

每月焦点

- 2016年8月，TR / 香港交易所RXY全球离岸人民币指数跌0.74%至95.14，中国人民银行美元 / 人民币汇率中间价升0.60%至6.6908。
- 香港交易所首席中国经济学家巴曙松博士认为，中国经济现阶段仍然向下探底，较灵活的人民币汇率政策增大了中国经济政策应对外部波动的回旋余地。
- 采访中信证券固定收益研究首席分析师明明先生：从宏观经济、海外发展、政策、债券策略及资产配置角度探讨债券市场及其前景。

首席中国经济学家制高点**中国经济的新阶段：周期与结构方面均呈现新特征****香港交易所首席中国经济学家巴曙松博士****1、中国经济在一季度短期回暖之后重新探底**

评估当前的经济运行状况，可以将当前放到中国经济运行的历史中对比。在亚洲金融危机时期，中国经济出现阶段性的低点，随后中国采取了一系列的改革开放举措，例如：加入世界贸易组织(WTO)，国企改革，国有银行剥离不良资产并股改上市，培育房地产市场等，激发了中国改革开放以来上升持续时间最长的一个增长周期，到2007年到了一个周期的高点，随后在2008年因美国次贷危机增长有一个陡峭的回落，到2009年达到一个阶段性的低点。2009年之后，在以「四万亿」为代表的一揽子经济刺激政策带动下，中国经济出现了V型的反转，更准确地说是2010年的一季度达到这一轮刺激的高点。然后刺激力度逐步减弱，经济增长逐级地回落，一直到现在我认为还是在回落探底的趋势中，还没有真正触底，2016年一季度的回暖主要是房地产阶段性回暖、以及土地收入上升支持下的财政支出带动下出现的，随着房地产市场逐步进入调整阶段，中国经济又重新进入探底阶段。

新常态期间最大的特征是中国经济进入结构转换期，面临经济增长新动力的形成和旧动力的逐渐弱化这两股力量的双重交织。把握产业变化的趋势，在经济转型时期就变得非常的重要。在十三五规划中把这样一个特定阶段的经济运行特征归结为三化：速度变化、结构优化、动力转化。速度减慢，结构开始更加均衡了，同时，内部和外部环境出现的一系列变化，也必然促使中国经济增长要找新的动力，简单来说就是过去支撑中国经济高速增长30年的这些红利在逐步的减弱，比如说红利，包括人口红利、投资红利、贸易红利、资源红利和储蓄红利，这些曾经的红利都在逐步地减弱，所谓转型就是要找到经济增长的新的动力。

2、经济政策的重心需要重回供给侧改革

供给侧改革，换一个角度来做描述其实可以认为是从P型增长（primary expansion），到第二个阶段是追赶标杆（after benchmarking），缩短差距，进而需要进行突破性的创新的增长这几个不同阶段的转换。或者说，经济转型也就是从初始扩张增长到追赶标杆型的增长，到前沿拓展型的增长。

面对变化的内外环境下，中国的决策者经历了一个逐步认识、深化并提出相应的政策思路的过程：第一个阶段是2014年的5月，决策层首次提出“中国经济进入到一个新常态”，并对新常态进行了界定；第二个阶段是2015年10月的十八届五中全会上提出了五大发展理念：创新、协调、绿色、开放和共享，这可以理解为在新的内部和外部经济环境下决策层的新的应对思路。在2015年11月份中央财经领导小组第11次会议上正式提出“供给侧改革”，可以认为这进一步明确到近期的政策重点。

短期来看，去产能、去杠杆、去库存等仍然是中国宏观经济政策的主要重点。

（下接第9页）

图 1: 本月图表: TR/香港交易所RXY参考在岸人民币指数对照中国出口增长

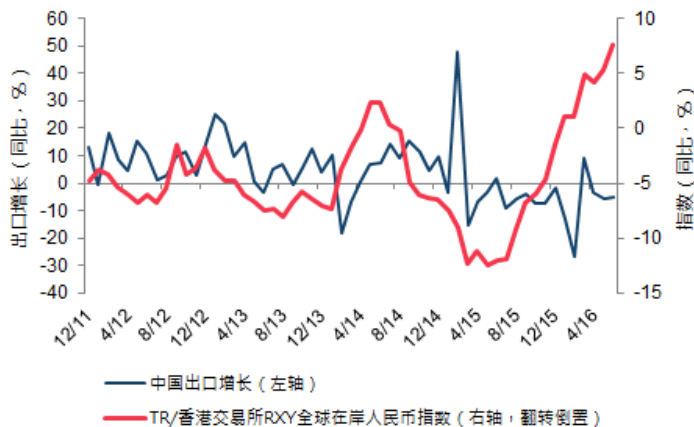
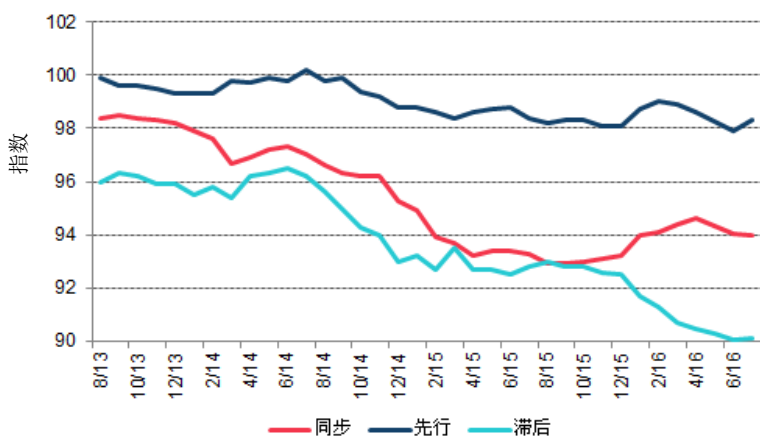


图 2: 中国宏观经济景气指数



- 同步指数是反映当前经济基本趋势的指数，基于以下数据计算而成：(1)工业产量、(2)就业、(3)社会需求（包括投资、消费及外贸）；及(4)社会收入（包括政府税项、企业溢利及居民收入）。
- 先行指数按一组先行指标计算而成，其变化先于同步指数，用作预测未来经济趋势。
- 滞后指数按一组滞延指标计算而成，其变化后于同步指数，主要用作确认经济周期的高位及低点。

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%)	6.7	6.7	↔	19/10/2016
消费者物价指数 (同比%)	1.8	1.9	↓	09/09/2016
生产者物价指数 (同比%)	-1.7	-2.6	↑	09/09/2016
工业生产指数 (同比%)	6.0	6.2	↓	13/09/2016
固定资产投资 (同比%)	8.1	9	↓	13/09/2016
国外投资 (同比%)	-1.6	9.7	↓	08/09/2016
中国制造业采购经理指数	50.4	49.9	↑	01/09/2016
中国人民银行银行家信心指数	43.7	38.1	↑	待定
中国人民银行银行贷款需求指数	56.7	62.7	↓	待定
同业银行金融电讯协会(SWIFT)	1.9	1.72	↑	29/09/2016
出口 (同比%)	-4.4	-4.8	↑	08/09/2016
进口 (同比%)	-12.5	-8.4	↓	08/09/2016
M2货币供应量 (同比%)	10.2	11.8	↓	10/09/2016
零售销售 (同比%)	10.2	10.6	↓	13/09/2016
消费者信心指数	111.5	114	↓	28/09/2016
银行准备金率 (%)	17.5	18.0	↓	不变
官方外汇储备 (十亿美元)	3201.1	3205.2	↓	07/09/2016
3个月上海银行间拆放利率 (%)	2.79	2.86	↓	持续
10年政府债券收益率 (%)	2.80	2.82	↓	持续
美元/人民币汇率	6.68	6.69	↓	持续
TR/香港交易所RXY全球离岸人民币指数	95.14	95.85	↓	持续

本月图表

- TR/香港交易所RXY参考在岸人民币指数过去一直与中国出口呈反比。该指数（计量人民币兑一篮子13种货币的强弱）自去年底一直保持下行趋势，于2016年8月26日更下跌至推出以来的最低位94.44。与此同时，中国按年出口数字自2016年3月起从谷底反弹。

监管/政策发展动向

- 中国银行业监督管理委员会（中国银监会）于2016年8月23日回应中国人民政治协商会议（政协）的建议，表示短期内暂不放行商业银行（国债现货市场的主要参与者）参与国债期货交易业务。中国银监会指，考虑到近期债券违约事件不断增多，期货市场波动较大，相关部委正在研究制定从严监管的制度。
- 人行于2016年8月10日在网站发表的声明中表示，计划寻求加强与其他国家的合作，加强所需基础设施，支持更广泛使用人民币，推动人民币在全球市场的用途。
- 香港交易及结算所有限公司（香港交易所）子公司香港场外结算有限公司（场外结算公司）于2016年8月15日宣布，顺利推出交叉货币掉期结算服务，并将首先为离岸人民币兑美元货币掉期提供结算服务。场外结算公司是全球首家为离岸人民币兑美元货币掉期提供结算服务的国际结算所。
- 上海清算所于2016年8月15日正式将场外美元兑人民币期权纳入中央对手清算业务。首批参与业务的市场机构共计19家，首天有10家机构将27宗交易提交上海清算所清算，合计名义本金人民币6.3亿元（单边计算）。上海清算所指其为全球首家为场外市场外汇期权交易提供中央对手清算服务的清算机构。

宏观经济更新

- 中国商务部于2016年8月17日的数据显示，中国今年首七个月非金融类对外直接投资（ODI）为人民币6,732.4亿元（1,027.5亿美元），同比上升61.8%，但7月份ODI为138.9亿美元，环比下跌9.5%。

市场/产品发展

- 根据人行于2016年8月10日发布的《2016年人民币国际化报告》，随着人民币国际地位持续提升，人民币在跨境交易的接受程度不断提高。2015年，跨境人民币收付金额合计人民币12.1万亿元（1.83万亿美元），同比增长21.7%，占跨境收付总额近三分之一。

人民币外汇市场动态

美元兑离岸人民币

- 2016年8月，美元 / 在岸人民币中间价徘徊在6.6056至6.6856区间，离岸人民币兑美元则较一个月前上升0.89%；人行于2016年8月18日将人民币汇率中间价订于6.6056，是自英国公布脱欧公投结果以来最高水平。
- 根据人行分行行长2016年8月2日至3日的座谈会会议纪要，人民币兑美元汇率的双向走势将更趋灵活，而人民币兑一篮子货币的汇率将保持基本稳定。

图 3：在岸/离岸人民币现货价格区间



图 4：场外交易市场美元兑离岸人民币期权引伸波幅

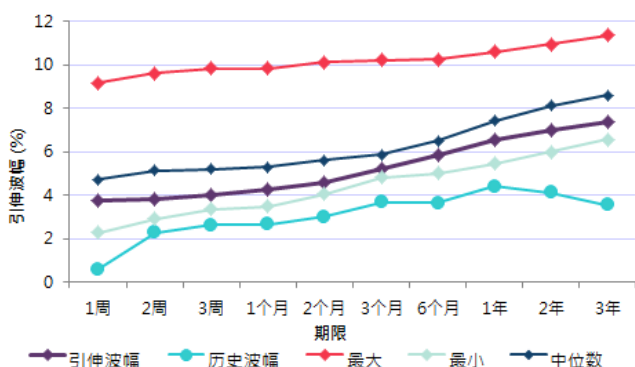
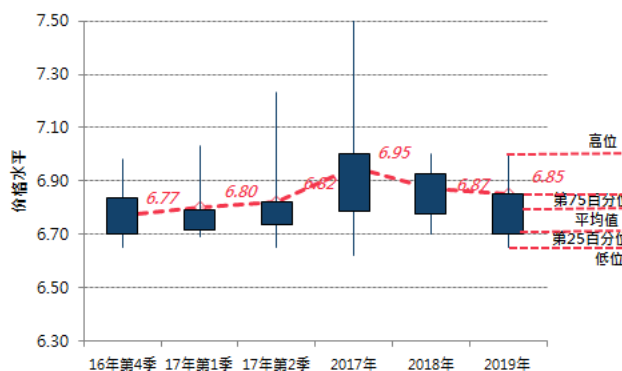


图 5：美元兑离岸人民币价格水平的市场预测



香港交易所的美元兑人民币（香港）期货

产品焦点

- 2016年8月底未平仓合约28,174张（名义金额28亿美元）。
- 成交张数最多为2016年12月、其次为2016年9月及2017年3月合约，占2016年8月份成交量总数的66.7%；未平仓合约集中于2016年12月、2017年3月及2017年6月合约，合占2016年8月底未平仓合约总数的74.8%。

图 6：美元兑人民币（香港）期货成交量与持仓

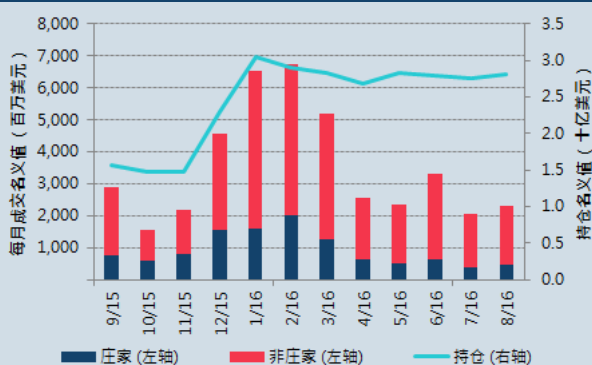


图 7：香港交易所美元兑人民币（香港）期货在市场波动时提供最佳流通量

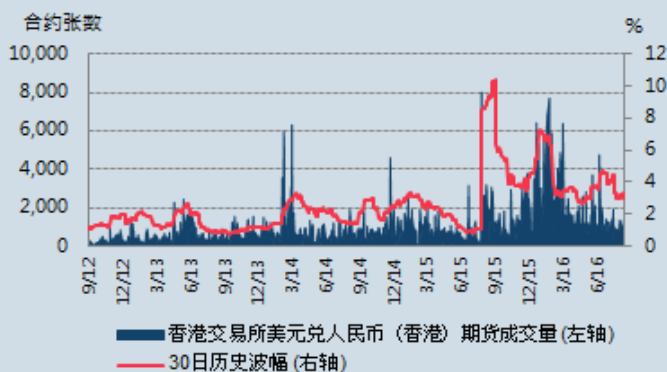


图 8：合约月份之成交量分布（8/2016）

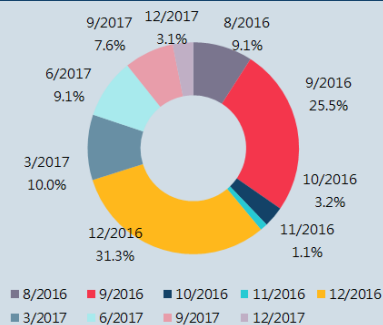
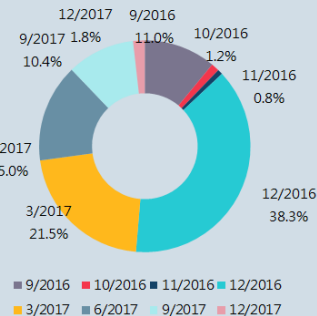


图 9：合约月份之持仓量分布（31/8/2016）



TR / 香港交易所人民币货币指数 (RXY)

- TR/香港交易所RXY全球离岸人民币指数2016年8月收报95.14，下跌0.74%，其间人行美元兑人民币中间价升至6.6908，上升0.60%。
- 2016年8月对TR/香港交易所RXY全球离岸人民币指数表现贡献最大为欧元，同期兑美元升值0.40%。

表2: TR/香港交易所RXY人民币货币指数汇总表

指数	回报			风险						
	2016年8月1日 - 2016年8月31日 (月)	2016年7月1日 - 2016年7月29日 (月)	变动	本月至今变动	本年至今变动	30日实际波幅 (截至2016年8月31日)	30日实际波幅 (截至2016年7月29日)	变动	与中国外汇交易中心人民币汇率指数的关联度	对中国外汇交易中心人民币指数的贝塔系数
TR/香港交易所RXY全球离岸人民币指数	-0.74%	0.09%	↓	-0.74%	-5.39%	3.38%	3.44%	↓	0.97	0.69
TR/香港交易所RXY全球在岸人民币指数	-0.68%	-0.05%	↓	-0.68%	-6.37%	2.97%	3.40%	↓	0.98	0.67
TR/香港交易所RXY参考离岸人民币指数	-0.72%	0.48%	↓	-0.72%	-5.22%	3.22%	3.31%	↓	0.97	0.64
TR/香港交易所RXY参考在岸人民币指数	-0.65%	0.34%	↓	-0.65%	-6.21%	3.09%	3.55%	↓	0.97	0.71

图 10: TR/香港交易所RXY全球离岸人民币指数与中国外汇交易中心人民币指数与美元兑离岸人民币表现

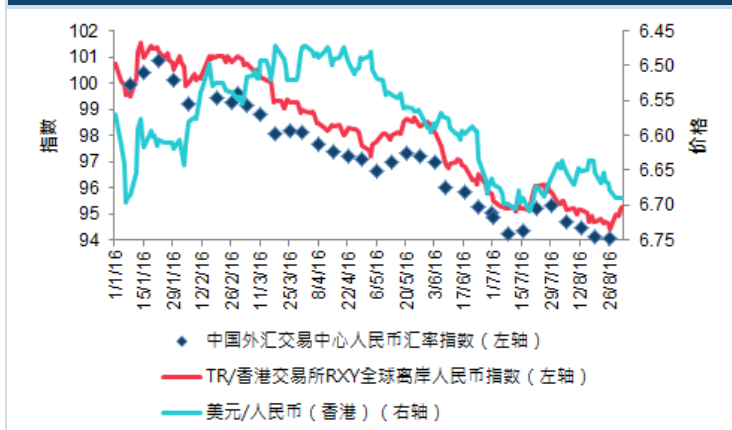
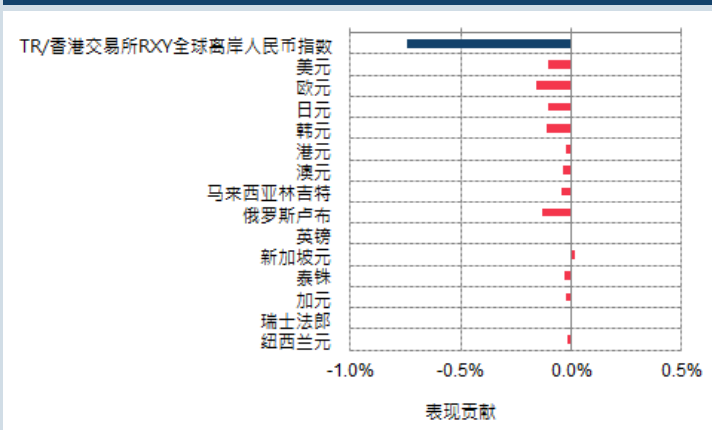


图 11: 每月表现贡献分解: TR/香港交易所RXY全球离岸人民币指数



产品焦点

- RXY指数旨在为人民币兑一篮子货币汇率提供独立、透明和及时的基准，该货币篮子包括中国内地最重要的贸易伙伴货币。
- 这组指数基于WM/路透外汇汇率进行计算，并根据国际证监会组织 (IOSCO) 对金融市场基准的合规原则进行管理。
- RXY指数旨在成为期货、期权和交易所买卖基金等投资和交易产品的基础。

编制方法

- 计算方法: 几何平均
- 加权方法: 对香港转口贸易进行调整后的加权双边贸易
- 贸易数据来源: 联合国商品贸易资料库、香港特区政府统计处
- 权重调整: 年度审核。6月份公布，于第四季度的第一个工作日生效
- 指数计算频率: 每小时
- 汇率资料来源: WM/路透外汇汇率
- 基准日期: 2014年12月31日的基数为100

详情可浏览指数编制文件: financial.thomsonreuters.com/fxindices

图 12: TR/香港交易所RXY全球离岸人民币指数

指数权重: 有效期至2016年9月30日

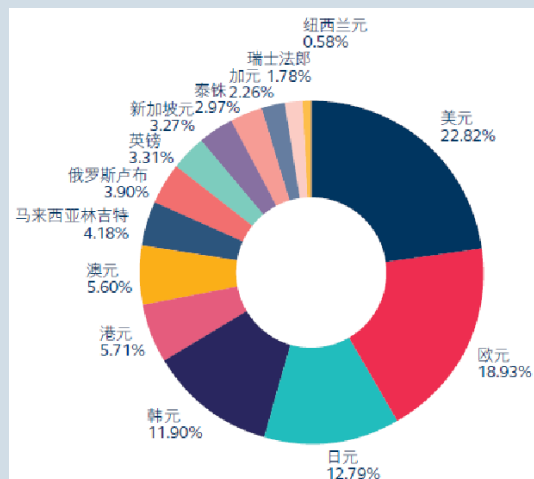


表3: 指数权重

货币	RXY 全球人民币指数	RXY 参考人民币指数	中国外汇交易中心人民币指数
美元	22.82%	25.89%	26.40%
欧元	18.93%	21.49%	21.39%
日元	12.79%	14.52%	14.68%
韩元	11.90%	0.00%	0.00%
港元	5.71%	6.48%	6.55%
澳元	5.60%	6.36%	6.27%
马来西亚林吉特	4.18%	4.74%	4.67%
俄罗斯卢布	3.90%	4.43%	4.36%
英镑	3.31%	3.75%	3.86%
新加坡元	3.27%	3.71%	3.82%
泰铢	2.97%	3.38%	3.33%
加元	2.26%	2.57%	2.53%
瑞士法郎	1.78%	2.02%	1.51%
纽西兰元	0.58%	0.66%	0.65%

离岸人民币兑其他货币

欧元兑离岸人民币

- 2016年8月离岸人民币兑欧元汇价较一个月前低0.80%，维持在7.39至7.54相对的狭窄区间内浮动。
- 2016年8月三个月场外期权的引伸波幅跌至近8%，因欧元区8月份通胀按月仅升0.2%，按年亦只升0.8%。
- 外汇因素方面，基础及估值因素远高于历史平均水平，而利差、情绪及风险因素则低于历史平均数。

离岸人民币兑
欧元月度表现

↓ -0.80%

引伸波幅

7.9%

图 13: 外汇因素雷达*

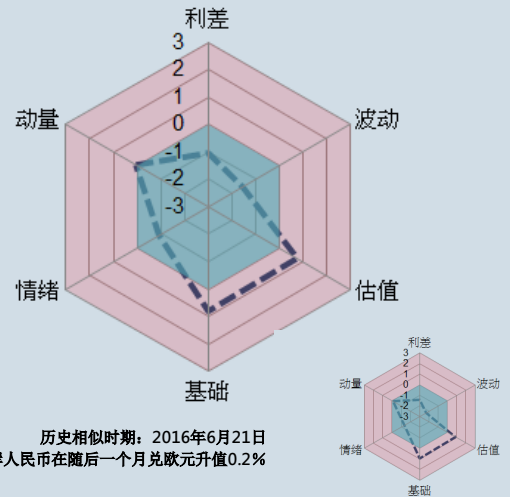


图 14: 外汇波幅(3个月引伸)

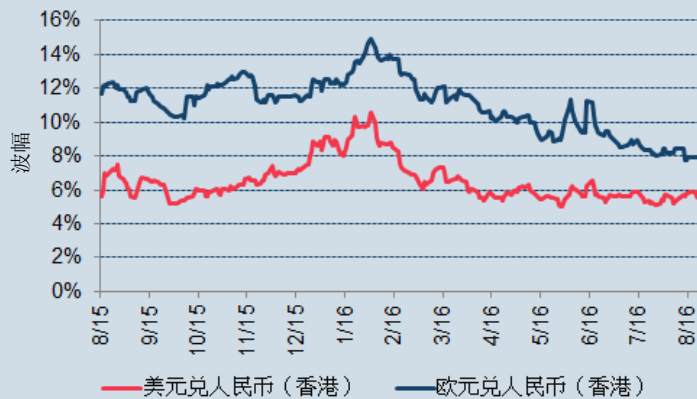
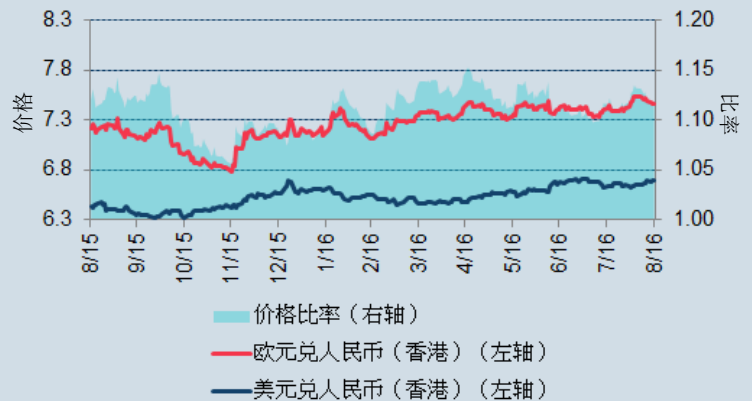


图 15: 价格比率: 欧元兑离岸人民币 / 美元兑离岸人民币



澳元兑离岸人民币

- 2016年8月离岸人民币兑澳元汇价仅较一个月前高0.05%。
- 2016年8月引伸波幅回升至近11%。
- 外汇因素方面，波动及利差因素低于历史平均数，而估值及动量因素高于历史平均水平。

离岸人民币兑
澳元月度表现

↑ 0.05%

引伸波幅

11.0%

图 16: 外汇因素雷达*

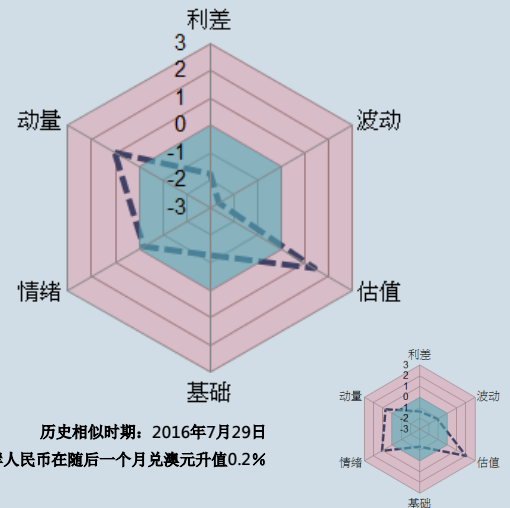
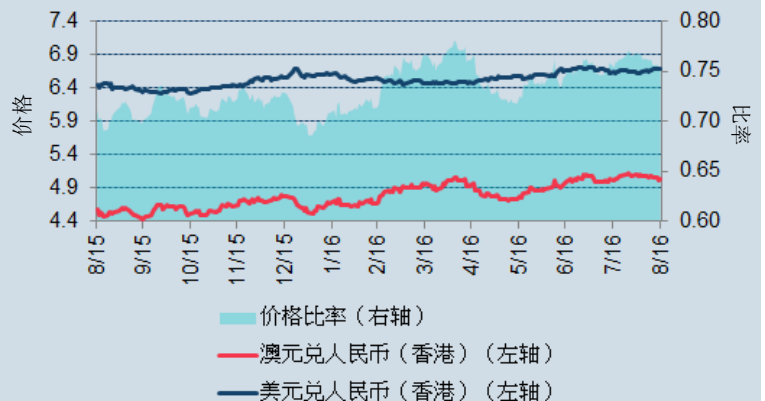


图 17: 外汇波幅(3个月引伸)



图 18: 价格比率: 澳元兑离岸人民币 / 美元兑离岸人民币



日元兑离岸人民币

- 2016年8月离岸人民币兑日元汇价较一个月前高0.39%，因日本经济不仅未有增长，通胀亦见下滑，进一步偏离日本央行设定的2%目标。
- 2016年8月三个月场外期权的引伸波幅在13%附近徘徊。
- 外汇因素方面，动量、波动、情绪及基础因素均高于历史平均数，而估值及利差因素则低于历史平均数。

离岸人民币兑
日元月度表现
↑ 0.39%
引伸波幅
12.7%

图 19: 外汇因素雷达*

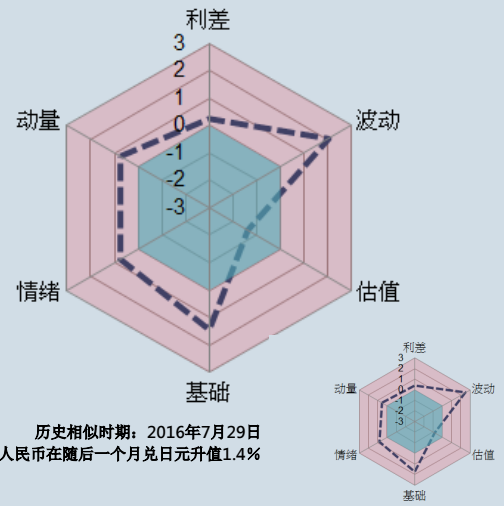


图 20: 外汇波幅(3个月引伸)



图 21: 价格比率: 日元兑离岸人民币 / 美元兑离岸人民币



表 4: 人民币货币对汇总表

	表现				波幅						
	8月	7月	变动	前3个月	年初至今	引伸波幅	7月	变动	历史波幅	7月	变动
美元兑人民币(香港)	-0.92%	0.61%	↓	-1.59%	-1.88%	5.6%	5.3%	↑	3.5%	3.6%	↓
欧元兑人民币(香港)	-0.80%	0.02%	↓	-1.83%	-3.98%	7.9%	8.3%	↓	6.2%	6.2%	↓
澳元兑人民币(香港)	0.05%	-1.25%	↑	-5.58%	-5.10%	11.0%	10.5%	↑	9.8%	10.6%	↓
日元兑人民币(香港)	0.39%	-0.48%	↑	-8.78%	-18.74%	12.7%	11.7%	↑	14.5%	14.5%	↑

离岸债券市场动态

离岸人民币债券市场评论

- 根据2016年8月16日上海自贸区网站登载的通告，上海市正探索在自贸区发行多达人民币50亿元(7.5亿美元)的地方政府债券，开拓上海自贸区的离岸人民币债券市场。
- 2016年7月份香港人民币存款按月下跌6.2%至人民币6,671亿元。2016年7月，人民币跨境贸易结算的汇款总额为人民币4,075亿元(2016年6月:人民币4,592亿元)。

图 22: 离岸人民币存款与点心债余额

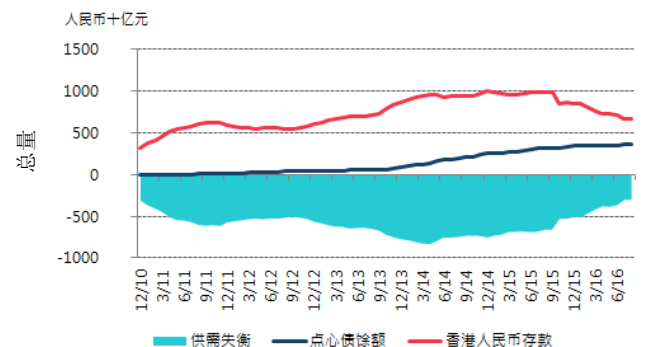


图 23: 人民币债券发行按发行人类型分类

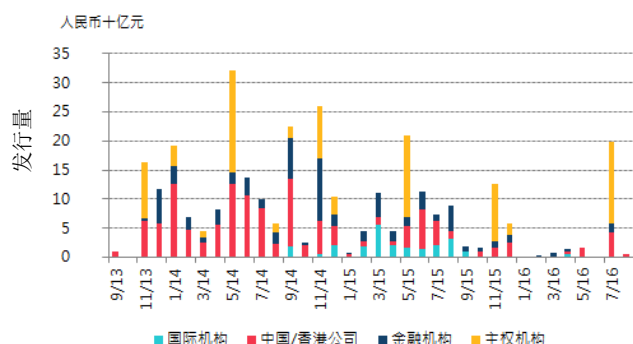
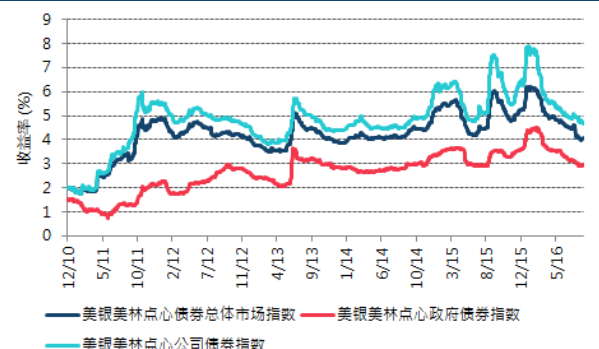


图 24: 点心债表现



在岸债券市场动态

在岸人民币债券市场评论

- 因监管收紧，8月份公司债券发行量较上个月急跌40%。内地证券监管部门的地方分支机构8月初起推出多项措施抑制不断升级的公司债风险。
- Dealogic数据显示，今年首7个月，熊猫债总销量达人民币497亿元，是去年全年总额的六倍有多，如不计财政部发行的人民币140亿元国债，已几近点心债发行量（人民币540亿元）。回顾2015年，熊猫债发行量不及点心债销量的10%。

图 25: 财政部债券收益率5年: 在岸与离岸 (%)

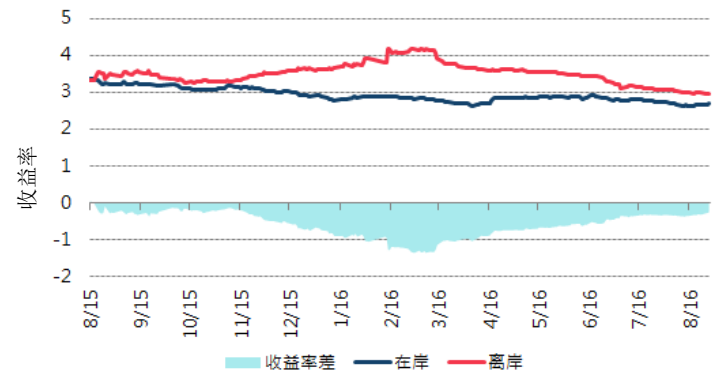


表 5

银行间市场债券现货交易主要指标 (按债券类型归类, 2016年8月)			
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	72,997	65,732.96	2.8336
国债	17,112	15,915.86	2.5997
中期票据	13,586	9,330.42	4.7832
公司债券	11,356	6,540.06	4.6151
存款证	8,361	19,263.05	2.8886
商业票据	17,307	14,229.56	3.3880
央行票据	33	111.10	2.2338
其他	5,021	6,253.53	4.6026
总计	145,773	137,376.54	3.1306

图 26: 财政部债券余额按年期分类

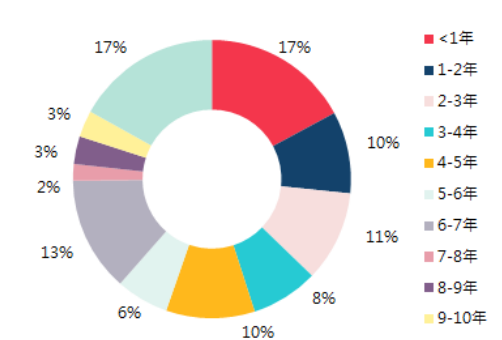


表 6

交易商协会非金融机构发债指导收益率 (截至2016年8月31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+	2.89	↓	3.41	↓	3.60	↓	4.00	↓	4.26	↓	4.89	↓	5.05	↓	5.31	↓
AAA	3.08	↓	3.50	↓	3.80	↓	4.32	↓	4.56	↓	5.19	↓	5.51	↓	5.82	↓
AA+	3.31	↓	3.89	↓	4.24	↓	4.80	↓	5.19	↓	5.81	↓	6.21	↓	6.54	↓
AA	3.78	↓	4.38	↓	4.75	↓	5.47	↓	5.70	↓	6.56	↓	6.91	↓	7.39	↓
AA-	5.17	↓	5.75	↓	6.21	↓	7.21	↓	7.58	↓	8.23	↓	8.62	↓	8.93	↓

图 27: 中国银行间债券市场的外资机构参与度



图 28: 由外资机构持有的在岸债券

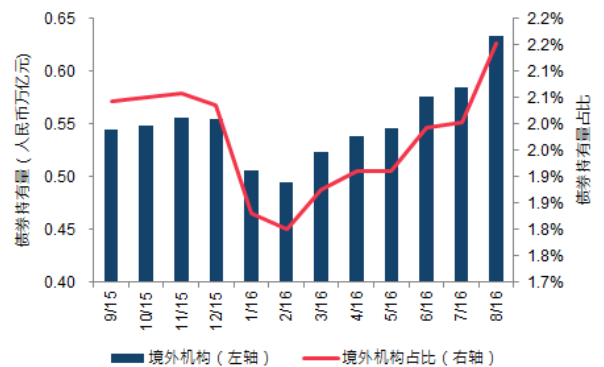


图 29: 由境外机构持有的债券分布

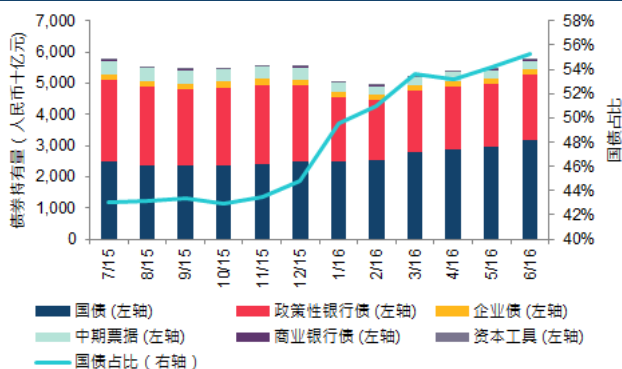


图 30: 国债期货交易量



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

- 国家发展和改革委员会（国家发改委）研究员曹玉瑾于2016年8月26日在发改委网站上发表评论，认为中国进一步引导利率下行、保持流动性合理充裕的空间依然很大。
- 人行于2016年8月24日重启14天期逆回购，为半年来首次。人行副行长易纲于2016年8月26日表示，14天逆回购操作给了市场更多选择，是有助于满足流动性需求的新工具，又肯定表示人行会继续保持稳定和充裕的市场流动性。

图 31: 离岸人民币隐含收益率受汇率带动抽高



图 32: 在岸人民币上海银行间同业拆息收益率曲线

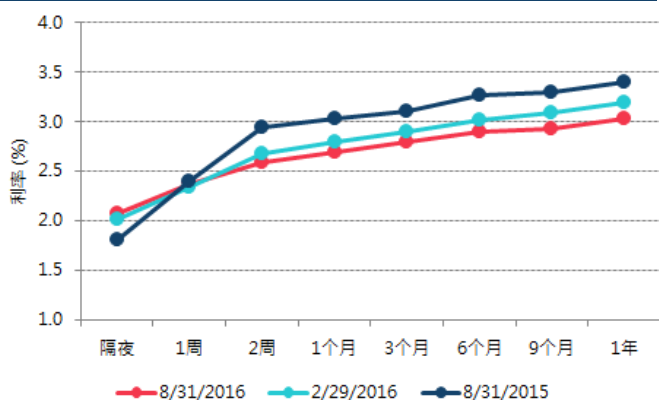


图 33: 离岸人民币香港银行同业拆息收益率曲线

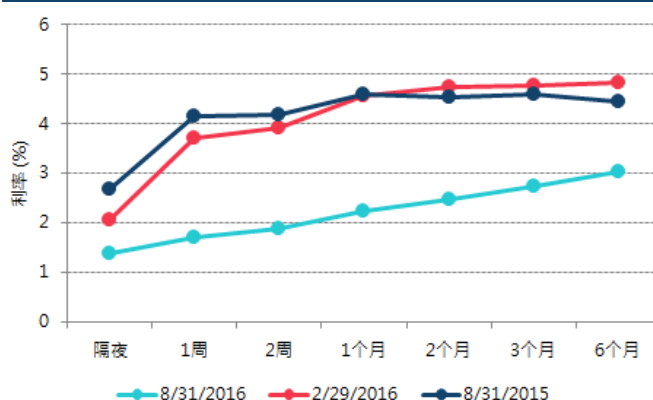


图 34: 在岸利率互换（7日回购利率）收益率曲线

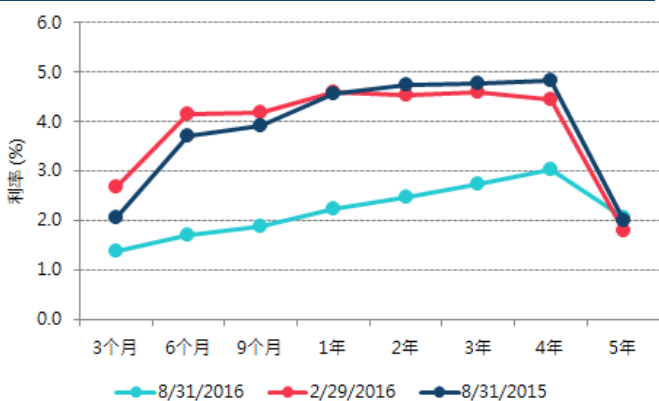


图 35: 在岸利率交换合约交易名义本金

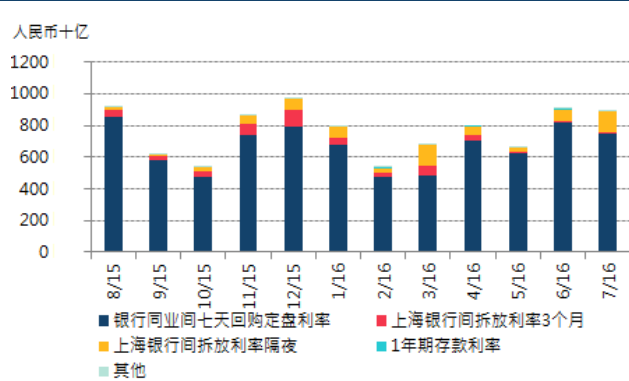


图 36: 上海银行同业拆息与离岸人民币香港银行同业拆息

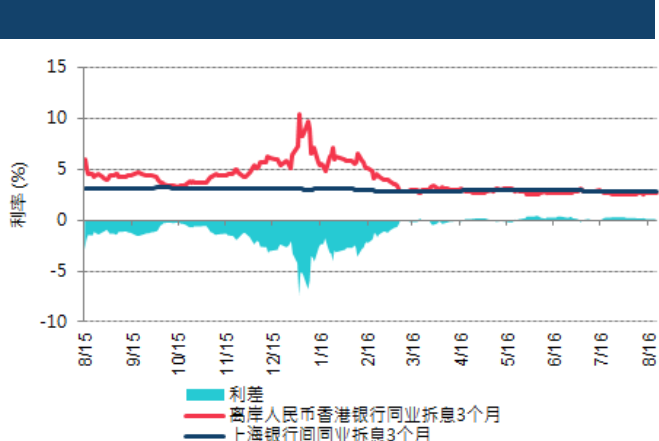
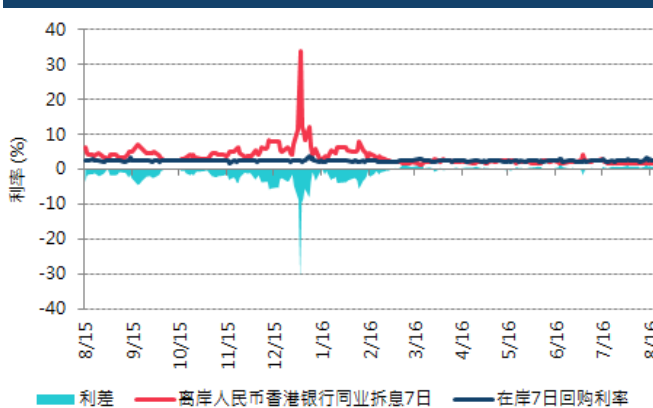


图 37: 在岸人民币7日回购利率与离岸人民币香港银行同业拆息



(上接第1页)

(1) 去产能。通常去产能的进程多有反复，推进不易，但是可以说已步入中后期，去产能进展决定企业盈利恢复状况。如果去产能没有明显的进展，就很可能拖累导致在这样一个行业里面无论是最好的企业、最差的企业都亏损，因此，在当前的经济政策评估中，既关注经济增长速度触底，但是更值得关注的是企业盈利的触底。

(2) 去杠杆。去杠杆实际上当前是降低杠杆和转杠杆相结合的一个过程。政府部门实际上一直是在持续的加杠杆，而且中国政府的杠杆跟发达国家比还是有一定的差距。居民部门也在持续的加杠杆，与发达国家相比也处于低位，这与中国的高储蓄率是直接相关的，也与短期内的房地产回暖相关。真正在降杠杆的是非金融的企业部门，那么在这个过程中销售状况不错的房地产行业，一部分有竞争力的服务业、新型产业这些行业在不断的加杠杆。但是一些产能过剩的高库存、高杠杆的行业总体上处于一个去杠杆的进程里面，可以预期的是企业部门的去杠杆未来几年还是会持续的，这是一个渐进的过程，也很难短期内剧烈的加杠杆。

(3) 去库存。去库存实际上从2012年开始已经开始全面的去库存，按照万得截至2016年7月31日的上市公司的统计数据和采购经理人指数(PMI)值来看，整体的制造业和PMI的产成品的库存指标，在2012年之后就已经趋势性的往下。

(4) 对外投资。中国的对外投资在2016年开始出现趋势性的变化，对外投资规模开始超越外资对中国的投资，中国的企业对外投资从早期重点只是关注资源，到现在越来越多的关注产业创新、整合、嫁接到中国的产业里面来促进升级。

在整个影响投资、以及总体经济运行的因素中，房地产已经成为十分重要的一个影响因素。今年一季度的经济回暖很大程度上是房地产驱动的回暖，这个房地产的阶段性回暖不仅带动了房地产市场本身，也因为带动了土地市场回暖而支持了政府对基础设施的投资，二季度后经济的逐步回落也可以说是房地产调整驱动的回落。宏观经济从短期看，在房地产的调整带动下重新进入到一个探底的趋势，房地产的周期也逐步进入到一个回落的态势。货币政策在保持相对宽松的条件下开始逐步的边际收紧，所以杠杆也开始在逐步回落，一些城市房地产政策开始收紧，这也是促成这种调整去库存的直接原因。

3、人民币汇率波动性明显增强，灵活的人民币汇率增大了经济政策应对外部波动的回旋余地

当前，全球经济短期仍然复杂多变，周期分化，不少发达经济体迈入负利率时代。一些发达国家的利率水平都处于历史的低位，背后的原因是全球的经济增长下滑，投资的回报水平下滑，利率不可能持续抬高。按照惠誉评级和彭博截至2016年6月30日的数据，全球现在负利率在债券有10万亿，越来越多的发达国家开始进入负利率时代。在这样一个看起来似乎悲观的短期氛围下，其实也蕴含着新的机会。从更长期来看，全球其实处于一个新康德拉季耶夫周期的一个新起点上。

在这样一个动荡的国际环境下，为了应对外部经济的冲击，我们观察到，人民币汇率的灵活性明显提高，现在市场已经逐步接受了人民币汇率会是灵活波动的汇率，这对于应对外部冲击提供了一个良好的缓冲。从2015年8月份以来，我们可以看到，人行对于人民币的汇率水平是灵活地顺应市场的供求在做调整的。经历短期波动之后，进入2016年以来，人民币兑美元汇率在一季度总体保持稳定，二季度以来，在英国脱欧不确定的扰动下，人民币短期内一度承压。在岸离岸汇差一度呈现扩大走势。英国脱欧变局从基本面上来看有助于缓解短期的贬值压力。值得关注的一个趋势是，人行开始注意调节在岸和离岸之间的汇差，保持一个相对稳定的汇差，减少套利的机会，也有助于稳定市场预期。

表 7: 实施负利率经济体

	丹麦	欧元区	瑞士	瑞典	日本
引入时间	2012.07	2014.06	2015.01	2015.02	2016.02
初次负利率水平	-0.20%	-0.10%	-0.25%	-0.10%	-0.10%
目前水平	-0.65%	-0.40%	-0.75%	-0.50%	-0.10%
负利率标的	7天定期存单利率	隔夜存款利率	超过上限的隔夜活期存款利率	回购利率	新增超额准备金

资料来源：丹麦国家银行，欧洲中央银行，瑞士国家银行，瑞典中央银行，日本银行

图 38：全球金融危机以来中国总杠杆率表现出增速上升趋势

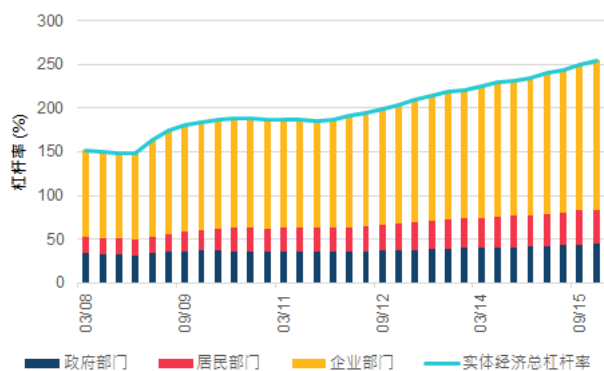
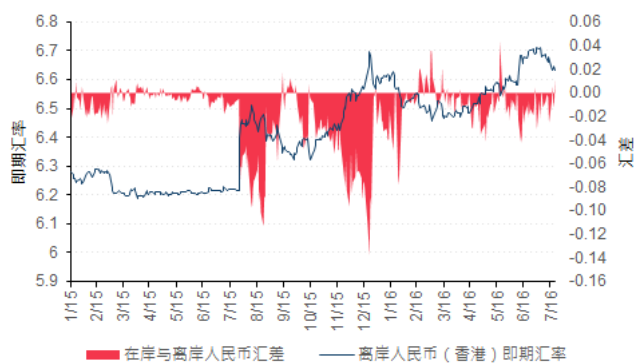


图 39：PMI：产成品库存指标



图 40：离岸人民币即期汇率波动及在岸与离岸人民币汇差



开年来，我们一直强调2016年是债市“弹簧年”，上半年债市行情也印证了我们的判断。下半年来在国内外多重因素影响下，债市呈现诸多变化。对此，本文将从宏观形势、海外形势、政策形势以及债市策略及资产配置等角度对债市进行点评和展望。

宏观形势：经济温和复苏，结构调整有亮点

首先，“亚通胀”格局依旧，非食品类表现值得关注。受消费升级、二胎效应带来的消费结构转换影响，非食品类价格拉动明显，且将是长期趋势；而暴雨和洪涝因素等异常边际效应或将弥补食品类高基数影响，食品价格下行更趋平缓，猪价回落有望平缓，而鲜菜持续回升。而生产者物价指数(PPI)降幅收窄趋势不变，工业品价格继续回升，预计PPI同比增速转正最快于第三季度末实现，PPI对居民消费价格指数(CPI)的传导将更明显，从而推动通胀温和上行。

其次，经济方面，基建接力地产，“文火”复苏态势延续。其中，消费强劲回升，凸显经济转型成效显著。投资总体稳中回落，房地产投资“降温”已迎拐点，未来有望平稳着陆，而基建将接力地产发挥托底经济稳增长作用，制造业投资依旧疲弱，民间投资不振，但预计将有更多政策出台引导和支持民间投资。外贸方面保持平稳但仍存压力，预计人民币弱势道路不变。另外，工业改善还在延续，经济温和复苏逻辑不变，以时间换空间的“稳增长”和“调结构”并行不悖，市场此前过度悲观预期待回调。“宽财政”发力接替“宽货币”，信贷、社融、M2均超预期，显示出强劲增长，预期财政政策更加积极，而货币政策中性稳健格局不变。

海外形势：美联储加息预期渐增，全球“放水”概率低

首先，美国经济整体向好，加息虽迟到但不会不到。美联储或还需观察更多持续向好的数据以决定加息时点，但目前市场对加息预期已大增，维持年内至少加息一次的判断。**其次，全球“放水”概率低。**日本央行货币政策宽松力度不及预期，同时推出28万亿日元财政刺激政策。而英国央行、欧央行此前均保持按兵不动，全球央行进入政策观望期。

货币政策形势：对内中性稳健，对外渐进贬值

货币政策对内保持中性稳健，“精准滴灌”式投放成为资金面维稳措施。同时在美国联储加息概率大增、国内通胀改善、“去杠杆”势在必行下，货政调整空间有限，中性格局不变。**对外渐进贬值**，消费出口受益，缓释资产高估，抑制投机热钱出入，汇率贬值的正向反馈效应正在形成。

流动性碎片化、周期化特征明显，资金面长期保持紧平衡。结合货政中性稳健的前提，货币政策锚定2.25%和2.75%等几个关键价格才是资金长期紧平衡的原因，碎片化、周期化特点贯穿市场。资金利率是“成本-收益”这一逻辑下对债券收益率的底部约束之一。同时在流动性稳中偏紧的情况下，资金面首先冲击债券，股票反映滞后，存量博弈下未来将更偏关注基本面。

货币数量问题方面，M1、M2剪刀差在扩大。中国货币数量特征有三点。首先，在货币流通速度上，作为资金“黑洞”的僵尸企业和地方融资平台低效运行，降低货币流通速度。其次，在货币流向上，资金“脱实入虚”，“堰塞湖”下泡沫渐起。另外，M1与M2剪刀差扩大表明货币和信贷创造机制有偏差，宽松的货币政策陷入困局。**在货币数量高速增长对实体经济和资产价格的影响上**，M2与经济增长紧密联系，M1与消费紧密联系，M1高速增长下物价推升是必然结果，M2与资产价格有较高的相关性。但在目前货币政策实质稳健、M2保持相对低位的背景下，股债市场面临存量博弈，而近期债市过热，债券风险较大却价格优势更小，因此股市在这场博弈中相对优于债券，总体上股票和商品好于债券。

下半年债市策略：谨防债市过热，波段操作防风险

从基本面看，地产增速趋缓、基建托底，消费强劲，叠加积极的财政政策发力和渐贬策略拉动出口的逻辑，“文火”复苏格局不改，利空债市。从政策面看，随着货币政策边际趋紧、更趋实质稳健，金融去杠杆难“放水”，流动性周期性、碎片化特征将更趋突出，对债市扰动料将加剧。从供需面看，考虑到年内赤字率提高、宽财政+宽信贷取代宽货币托底增长，加之间接融资向直接融资继续过渡，下半年供给压力仍大，进一步筑底债市。**“弹簧市”防守为先，调整中寻觅机会。期限利差已探底，维持底部中枢2.8%的判断不变。**

大类资产配置方面，股票和商品好于债券。首先，商品供给端产量维持弱势，库存持续缩减，政府去产能意愿不改，而需求端房产基建稳撑需求，弱复苏基本面对价格有上升动力。其次，当前齐涨格局正是货币宽松预期下货币逻辑印证的结果，随着货币政策宽松预期回调，基本面的逻辑将重归主导，商品优于债券。最后股票方面，在存量博弈下，股票在基本面逻辑和价格上更具优势。总体，股票和商品好于债券。

免责声明：本文仅为提供一般性资讯之目的，不应用于替代专业咨询者提供的咨询意见。

图 41: 中国10年国债收益率与7天回购利率利差

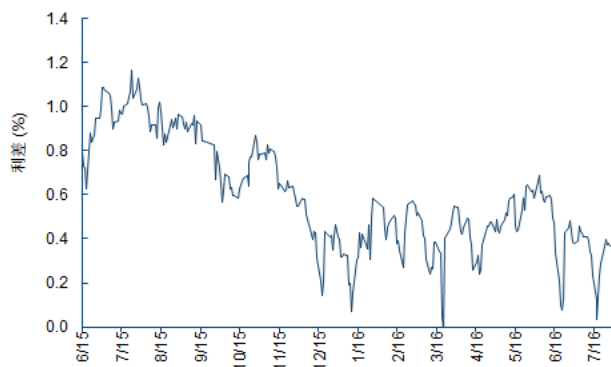


图 42: 中国20年、30年国债与14天质押回购利率

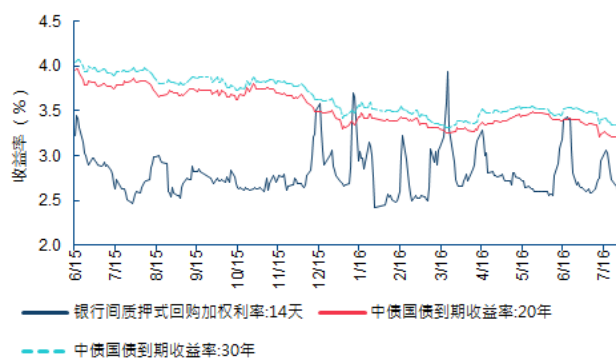


图 43: 中国信贷与房价走势

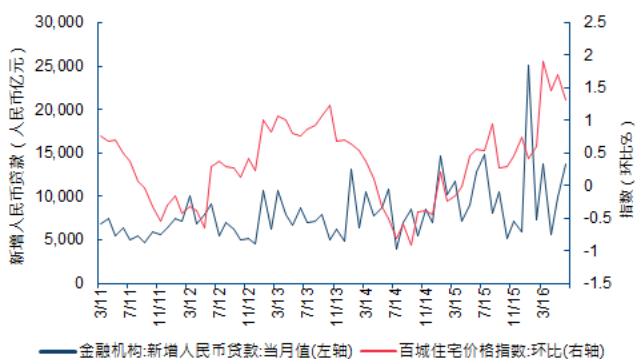


图 44: 中国M2与M1剪刀差在扩大

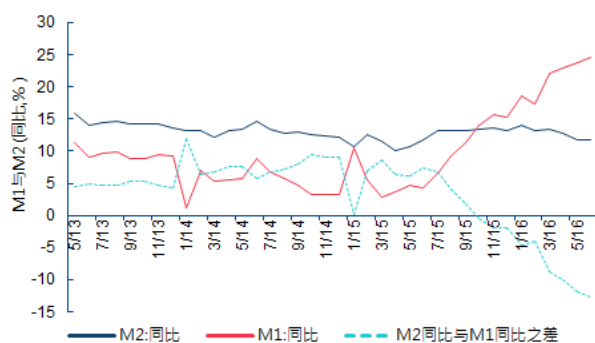


图 45: 中国货币数量与物价水平

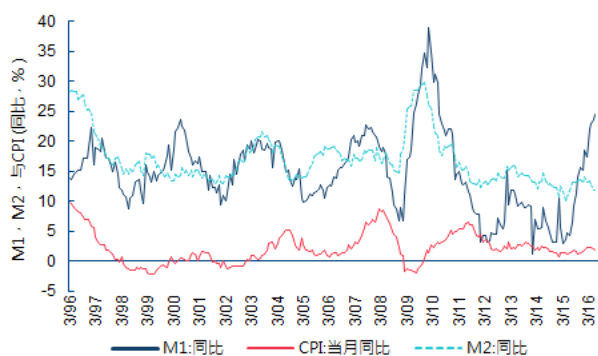
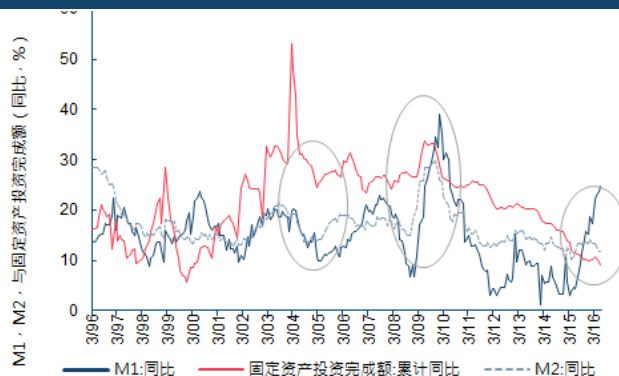


图 46: 中国M1、M2和投资的关系





2008年7月至2015年8月明明就职于中国人民银行，前后工作于货币政策一司和货币政策二司，负责货币政策研究与操作、人民币国际化、资本项目开放等工作。专长是宏观经济研究、汇率和利率政策、流动性管理与实践、跨境资本流动等。2015年9月加入中信证券研究部，任固定收益率组首席研究员。

研究生毕业于清华五道口金融学院，博士毕业于中国社会科学院。著有《流动性理论与分析》，多次参加国家级和省部级课题研究，在核心期刊发表数十篇论文。

附录：外汇因素雷达定义

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。

黑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

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



免责声明

WM/Reuters 盘中即期汇率由The World Markets Company plc (「WM」)与Reuters合共提供。对于此服务下包括之数据在提供或公布的任何错误或延误或据此采取的任何行动，除非为直接由其或其员工的疏忽所造成，WM恕不负责。

本文件所载资料仅供一般信息性参考，并不构成提出要约、招揽或建议以购买或出售任何证券，期货合约或其他产品，亦不构成提出任何投资建议或任何形式的服务。本文件并非针对亦不拟分派给任何其法律或法规不容许的司法权区或国家的人士或实体又或供其使用，也非针对亦不拟分派给任何会令香港交易及结算所有限公司、香港联合交易所有限公司（「联交所」）及香港期货交易有限公司（「期交所」）（统称「该等实体」，各称「实体」）或其任何联属公司又或此等公司所营运的任何公司须受该司法权区或国家任何注册规定所规管的人士或实体又或供其使用。

本文件概无任何章节或条款可视为对任何该等实体带来任何责任。任何在联交所或期交所执行的证券或期货合约交易、结算和交收的权利与责任将完全取决于联交所及期交所及相关结算所的适用规则以及香港的适用法律、规则及规例。

尽管本文件所载资料均取自认为是可靠的来源或按当中内容编备而成，该等实体概不就有关资料或数据就任何特定用途而言的准确性、有效性、时效性或完备性作任何保证。若资料出现错漏或其他不准确又或由此引起后果，该等实体及其营运的公司概不负责或承担任何责任。本文件所载资料乃按「现况」及「现有」的基础提供，资料内容可能被修订或更改。有关资料不能取代根据阁下具体情况而提供的专业意见，而本文件概不构成任何法律意见。该等实体对使用或依赖本文件所提供的资料而直接或间接产生的任何损失或损害概不负责或承担任何责任。

期货涉及高风险，买卖期货所招致的损失有可能超过所缴付的开仓按金而阁下可能要在短时间的通知下缴付额外按金。若未能缴付，阁下的持仓可被平仓，阁下并需要承担任何有关的亏蚀。阁下必须清楚明白买卖期货的风险，并且衡量是否适合买卖期货。阁下在进行交易前，宜就阁下的财务状况及投资目标，征询经纪或财务顾问阁下是否适合买卖期货。