

**每月焦点**

- 2016年9月，TR/香港交易所RXY全球离岸人民币指数较2016年8月下跌0.46%至94.7，中国人民银行（人行）美元兑人民币汇率中间价较2016年8月下降0.19%至6.6778。
- 香港交易所美元兑人民币（香港）期货于2016年9月30日创下未平仓合约33,340张（名义金额33亿美元）的最高纪录。香港交易所的未平仓合约数目约占全球总数三分之二，领先全球其他交易所。
- 香港交易所首席中国经济学家巴曙松博士认为，如何在进行外汇干预稳定市场的同时，减少对离岸市场正常发展和人民币国际化稳定进程的影响，还有待于人行维持政策目标的稳定及与市场的有效沟通。
- 采访瑞银财富管理大中华区首席投资总监及中国首席经济学家胡一帆博士：中国要逃离流动性陷阱，必须降低投资成本，鼓励民间投资。

**首席中国经济学家制高点****从人民币汇率预期管理看岸与离岸汇差调控****香港交易所首席中国经济学家巴曙松博士**

2015年8月11日，中国人民银行就优化人民币汇率中间价形成机制发布公告，在上日银行间外汇市场收盘汇率的基础上，引入参考一篮子货币，综合考虑外汇供求情况及国际主要货币汇率的变化形成当日的人民币汇率中间价（“8.11”汇改）。此次汇改开始后，人民币在岸市场和离岸市场经历了不同程度的波动，人行也相继推出了一系列政策应对措施并取得了明显成效。在当前人民币面临贬值趋势的背景下，在政策操作上注意维持稳定的离岸在岸汇差，进一步发展离岸市场的人民币计价金融产品，扩大投资产品种类，在注重扩大汇率双向波动幅度的同时，适度提高人民币汇率波动的容忍度，有利于灵活应对离岸市场汇率波动和进一步推动人民币国际化。

**1、“8.11”汇改以来离岸人民币市场汇率波动特征**

一是政策因素影响市场预期，人民币汇率呈现阶段性贬值走势。面对美元加息的背景下，“8.11”汇改可以视作应对人民币贬值压力的前瞻性调整，在逐步转向参考一篮子货币汇率定价模式后，离岸在岸汇率呈现逐步收敛趋势。

二是离岸和在岸市场人民币的大幅汇差阶段性引发套利交易。从“8.11”汇改到2015年底，境内外日均汇差约为440基点，2016年1月6日，两地的汇率差异甚至一度扩大到1600基点左右，这种汇率差异一方面反映出市场对汇率贬值预期的分歧，另一方面也会引发大量套利交易。在人行的系列政策措施下，2016年上半年两地汇差逐渐收窄，日均差价约为161基点，反映出人民币汇率预期的有效改善，跨境套利得到抑制。

三是离岸汇率波动率大幅提高。“8.11”汇改以来，离岸人民币市场的波动性显著增加，汇改当月人民币（香港）汇率波动率高达10.97%，而在2016年1月期间甚至出现人民币汇率单日下跌幅度达400至500基点的情况。离岸市场中出现的汇率波动性急剧增加一方面存在国际投机资本借助人民币衍生品利用人民币高波动率进行获利的因素，另一方面则在在岸人民币中间价管理形成了一定的影响。

**2、人行应对离岸外汇市场波动的相关措施与影响评估**

随着市场联动效应的不断增强，如果不能及时有效地应对离岸市场波动，不仅会给在岸市场汇率管理和货币政策实施增加难度，还会阶段性地加大人民币贬值压力和市场的看空情绪。面对此次汇改后离岸市场中的大幅波动和套利交易，人行采取了多个方面的管理政策组合，积极干预外汇市场波动，并取得了不错的市场政策效果。

一是通过增加离岸市场融资成本的形式，打击投机资本。针对离岸市场中的非理性卖空行为，人行采取了控制离岸市场人民币流动性，如对境外金融机构远期外汇卖盘头寸平盘收取风险准备金、离岸人民币征收存款准备金等措施增加境外人民币融资成本，同时辅以加强外币现钞收付管理、加大对虚假贸易背景交易核查力度等措施控制非真实贸易背景下的人民币外流。

（下接第9页）

图 1: 本月图表: 中国每月银行同业借贷量现已超过未偿付债券数额

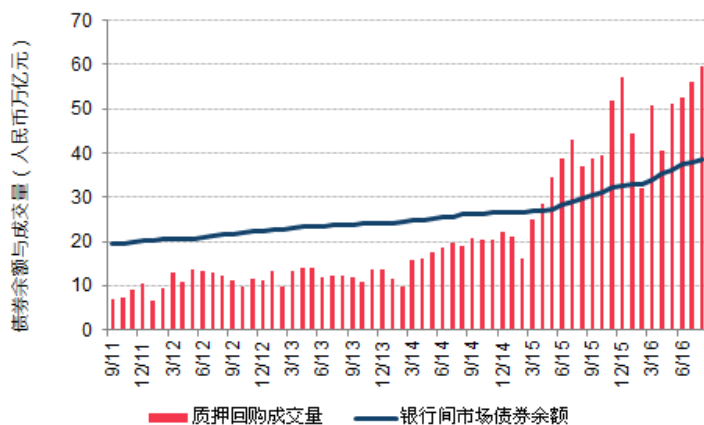
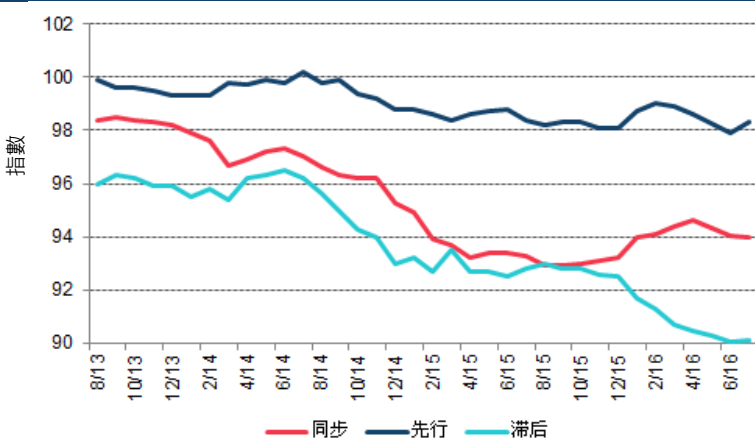


图 2: 中国宏观经济景气指数



- 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%)	1.3	1.8	↓	14/10/2016
生产者物价指数 (同比%)	-0.8	-1.7	↑	14/10/2016
工业生产指数 (同比%)	6.3	6	↑	19/10/2016
固定资产投资 (同比%)	8.1	8.1	↔	19/10/2016
国外投资 (同比%)	5.7	5.7	↔	08/10/2016
中国制造业采购经理指数	50.4	50.4	↔	01/11/2016
中国人民银行银行家信心指数	46.5	43.7	↑	待定
中国人民银行银行贷款需求指数	55.7	56.7	↓	待定
同业银行金融电讯协会(SWIFT)	1.86	1.9	↓	27/10/2016
出口 (同比%)	-2.8	-4.4	↑	13/10/2016
进口 (同比%)	1.5	-12.5	↑	13/10/2016
M2货币供应量 (同比%)	11.4	10.2	↑	10/10/2016
零售销售 (同比%)	10.6	10.2	↑	19/10/2016
消费者信心指数	115.2	111.5	↑	26/10/2016
银行准备金率 (%)	17.5	18.0	↓	不变
官方外汇储备 (十亿美元)	3185.2	3201.1	↓	07/10/2016
3个月上海银行间拆放利率 (%)	2.80	2.79	↑	持续
10年政府债券收益率 (%)	2.74	2.70	↑	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	94.70	95.14	↓	持续

## 本月图表

- 中国回购市场（包括以债券作为抵押品的短期贷款）每月交易量大增，现已超过未偿付债券总额。银行及其他投资者愈来愈多以短期借贷购入新债券，主要倚赖人行不断注资维持息口低企。

## 监管/政策发展动向

- 2016年9月3日，全国人大常委会通过修改四条有关境外直接投资的法律。有别于现时的审批机制，外商投资负面清单以外的相关产业成立外商投资企业由10月1日起只须作备案管理。同日中国商务部亦发布《外商投资企业设立及变更备案管理暂行办法》（征求意见稿）。
- 中国国家主席习近平于2016年9月3日G20集团峰会致开幕辞，重申中国对外商投资进一步开放、有序实行人民币汇率市场化改革、逐步开放国内资本市场，以及继续打造人民币为国际货币及进一步国际化中国金融业等决心。
- 中国外汇交易中心于2016年9月23日发表公告指，2016年9月26日起，中国将分别与沙特里亚尔和阿联酋迪拉姆开展人民币直接交易，令可与人民币直接交易的外币数目增至16只。

## 宏观经济更新

- 2016年9月19日，中国国家外汇管理局（外管局）表示2016年8月银行代客结售汇逆差减至人民币217亿元（32.5亿美元），明显低于7月的人民币1,319亿元，显示资金外流压力放缓。外管局于2016年9月19日的公告亦表示中国企业境外集资抵销了部分资金外流，月内企业借贷产生的净流入达610万美元。

## 市场/产品发展

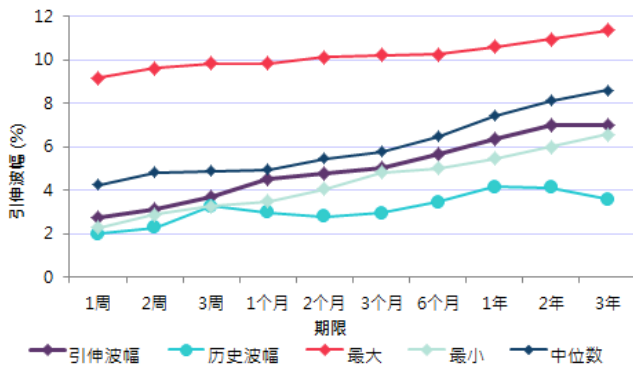
- 2016年9月26日，香港期货结算有限公司（期货结算公司）发布新的抵押品政策，取消人民币保证金至少50%须为人民币现金的规定。结算参与者现可以非人民币的货币（如港元或美元）缴付人民币保证金，上限为每结算参与者人民币10亿元。
- 中国银行间市场交易商协会于2016年9月23日发布修订后的《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》，保障投资者免受债券或贷款违约影响，并在信用风险缓释合约（CRMA）及信用风险缓释凭证（CRMW）两项原有产品基础上，推出信用违约互换（CDS）及信用联结票据（CLN）两项新的金融工具。

## 人民币外汇市场动态

### 美元兑人民币(香港)

- 2016年9月，美元 / 在岸人民币中间价徘徊在6.6513至6.6908区间，离岸人民币兑美元则较一个月前上升0.20%；人行于2016年9月12日将人民币汇率中间价订于6.6908，是自英国公布脱欧公投结果以来最低水平。
- 人行货币政策委员会委员樊纲于2016年9月8日表示，美元看涨下，应允许人民币缓慢贬值，而尽管资本外流，放宽资本跨境流动还要继续。

图 4：场外交易市场美元兑人民币(香港)期权引伸波幅



### 香港交易所的美元兑人民币(香港)期货

#### 产品焦点

- 2016年9月底未平仓合约创历史新高33,340张(名义金额33亿美元)。香港交易所的未平仓合约数量是全球交易所之首，占全球总额约三分之二。
- 2016年9月28日成交合约3,362张，创近三个月新高。9月份平均每日成交量增至1,599张(名义金额1.6亿美元)，为本年首季以来最高水平。
- 成交张数最多为2016年12月、其次为2016年10月及2017年6月合约，占2016年9月份成交量总数的54.5%；未平仓合约集中于2016年12月、2017年3月及2017年6月合约，以上三种合约张数合占2016年9月底未平仓合约总数的70.9%。

图 6：美元兑人民币(香港)期货成交量与持仓

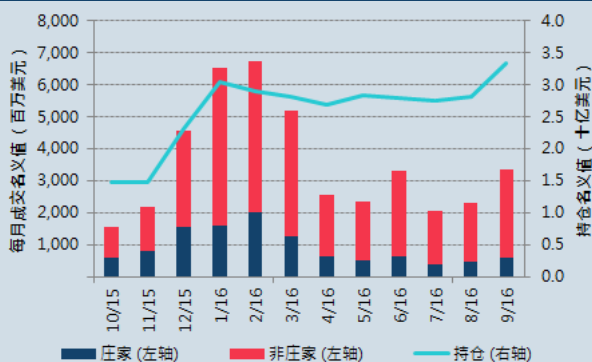


图 8：合约月份之成交量分布 (9/2016)

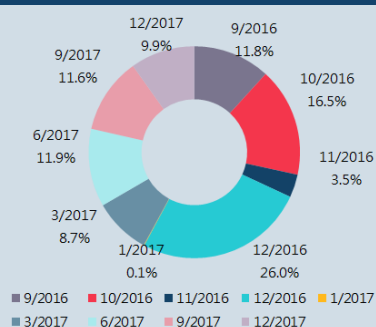


图 3：在岸/离岸人民币现货价格区间



图 5：美元人民币(香港)价格水平的市场预测

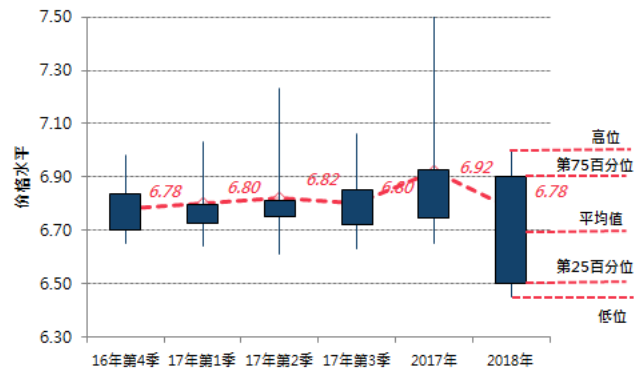


图 7：香港交易所人民币期货在市场波动时提供流通量

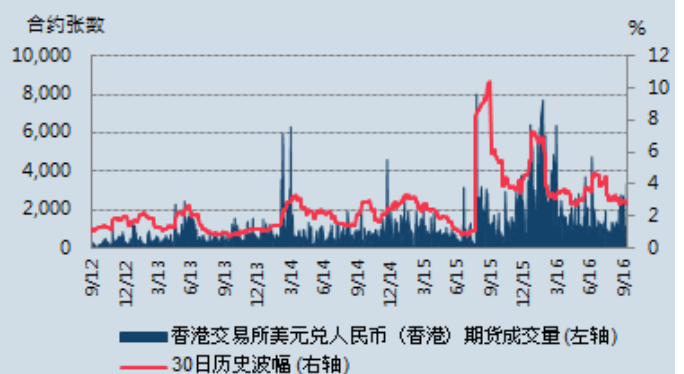
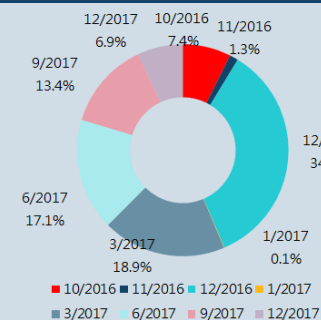


图 9：合约月份之持仓量分布 (30/9/2016)



## 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9月收报94.70，较2016年8月下跌0.46%，其间人行美元兑人民币中间价跌至6.6778，较2016年8月下跌0.19%。
- 2016年9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日圆，兑美元较2016年8月升值2.28%。

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9月1日 - 2016年8月31日 (月)	2016年9月30日 - 2016年8月31日 (月)	变动	30日实际波幅 (截至2016年9月30日)	30日实际波幅 (截至2016年8月31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	-0.46%	-0.74%	↑	3.95%	3.38%	↑	0.86	0.65
TR/香港交易所RXY全球在岸人民币指数	-0.46%	-0.68%	↑	3.43%	2.97%	↑	0.91	0.57
TR/香港交易所RXY参考离岸人民币指数	-0.38%	-0.72%	↑	3.90%	3.22%	↑	0.85	0.62
TR/香港交易所RXY参考在岸人民币指数	-0.38%	-0.65%	↑	3.57%	3.09%	↑	0.91	0.61

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人民币(香港)表现

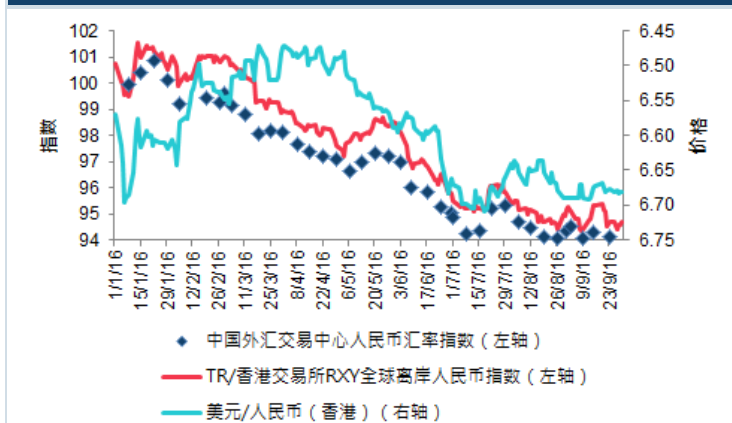
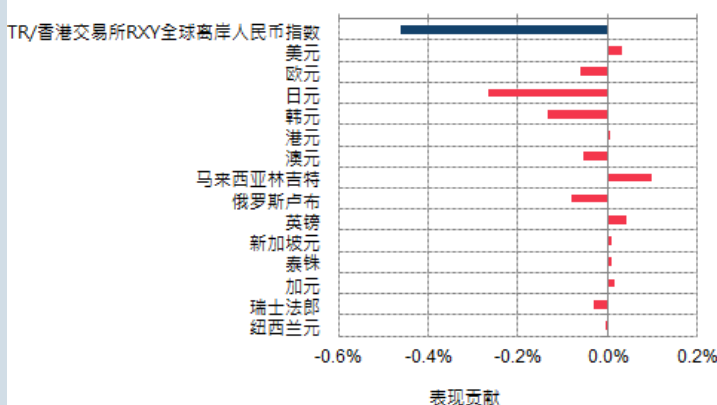


图 11: 每月表现贡献分解: TR/香港交易所RXY全球离岸人民币指数 (2016年9月)



### 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](http://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2017年9月29日

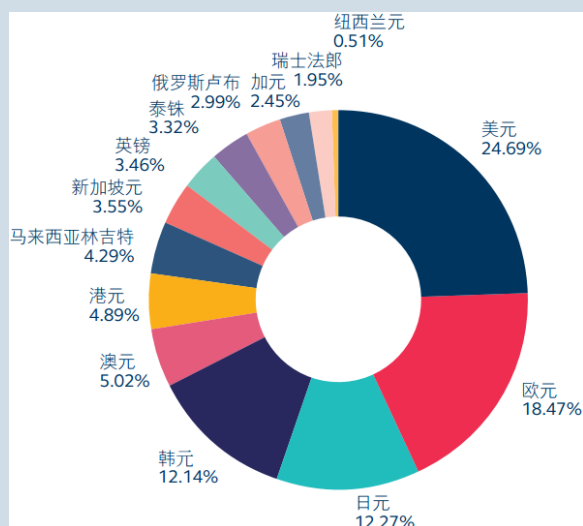


表3: 指数权重

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	24.69%	28.09%	26.40%
欧元	18.47%	21.03%	21.39%
日元	12.27%	13.97%	14.68%
韩元	12.14%	0.00%	0.00%
澳元	5.02%	5.72%	6.27%
港元	4.89%	5.56%	6.55%
马来西亚林吉特	4.29%	4.88%	4.67%
新加坡元	3.55%	4.04%	3.82%
英镑	3.46%	3.93%	3.86%
泰铢	3.32%	3.78%	3.33%
俄罗斯卢布	2.99%	3.41%	4.36%
加元	2.45%	2.79%	2.53%
瑞士法郎	1.95%	2.22%	1.51%
纽西兰元	0.51%	0.58%	0.65%

## 离岸人民币兑其他货币

### 欧元兑人民币(香港)

- 2016年9月离岸人民币兑欧元汇价较一个月前低0.50%，维持在7.42至7.52相对的狭窄区间内浮动。
- 2016年9月三个月场外期权的引伸波幅在8%附近上落，英国金融分析公司Markit制造业指数有所改善，由51.4升至51.5，9月的美国供应管理协会ISM制造业指数亦由8月的49.4升至51.5。
- 外汇因素方面，估值因素远高于历史平均水平，而利差、情绪及波动因素则低于历史平均数。

离岸人民币兑  
欧元月度表现

↓ -0.50%

引伸波幅

8.2%

图 13: 外汇因素雷达\*

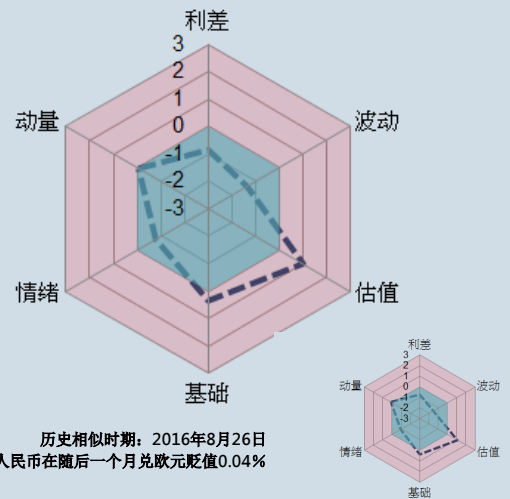


图 14: 外汇波幅(3个月引伸)

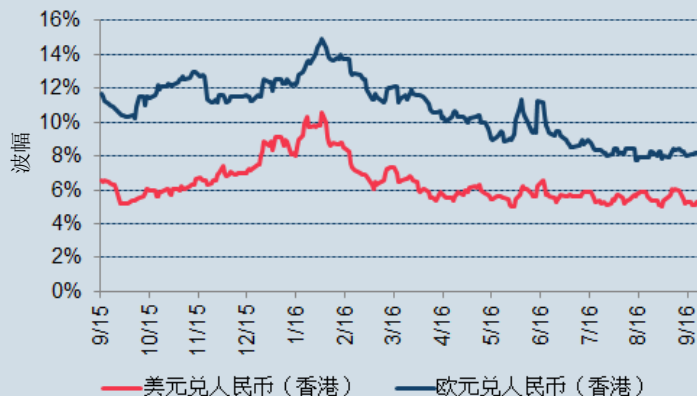
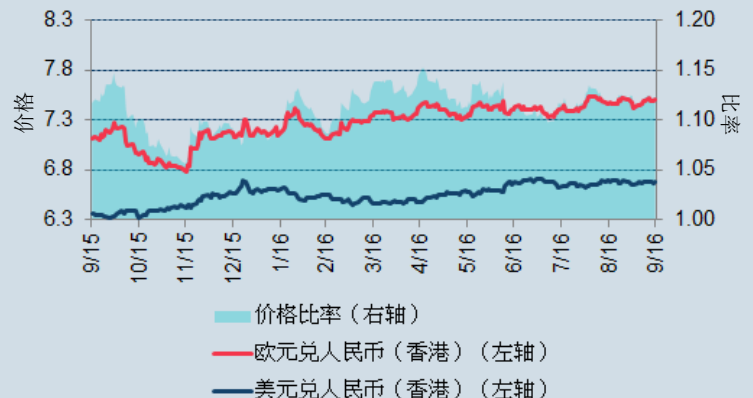


图 15: 价格比率:欧元兑人民币(香港) / 美元兑人民币(香港)



### 澳元兑人民币(香港)

- 2016年9月离岸人民币兑澳元汇价较一个月前低1.71%，澳元汇价很大程度上受投资者的风险偏好及提高回报的需求所影响。
- 2016年9月引伸波幅回升至近11%。
- 外汇因素方面，波动、情绪及利差因素低于历史平均数，而估值因素高于历史平均水平。

离岸人民币兑  
澳元月度表现

↓ -1.71%

引伸波幅

10.7%

图 16: 外汇因素雷达\*

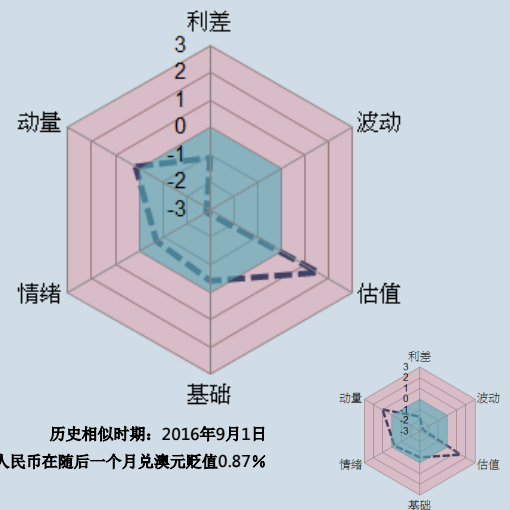


图 17: 外汇波幅(3个月引伸)

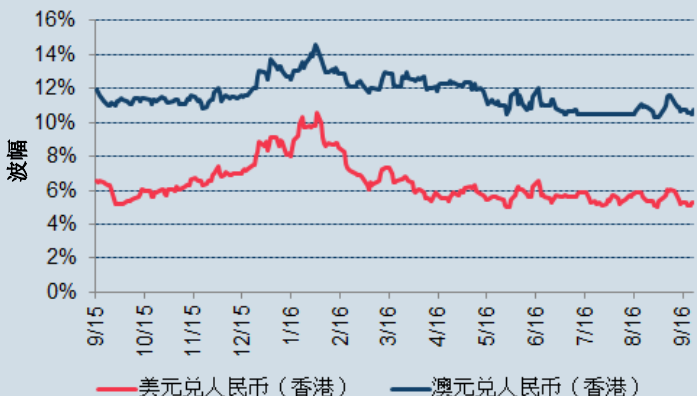
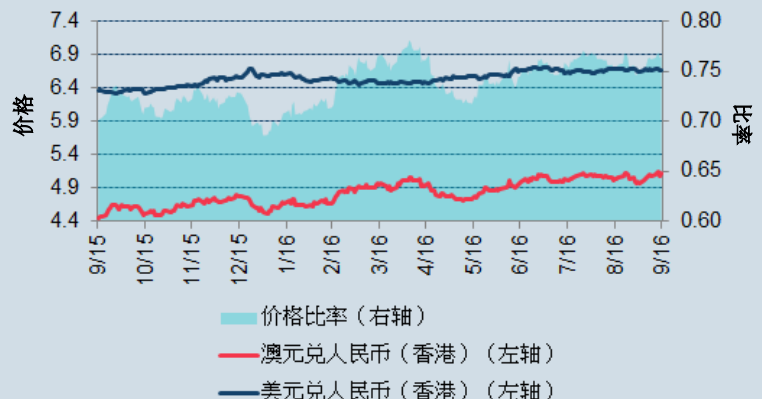


图 18: 价格比率:澳元兑人民币(香港) / 美元兑人民币(香港)



## 日圆兑人民币(香港)

- 2016年9月离岸人民币兑日圆汇价较一个月前低1.81%，日本央行的谨慎举措令市场十分失望。
- 2016年9月三个月场外期权的引伸波幅在12%附近徘徊。
- 外汇因素方面，波动、情绪及基础因素均高于历史平均数，而估值及动量因素则低于历史平均数。

离岸人民币兑日圆月度表现  
 ↓ -1.81%  
 引伸波幅  
 12.0%

图 19: 外汇因素雷达\*

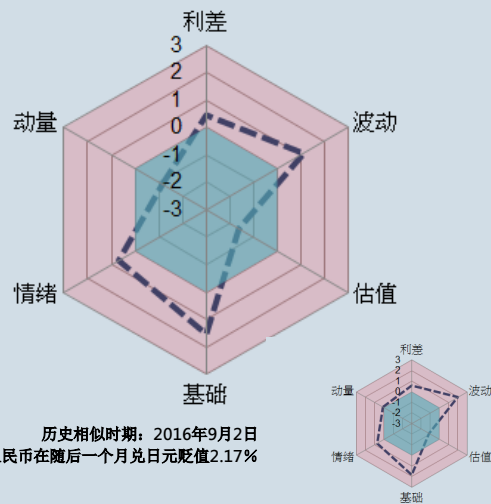


图 20: 外汇波幅(3个月引伸)



图 21: 价格比率: 日圆兑人民币(香港) / 美元兑人民币(香港)



表 4: 人民币货币对汇总表

	表现				波幅						
	9月	8月	变动	前3个月	年初至今	引伸波幅	8月	变动	历史波幅	8月	变动
美元兑人民币(香港)	0.22%	-0.92%	↑	-0.09%	-1.66%	5.2%	5.6%	↓	3.4%	3.5%	↓
欧元兑人民币(香港)	-0.50%	-0.80%	↑	-1.29%	-4.49%	8.2%	7.9%	↑	6.0%	6.2%	↓
澳元兑人民币(香港)	-1.71%	0.05%	↓	-2.94%	-6.90%	10.7%	11.0%	↓	9.0%	9.8%	↓
日圆兑人民币(香港)	-1.81%	0.39%	↓	-1.91%	-20.90%	12.0%	12.7%	↓	13.5%	14.5%	↓

## 离岸债券市场动态

### 离岸人民币债券市场评论

- 2016年8月份香港人民币存款按月下跌2.1%至人民币6,529亿元。2016年8月，人民币跨境贸易结算的汇款总额为人民币3,988亿元（2016年7月：人民币4,075亿元）。
- 香港人民币存款自2014年12月高点持续下跌，主要源自定期存款额减少，活期及储蓄存款额相对较稳定。定期储户持有其定期存款至到期日，为的是希望用所得利息来补偿汇价损失，故提款压力将持续。

图 22: 离岸人民币存款与点心债余额

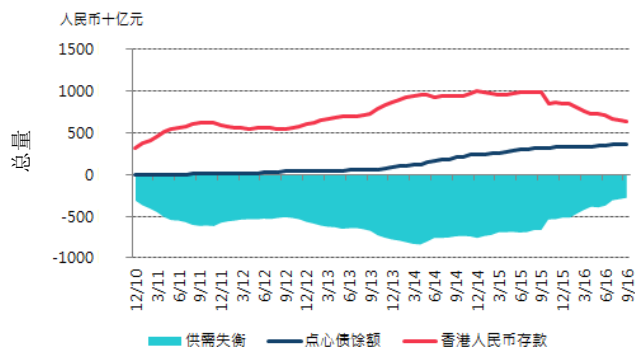


图 23: 人民币债券发行按发行人类型分类

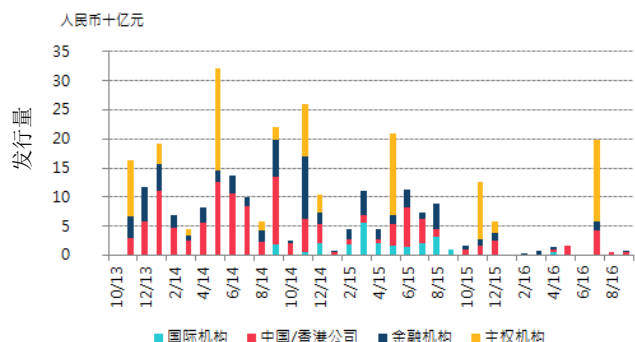
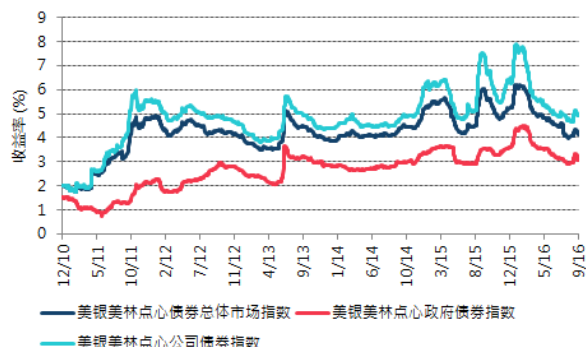


图 24: 点心债表现



## 在岸债券市场动态

### 在岸人民币债券市场评论

- 在岸债券市场发行量由2015年9月的人民币2.6万亿元升至2016年9月的人民币2.9万亿元，上升14%。2016年9月发行的存款证较一年前大升90%。
- 世界银行于2016年9月1日在中国银行间市场首次发行三年期中国特别提款权(SDR)计价的债券，发行额为5亿特别提款权单位(6.98亿美元)，这是全球自1980年代后首次发行特别提款权计价债券。中国建设银行预测未来数年中国特别提款权计价的债券规模将增至50亿特别提款权单位(约70亿美元)。

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9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	44,097	48,326.89	2.8367
国债	11,597	12,697.96	2.5579
中期票据	12,050	8,020.90	4.9001
公司债券	8,732	4,816.37	4.3850
存款证	8,387	21,125.34	2.9865
商业票据	13,238	10,844.56	3.3454
央行票据	2	4.65	2.3661
其他	4,326	6,033.43	3.6024
总计	102,429	111,870.10	3.1482

表 6

交易商协会非金融机构发债指导收益率 (截至2016年9月28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	↑	3.39	↓	3.58	↓	3.98	↓	4.23	↓	4.86	↓	5.05	↑	5.30	↓
AAA	3.10	↑	3.48	↓	3.77	↓	4.29	↓	4.53	↓	5.17	↓	5.50	↓	5.80	↓
AA+	3.31	↑	3.87	↓	4.20	↓	4.77	↓	5.17	↓	5.80	↓	6.20	↓	6.54	↑
AA	3.76	↓	4.34	↓	4.67	↓	5.44	↓	5.68	↓	6.55	↓	6.91	↑	7.38	↓
AA-	5.07	↓	5.70	↓	6.08	↓	7.18	↓	7.58	↑	8.21	↓	8.61	↓	8.91	↓

图 27: 中国银行间债券市场的外资机构参与度



图 29: 由境外机构持有的债券分布

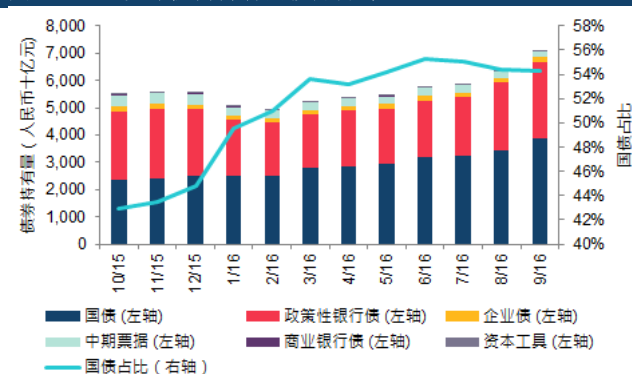


图 25: 财政部债券收益率5年: 在岸与离岸 (%)

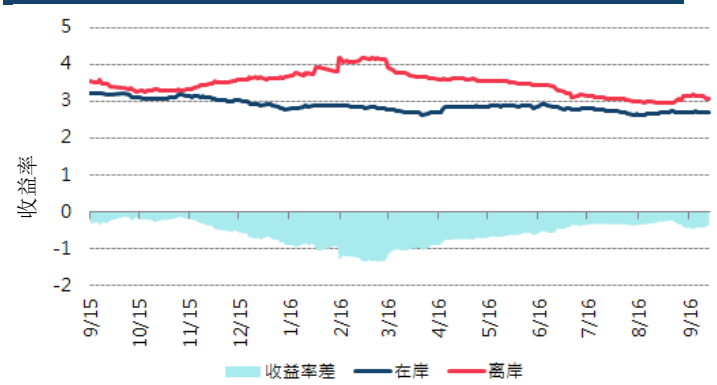


图 26: 财政部债券余额按年期分类

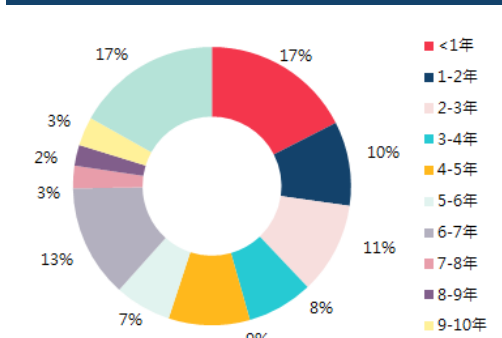


图 28: 由外资机构持有的在岸债券



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

- 2016年9月19日，香港银行同业人民币拆息隔夜利率飙升至23.683%，是2016年1月暴涨67%后的最高点。分析师猜测这是人行在2016年10月1日人民币加入特别提款权前作出的干预，以抬高隔夜借贷成本，限制人民币贬值。
- 2016年9月13日，人行在公开市场上进行人民币600亿元（90亿美元）的逆回购操作，是七个月来的首次，目的是为国内债市降温，减低债市受成本低廉的短期资金涌入所影响。

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

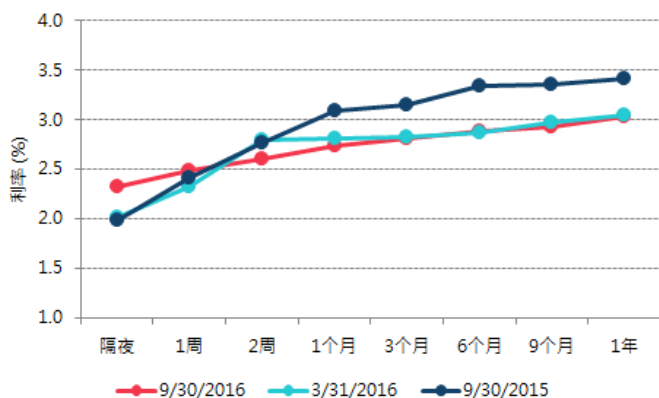


图 33：离岸人民币香港银行同业拆息收益率曲线

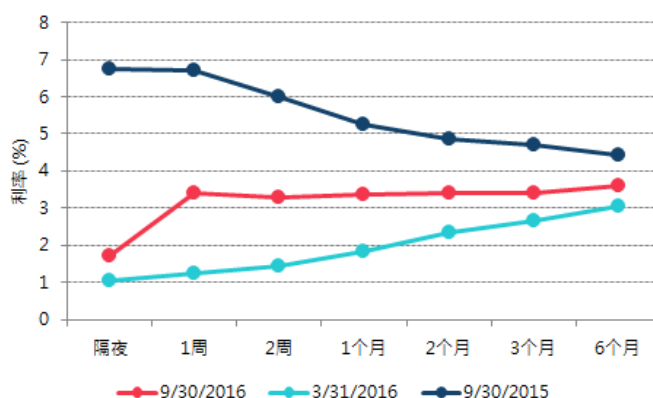


图 34：在岸利率互换（7日回购利率）收益率曲线

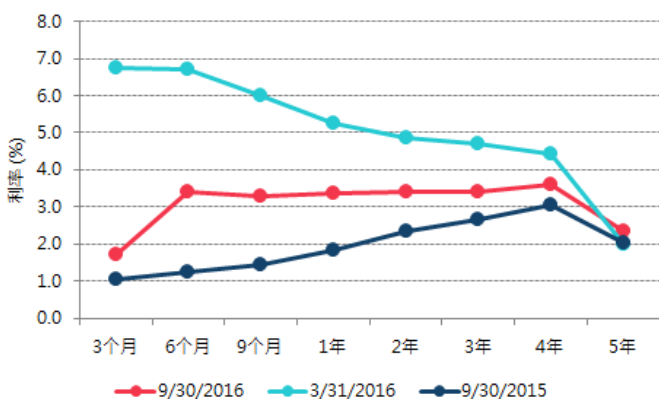


图 35：在岸利率交换合约交易名义本金

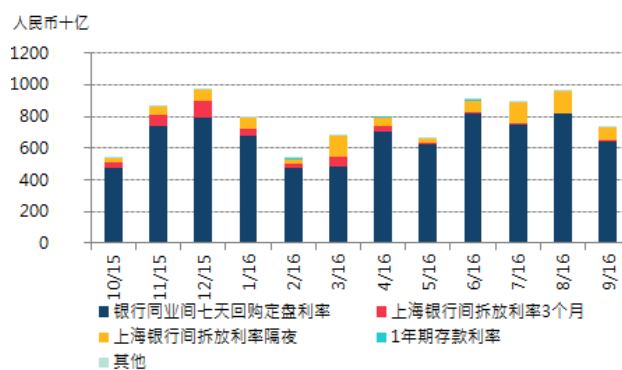


图 36：上海银行同业拆息与离岸人民币香港银行同业拆息

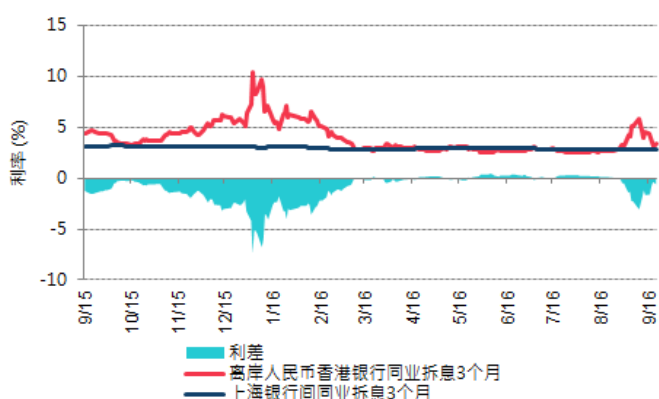
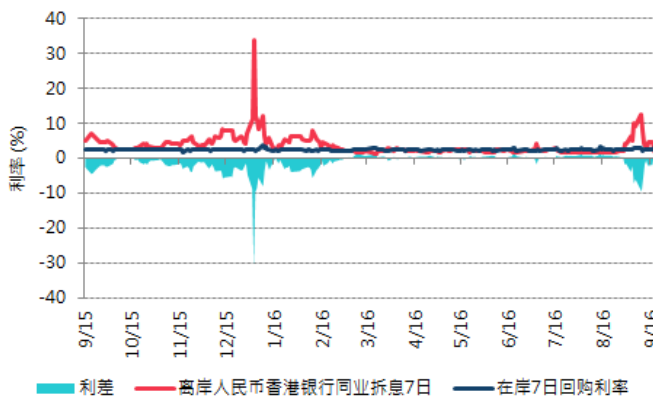


图 37：在岸人民币7日回购利率与离岸人民币香港银行同业拆息





(上接第1页 )

二是短期内通过外汇远期等衍生品操作稳定汇率、拉近在岸离岸汇差。根据人行公布的数据显示，截至2016年6月末，人行持有的外币对本币远期合约和期货合约净空头寸约289亿美元，除了满足企业外币负债的套保需求外，也可体现人行稳定在岸汇率的政策意图。除远期操作外，另一种更为直接的方式则是通过离岸市场代理行直接买入人民币，抛售美元。

通过市场化的价格手段调节跨境资本流动，人行的系列措施有效缓解了短期内离岸人民币的快速贬值，但长期来看干预成本有所上升，对离岸市场发展和人民币国际化进程会造成一定影响。此外，人行干预汇市而卖出外汇的行为可能导致国内利率的升高，在当前国内实体经济下行，企业盈利和融资环境亟待改善的背景下，为减少对实体的影响将不得不调整国内的货币供应，造成货币政策调控和实施上的被动、以及不同政策之间的一定程度的冲突。

从离岸货币存量指标来看，截至2016年6月末，离岸最大的人民币资金池香港地区存款余额约7,115.48亿，同比下降28.34%。受短期汇率调控因素影响，离岸市场人民币出现供给下降、利率上升，离岸人民币债券发行量大幅下降，一季度点心债发行量较2015年同期大幅下降295亿元，降幅近74%。离岸市场发展作为人民币国际化进程的重要基础设施，在“沪港通”、开放境外机构参与银行间债券市场、“深港通”等政策影响下，离岸人民币运用和回流渠道不断拓宽，通过银行间债市汇市的进一步开放，长期内人民币的国际吸引力将不断提升，离岸市场对在岸市场的影响程度也会相应增长，如何在进行外汇干预稳定市场的同时，减小对离岸市场正常发展和人民币国际化稳定进程的影响，还有待于人行维持政策目标的稳定及与市场的有效沟通。

图 38：美元兑人民币（香港）即期汇率和美元兑人民币中间价走势

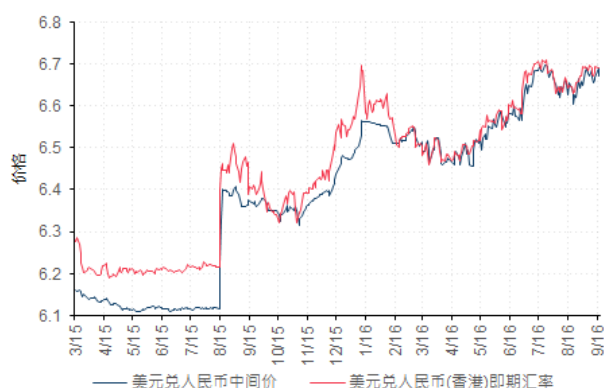
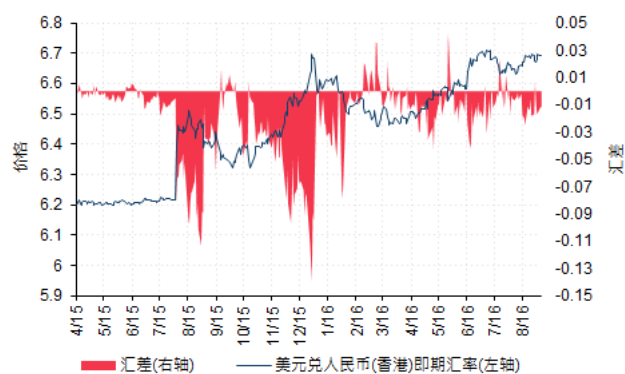


图 39：离岸与在岸美元兑人民币汇差走势



中国能否摆脱流动性陷阱？

瑞银财富管理大中华区首席投资总监及首席中国经济学家胡一帆

当人行向银行系统注入流动性却无法降低利率并增加借贷时则会出现流动性陷阱。那么中国是否已陷入流动性陷阱？我们认为的是的。

自2015年3月以来，来自人行的流动性注入（M1）便加速增长，今年6月份增速创纪录新高，按年增长高达25.4%，比信贷增速（M2）高出15.2个百分点。M1与M2的差距日益扩大，反映出在总固定资产投资中占比超过60%的民间投资不断放缓，其按年增速自2015年的10.1%大跌至2016年1-7月的2.1%。然而，尽管人行大力注入流动性，但中国的利率依然居高不下。比如，1年期和10年期政府债券在7月底的回报率分别高达2.2%和2.8%，而日本和德国10年期政府债券回报率则为负值。

中国出现流动性陷阱的原因

首先，缺乏有效的扶持政策来激励民间投资。在旧经济深度调整之际，投资回报较低且中国前景不明朗导致民营企业一直不愿进行长期投资。此外，尽管人行自2014年底以来数度降息，但借贷成本依然居高不下，使民营企业饱受困扰。中国人行数据显示，2016年第二季中国总体贷款加权利率约为5.26%，而民间借贷成本平均约为8-10%，远高于公共部门。由于民间部门的信贷成本较高且融资管道有限，利率曲线居高不下。

其次，资本市场在过去几年吸收了大量流动性，推高了股票、债券、大宗商品和房地产价格。其中，房地产行业吸收流动性的功能最强。仲量联行数据显示，中国房地产市值目前约为270万亿人民币，是名义GDP的四倍或美国房地产总市值的两倍，且为2003年（30万亿人民币）的九倍。加之投资管道有限，表现强劲的房地产市场已吸收了大部分的流动性。

逃离流动性陷阱

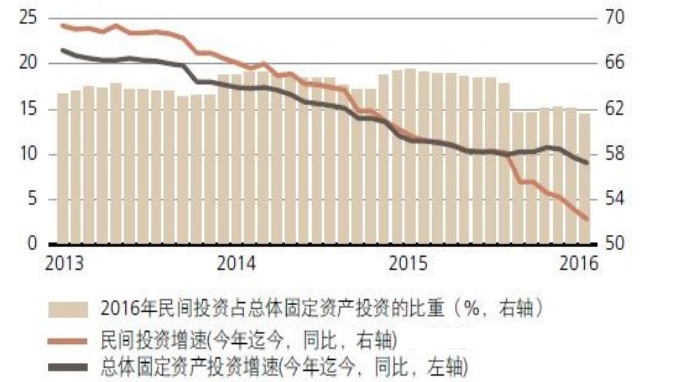
为逃离这一流动性陷阱，降低成本以鼓励民间投资已变得迫在眉睫。这可以透过减少企业税费并放松垄断行业以及医疗、教育等服务行业的准入门槛来实现。化解过剩产能并打破“刚性兑付”也同样重要，以便鼓励民间投资流向更多新经济领域。同时，审慎的住宅政策也必不可少，进而防止土地和房价过快飙升而导致楼市泡沫。

图 40: M1增速自2015年10月以来一直高于M2



资料来源: CEIC, 瑞银, 截至2016年8月

图 41: 2016年民间投资显著降低



资料来源: CEIC, 瑞银, 截至2016年8月

**免责声明:** 此文件仅旨在提供资料讯息，并未考虑到个别投资者的特定投资目标、财政状况或需要。尽管本档中所载的所有资讯和意见系从瑞银认为诚信可靠的来源处所获得，但瑞银不会就该等资讯的准确性或完整性作出任何明示或暗示的保证。此文件并不应被视为是针对任何交易之招揽、建议或要约而构成任何形式之法律行为。此文件任何内容并不限制或约束其他特定邀约之个别条款。瑞银明确禁止在任何司法管辖限制地区中进行商品销售推介或由不符法律规定之人员进行销售或推介或提供相关商品。某些投资工具和金融服务受法律限制，因此可能无法在全球范围内自由提供。本文件所提供的信息、意见和价格仅限于其发布之时，现行的信息、意见和价格，可能会在毫无预警之下即会发生变更。本行无义务更新或保存最新的资料。UBS及其关联机构、董事、高级职员、雇员和/或代理人均明确免予承担与本资料全部或部分内容或其中所含任何信息的使用相关的或因此产生的部分及所有责任。本文及免责声明之中英文本如有歧异，应以英文本为准。



胡博士于2015年11月加入瑞银，担任财富管理大中华区首席投资总监及中国首席经济学家，工作地点在香港。她也是CIO亚洲投资委员会以及CIO新兴市场投资委员会的成员。她与全球以及亚太投资团队一起构建中国宏观观点。

胡博士自2007年以来在多家机构担任过首席经济学家一职。加入瑞银之前，她在海通国际担任研究部主管及首席经济学家，负责H股研究。她于2013-2014荣获《机构投资者》中国“最佳研究钻石奖”以及“大中华区最佳经济学家”。此前她在中信证券担任首席经济学家，在法国法盛银行任中国经济学家，以及美银美林亚洲担任股票研究策略师。她的观点和专栏经常见于各大财经媒体。

在此之前，胡博士在香港大学经济与金融学院任助理教授，期间她在国际及中国国内学术期刊上发表了大量论文。她在研究和咨询方面经验相当丰富，曾在美国华盛顿的世界银行、彼得森国际经济研究所以及毕马威咨询等知名机构任职。

胡博士是《中国经济新格局：策略转型及全球重组》（2014）一书的作者。近年她在国际期刊发表的论文包括《中国经济转型、高等教育与员工生产力》（发展经济学期刊2010），《债券与交易服务及最优政策》（宏观经济学期刊2009）以及《管理层持股权对绩效的影响：中国证据》（银行与金融期刊 2008）等等。

胡一帆博士拥有美国乔治城大学经济学博士学位，中国浙江大学经济学学士学位。

## 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](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」）或其任何附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。