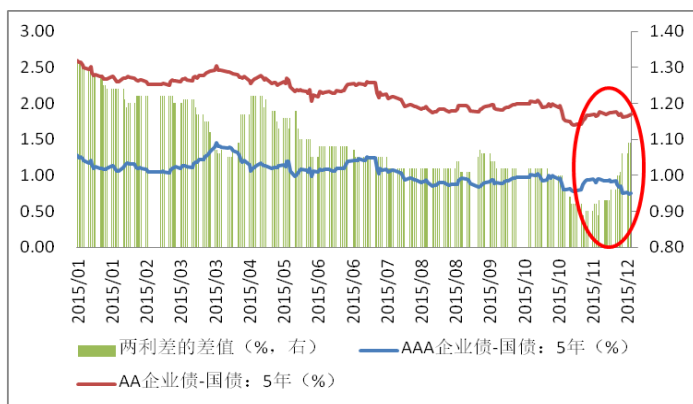
2015年债券市场违约事件频发，预计2016年在去产能去杠杆加速趋势下，债券违约将回归正常化。违约债券覆盖面有所扩大，从公募产品到私募产品，从国有企业到民营企业，从利息违约到本金违约等，均可能出现。在不发生区域性系统性金融风险的前提下，市场对于单只债券的违约已经开始接受，因此中国债券违约行为也在回归正常化。

##### (二) 信用利差的风险定价功能逐步显现

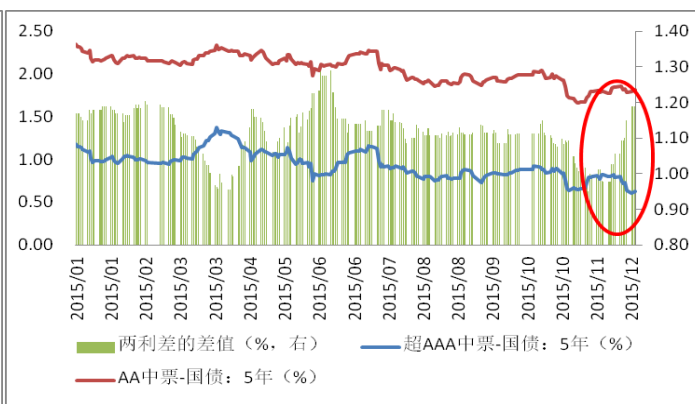
观察中国债券市场上的企业债、中票、公司债AAA和AA级债券的信用利差变化情况可以看出，在2015年12月里，低评级信用债对应着较高的信用利差，这个利差规模也成上升趋势，意味着信用利差已经考虑到信用风险溢价，低评级债券有一个较高的信用利差做保护。

而在2015年9月到11月之间，企业债、中票和公司债均出现了不同评级债券的信用利差收窄的情况，其中很重要的一个短期性的影响因素是，在流动性过于宽松的背景下信用债券稀缺所致。

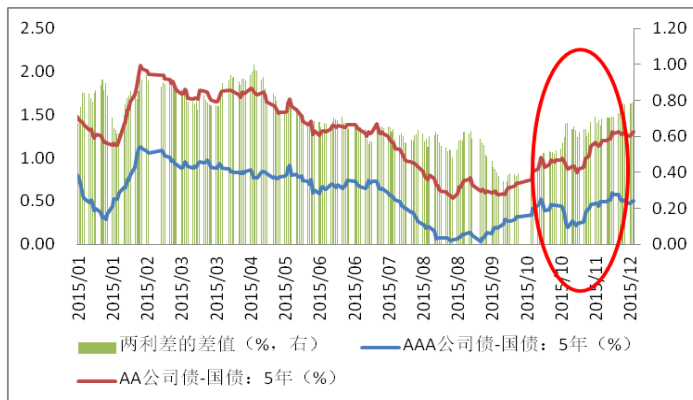
图表5：不同评级的企业债利差



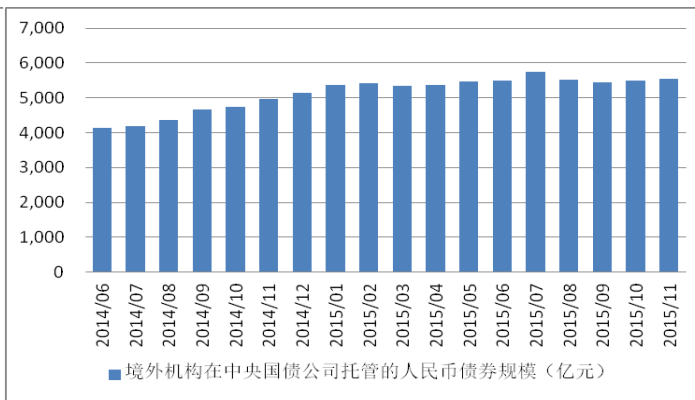
图表6：不同评级的中票利差



图表7：不同评级的公司债利差



图表8：境外机构持有人民币债券规模



#### 五、中国债券市场对外开放步伐进一步加快

境外机构持有人民币债券规模有望继续增加。2015年7月，中国人民银行发布《关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场有关事宜的通知》，进一步放开境外机构进入银行间债券市场，由审批制改为备案制，投资额度由相关境外机构投资者自主决定，交易品种不仅可参与现券、回购，还可进一步扩展至借贷、远期、利率互换和远期利率协议等交易。截至2015年11月底，境外机构在中央国债公司托管的银行间人民币债券规模为5555亿元。随着人民币加入SDR货币篮子，这种对人民币债券的配置需求有望继续上升。

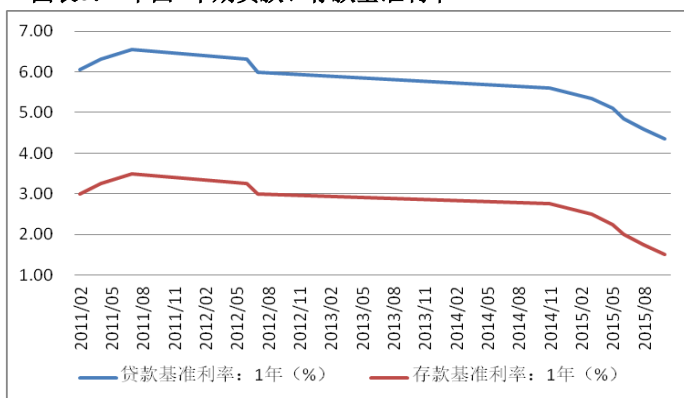
熊猫债券发展处于起步阶段，发行规模上升明显。熊猫债券在中国还属起步阶段，在2015年以前，国际金融公司、亚洲开发银行和戴姆勒股份公司等三位发行人共发行45亿元人民币债券，目前只有09亚行债还在存续期。2015年熊猫债券发行规模明显增加，截至到当前已经披露的信息，银行间债券市场拟共计发行熊猫债券205亿元，同时也已经有多家境外机构正在申请在交易所债券市场私募发行熊猫债。

表1 2015年发行的熊猫债券情况

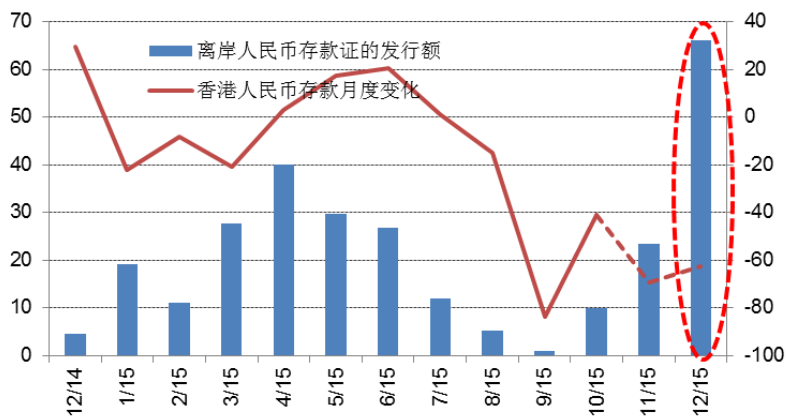
发行时间	发行主体	发行规模
2015年9月	香港上海汇丰银行有限公司	10亿元
2015年9月	中国银行（香港）有限公司	100亿元
2015年10月	招商局集团（香港）有限公司	5亿元
2015年11月	加拿大不列颠哥伦比亚省	60亿元
2015年12月	韩国政府	30亿元

从其原因来看，一个很重要的因素是境内外的利差收窄。对于国际投资者/发行人而言，当某种货币更倾向于作为资产方的计价单位时，其投资属性更加明显；当某种货币更倾向于作为负债方的计价单位时，其融资属性更加明显，货币的投融资属性是用来衡量其在国际市场上的使用情况特点，而境内外利差水平高低是决定该种货币是何种属性货币最重要的因素之一。比如，日元融资属性明显，最主要因素之一是因为日本的利率水平极低；人民币的投资属性明显，一个重要的原因是中国的利率水平高于发达经济体水平，同时这也是近年来中国熊猫债券发展不畅的原因之一。然而，2015年以来，中国已经连续5次降准、5次降息，货币政策保持相对宽松，1年期贷款基准利率从年初的5.35%下降到4.35%，1年期存款基准利率从年初的2.5%下降到1.5%，为熊猫债券的发行创造了条件。

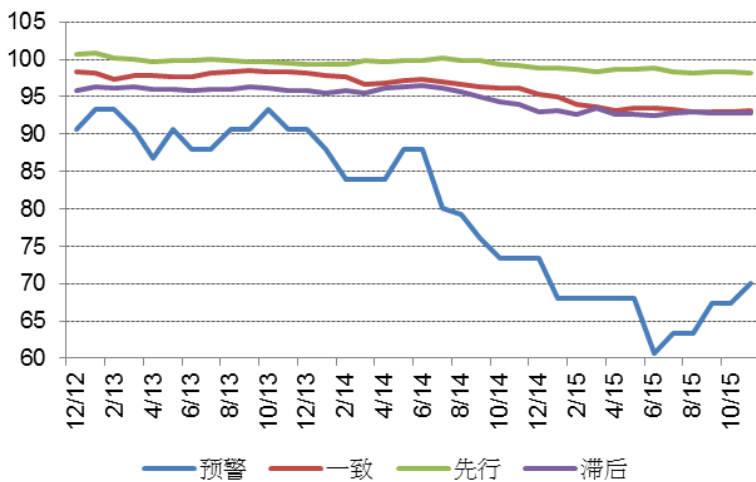
图表9：中国1年期贷款、存款基准利率



离岸人民币存款证发行量创记录



宏观经济景气指数



## 监管/政策发展动向

- 随着中国政府采取措施阻止人民币流出境外，境外中资银行发行的人民币存款证刷新销售纪录。据彭博数据显示，本月销售额达到前所未有的人民币661亿元（102亿美元）。在此之前，香港的人民币存款量（全球最大）回落至两年低位。中国政府上个月对人民币流出实施禁限，包括颁令禁止境外银行通过债券回购向境内银行借贷，以及暂停容许境内投资者购买人民币计价海外资产计划的新申请。这些措施旨在打击投机者在离岸市场沽空人民币。
- 国际货币基金(IMF)宣布将人民币纳入特别提款权货币篮子后，中国进一步开放资本账项目，宣布将容许在广东、福建及天津三大自由贸易区（自贸区）有限度兑换人民币：凡在自贸区内注册、负面清单以外的境内机构，每年可自由兑换最多1,000万美元；自贸区内的跨国企业集团亦可开展集团内跨境双向人民币资金池业务。

## 宏观经济更新

- 中国领导人就经济增长过度放缓的危机召开了会议，得出「灵活适度」及「加大力度」的结论。星期一的中央经济工作会议结束后发表的声明强调，要为结构性改革营造稳定的宏观经济环境，包括控制国家对信贷的依赖。

## 市场/产品发展

- 人民银行于12月23日宣布，自1月4日起，上海的在岸人民币交易收市时间将从现时当地时间下午4时30分延长至晚上11时30分，并表示容许成交量巨大的境外机构参与境内汇市交易，当有助收窄人民币境内外汇差。
- 中国外汇交易中心(CFETS)于12月11日推出人民币贸易加权指数(TWI)。人民银行在其网站上指，市场应逐步从专注于人民币兑美元双边汇率，转移至此指数，作为人民币汇率的更重要及合适参考。

## 重点研究报告/研讨会

- 根据SWIFT最新「人民币追踪」显示，人民币是现时日本与中国内地/香港之间第二活跃货币，按价值计占支付额的7%（两年前为3%）。

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	↓	01/19/2016 10:00
消费者物价指数 (同比%)	1.5	1.3	↑	01/09/2016 09:30
生产者物价指数 (同比%)	-5.9	-5.9	→	01/09/2016 09:30
工业生产指数 (同比%)	6.2	5.6	↑	01/19/2016 10:00
固定资产投资 (同比%)	10.2	10.2	→	01/19/2016 10:00
国外投资 (同比%)	1.9	4.2	↓	01/08/2016 01/12
中国制造业采购经理指数	49.7	49.6	↑	02/01/2016 09:00
中国人民银行银行家信心指数	37.9	40.6	↓	待定
中国人民银行银行贷款需求指数	56.8	56.7	↑	待定
中国经济景气监测中心经济先行指数	98.11	98.34	↓	01/28/2016 01/31
出口 (同比%)	-6.8	-6.9	↑	01/13/2016
进口 (同比%)	-8.7	-18.8	↑	01/13/2016
M2货币供应量 (同比%)	13.7	13.5	↑	01/10/2016 01/15
零售销售 (同比%)	11.2	11	↑	01/19/2016 10:00
消费者信心指数	113.1	109.7	↑	01/06/2016 09:45
银行准备金率 (%)	17.5	18	↓	不常
官方外汇储备 (十亿美元)	3438.28	3525.5	↓	01/07/2016
3个月上海银行间拆放利率 (%)	3.09	3.04	↑	持续
10年政府债券收益率 (%)	2.86	3	↓	持续
人民币/美元汇率	6.5032	6.378	↑	持续

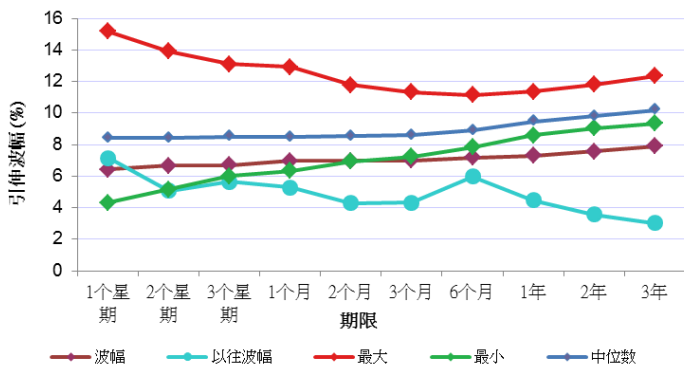


## 人民币外汇市场动态

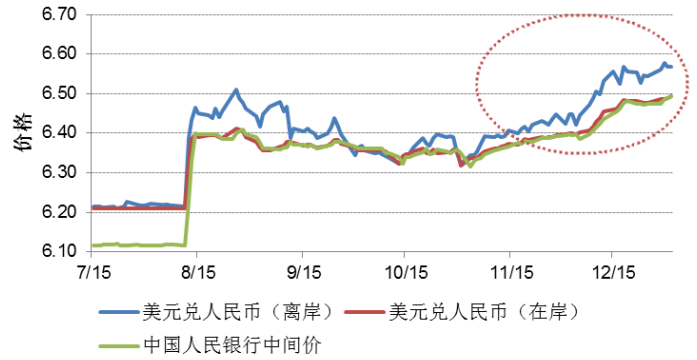
### 离岸人民币外汇市场评论

- 于香港交易的离岸人民币于12月30日上午触及6.5965的低位，属2011年9月后出现的较疲弱水平。
- 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6.5至6.6之间徘徊。
- 截至12月末，离岸及在岸人民币自贬值后再次被大幅度拉阔至1,000点。是次离岸及在岸人民币的分歧使中国暂停某部分海外银行的外汇交易。

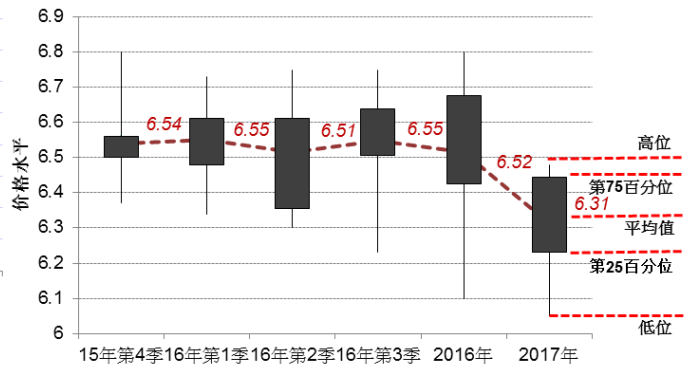
场外交易市场美元兑人民币(香港)期权隐含波动率



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

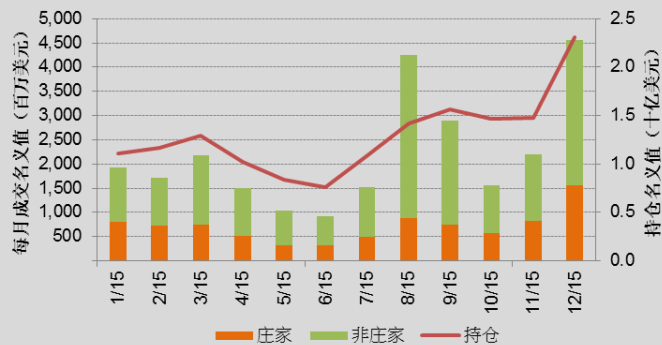


## 香港交易所的美元/人民币(香港)期货

### 产品焦点

- 2015年12月香港交易所的美元/人民币期货录得每月平均成交量2,071张合约(名义金额2.07亿美元), 相比2015年11月上升98%。2015年12月31日的未平仓合约达24,018张合约(名义金额24亿美元), 接近2014年2月创下的历史高位23,887张合约。
- 成交张数最多为2016年3月、2016年6月及2016年12月合约, 占12月分成交量总数的57%。2016年6月、2016年12月及2017年3月的未平仓合约占12月底未平仓合约总数的65%。

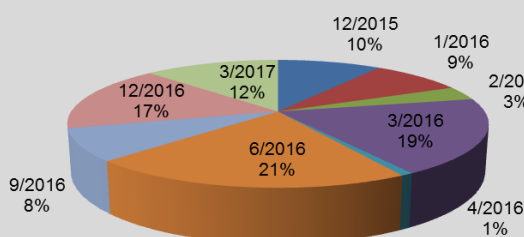
美元兑人民币(香港)期货成交量与持仓



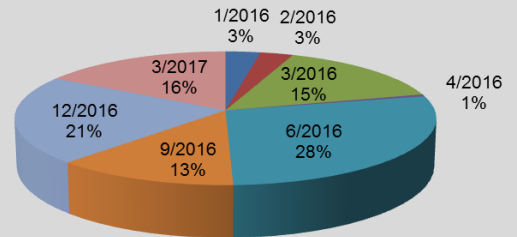
香港交易所人民币期货在波幅时提供最佳流量



合约月份之成交量分布(12/2015)



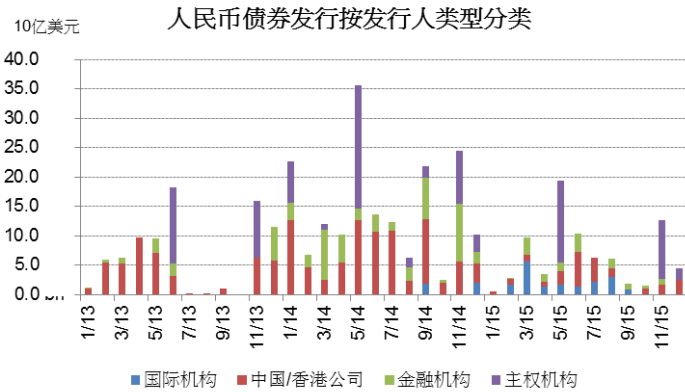
合约月份之持仓量分布(31/12/2015)



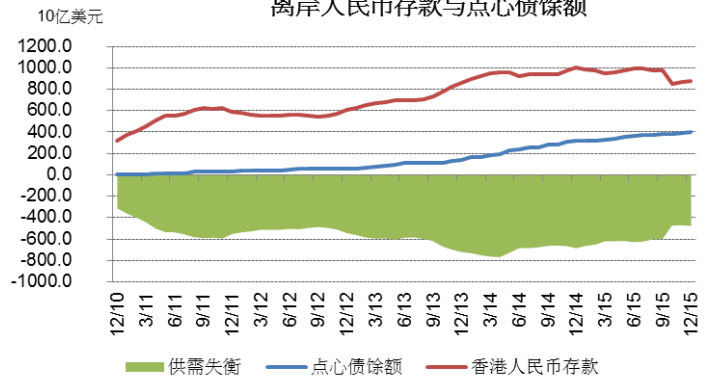
## 离岸债券市场动态

### 离岸人民币债券市场评论

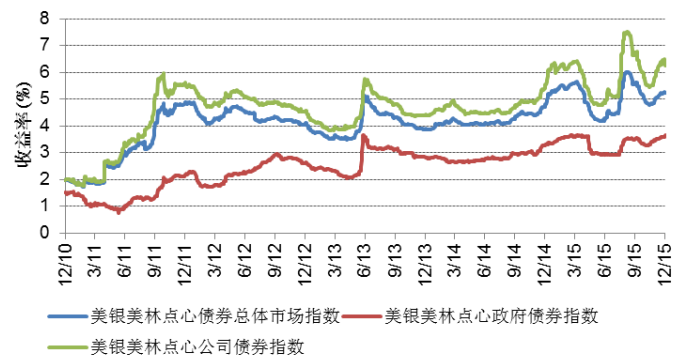
- 2015年12月有两只合共人民币45亿的新发行离岸债券。而2015年11月香港人民币存款上升1.2%至人民币86.4亿；另人民币跨境贸易结算的汇款总额为人民币50.9亿，比对10月份人民币41.1亿上升。
- 根据万得数据，2015年度总发债量比上年下跌55%，为2012年后的最低水平。对于发债人，只要在岸债券市场继续处于有利的融资水平，离岸人民币公司债的供应预计将维持低位。



### 离岸人民币存款与点心债余额



### 点心债表现

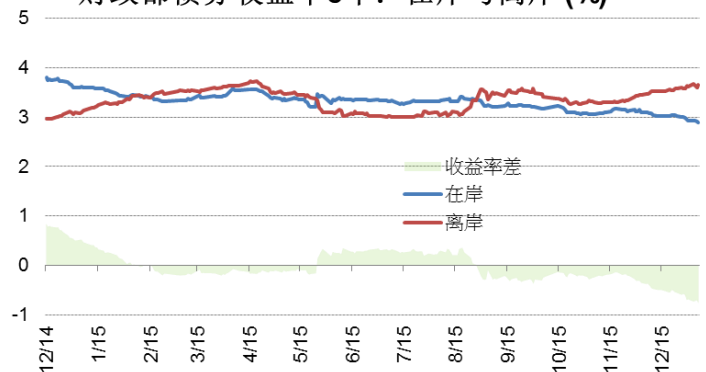


## 在岸债券市场动态

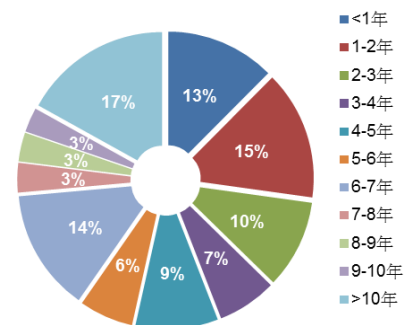
### 在岸人民币债券市场评论

- 于2015年12月，在岸债券的发行量由11月份的2.6万亿下跌11.4%至人民币2.3万亿。
- 交易所买卖债券的总发行量于2015年显著上升。较2014年，接近一倍发行数目及三倍发行量的升幅。前三名的发债公司类别为地区政府债、公司债及资产抵押债，占上升总数的80%。
- 自2015年9月中国重开熊猫债券市场后，共有四只熊猫债发行并引起市场关注。同时，有主权发行人欲尽快发行点心债。

### 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	37,322	47,089.95	3.1344
国债	9,285	12,555.89	2.7883
中期票据	15,055	11,842.06	4.6979
公司债券	11,943	7,760.92	4.9228
存款证	3,944	10,001.00	3.1699
商业票据	20,122	15,187.75	3.6032
央行票据	56	188.60	2.8120
其他	4,239	5,008.42	4.9606
<b>总计</b>	<b>101,966</b>	<b>109,634.59</b>	<b>3.5379</b>

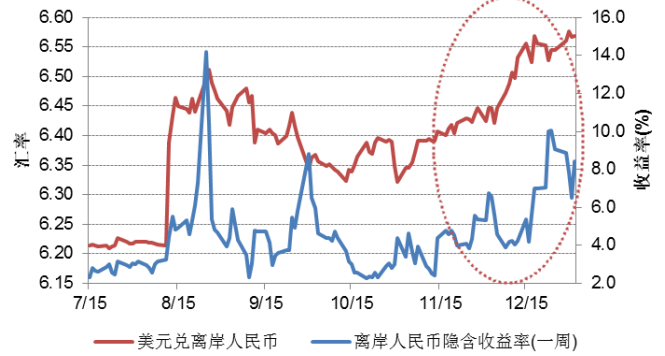
交易商协会非金融机构发债指导收益率 (截至2015年12月30日)																
	1年	环比	3年	环比	5年	环比	7年	环比	10年	环比	15年	环比	20年	环比	30年	环比
AAA+	3.22	↓	3.72	↓	3.95	↓	4.25	↓	4.47	↓	5.05	↓	5.22	↓	5.48	↓
AAA	3.40	↓	3.87	↓	4.14	↓	4.53	↓	4.78	↓	5.36	↓	5.65	↓	5.92	↓
AA+	3.64	↓	4.26	↓	4.62	↓	5.03	↓	5.42	↓	6.01	↓	6.37	↓	6.65	↓
AA	4.15	↓	4.75	↓	5.18	↓	5.66	↓	5.97	↓	6.69	↓	7.02	↓	7.48	↓
AA-	5.47	↓	6.04	↓	6.53	↓	7.38	↓	7.86	↓	8.35	↓	8.73	↓	9.00	↓

## 在岸/离岸短期利率市场动态

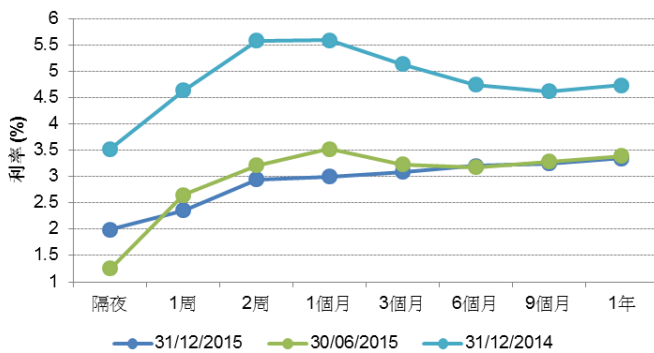
### 在岸/离岸人民币短期利率市场评论

- 因应在岸的套利交易及假期的影响下，离岸人民币流量被逐步收紧。
- 跟随人民银行暂停某部份海外银行的外汇交易，香港的人民币借贷成本于12月30日显著地由7.9%下跌至5.5%。
- 香港银行同业人民币拆息收益率曲线于12月呈上升趋势，而短期收益率从11月于较低水平大幅攀升。

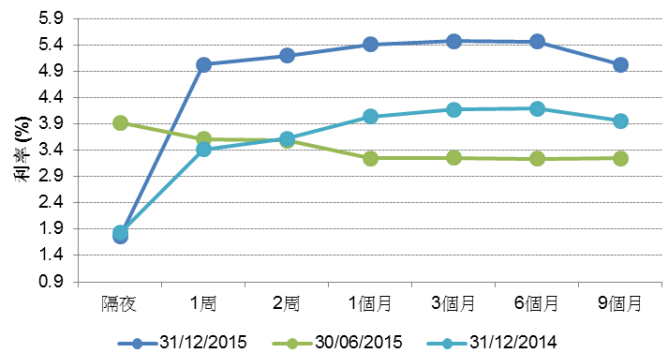
### 离岸人民币隐含收益率受汇率带动抽高



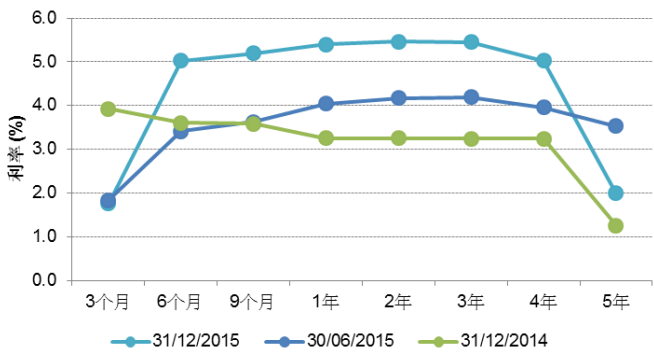
### 上海银行间同业拆息收益率曲线



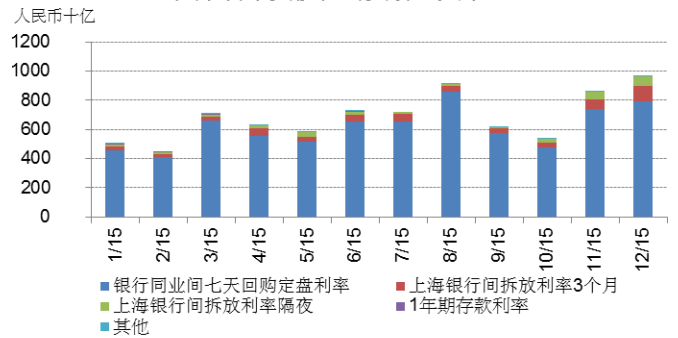
### 离岸人民币香港银行同业拆息收益率曲线



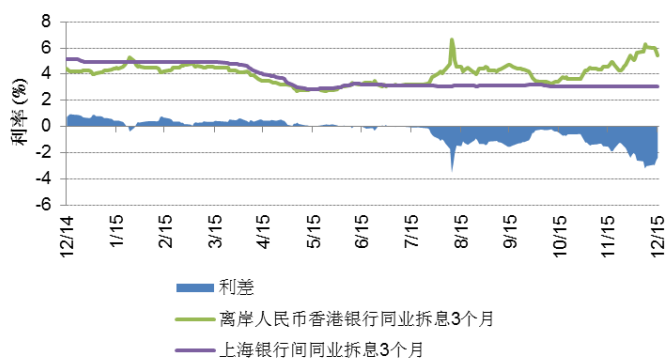
### 在岸利率互换(7日回购利率)收益率曲线



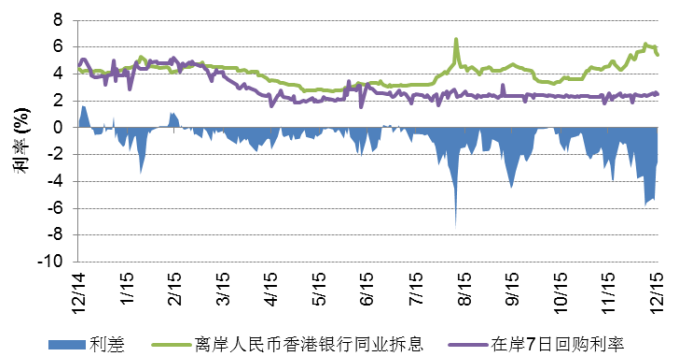
### 在岸利率交换合约交易名义本金



### 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



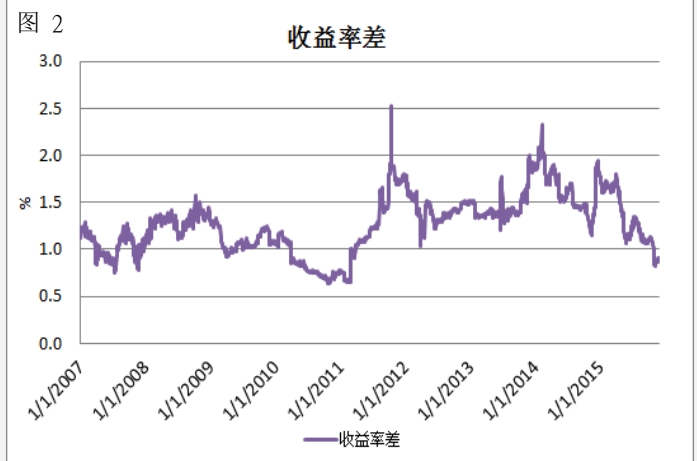
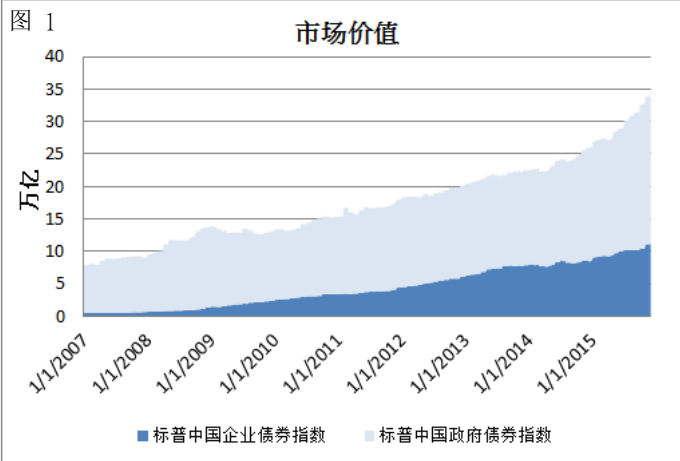


## 专家之言

原文由标普道琼斯指数固定收益指数总监梁青小姐以英文撰写

## 中国企业债券：崛起之后

尽管中国经济放缓及人民币贬值，按标普中国债券指数2015年12月3日数据，本地债券市场今年至今升6.63%。中国企业债券市场迅速扩充，2006年12月后市值激增21倍至人民币11万亿元，现时占整体市场33%，见图1。信贷差价交易收窄，现时为5年低位（见图2）。不过市场普遍认为近期升幅源自股市波动带来的流通量，而非基本因素需求。



仔细观察可发现，去年中国股本证券的波幅是中国债券的8倍。相比股本证券市场的负回报，中国债券的总回报相对稳健。有关数据可参阅图3，该等回报以美元计价，并计及汇兑波幅。

正当利差随着债券上扬而大幅收窄之际，近期热议的违约事件却是信贷风险的浮现。举个例子，最近央企中钢集团押后选择权行使日并延迟派息。事件备受各界关注，因为这是在岸企业债券违约首例，显示了央企亦难幸免于经济放缓的困局，亦意味不应再假定政府会暗里襄助。事实上，大部分尚未赎回的企业债券都是地方或中央国企所发行。

投资者传统上均以信贷评级作为评估借方信誉的基准。根据标普中国债券指数，市场整体逾51%获至少一家地方评级机构评为A级或以上，其中27%为AAA级。然而，中国地方评级机构与相应的全球评级（如有）之间或有差异。值得注意的是，即使一正当利差随着债券上扬而大幅收窄之际，近期热议的违约事件却是信贷风险的浮现。举个例子，最近央企中钢集团押后选择权行使日并延迟派息。事件备受各界关注，因为这是在岸企业债券违约首例，显示了央企亦难幸免于经济放缓的困局，亦意味不应再假定政府会暗里襄助。事实上，大部分尚未赎回的企业债券都是地方或中央国企所发行。

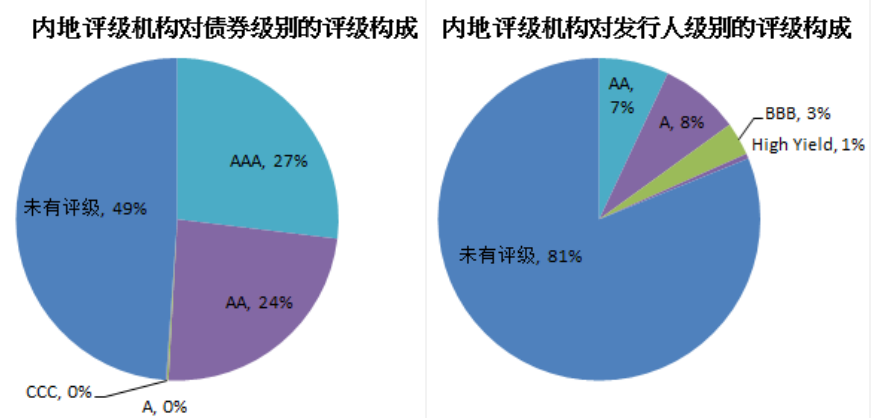
因此，投资者在动荡市况中具备有效工具筛选优质债券日趋重要。标普道琼斯指数今年较早前因应需求推出了标普中国高质量企业债券3-7年指数。该指数采用双重方针，找出中国优质企业债券。入选证券必须符合以下两项评级准则：

- 发行人必须获至少一家国际评级机构（标普、穆迪及惠誉）评定为投资级别，意即最低限度获得BBB-/Baa3/BBB-级的信贷评级。
- 证券必须获以下至少一家中国评级机构评定为「AAA」级
  - 中国诚信国际信用评级有限责任公司
  - 中国联合资信评估有限公司

图3: 指数对照

指数	一年回报	一年风险	经风险调整 一年回报
标普中国BMI指数 (美元)	-3.32%	29.07%	-0.1143
标普中国全债精选指数 (美元)	3.30%	3.38%	0.9770

图 4



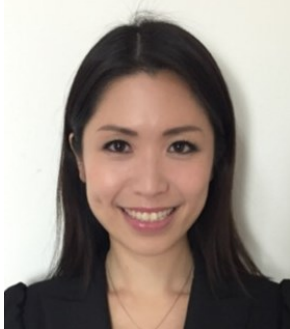
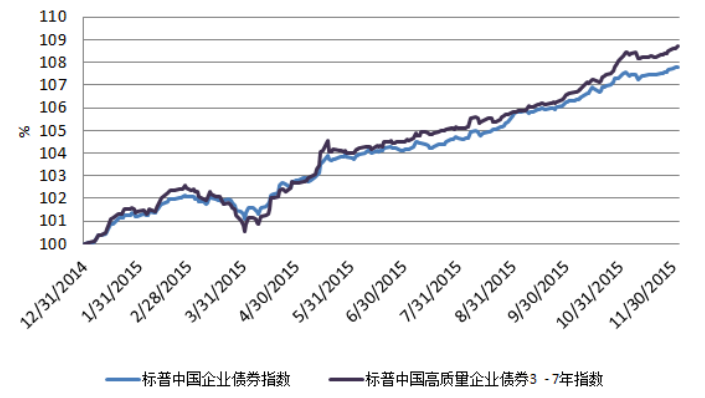
- 大公国际资信评估有限公司
- 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
- 鹏元资信评估有限公司

标普中国高质量企业债券3—7年指数现时追踪40只企业债券，到期收益率为3.71%，年度至今总回报为8.70%，表现超出其基准指数标普中国企业债券指数（同期升7.81%）。

**免责声明：**本文内容仅供参考，不能取代咨询专业顾问意见。

图 5

## 总回报比较



梁青小姐为标普道琼斯指数固定收益指数总监。梁小姐拥有超过10年的投资经验，在不同资产类别，尤其在固定收益产品方面具备丰富扎实的知识。梁小姐现时负责标普道琼斯亚洲固定收益指数的创建和管理。

梁小姐亦在标普道琼斯指数网站：[www.spdji.com](http://www.spdji.com) 发表财经博客文章及市场评论。

在加入标普道琼斯指数前，梁小姐在中国国际金融有限公司担任高级研究员。在此之前，梁小姐为摩根大通私人银行的固定收益产品专家。梁小姐也是特许金融风险管理师（FRM）。

梁小姐拥有英属哥伦比亚大学应用科学土木工程学士学位及科技大学投资管理硕士学位。

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。