

**每月焦点**

- 人民币改而实施参考一篮子货币的管理浮动汇率制度后，香港交易所拟于2016年第二季推出全新的现金结算人民币货币期货，现有待监管机构批准。
- 香港交易所首席中国经济学家巴曙松博士认为，在全球市场更加关联的世界里，内地应当更主动地参与国际经济金融的治理。
- 采访Interactive Data (Asia) 的陈雅慧女士：扼要分析政策银行债券特色及定价。

**首席中国经济学家制高点****中国金融风险面面观****香港交易所首席中国经济学家巴曙松博士**

在2016年3月刚刚结束的中国政府“两会”上，国务院在工作报告中，再度强调了要为十三五开局之年开个好头，继续坚持“三去一补一降”，同时，李克强总理也指出，防范金融风险，守住风险底线的重要性。中国经济加速转型不可能不给金融体系带来压力。中国金融风险总体状况如何？又应如何着手金融监管变革，使金融体系能为增长转型保驾护航？港交所首席中国经济学家巴曙松博士对上述问题阐述了个人观点：

中国金融体系的经营状况与整个经济运行的状况密切相关。当前，中国经济经历了从2010年第一季度11.9%的增长到2015年6.9%的增长这样一个较大幅度的增长速度的回落，目前正在进入这一轮增长速度回落的寻底探底阶段。与此同时，中国的中上游重工业去产能才刚刚开始，经济结构调整、增速换挡的阶段，必然带动整个金融体系进行调整。

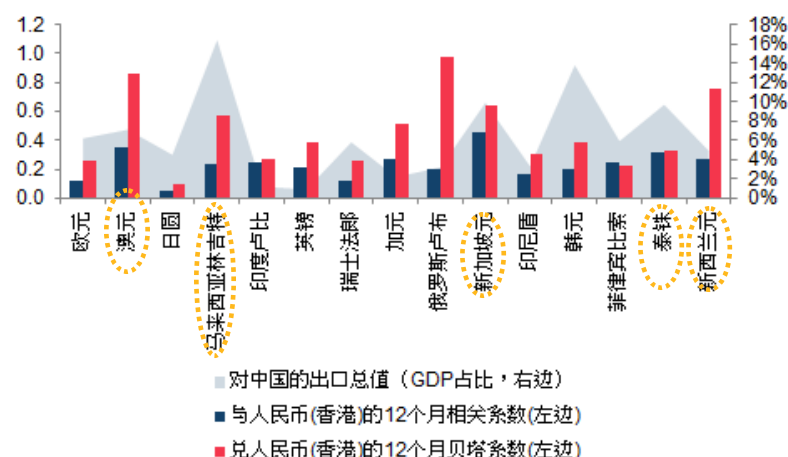
在过去三年中，金融体系陆续发生了影子银行系统从膨胀到收敛，互联网金融暴发式增长并逐渐暴露出一些问题，股市异常动荡导致证金公司不得不介入，高息保单市场的持续扩张，银行存贷利差不断收缩和盈利增长乏力等一系列压力。转型和经济增长回落过程中的各类风险的释放，除了经济的周期因素之外，也有中国金融系统方面的原因，需要相应推动金融改革，推动金融转型来支持经济的转型。在这个过程中，首当其冲的是需要丰富直接融资工具、建立多层次资本市场，完善资本市场基础交易制度和交易规则，促进创新型企业的融资更为便捷。其次，稳步有序推进金融市场对外开放，引入多样化投资者主体、发展多元金融产品、多样化的投资者结构能够有利于市场稳定。第三，加快推进金融监管体制改革，建立统一功能监管体系。

放眼全球市场，进入2015年9月份以来，全球金融风险呈现出空前的联动性和传染性，金融市场波动率明显加剧，全球金融市场的相关性日益上升，这也促发了市场动荡的相互影响，中国也已融入到这个进程中。据测算，A股与日经指数、香港恒指、英国富时指数之间的相关性在金融危机后都有了较大提升，比如在2000-2006年底，道指和上证综指的相关性仅为0.19，而在2011-至今（截止2016年3月16日），两者的相关性已经达到0.43。

在全球市场更加关联的世界里，一个局部市场的风险波动都极易被放大，市场波动往往出现加速效应，超调似乎在市场动荡时期成为常态。同时，更加关联的市场在全球各主要经济体资产负债表修复不同步的背景下也意味着更加脆弱，一个局部的风险事件，如果全球应对不当、协调不力，都有可能引爆全球市场大动荡，如2015年的美联储加息便是如此。

在更加关联的市场里，对于中国这样一个大型经济体来说，内部的平衡更为关键，内部的经济金融体系不出现重大的结构性失衡，应对外部的动荡能力就会相应更强。同时，在全球化的金融，为了守住系统性风险的底线，中国需要同全球各主要经济体加强政策协调，各经济体的经济金融体系存在较大差异，更加协调的政策可以在一定程度上避免风险蔓延，同时还应当更主动地参与国际经济金融的治理，在全球大宗商品等领域争取更大的定价权，争取将更多对中国经济金融运行影响较大的价格指标的定价权，从美元计价逐步转换为人民币计价，从欧美交易时段主导逐步转换为亚洲交易时段主导。

本月图表：主要汇率对人民币汇率波动的敏感度

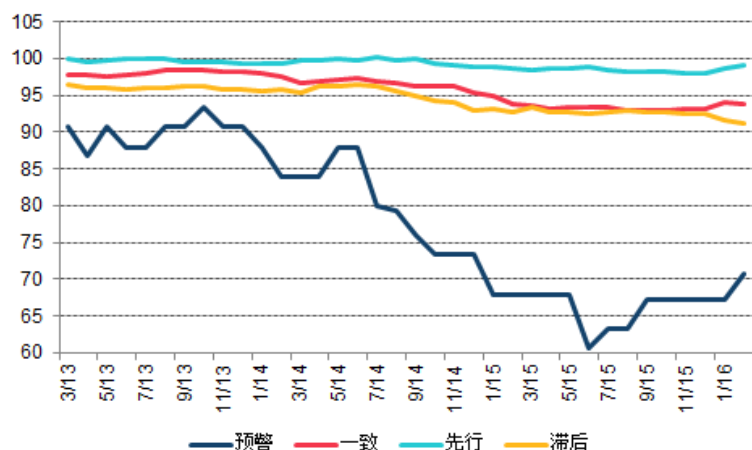


根据简单的关联分析，若干货币的人民币风险似乎高于其他货币。新加坡元、澳元、泰铢、新西兰元及马来西亚林吉特与香港离岸人民币（离岸人民币）的关联系数相对较高，意味这些货币对离岸人民币汇率日后进一步波动的敏感度较高。从较根本的角度看，这些货币对离岸人民币有较高敏感度的国家，均是全球制造业供应链日益融合情势下内地的其中几个最大进口国。

监管/政策发展动向

- 2016年4月1日，中国外汇交易中心宣布拟试点开展银行间外汇掉期冲销业务，试点对象暂定为银行间人民币外汇远掉期做市商。批准冲销掉期仓位，似乎是希望银行及其他金融机构可进行更多衍生品交易。目前企业将衍生品仓位平仓须找市场营运机构进行。
- 根据中国人民银行（人行）2016年4月14日在网站登载的两份文件，外国央行投资内地的银行间债券和外汇市场不受额度限制，并可不经监管批准而汇款，是内地开放银行间债券市场的新一步。实施详情尚未公布。

图 2：宏观经济景气指数



宏观经济更新

- 人行副行长陈雨露2016年4月23日称，内地面对影响金融市场稳定的因素明显增多，国内信贷风险持续上升，经济下行压力犹在，人行正以消除监管漏洞、改善货币政策管理框架作应对。

市场/产品发展

- 若得监管机构批准，香港交易所将于2016年第二季推出全新现金结算人民币货币期货。人民币改革汇率机制，实施参考一篮子货币的管理浮动汇率制度后，新增的人民币货币期货可成为市场参与者对冲人民币兑欧元、日圆及澳元的风险管理工具。此外，香港交易所亦准备在其现有的实物交收美元兑离岸人民币期货以外，于2016年第二季推出美元计价现金结算的离岸人民币兑美元期货合约。

重点研究报告/研讨会

- 根据内地上市公司近期呈报的财务业绩，去年共有980家公司蒙受外汇亏损合共人民币487亿元，几乎是2014年数额的13倍。虽然企业的外汇风险意识愈来愈高，但由于场外市场对冲成本巨大及流通量不足，加上内地种种会计上的限制，许多企业仍是逼着承受外汇波动加剧的影响。

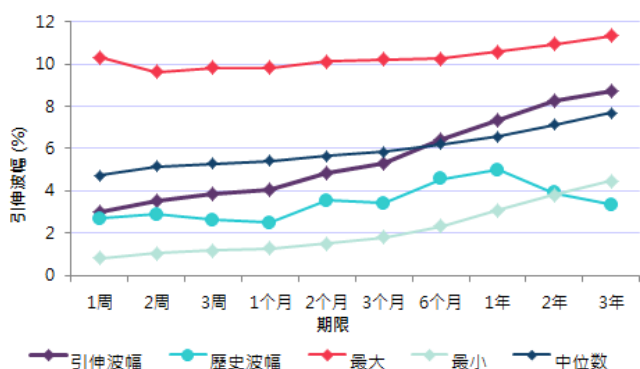
中国主要经济指标	当前	之前	变动	下一个发布日期
实际国内生产总值 (同比%)	6.7	6.8	↓	15/07/2016
消费者物价指数 (同比%)	2.3	2.3	→	10/05/2016
生产者物价指数 (同比%)	-4.3	-4.9	↑	10/05/2016
工业生产指数 (同比%)	6.8	5.9	↑	14/05/2016
固定资产投资 (同比%)	10.7	10.2	↑	14/05/2016
国外投资 (同比%)	7.8	1.8	↑	08/05/2016
中国制造业采购经理指数	50.1	50.2	↓	01/06/2016
中国人民银行银行家信心指数	38.1	37.9	↑	待定
中国人民银行银行贷款需求指数	62.7	56.8	↑	待定
中国经济景气监测中心经济先行指数	99	98.12	↑	03/05/2016
出口 (同比%)	11.5	-25.4	↑	08/05/2016
进口 (同比%)	-7.6	-13.8	↑	08/05/2016
M2货币供应量 (同比%)	13.4	13.3	↑	10/05/2016
零售销售 (同比%)	10.5	11.1	↓	14/05/2016
消费者信心指数	117.8	118.1	↓	25/05/2016
银行准备金率 (%)	17.5	18	↓	不常
官方外汇储备 (十亿美元)	3212.58	3202.3	↑	07/05/2016
3个月上海银行间拆放利率 (%)	2.90	2.79	↑	持续
10年政府债券收益率 (%)	2.92	2.87	↑	持续
人民币/美元汇率	6.4565	6.4628	↓	持续

## 人民币外汇市场动态

### 美元兑离岸人民币

- 2016年4月，人民币市场维持大致稳定，美元继续是驱动离岸人民币现货市场的主要因素，在岸人民币报价徘徊在6.4579至6.5120区间，离岸人民币兑美元则较一个月前下跌0.4%。
- 在国际货币基金组织辖下国际货币及财务委员会的会议上，人行重申内地希望维持人民币兑一篮子货币「基本稳定」，4月份场外美元兑离岸人民币期权的一个月引伸波幅继续下跌，由5.24%跌最低曾见3.94%。

图 4：场外交易市场美元兑人民币（香港）期权隐含波动率



### 香港交易所的美元兑人民币（香港）期货

#### 产品焦点

- 2016年4月香港交易所的美元兑离岸人民币期货合约录得每日平均成交合约1,271张（名义金额1.271亿美元）。2016年4月底未平仓合约26,844张（名义金额26亿美元）。
- 成交张数最多为2016年6月、2016年12月及2017年6月合约，占2016年4月份成交量总数的66%；未平仓合约集中于2016年6月、2016年12月及2017年3月合约，合占2016年4月底未平仓合约总数的77%。

图 6：美元兑人民币（香港）期货成交量与持仓

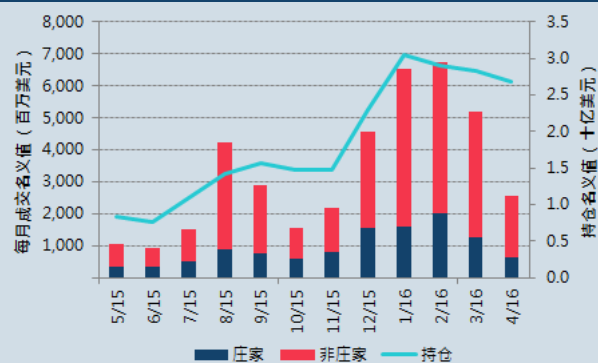


图 8：合约月份之成交量分布（4/2016）

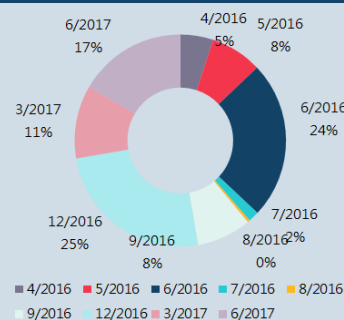


图 3：在岸/离岸人民币现货价格区间

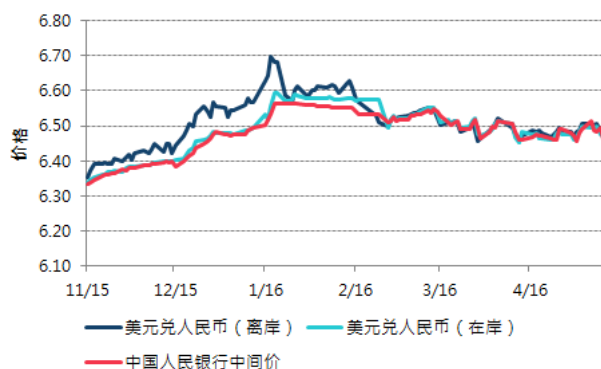


图 5：美元兑人民币价格水平的市场预测

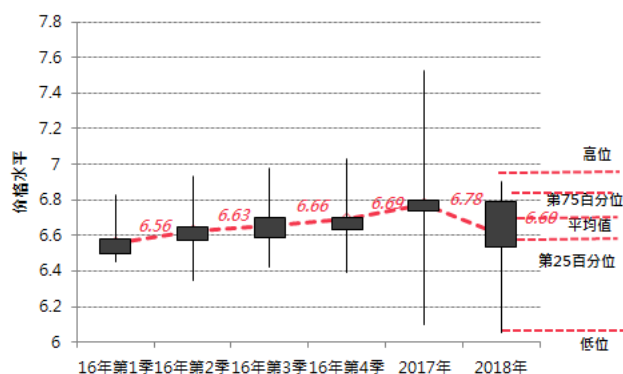


图 7：香港交易所人民币期货在波动时提供最佳流通量

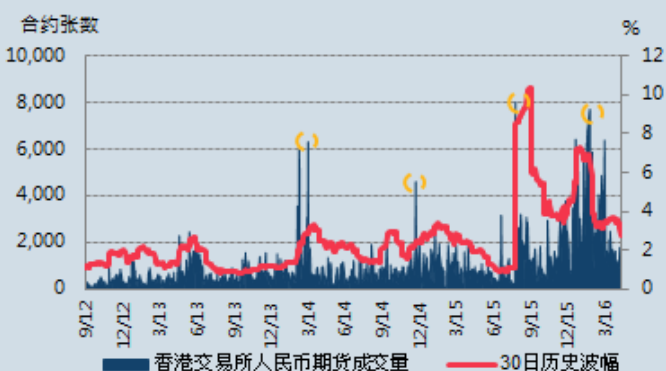
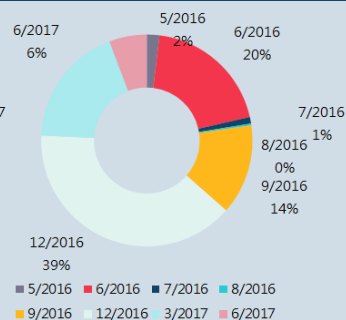


图 9：合约月份之持仓量分布（29/4/2016）



## 离岸人民币兑其他货币

### 欧元兑人民币（香港）

- 欧元区就业数据较预期佳，支持欧元，2016年4月离岸人民币兑欧元汇价较一个月前低0.5%。德国失业率2016年4月保持历史低位，失业人数出现2016年1月以来最大跌幅。
- 三个月场外期权的引伸波幅继续下滑，2016年4月降至8%。
- 外汇因素方面，基本及风险因素远低于历史平均数。

月度表现

-0.5%

引伸波幅

8.1%

图 10：外汇因素雷达\*

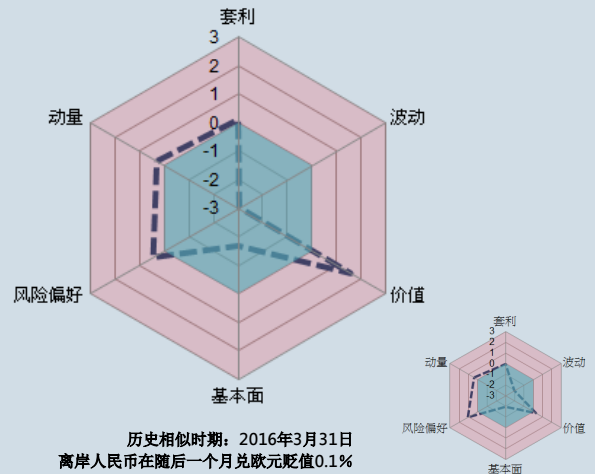


图 11：外汇波幅(3个月引伸,%)

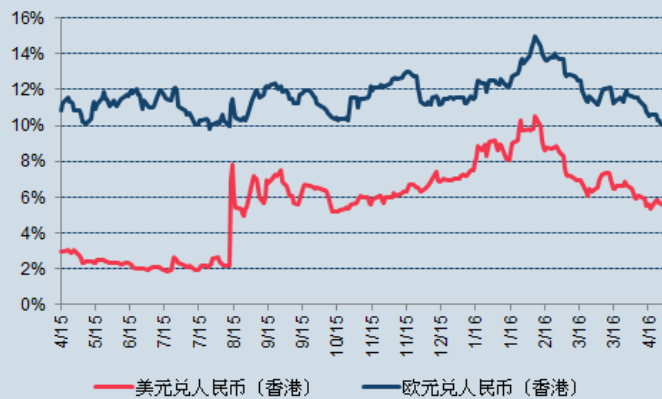
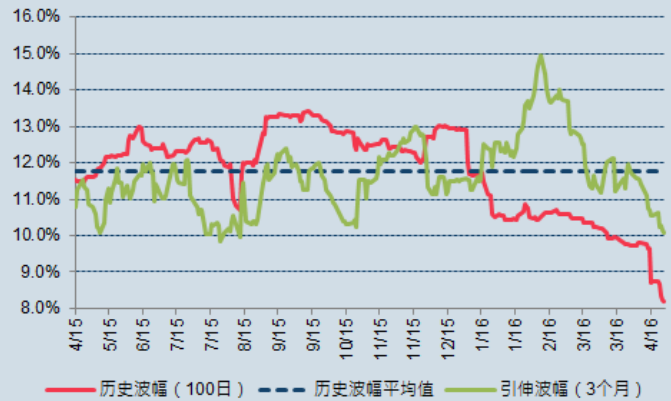


图 12：历史波幅与引伸波幅



### 澳元兑人民币（香港）

- 2016年4月离岸人民币兑澳元汇价较一个月前低0.1%。《澳洲商业周刊》(Australian Business Review) 在2016年4月29日报道生产商价格指数2016年3季度下降0.2%，拖累年化生产商价格通胀率由2015年第四季1.9%下降至1.2%，进一步增加澳洲央行减息的机会。
- 外汇因素方面，基本因素远低于历史平均数，动力、估值及情绪因素则高于历史平均数。

月度表现

-0.1%

引伸波幅

12.3%

图 13：外汇因素雷达\*

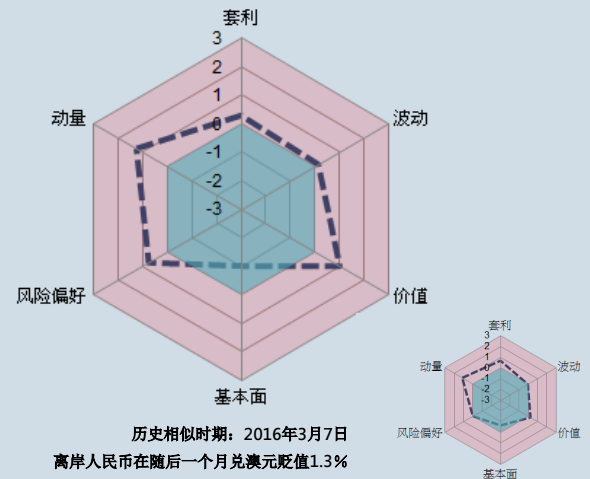


图 14：外汇波幅(3个月引伸,%)

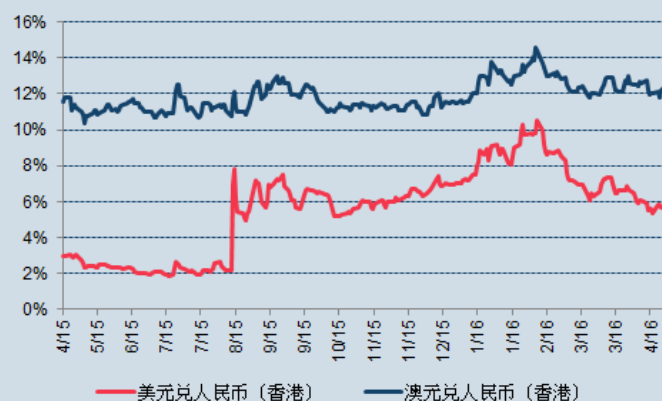
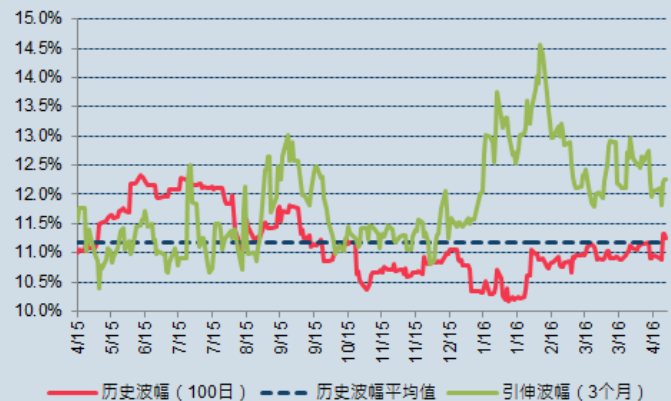


图 15：历史波幅与引伸波幅



## 日元兑人民币（香港）

- 2016年4月离岸人民币兑日元汇价较一个月前低5.2%。2016年4月29日，日元兑离岸人民币汇价升至6.043，为年内新高。日本央行2016年4月28日决定维持货币政策稳定，令预测有进一步刺激方案出台的市场参与者感到失望，日元兑离岸人民币汇价飙升。
- 2016年4月份历史波幅增至12%。
- 外汇因素方面，所有风险因素（利差因素除外）均高于历史平均数。

月度表现

-5.2%

引伸波幅

12.6%

图 16: 外汇因素雷达\*

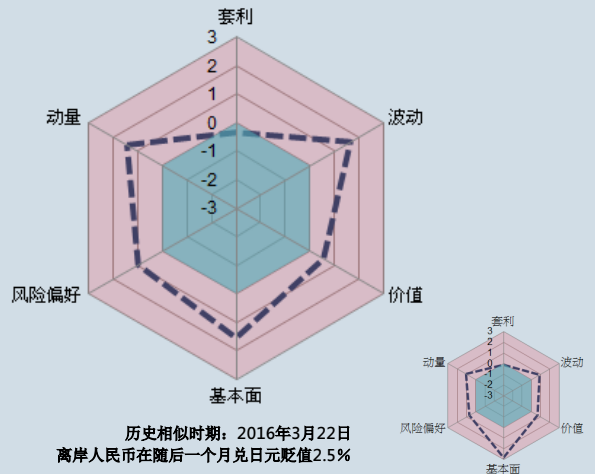


图 17: 外汇波幅(3个月引伸, %)

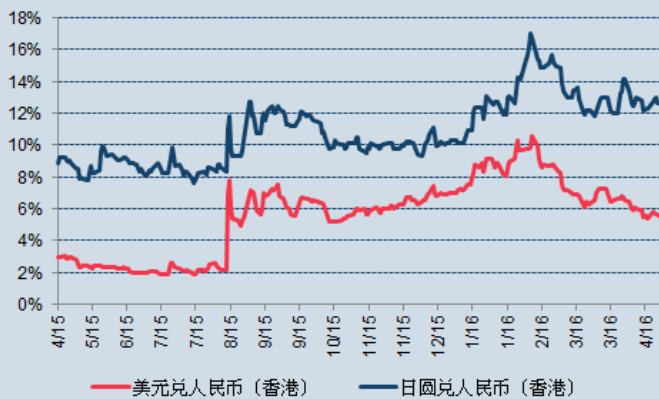


图 18: 历史波幅与引伸波幅



## 印度卢比兑人民币（香港）

- 2016年4月离岸人民币兑印度卢比汇价较一个月前高0.1%，印度卢比兑离岸人民币汇价奋力寻找上升动力。
- 2016年4月一个月场外期权的引伸波幅继续减少，降至低于7%。
- 外汇因素方面，情绪及风险因素远低于历史平均数，基本因素则高于历史平均数。

月度表现

0.1%

引伸波幅

6.8%

图 19: 外汇因素雷达\*

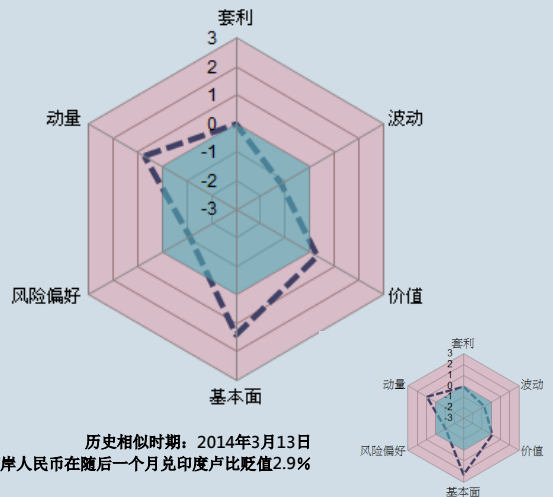
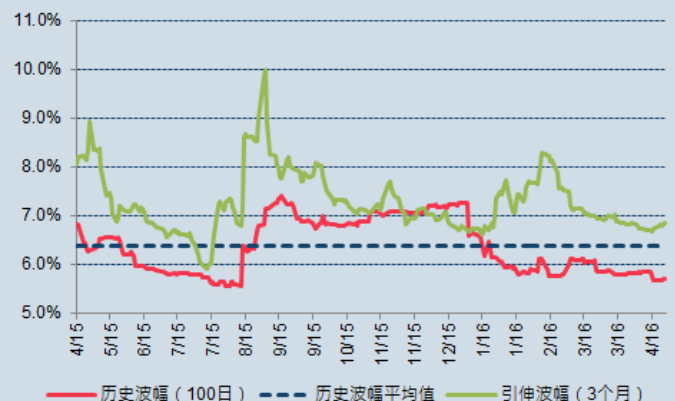


图 20: 外汇波幅(3个月引伸, %)



图 21: 历史波幅与引伸波幅



## 马来西亚林吉特兑人民币（香港）

- 2016年4月离岸人民币兑马来西亚林吉特汇价在1.6436与1.6838区间徘徊，较一个月前收报升0.3%。
- 2016年4月历史波幅于12%左右稳定下来。
- 外汇因素方面，基本及情绪因素远低于历史平均数，动力因素则高于历史平均数。

月度表现

0.3%

引伸波幅

12.4%

图 22：外汇因素雷达\*

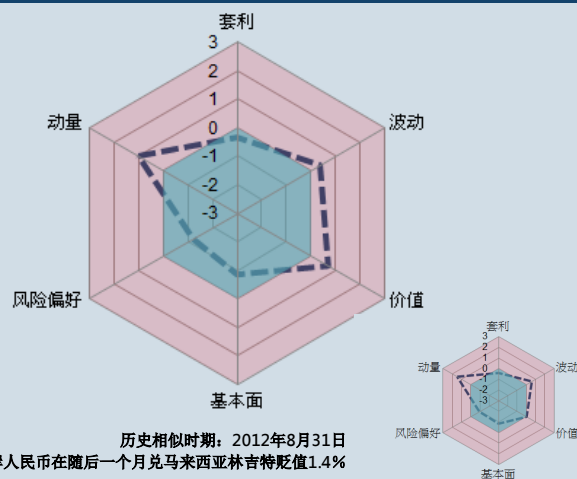


图 23：外汇波幅(3个月引伸, %)

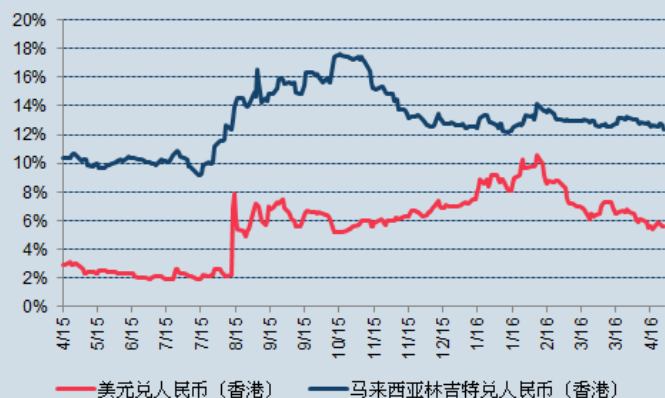


图 24：历史波幅与引伸波幅

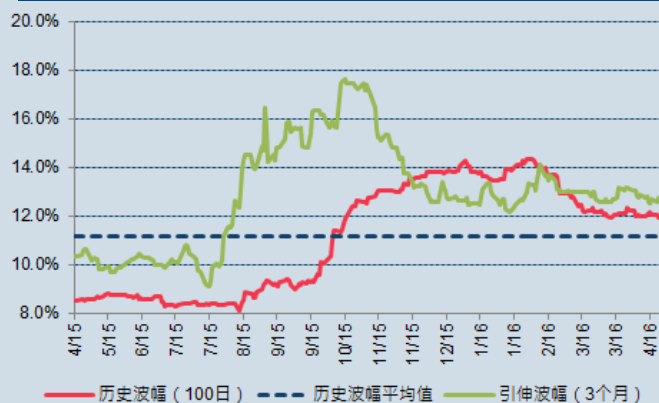


表 2：人民币货币对汇总表

	表现				
	4月	3月	变动	前3个月	年初至今
美元兑人民币（香港）	-0.4%	1.1%	↓	2.0%	1.2%
欧元兑人民币（香港）	-1.0%	-3.2%	↑	-3.0%	-3.4%
澳元兑人民币（香港）	0.3%	-5.7%	↑	-6.1%	-3.1%
日元兑人民币（香港）	-6.1%	-0.3%	↓	-9.3%	-11.8%
马来西亚林吉特兑人民币（香港）	0.5%	-4.5%	↑	-6.4%	-8.3%
印度卢比兑人民币（香港）	0.0%	-0.9%	↑	-0.5%	1.2%

	波幅					
	引伸波幅	3月	变动	历史波幅	3月	变动
美元兑人民币（香港）	5.6%	6.5%	↓	4.6%	4.8%	↓
欧元兑人民币（香港）	10.1%	11.2%	↓	8.2%	10.0%	↓
澳元兑人民币（香港）	12.3%	12.2%	↑	11.3%	10.9%	↑
日元兑人民币（香港）	12.6%	12.2%	↑	12.1%	10.6%	↑
马来西亚林吉特兑人民币（香港）	12.4%	12.7%	↓	12.0%	12.0%	↓
印度卢比兑人民币（香港）	6.9%	6.9%	↓	5.7%	5.8%	↓



## 离岸债券市场动态

### 离岸人民币债券市场评论

- 2016年4月有一宗离岸人民币债券的新发行：匈牙利成为首个发行以人民币计价主权债券的东欧国家。匈牙利出售人民币主权债有助建立基准，为该国企业发行人民币债券提供参考。
- 2016年3月份香港人民币存款按月下跌5.54%至人民币7,594亿元。2016年3月，人民币跨境贸易结算的汇款总额为人民币3,707亿元（2016年2月：人民币2,798亿元）。

图 28：离岸人民币存款与点心债余额

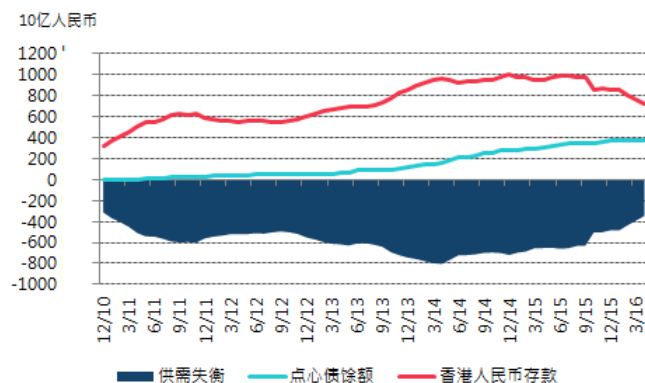


图 29：人民币债券发行按发行人类型分类

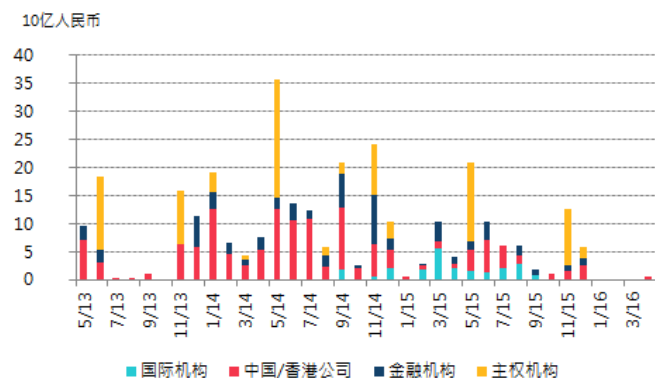
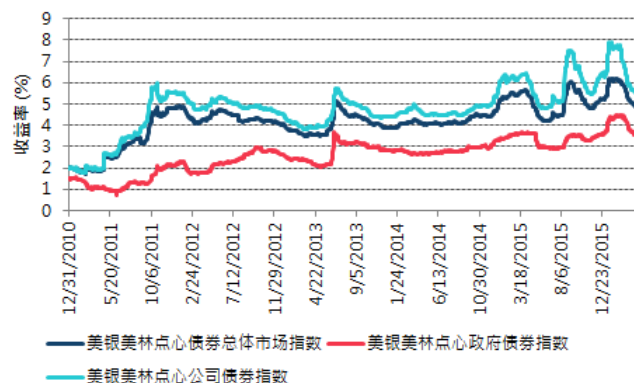


图 30：点心债表现



## 在岸债券市场动态

### 在岸人民币债券市场评论

- 在岸人民币债券发行量由2016年3月的人民币4万亿元减至2016年4月的人民币3.4万亿元，减幅17%。存款证占新发行总减量逾50%。
- 2016年4月，财政部五年期国债的在岸/离岸利差开始收窄。2016年4月底前，财政部五年期国债的在岸买卖价为2.86%，离岸买卖价为3.60%，利差收窄至不足1%。

图 31：财政部债券收益率5年：在岸与离岸 (%)

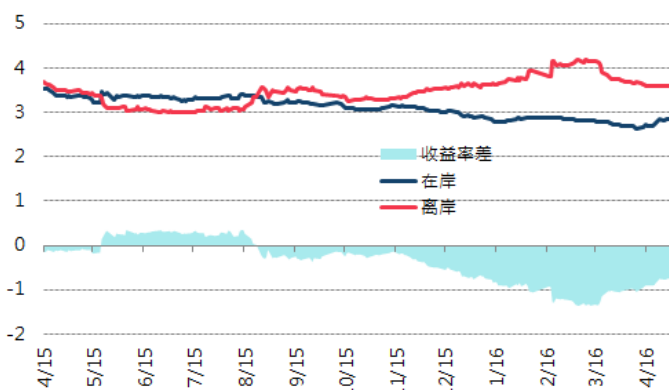


表 3

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	38,187	41,533.71	3.054
国债	8,104	9,332.61	2.6442
中期票据	13,576	10,296.63	4.8354
公司债券	11,724	7,268.77	4.5191
存款证	4,442	9,928.79	2.9584
商业票据	15,985	13,620.74	3.6575
央行票据	32	250.86	2.3780
其他	3,645	4,082.61	4.6801
总计	95,695	96,314.72	3.4446

图 32：财政部债券余额按年期分类

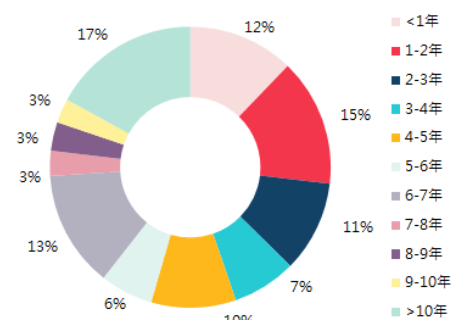


表 4

交易商协会非金融机构发债指导收益率 (截至2016年4月27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+	3.14	↑	3.68	↑	3.94	↑	4.26	↑	4.53	↑	5.07	↑	5.24	↑	5.52	↑
AAA	3.35	↑	3.86	↑	4.14	↑	4.60	↑	4.86	↑	5.39	↑	5.65	↑	5.94	↑
AA+	3.59	↑	4.22	↑	4.61	↑	5.08	↑	5.46	↑	6.02	↑	6.37	↑	6.68	↑
AA	4.15	↑	4.76	↑	5.15	↑	5.74	↑	6.03	↑	6.70	↑	7.06	↑	7.50	↑
AA-	5.51	↑	6.10	↑	6.57	↑	7.44	↑	7.87	↑	8.38	↑	8.76	↑	9.06	↑



## 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

- 随着银行设法回避存款准备金的施行及投资者急忙将看淡人民币的仓位平仓，财资市场公布的隔夜人民币香港银行同业拆息于2016年3月31日下挫至-3.725%。
- 在岸人民币上海银行间同业拆息收益率曲线2016年4月底的走势较2015年4月底平坦（见图34）。
- 离岸人民币香港银行同业拆息收益率曲线2016年4月底的走势较2015年4月底陡峭（见图35）。

图 34：上海银行间同业拆息收益率曲线

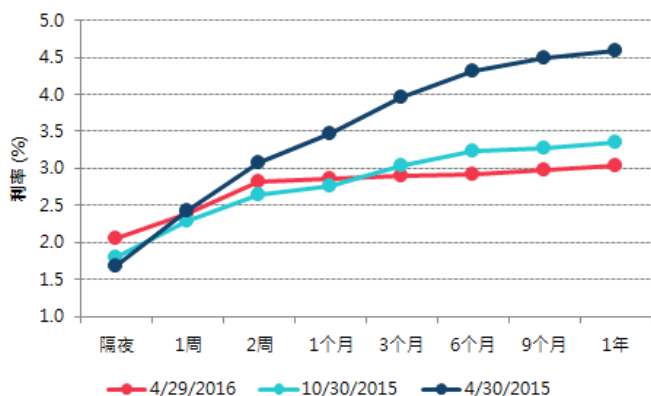


图 33：离岸人民币隐含收益率受汇率带动抽高



图 36：在岸利率互换（7日回购利率）收益率曲线

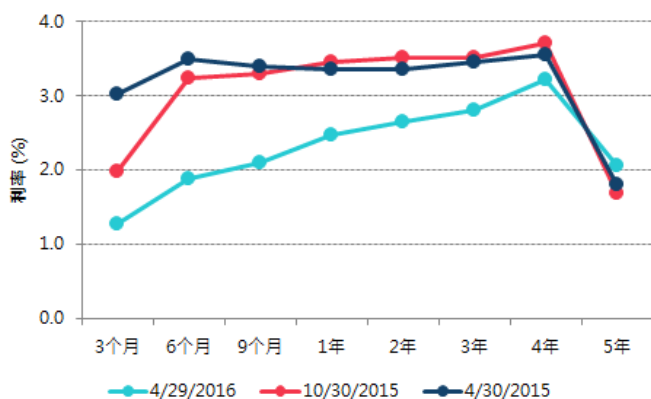


图 35：离岸人民币香港银行同业拆息收益率曲线

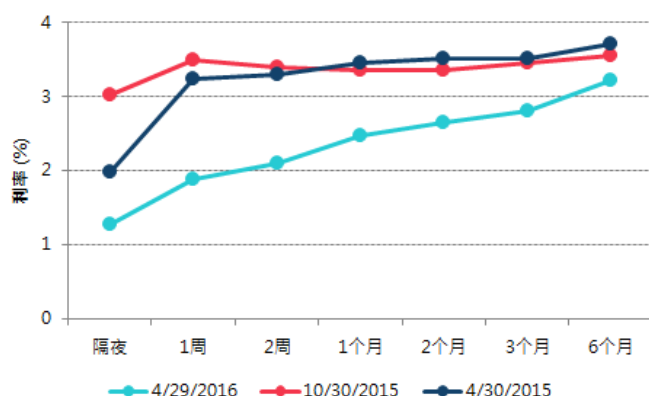


图 37：在岸利率交换合约交易名义本金

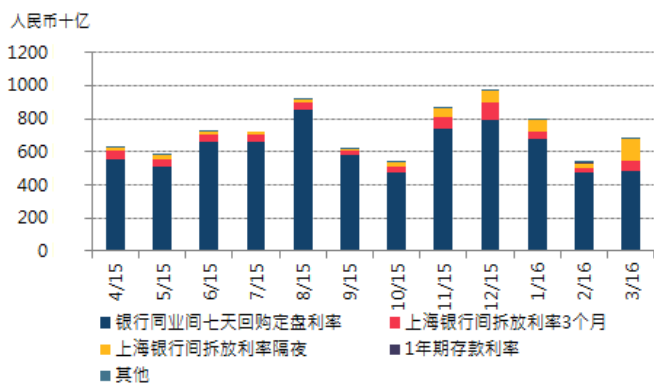


图 38：上海银行同业拆息与离岸人民币香港银行同业拆息

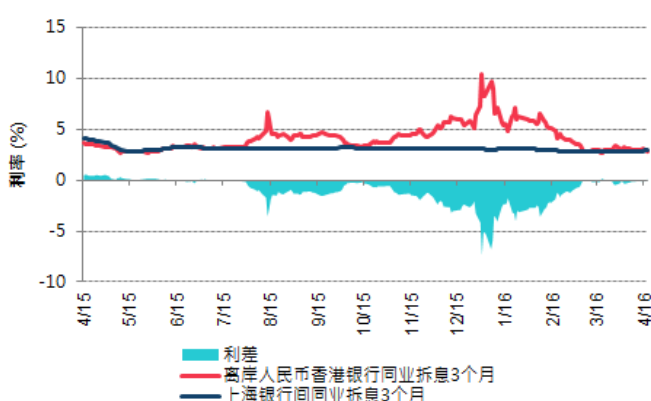
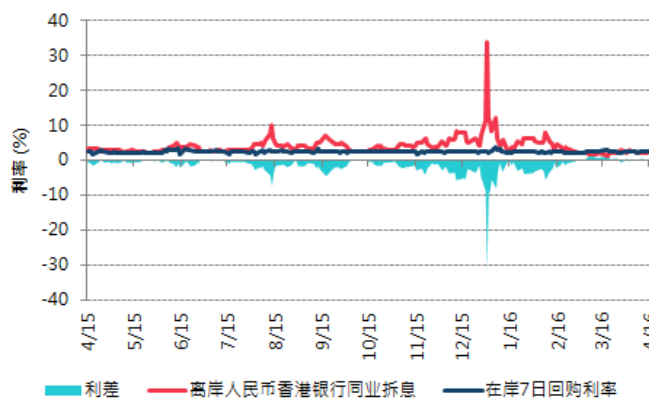


图 39：在岸7日回购利率与离岸人民币香港银行同业拆息





## 中国政策性银行债券

政策性银行在中国在岸银行间债券市场上担当着重要角色，发行的流通债券与财政部政府债券相似。现时中国有三家政策性银行，分别为：国家开发银行（国开行）、中国农业发展银行（农发行）及中国进出口银行（进出口行）。本文尝试粗略分析这些政策性银行债券的特色及价格表现。

### 半官方地位

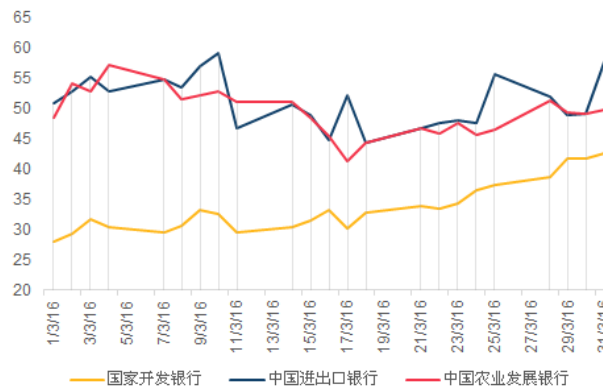
于在岸债券市场，政策性银行债券与中国人民银行（人行）发行的央行票据同样豁免评级。在国际市场，中国政策性银行债券享有等同国家主权信用的债券评级（标普：AA-、穆迪：AA3、惠誉：A+），因为这些银行若然受压，也很大机会获得中央政府撑持。

基于具备等同财政部债券的优点，政策性银行债券于在岸商业银行的簿册上属于零风险资产。事实上，在政府力求最终将国开行推向商业化的过程中，对于国开行应走向商业银行抑或是具备商业运作的开发性银行的定位曾引发争论，以致其债券应否视作零风险亦一度含糊不清。目前的官方说法则是国开行2015年底之前发行的债券在计算资本要求时风险权重为零。

### 价格表现

下图概述政策性银行债券与财政部债券在二级银行间债市的息差。请注意，以下数据编制时剔除了政策性银行的次级债券和浮息票据。

图 40：10年期政策性银行债券与财政部债券的信用利差（基点）



评估政策性银行债券与财政部债券之间息差时可分三大范畴：

- 信用

基于国际评级相同、国内同获豁免评级以及在岸金融机构计算资本要求时可视为零风险资产，政策性银行债券的信用风险视为与财政部债券相若。

- 流通量

现时银行间市场共有25名受人行管理的做市商。他们须对基准财政部、政策性银行及部分优质信贷债券提供买卖报价。过去政策性银行债券的成交量直逼财政部债券。预期在一般市况下，政策性银行债券的流通量与财政部债券可谓旗鼓相当。

- 税项

对于境内投资者，非政府债券的利息收入须缴纳25%企业所得税，资本收益更须缴纳额外5%营业税。至于境外投资者，中国至今尚未有完整的相关税制。一般指引是向非政府债券产生的票息收入征税10%。合格境外机构投资者(QFII)及人民币合格境外机构投资者(RQFII)过去一直由托管银行就资本收益拨备10%税项。

基于投资财政部与政策性银行债券之间有不同的税务待遇，政策性银行（相对财政部）的债券息差涉及隐性税率的问题。若隐性税率高于实际税率，政策性银行债券的投资价值较高，因为从较高的债券息差减出的回报率较高。相反，若隐性税率低于实际税率，政策性银行债券的投资价值将不及财政部债券。现行税制任何修订都会影响到政策性银行债券投资的风险回报。

须注意的是，三家政策性银行之间亦存在债券息差。按照市场共识，国开行向来比农发行及进出口行更具规模，债券发行量更大、市场深度更深。

**免责声明：**本文内容仅供参考，不能取代咨询专业顾问意见。



陈雅慧女士是Interactive Data（亚洲）亚太区评核主管，驻香港工作，专责中国在岸及离岸债券、亚洲美元高回报债券以及香港、新加坡及马来西亚债券的评核质素及方法。

陈女士前职为马来西亚债券定价公司（Bond Pricing Agency Malaysia）定价部经理，带领该公司的定价部门评核马来西亚的定息工具（包括伊斯兰债券）。

陈女士持有雷丁大学国际证券及银行理学硕士学位，拥有特许金融风险管理师（FRM）资格，并持有国际资本市场协会（ICMA）的国际定息及衍生产品（IFID）证书。

## 附录：定义外汇因素雷达

我们选了多项推动人民币货币对的因素，包括利差、风险（波动）、估值（贸易条件）、基础因素（贸易收支）、情绪（风险逆转）和动量（三个月回报）。外汇图上标示的因素值按最近一年数据正常化。譬如，「利差」的因素值1显示当前利差较过去一年平均数高出一个标准差。

红点线代表有关人民币外汇对的当前因素动态。按照当前的因素动态，我们因应六个推动因素进行最优化计算，从过去数据中找出相似的规律模式，并显示该段期间的历史价格波动以供参照。

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。