

每月焦点

- 中国人民银行（“人行”）2016年2月23日宣布，大部分类型的海外金融机构投资银行间债券市场再没有额度限制。银行间债券市场买卖的债券占全国发债量的绝大部分。
- 2016年2月香港交易所的美元兑人民币（香港）期货录得每月平均成交量3,733张合约（名义金额3.73亿美元）——为历史高位，较2016年1月上升14%。2016年2月11日收市后期货交易时段成交量亦刷新纪录，达1,311张合约（名义金额1.31亿美元），超过2015年8月的高位。
- 由香港交易所首席中国经济学家巴曙松博士主持编制的《中国银行业调查报告2015》收集了银行业界多项重要资料，包括业界对中国金融市场的不同意见。
- 采访法国兴业银行张淑娴女士：现时虽然已使用流动性管理工具，但经济增长前景疲弱，人行仍有需要降低存款准备金率和利率。

首席中国经济学家制高点

中国银行业进入深度转型时期

香港交易所首席中国经济学家巴曙松博士

巴曙松博士近期主持完成了一次对中国银行家的问卷调查，通过1300多份问卷的调查，从中了解到中国银行界的银行家对当前的中国金融市场的一些基本看法，特别是他们对中国银行业如何适应深度结构调整、并做出相应业务转型的探索。以下是对问卷调查报告中的部分观点：

2015年以来，由于全球经济复苏乏力，中国国内需求不足，经济下行压力仍在加大，结构性矛盾突出，不确定和不稳定因素依然很多。中国经济增长新动力不足和旧动力减弱的结构性矛盾依然突出。经济的持续下行、利率市场化的推进以及互联网金融的竞争等，使中国银行业的发展面临着更为错综复杂的环境，风险与挑战明显增多。息差持续收窄、不良资产反弹、利润增速放缓等，成了中国银行业的普遍现象。第三季度中国四大国有银行净利润增速均不足1%，股份制银行净利润增速多为个位数。真正的考验或许才刚刚开始，中国银行业如何适应深度结构调整、并做出相应业务转型是值得持续思考和探索的问题。

1. 银行家对宏观环境与市场的预期

1.1 银行家对经济增长预期逐年下台阶，愈发担忧经济结构失衡的风险。

中国经济增长进入新常态，“十三五”期间，原有的经济发展模式不可持续，经济面临转型，在新老产业交替之际，银行家普遍对中国经济增长前景存担忧，近几年的调查值逐年下台阶。对于未来三年的经济增长，2015年调查显示，82.5%的银行家选择6.5%-7.5%，其中52.4%的银行家认为增长率区间应该为6.5%-7.0%；14.9%的银行家认为增长率低于6.5%。同时，经济发展结构的失衡、产能过剩的风险、地方债务风险等均是银行家最为担忧的问题。（下接第6页）

图1: 银行家对未来三年中国GDP增长率区间的看法

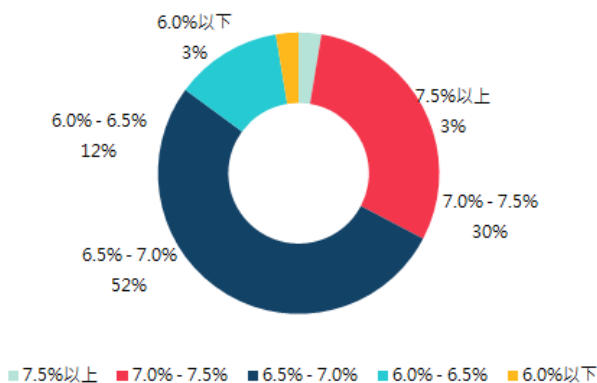


图2: 银行家对中国经济发展面临主要问题的看法

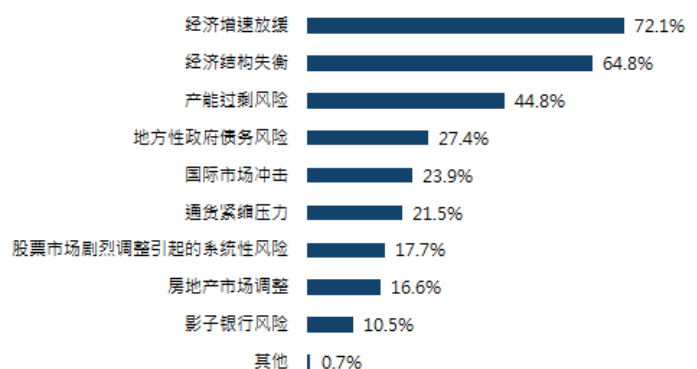


图 3：中国新增贷款明细

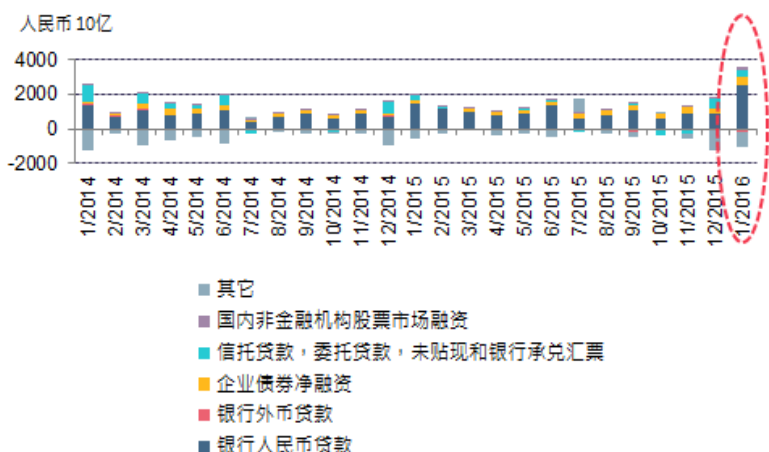


图 4：宏观经济景气指数

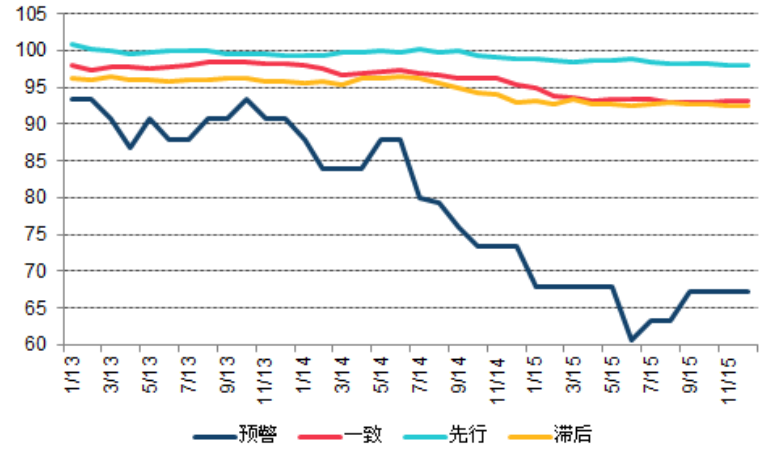


表 1

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%)	6.8	6.9	↓	04/15/2016 10:00
消费者物价指数 (同比%)	1.8	1.6	↑	03/10/2016 09:30
生产者物价指数 (同比%)	-5.3	-5.9	↑	03/10/2016 09:30
工业生产指数 (同比%)	5.9	6.2	↓	04/15/2016 10:00
固定资产投资 (同比%)	10	10.2	↓	03/12/2016 13:30
国外投资 (同比%)	3.2	-5.8	↑	03/08/2016 03/12
中国制造业采购经理指数	49	49.4	↓	04/01/2016 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	98.12	98.12	↔	03/28/2016 03/31
出口 (同比%)	-11.2	-1.4	↓	03/08/2016
进口 (同比%)	-18.8	-7.6	↓	03/08/2016
M2货币供应量 (同比%)	14	13.3	↑	03/10/2016 03/15
零售销售 (同比%)	11.1	11.2	↓	04/15/2016 10:00
消费者信心指数	111.3	114.9	↓	03/30/2016 09:45
银行准备金率 (%)	17.5	18	↓	不常
官方外汇储备 (十亿美元)	3230.89	3330.4	↓	03/07/2016
3个月上海银行间拆放利率 (%)	2.86	3.01	↓	持续
10年政府债券收益率 (%)	2.89	2.83	↑	持续
人民币/美元汇率	6.549	6.563	↓	持续

监管/政策发展动向

- 根据人行2016年2月16日的一份报告，中国1月社会融资规模增至人民币3.42万亿元（5,250亿美元）。中国银行贷款由2015年12月的人民币8,323亿元激增至人民币2.51万亿元，创下历史新高。企业债券发行量由2015年12月的人民币3,560亿元增至人民币4,547亿元。新贷款增加，主要受银行力争提前达到2016年借款目标、企业债券发行量回稳加上公司纷纷将外币贷款转换成人民币贷款所带动。
- 人行2016年2月18日宣布原则上将每日进行公开市场操作，加大向金融体系注资灵活性。在此三星期之前，人行才宣布春节前后会增加公开市场操作频次，由原来每星期两次常规操作改为每个工作天均正常开展。
- 人行2016年2月23日宣布，大部分类型的海外金融机构投资银行间债券市场再没有额度限制。银行间债券市场买卖的债券占全国发债量的绝大部分。此乃中国向境外投资者开放其全球第三大债券市场的重要举措。

宏观经济更新

- 国际货币基金组织总裁拉加德2016年2月23日在杜拜的一个论坛上表示：「中国正走在经济发展的正确航道，不大可能发生硬着陆。…将业务模式从重型制造业转型至轻型制造业及减少对出口的依赖，是一个巨大的转变。」她亦赞赏中国同时积极由投资转向消费驱动。

市场/产品发展

- 上海浦东发展银行发行人民币200亿元（30亿美元）3年期绿色金融债券，票面利率2.95%，是中国首批绿色金融债券。人行于2015年12月宣布绿色债券发行的机制。
- 印度进出口银行宣布计划透过发行熊猫债在中国金融市场集资3亿美元，以应付信贷需要。

重点研究报告/研讨会

- 根据《中国人民银行工作论文》，中国应加快对境外投资者开放债券市场的步伐，并发展衍生产品及通胀挂钩产品以改善货币政策的实施。政府需考虑提高合格境外机构投资者的额度，并放宽管制，让更多海外机构进入银行间债券市场以促进交易。工作论文由中国人民银行首席经济学家马骏及其研发团队撰写：

<http://www.pbc.gov.cn/yanjiuju/124427/133100/3020256/3020260/index.html>

人民币外汇市场动态

离岸人民币外汇市场评论

- 春节长假期后中国在岸人民币市场于2月15日重开并表现强势，涨1.2%至6.4893的两个月高位。
- 月内在岸人民币报价徘徊在6.5118至6.5539区间，双向外汇波动亦延至离岸人民币市场。
- 在岸与离岸人民币价差收窄后维持稳定，我们相信人行愿意容许若干受管理范围内的波动。只要人行认为市场已回稳，便会允许人民币对照一篮子货币有较大的双向波动。

图 6: 场外交易市场美元兑人民币 (香港) 期权隐含波动率

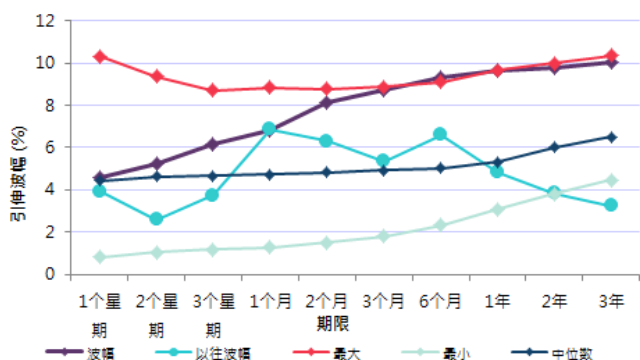


图 5: 在岸/离岸人民币现货价格区间

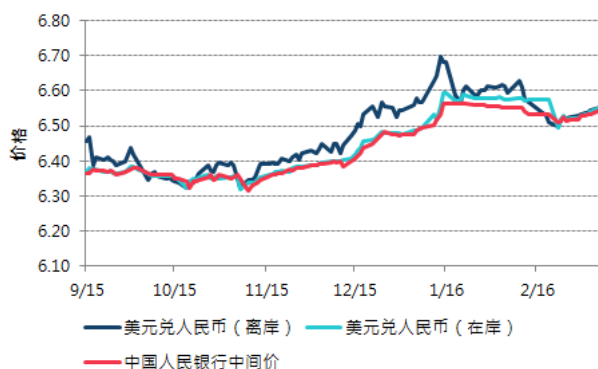
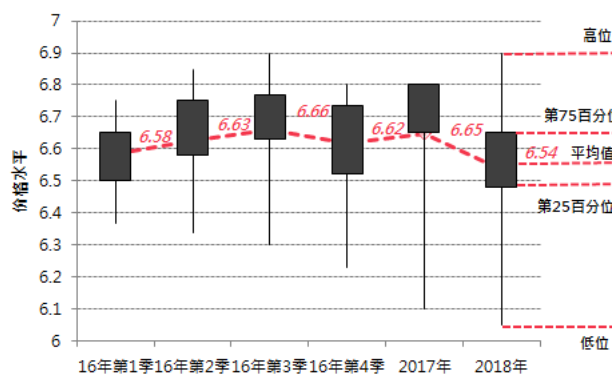


图 7: 美元兑人民币价格水平的市场预测



香港交易所的美元兑人民币 (香港) 期货

产品焦点

- 2016年2月香港交易所的美元兑人民币 (香港) 期货录得每月平均成交量3,733张合约 (名义金额3.73亿美元) — 为历史高位，相比2016年1月上升14%。2016年2月11日收市后期货交易时段成交量亦刷新纪录，达1,311张合约 (名义金额1.31亿美元)，超过2015年8月的高位。
- 成交张数最多为2016年12月、2017年3月及2016年9月合约，占2016年2月分成成交量总数的49%。2016年12月、2016年6月及2017年3月的未平仓合约占1月底未平仓合约总数的70%。

图 8: 美元兑人民币 (香港) 期货成交量与持仓

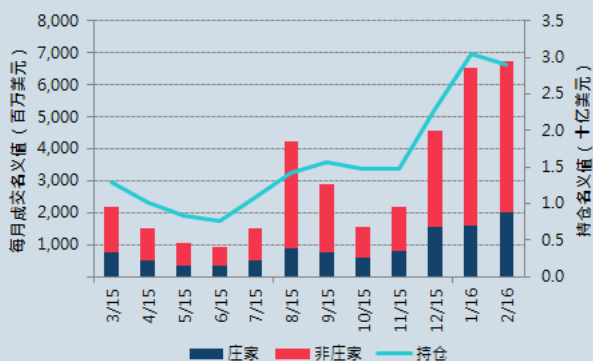


图 9: 香港交易所人民币期货在波动时提供最佳流通量

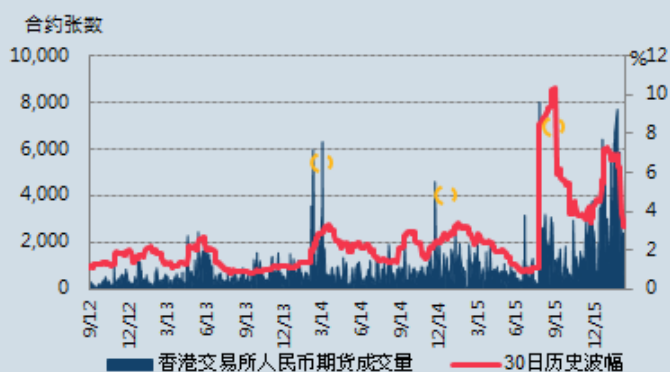


图 10: 合约月份之成交量分布 (2/2016)

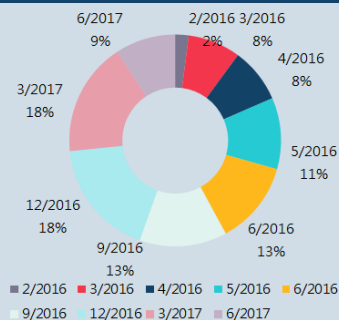
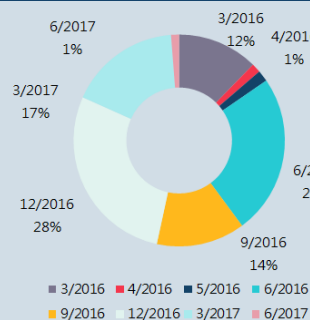


图 11: 合约月份之持仓量分布 (29/2/2016)



离岸债券市场动态

离岸人民币债券市场评论

- 2016年2月没有新发行的离岸人民币债券，因为离岸人民币债券对内地发展商的吸引力已然骤降，取而代之，内地发展商正转移至在岸市场进行集资。内地房地产公司曾是点心债发行量的支柱，去年占市场发行量的10%。
- 2016年1月底香港人民币存款较上月上升0.12%至人民币8,521亿元。2016年1月人民币跨境贸易结算的汇款总额为人民币4,801亿元，低于2015年12月的人民币6,675亿元。

图 12: 离岸人民币存款与点心债余额

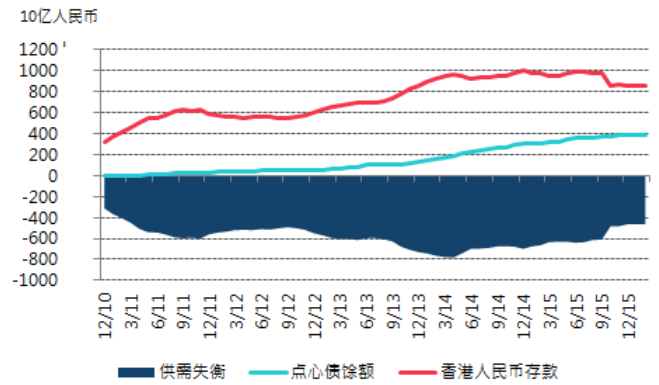


图 13: 人民币债券发行按发行人类型分类

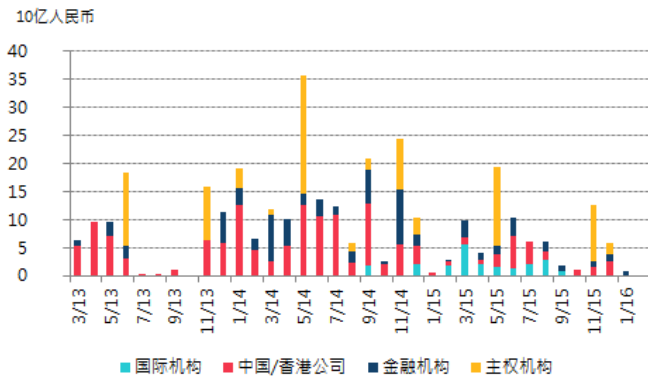
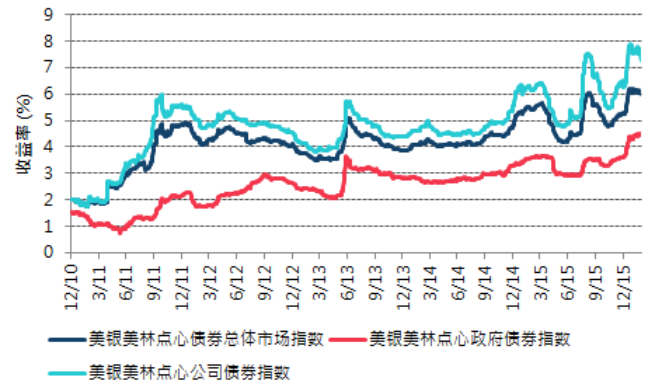


图 14: 点心债表现



在岸债券市场动态

在岸人民币债券市场评论

- 在岸债券的发行量由2016年1月份的人民币2.8万亿下跌14.7%至2016年2月的人民币2.4万亿。
- 根据Wind的数据，内地发展商去年于在岸市场发行合共人民币7,030亿元（1,070亿美元）的债券，较2014年人民币2,620亿元上升。北京于2015年6月容许房地产发展商在境内交易所债券市场发行债券，结束了6年的断层。

图 15: 财政部债券收益率5年：在岸与离岸 (%)

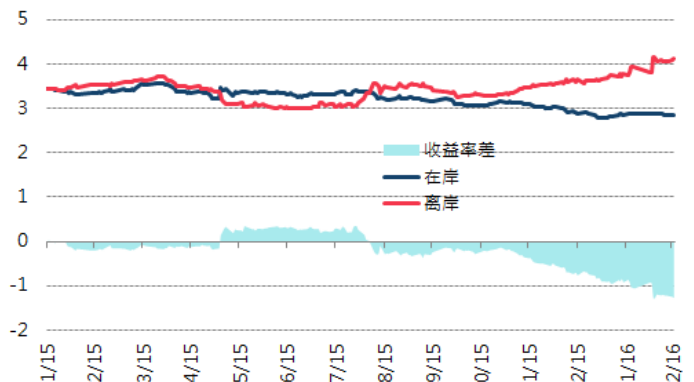


表 2

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	23,113	26,658.76	2.9566
国债	5,226	5,576.60	2.5919
中期票据	8,244	6,083.65	4.6216
公司债券	6,473	3,934.29	4.5883
存款证	2,764	6,831.30	3.0469
商业票据	10,665	9,102.30	3.6618
央行票据	38	75.92	2.7468
其他	2,047	2,178.43	4.0572
总计	58,570	60,441.25	3.4156

图 16: 财政部债券余额按年期分类

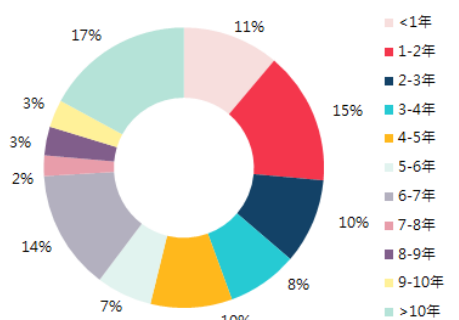


表 3

交易商协会非金融机构发债指导收益率 (截至2016年2月29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+	3.09	↓	3.62	↓	3.86	↓	4.19	↓	4.44	↑	5.02	↑	5.19	↑	5.46	↑
AAA	3.28	↓	3.78	↓	4.04	↓	4.51	↑	4.74	↑	5.35	↑	5.61	↓	5.91	↑
AA+	3.49	↓	4.13	↓	4.53	↓	4.99	↓	5.39	↑	5.97	↑	6.33	↓	6.64	↑
AA	4.00	↓	4.66	↓	5.10	↓	5.64	↑	5.96	↑	6.65	↓	7.00	↓	7.46	↓
AA-	5.38	↓	5.97	↓	6.47	↓	7.37	↑	7.84	↑	8.34	↑	8.71	↓	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

- 随着离岸人民币流动性大幅收紧，财资市场公会(TMA)公布的隔夜人民币香港银行同业拆息于2016年2月19日升431点子至9.3%。
- 香港银行同业人民币拆息收益率曲线今年2月底的走势较去年1月及7月底更为陡峭。(见图25)
- 人行原则上每日均会开展公开市场操作，加大其流动性管理的灵活性，并减低其对传统放宽货币供应工具诸如降低存款准备金率等的依赖。

图 17: 离岸人民币隐含收益率受汇率带动抽高

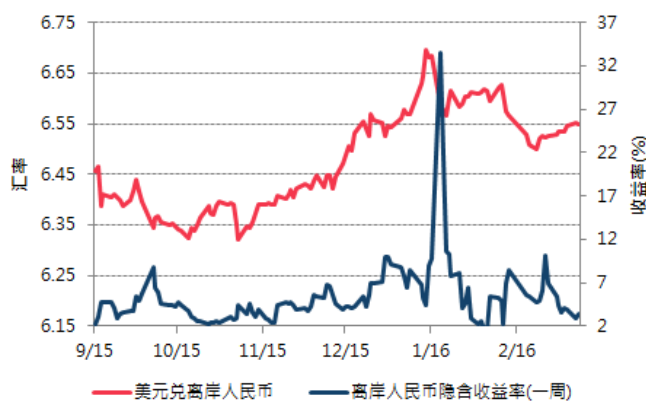


图 18: 上海银行间同业拆息收益率曲线

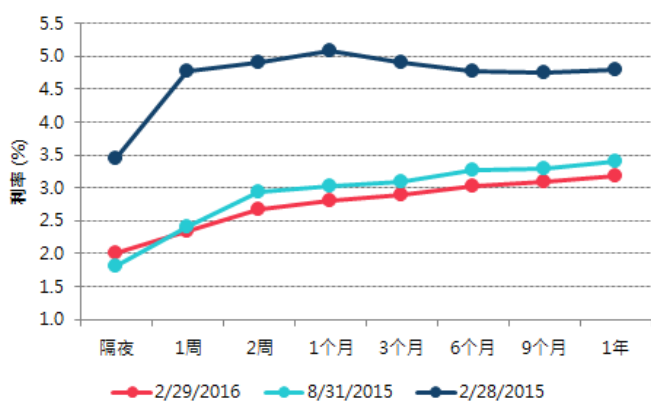


图 19: 离岸人民币香港银行同业拆息收益率曲线

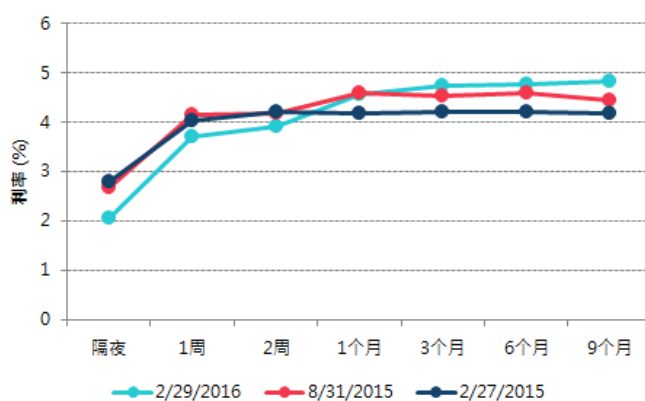


图 20: 在岸利率互换(7日回购利率)收益率曲线

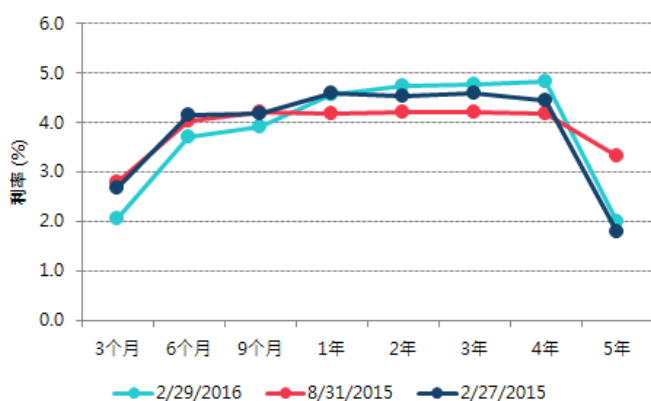


图 21: 在岸利率交换合约交易名义本金

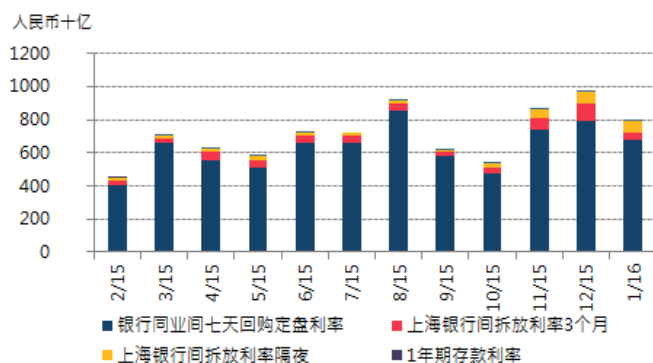


图 22: 上海银行同业拆息与离岸人民币香港银行同业拆息

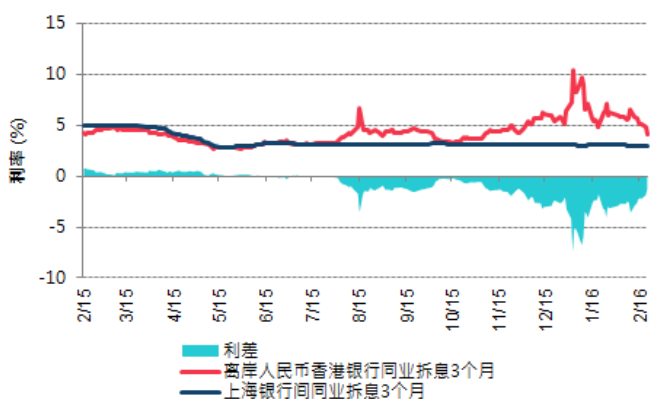
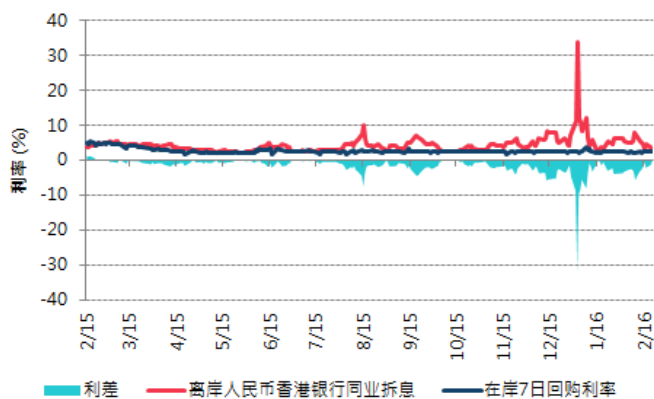


图 23: 在岸7日回购利率与离岸人民币香港银行同业拆息

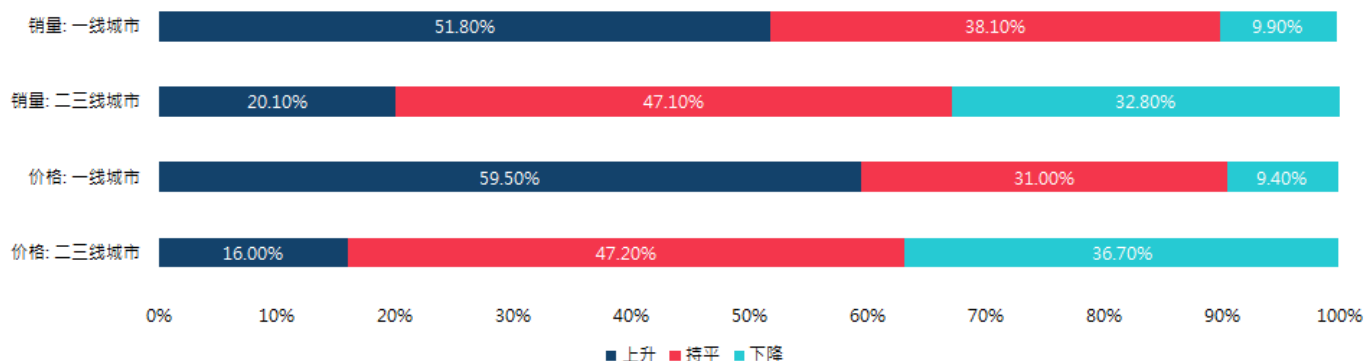


(上接第1页)

1.2 房地产大周期拐点已到来，市场预期分化明显

房地产的“黄金时代”一去不复返。银行家对房地产市场预期的转向发生在2014年，这以后银行家对房地产市场开始谨慎；虽2015年“311楼市新政”之后，房地产成交表现良好，但并没有改变银行家对于房地产市场趋势向下的看法。不过和2014年有所差异的是，银行家对于不同城市的房地产分化预期愈加严重，对于一线城市，不论是销量还是价格，均有超过五成银行家认为未来一年会继续上升；但是对于二三线城市，银行家的预期普遍较为悲观。

图 24：银行家对未来一年房地产走势的看法



1.3 银行家高度关注金融体制改革，利率市场化最受关注，利差收窄是挑战

银行家高度关注金融体制改革对商业银行经营产生的影响。其中利率市场化（91.0%）最受关注。随着利率市场化改革进入新阶段，中国银行业必须加快业务转型、进一步调整盈利结构、优化盈利模式，以应对利率市场化带来的冲击。银行家认为应该多措并举来应对利差收窄带来的挑战。90.0%的银行家认为应加快调整资产负债结构，76.8%的银行家认为应提升定价管理水平，75.2%的银行家认为应调整收入结构，67.2%的银行家认为应调整客户结构。

图 25：银行家对银行如何应对利差收窄的看法

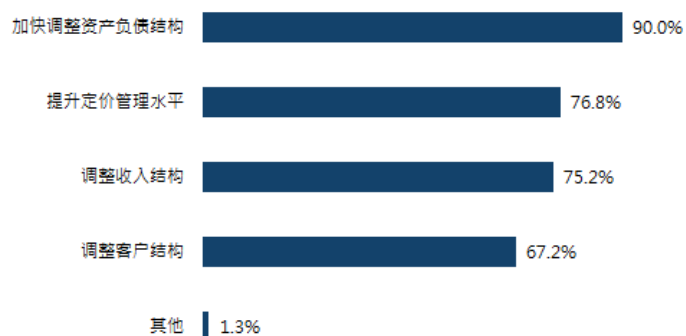
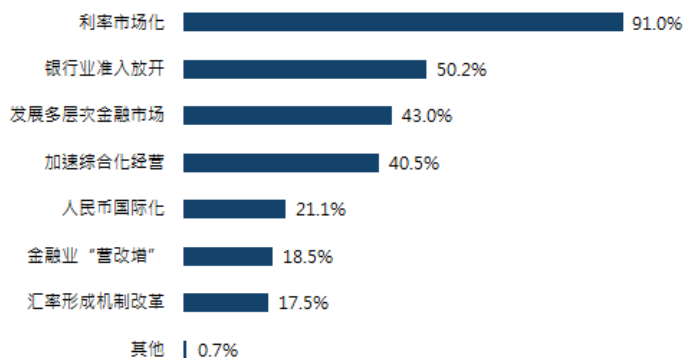


图 26：各项金融改革对银行业经营的影响



1.4 银行家对产业结构调整和创新科技的关注度迅速上升

在各项经济活动发展趋势中，产业结构调整最受银行家关注，关注该趋势的银行家占比达到73.5%，比2014年（56.9%）大幅上升；对科技创新与技术进步的关注度也在迅速提高，占比从23.4%上升到41.4%。

2. 商业银行发展战略与结构调整上新趋势

2015年，中国银行业资产质量面临的形势更加严峻。大部分上市银行第三季度不良贷款余额和不良贷款率仍然延续了“双升”局面。银行家最为关注的是产能过剩行业带来的信用风险，冶金业成为银行家预期不良上升最快的行业，也位列银行信贷限制的行业首位。

此外，银行家对营业收入及利润增长预期继续下调。八成左右的银行家预计今后三年的营业收入增长率和税后利润增长率将低于15%；约六成的银行家预计收入与利润增速将低于10%，而2014年持该预期的银行家只有三成左右。

在不良上升、息差收窄和盈利压力倒逼之下，商业银行业主动做战略调整：

2.1 大力扶持“双创”、重点发展小微金融

64.7%的银行家将小微企业贷款作为业务发展的重点，连续四年居于公司金融发展的首位。86.2%的银行家表示，“大众创业、万众创新”可以促进银行小微金融服务再升级。89.1%的银行家认为银行在提供综合金融服务方面优势明显。对创新创业企业，89.6%的银行家关注企业的科技含量及前景，91.3%的银行家关注创业者的创业经验，87.7%的银行家关注创业者的信用状况。

2.2 积极支持自贸区相关业务、重点发展跨境业务

66.9%的银行家将支持自贸区建设作为服务国家战略的重要举措，45.6%的银行家认为其能够扩大盈利来源。在支持自贸区的业务重点选择上，60.0%的银行家选择跨境结算，50.2%的银行家选择跨境投融资，31.8%的银行家选择跨境财务管理。

图 27：2015年银行支持自贸区业务建设的业务重点

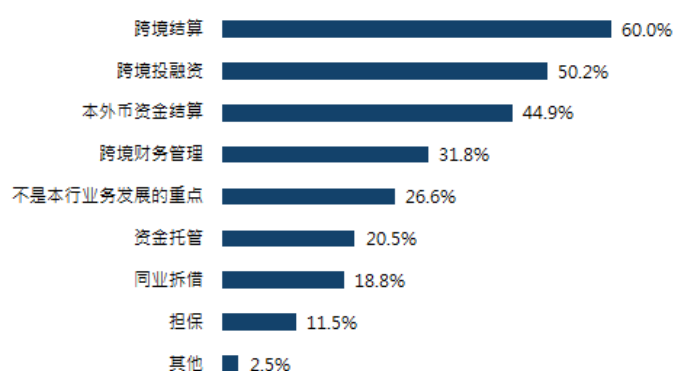
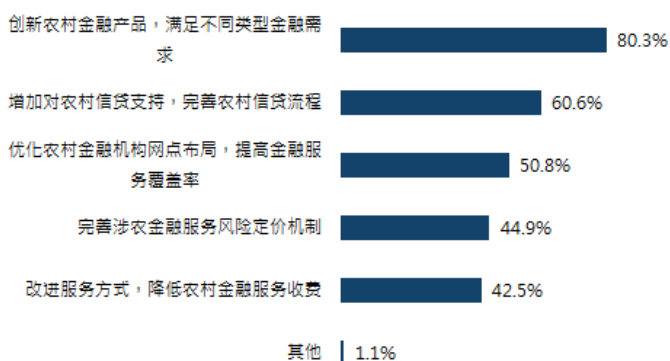


图 28：2015年银行支持“三农”的工作重点



2.3 更加关注农村金融产品创新

调查显示，77%的银行家认为目前农村金融存在的最大不足是金融服务品种单一。在银行支持“三农”的措施选择上，80.3%的银行家把创新农村金融产品作为重点，60.6%银行家将增加对农村信贷支持作为重点，50.8%的银行家将优化农村金融机构网点布局作为重点。

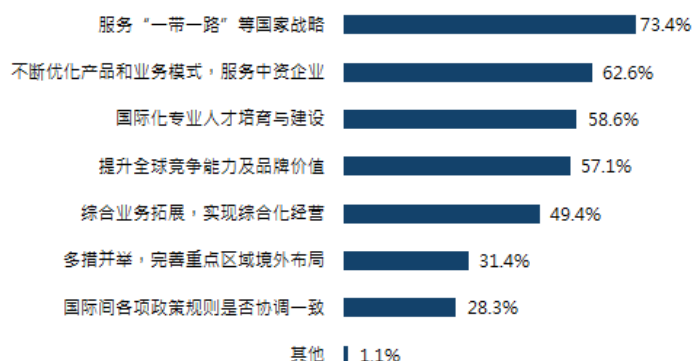
2.4 国际化布局加速、重点配合国家“一带一路”大战略的实施

国内企业“走出去”和人民币国际化的不断加速，为银行业国际化提供了更为广阔的机会。此次调查中，七成银行家认为服务“一带一路”等国家战略是中国银行业进行海外发展的首要关注点。其次，“优化产品和业务模式，服务中资企业‘走出去’”和“国际化专业人才培养与建设”也广受关注。这表明，中国银行业的海外发展，不仅是追随国家经济发展战略，也非常关注对客户的服务，以及自身产品、服务、人才等各方面的建设和提升。

2.5 个人消费贷款和财富管理成为个人业务发展的重点

个人消费贷款连续三年成为个人金融业务中最重要的部分，选择此项的银行家占比由2014年的61.6%上升至68.7%，财富管理则连

图 29：中国银行业海外发展重点关注点



续三年居于第二位。选择信用卡业务的银行家由2014年的48.8%上升至55.1%。在对信用卡业务态度的调查中，超过七成的银行家认为应大力发展或适度扩张，仅不足一成的银行家选择适当收缩或严格控制。

2.6 将资产管理业务作为推动银行业务转型的重点

在对发展资产管理业务态度的调查中，超过八成的银行家认为该业务应大力发展或适当扩张。近一半的银行（48.0%）认为资管业务是推动银行业务转型发展的重点，而认为资产管理是拓展其他业务的重要通道和新的利润增长点的银行家比例为15.0%和15.6%。

2.7 综合化经营大势所趋，消费金融与金融租赁成为发展重点

在社会融资结构不断优化，间接融资占比下降，直接融资占比上升的趋势下，综合化经营在不少银行战略图谱中占据了举足轻重的地位。对于优先考虑的综合化经营方向，“消费金融”（70.8%）和“金融租赁”（59.2%）是过半数银行家优先考虑的方向。对于银行开展综合化经营面临的主要困难，“经营风险复杂化，全面风险管理能力欠缺”（71.4%）和“综合化人才缺乏，无法支持业务开展”（70.3%）是银行家认为综合化经营主要的两大障碍。

浅谈人民币息率：人行的流动性管理

人民银行临近春节前两星期，通过公开市场操作及常备和中期借贷便利等工具，加大其投放资金的流动性操作力度，又宣布1月29日至2月19日期间将因应需要在每个工作日进行公开市场操作，及后更宣布把每日操作改为常规进行。

在人民币尚未完全自由浮动再加上资金外流压力令现行货币政策备受掣肘下，人民银行积极采取其他流动性管理工具抗衡出售外汇储备所造成的紧缩影响。但增加公开市场操作次数不一定意味注入更多资金，其目的反而似是为了增加公开市场操作回应市场流动性变化的灵活性。农历新年后初期，人行收回大部分先前注入的资金，但随着市场流动性趋紧而又再度投放资金。展望未来，我们相信人民银行将继续在有需要时支持市场流动性，避免人民币短端利率突然飙升。不过，单凭这些操作并不会对息率造成太大下行压力。未来数星期人民币货币市场利率可能维持在2.0-2.5%区间。

若市场对中国增长前景的忧虑持续，人民币利率掉期曲线可能维持平坦一段时期，直至市场视线转移至供应风险（特别是地方政府债券），并开始价格考量上更进一步计入货币政策预期趋向宽松时才再行走陡。纵然现时已采取流动性管理工具，但经济增长前景疲弱，人行仍有须要降低存款准备金率和利率。我们预期今年公开市场操作的7天期逆回购利率将下调50个基点、存款准备金率整体将下调150个基点（其中50个基点的下调已经宣布）。

相对于通常每年总发行量人民币1.5至1.6万亿元的中国政府债券（2015年前主要由中央政府发行），地方政府债的潜在供应（约每年人民币3至4万亿元或以上）实属庞大。自2015年初起，银行间市场用地方政府债的逆回购交易愈益活跃。虽说债券置换计划下地方政府债供应增加可导致市场参与者更多使用这工具，但当中所发出的杠杆交易的讯号不能忽视。中国政府债的现金债券交易显然随地方政府债回购交易水涨船高。其他类别的现金债券交易与地方政府债回购交易之间倒看不见这样的关系。当然，关系本身并不一定代表因果关系，但却使我们今年的大量地方政府债供应更有戒心。中至长期的中国政府债孳息曲线-地方政府债发行的集中年期-最终应当还是要向上，反映此中供应风险。

在离岸市场，人民币跨货币掉期（CNH CCS）在政策不明朗（特别是关于跨境资金流动及离岸人民币业务的监管方面）下很可能继续居高不下。例如，若进一步削减信贷，货币乘数将会减缩，离岸人民币流动性将会收紧。除流动性外，市场对人民币汇价的预期也是左右CNH CCS的另一个可能更加重要的因素。我们一般视CNH CCS飙升为短暂性质，但现时CNH CCS并不纯粹作为利息曲线。若市场预期离岸人民币汇价续跌，远期点数和CNH CCS均会高踞不下。

CNH CCS曲线的形态相当取决于短息去向，中期息率则应该相对稳定，因为点心债市淡静，资产互换或发行商的动向均可能不多。若避险情绪加剧，CNH CCS曲线很可能会转趋平坦-变成更为倒挂，短期离岸人民币利率升得更快。CNH CCS与CNY IRS本质不同，两条曲线不一定并轨。



张淑娴女士有15年投资和经济研究以及区内投资银行咨询服务的经验，加入法国兴业银行前为东方汇理银行亚洲利率策略部主管，再之前曾任职渣打银行、奔亚证券（亚洲）有限公司和香港特区政府。张女士在亚洲货币固定收益期刊2012、2013和2014的年度调查中被选为最佳利率研究分析师第一名，并在金融亚洲固定收益研究期刊2012和2013的年度调查中被选为最佳本地货币分析师第一名。

免责声明：本文内容仅供参考，不能取代咨询专业顾问意见。

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

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



免责声明

此处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、及时性及适用性概不作任何明示或暗示的保证和陈述。对于任何因资讯不准确或遗漏又或因根据资讯所作的决定、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。

此处包含的所有信息均提供英文文本及中文译本。如中文译本的字义或词义与英文文本有所出入，概以英文文本为准。