每月焦點

- 2016年9月，TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數較2016年8月下跌0.46%至94.7，中國人民銀行（人行）美元兌人民幣匯率中間價較2016年8月下降0.19%至6.6778。
- 香港交易所美元兌人民幣(香港)期貨於2016年9月30日創下未平倉合約33,340張（名義金額33億美元）的最高紀錄。香港交易所的未平倉合約數目約佔全球總數三分之二，領先全球其他交易所 。
- 香港交易所首席中國經濟學家巴曙松博士認為，如何在進行外匯干預穩定市場的同時，減少對離岸市場正常發展和人民幣國際化穩定進程的影響，還有待於人行維持政策目標的穩定及與市場的有效溝通。
- 採訪瑞銀財富管理大中華區首席投資總監及中國首席經濟學家胡一帆博士：中國要逃離流動性陷阱，必須降低投資成本，鼓勵民間投資。

首席中國經濟學家制高點

從人民幣匯率預期管理看在岸與離岸匯差調控

香港交易所首席中國經濟學家巴曙松博士

2015年8月11日，中國人民銀行就優化人民幣匯率中間價形成機制發布公告，在上日銀行間外匯市場收盤匯率的基礎上，引入參考一籃子貨幣，綜合考慮外匯供求情況及國際主要貨幣匯率的變化形成當日的人民幣匯率中間價(“8.11”匯改)。此次匯改開始後，人民幣在岸市場和離岸市場經歷了不同程度的波動，人行也相繼推出了一系列政策應對措施並取得了明顯成效。在當前人民幣面臨貶值趨勢的背景下，在政策操作上注意維持穩定的離岸在岸匯差，進一步發展離岸市場的人民幣計價金融產品，擴大投資產品種類，在注重擴大匯率雙向波動幅度的同時，適度提高人民幣匯率波動的容忍度，有利於靈活應對離岸市場匯率波動和進一步推動人民幣國際化。

1、“8.11”匯改以來離岸人民幣市場匯率波動特徵

一是政策因素影響市場預期，人民幣匯率呈現階段性貶值走勢。面對美元加息的背景下，“8.11”匯改可以視作應對人民幣貶值壓力的前瞻性調整，在逐步轉向參考一籃子貨幣匯率定價模式後，離岸在岸匯率呈現逐步收斂趨勢。

二是離岸和在岸市場人民幣的大幅匯差階段性引發套利交易。從“8.11”匯改到2015年底，境內外日均匯差約爲440基點，2016年1月6日，兩地的匯率差異甚至一度擴大到1600基點左右，這種匯率差異一方面反映出市場對匯率貶值預期的分歧，另一方面也會引發大量套利交易。在人行的系列政策措施下，2016年上半年兩地匯差逐漸收窄，日均差價約爲161基點，反映出人民幣匯率預期的有效改善，跨境套利得到抑制。

三是離岸匯率波動率大幅提高。“8.11”匯改以來，離岸人民幣市場的波動性顯著增加，匯改當月人民幣(香港)匯率波動率高達10.97%，而在2016年1月期間甚至出現人民幣匯率單日下跌幅度達400至500基點的情況。離岸市場中出現的匯率波動性急劇增加一方面存在國際投機資本借助人民幣衍生品利用人民幣高波動率進行獲利的因素，另一方面則對在岸人民幣中間價管理形成了一定的影響。

2、人行應對離岸外匯市場波動的相關措施與影響評估

隨著市場聯動效應的不斷增强，如果不能及時有效地應對離岸市場波動，不僅會給在岸市場匯率管理和貨幣政策實施增加難度，還會階段性地加大人民幣貶值壓力和市場的看空情緒。面對此次匯改後離岸市場中的大幅波動和套利交易，人行採取了多個方面的管理政策組合，積極干預外匯市場波動，並取得了不錯的市場政策效果。

(下接第9頁)

中國宏觀經濟訊息

圖 1: 本月圖表: 中國每月銀行同業借貸量現已超過未償付債券數額

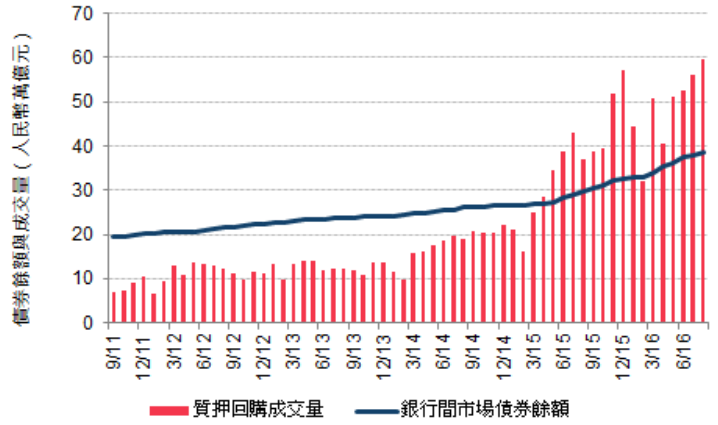
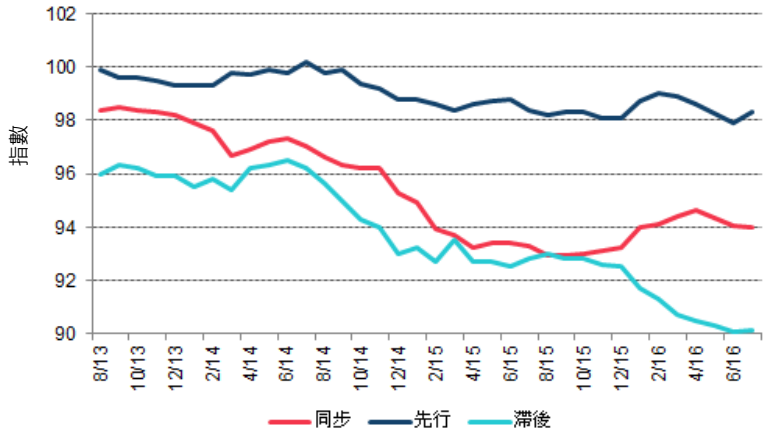


圖 2: 中國宏觀經濟景氣指數



- 同步指數是反映當前經濟基本趨勢的指數，基於以下數據計算而成：(1)工業產量、(2)就業、(3)社會需求（包括投資、消費及外貿）；及(4)社會收入（包括政府稅項、企業溢利及居民收入）。
- 先行指數按一組先行指標計算而成，其變化先於同步指數，用作預測未來經濟趨勢。
- 滯後指數按一組滯延指標計算而成，其變化後於同步指數，主要用作確認經濟週期的高位及低點。

表 1

中國主要經濟指標	當前	之前	變動	下一個發布日期
實際國內生產總值 (同比%)	6.7	6.7	⇨	19/10/2016
消費者物價指數 (同比%)	1.3	1.8	⇩	14/10/2016
生產者物價指數 (同比%)	-0.8	-1.7	⇧	14/10/2016
工業生產指數 (同比%)	6.3	6	⇧	19/10/2016
固定資產投資 (同比%)	8.1	8.1	⇨	19/10/2016
國外投資 (同比%)	5.7	5.7	⇨	08/10/2016
中國製造業採購經理指數	50.4	50.4	⇨	01/11/2016
中國人民銀行銀行家信心指數	46.5	43.7	⇧	待定
中國人民銀行銀行貸款需求指數	55.7	56.7	⇩	待定
同業銀行金融電訊協會(SWIFT)	1.86	1.9	⇩	27/10/2016
出口 (同比%)	-2.8	-4.4	⇧	13/10/2016
進口 (同比%)	1.5	-12.5	⇧	13/10/2016
M2貨幣供應量 (同比%)	11.4	10.2	⇧	10/10/2016
零售銷售 (同比%)	10.6	10.2	⇧	19/10/2016
消費者信心指數	115.2	111.5	⇧	26/10/2016
銀行準備金率 (%)	17.5	18.0	⇩	不常
官方外匯儲備（十億美元）	3185.2	3201.1	⇩	07/10/2016
3個月上海銀行間拆放利率 (%)	2.80	2.79	⇧	持續
10年政府債券收益率 (%)	2.74	2.70	⇧	持續
美元/人民幣匯率	6.68	6.69	⇩	持續
TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數	94.70	95.14	⇩	持續

本月圖表

- 中國回購市場（包括以債券作為抵押品的短期貸款）每月交易量大增，現已超過未償付債券總額。銀行及其他投資者愈來愈多以短期借貸購入新債券，主要倚賴人行不斷注資維持息口低企。

監管/政策發展動向

- 2016年9月3日，全國人大常委通過修改四條有關境外直接投資的法律。有別於現時的審批機制，外商投資負面清單以外的相關產業成立外商投資企業由10月1日起只須作備案管理。同日中國商務部亦發布《外商投資企業設立及變更備案管理暫行辦法》（徵求意見稿）。
- 中國國家主席習近平於2016年9月3日G20集團峰會致開幕辭，重申中國對外商投資進一步開放、有序實行人民幣匯率市場化改革、逐步開放國內資本市場，以及繼續打造人民幣為國際貨幣及進一步國際化中國金融業等決心。
- 中國外匯交易中心於2016年9月23日發表公告指，2016年9月26日起，中國將分別與沙特里亞爾和阿聯酋迪拉姆開展人民幣直接交易，令可與人民幣直接交易的外幣數目增至16隻。

宏觀經濟更新

- 2016年9月19日，中國國家外匯管理局（外管局）表示2016年8月銀行代客結售匯逆差減至人民幣217億元（32.5億美元），明顯低於7月的人民幣1,319億元，顯示資金外流壓力放緩。外管局於2016年9月19日的公告亦表示中國企業境外集資抵銷了部分資金外流，月內企業借貸產生的淨流入達610萬美元。

市場/產品發展

- 2016年9月26日，香港期貨結算有限公司（期貨結算公司）發布新的抵押品政策，取消人民幣保證金至少50%須為人民幣現金的規定。結算參與者現可以非人民幣的貨幣（如港元或美元）繳付人民幣保證金，上限為每結算參與者人民幣10億元。
- 中國銀行間市場交易商協會於2016年9月23日發布修訂後的《銀行間市場信用風險緩釋工具試點業務規則》，保障投資者免受債券或貸款違約影響，並在信用風險緩釋合約(CRMA)及信用風險緩釋憑證(CRMW)兩項原有產品基礎上，推出信用違約互換(CDS)及信用聯結票據(CLN)兩項新的金融工具。

資料來源：彭博、萬得、香港交易所、湯森路透、同業銀行金融電訊協會
(2016年9月30日)

人民幣外匯市場動態

美元兌人民幣(香港)

- 2016年9月，美元 / 在岸人民幣中間價徘徊在6.6513至6.6908區間，離岸人民幣兌美元則較一個月前上升0.20%；人行於2016年9月12日將人民幣匯率中間價訂於6.6908，是自英國公布脫歐公投結果以來最低水平。
- 人行貨幣政策委員會委員樊綱於2016年9月8日表示，美元看漲下，應允許人民幣緩慢貶值，而儘管資本外流，放寬資本跨境流動還要繼續。

圖 3: 在岸/離岸人民幣現貨價格區間

圖 4: 場外交易市場美元兌人民幣(香港)期權引伸波幅

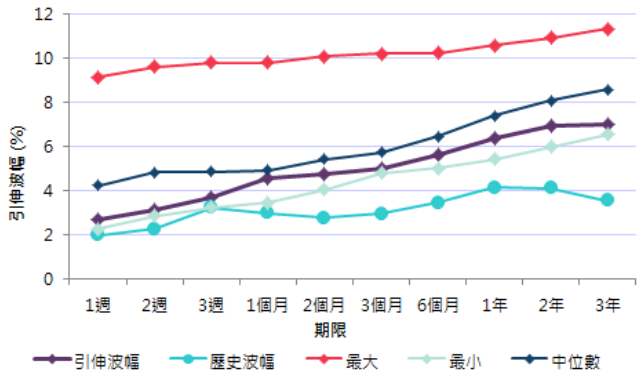
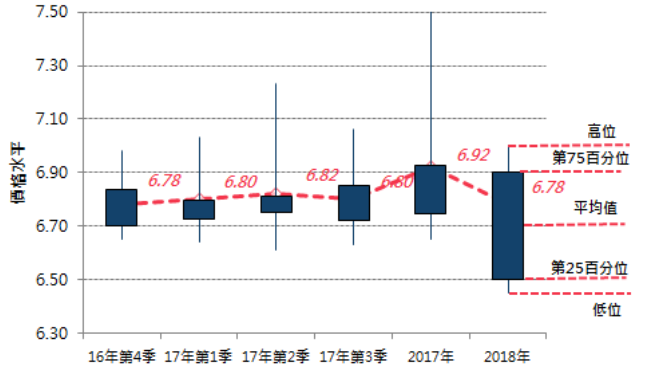


圖 5: 美元人民幣(香港)價格水平的市場預測



香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨

產品焦點

- 2016年9月底未平倉合約創歷史新高33,340張（名義金額33億美元）。香港交易所的未平倉合約數量是全球交易所之首，佔全球總額約三分之二。
- 2016年9月28日成交合約3,362張，創近三個月新高。9月份平均每日成交量增至1,599張（名義金額1.6億美元），為本年首季以來最高水平。
- 成交張數最多為2016年12月、其次為2016年10月及2017年6月合約，佔2016年9月份成交量總數的54.5%；未平倉合約集中於2016年12月、2017年3月及2017年6月合約，以上三種合約張數合佔2016年9月底未平倉合約總數的70.9%。

圖 6: 美元兌人民幣（香港）期貨成交量與持倉

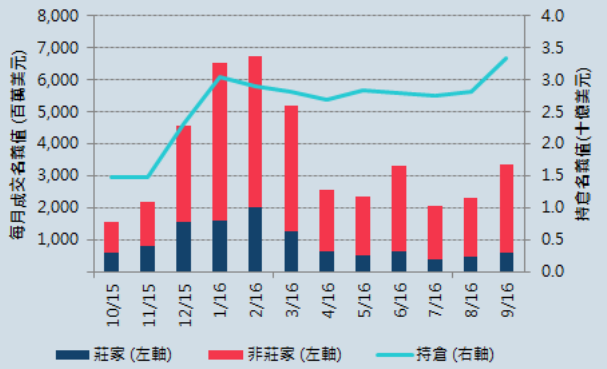


圖 7: 香港交易所人民幣期貨在市場波動時提供流通量

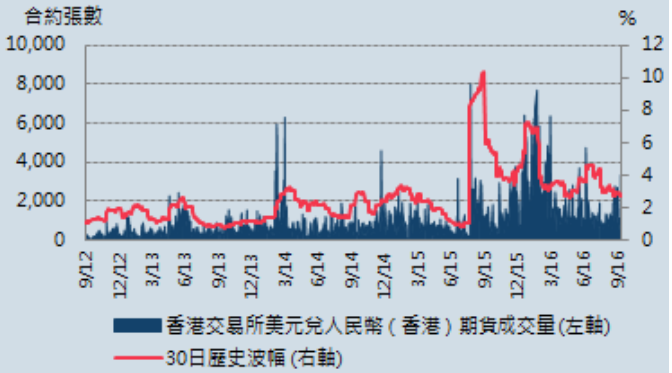


圖 8: 合約月份之成交量分布（9/2016)

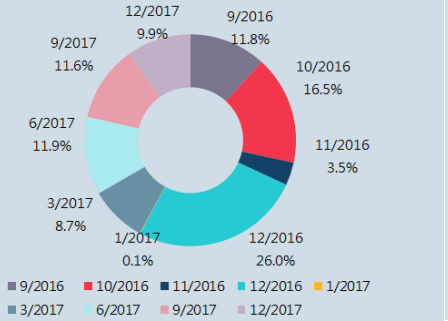
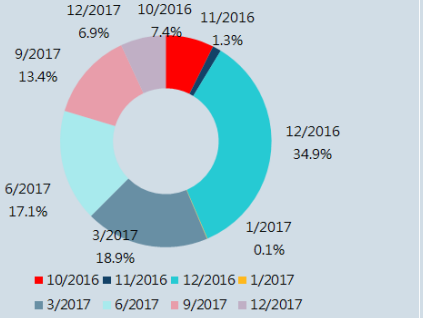


圖 9: 合約月份之持倉量分布 (30/9/2016)



TR / 香港交易所人民幣貨幣指數 (RXY)

- TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數2016年9月收報94.70，較2016年8月下跌0.46%，其間人行美元兌人民幣中間價跌至6.6778，較2016年8月下跌0.19%。
- 2016年9月對TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數表現貢獻最大爲日圓，兌美元較2016年8月升值2.28%。

表2: TR/香港交易所RXY人民幣貨幣指數匯總表

指數	回報					風險				
	2016年9月1日 - 2016年9月30日 (月)	2016年8月1日 - 2016年8月31日 (月)	變動	本月至今變動	本年至今變動	30日實際波幅 (截至2016年9月30日)	30日實際波幅 (截至2016年8月31日)	變動	與中國外匯交易中心人民幣匯率指數的關聯度	對中國外匯交易中心人民幣指數的貝塔係數
TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數	-0.46%	-0.74%	↑	-0.46%	-5.83%	3.95%	3.38%	↑	0.86	0.65
TR/香港交易所RXY全球在岸人民幣指數	-0.46%	-0.68%	↑	-0.46%	-6.80%	3.43%	2.97%	↑	0.91	0.57
TR/香港交易所RXY參考離岸人民幣指數	-0.38%	-0.72%	↑	-0.38%	-5.58%	3.90%	3.22%	↑	0.85	0.62
TR/香港交易所RXY參考在岸人民幣指數	-0.38%	-0.65%	↑	-0.38%	-6.56%	3.57%	3.09%	↑	0.91	0.61

圖 10: TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數與中國外匯交易中心人民幣指數與人民幣(香港)表現

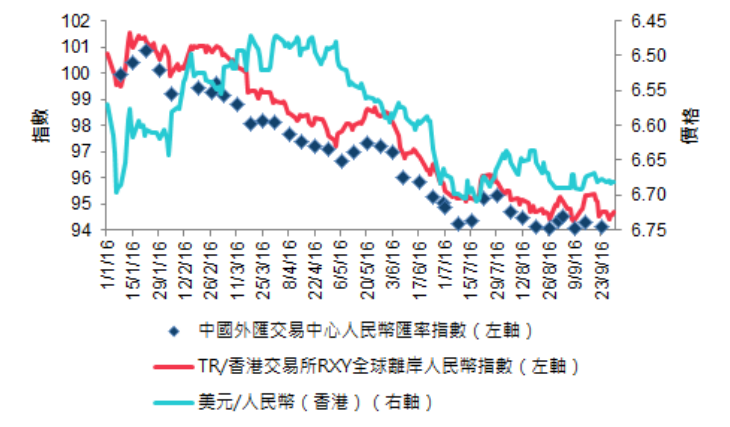
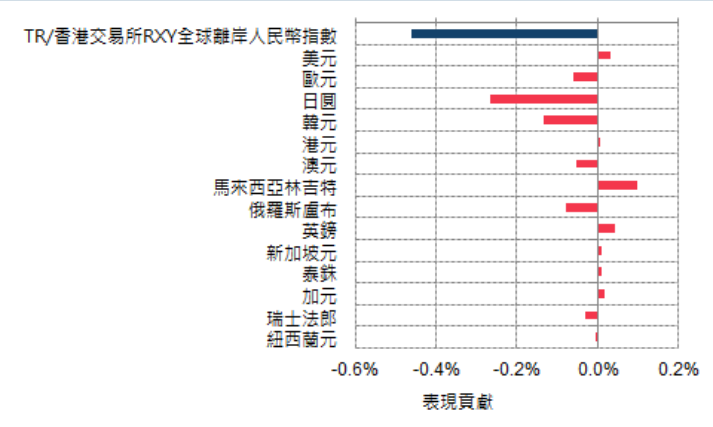


圖 11: 每月表現貢獻分解：TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數 (2016年9月)



產品焦點

- RXY指數旨在為人民幣兌一籃子貨幣匯率提供獨立、透明和及時的基準，該貨幣籃子包括中國內地最重要的貿易夥伴貨幣。
- 這組指數基於WM/路透外匯匯率進行計算，並根據國際證監會組織(IOSCO)對金融市場基準的合規原則進行管理。
- RXY指數旨在成為期貨、期權和交易所買賣基金等投資和交易產品的基礎。

編製方法

計算方法： 幾何平均

加權方法： 對香港轉口貿易進行調整後的加權雙邊貿易

貿易數據來源： 聯合國商品貿易資料庫、香港特區政府統計處

權重調整： 年度審核。6月份公布，於第四季度的第一個工作日生效

指數計算頻率： 每小時

匯率資料來源： WM/路透外匯匯率

基準日期： 2014年12月31日的基數為100

詳情可瀏覽指數編製文件：financial.thomsonreuters.com/fxindices

圖 12: TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數

指數權重: 有效期至2017年9月29日

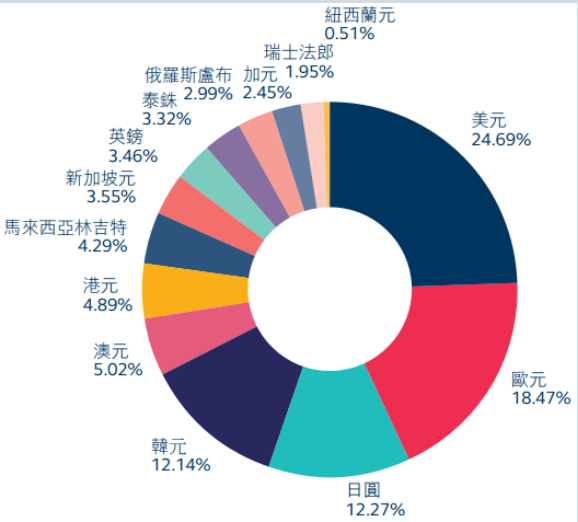


表3: 指數權重

貨幣	RXY 全球人民幣指數	RXY 參考人民幣指數	中國外匯交易中心人民幣指數
美元	24.69%	28.09%	26.40%
歐元	18.47%	21.03%	21.39%
日圓	12.27%	13.97%	14.68%
韓元	12.14%	0.00%	0.00%
澳元	5.02%	5.72%	6.27%
港元	4.89%	5.56%	6.55%
馬來西亞林吉特	4.29%	4.88%	4.67%
新加坡元	3.55%	4.04%	3.82%
英鎊	3.46%	3.93%	3.86%
泰銖	3.32%	3.78%	3.33%
俄羅斯盧布	2.99%	3.41%	4.36%
加元	2.45%	2.79%	2.53%
瑞士法郎	1.95%	2.22%	1.51%
紐西蘭元	0.51%	0.58%	0.65%

離岸人民幣兌其他貨幣

歐元兌人民幣(香港)

- 2016年9月離岸人民幣兌歐元匯價較一個月前低0.50%，維持在7.42至7.52相對的狹窄區間內浮動。
- 2016年9月三個月場外期權的引伸波幅在8%附近上落，英國金融分析公司Markit製造業指數有所改善，由51.4升至51.5，9月的美國供應管理協會ISM製造業指數亦由8月的49.4升至51.5。
- 外匯因素方面，估值因素遠高於歷史平均水平，而利差、情緒及波動因素則低於歷史平均數。

離岸人民幣兌歐元月度表現

-0.50%

引伸波幅

8.2%

圖 13: 外匯因素雷達*

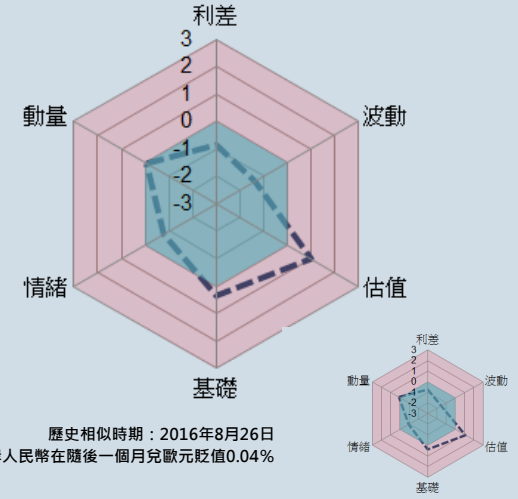


圖 14: 外匯波幅(3個月引伸)

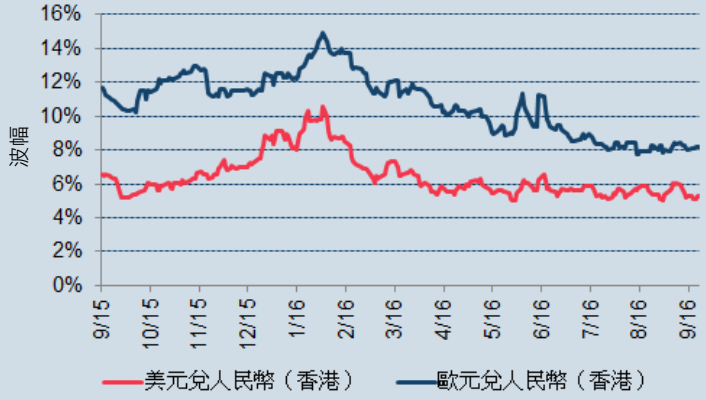
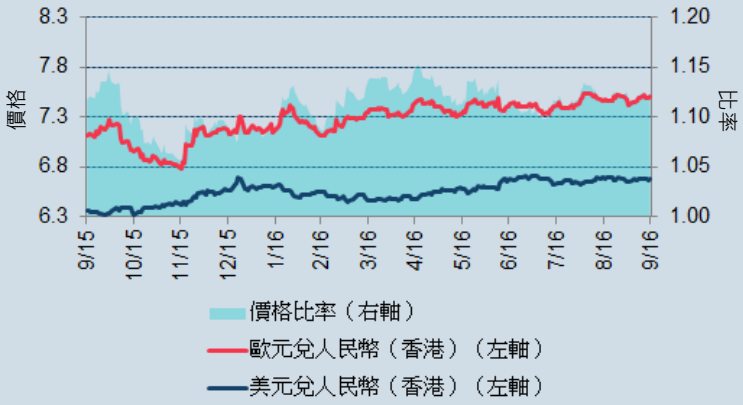


圖 15: 價格比率:歐元兌人民幣(香港) / 美元兌人民幣(香港)



澳元兌人民幣(香港)

- 2016年9月離岸人民幣兌澳元匯價較一個月前低1.71%，澳元匯價很大程度上受投資者的風險偏好及提高回報的需求所影響。
- 2016年9月引伸波幅回升至近11%。
- 外匯因素方面，波動、情緒及利差因素低於歷史平均數，而估值因素高於歷史平均水平。

離岸人民幣兌澳元月度表現

-1.71%

引伸波幅

10.7%

圖 16: 外匯因素雷達*

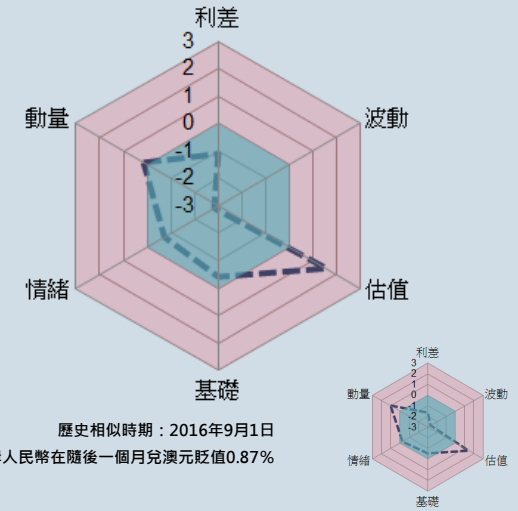


圖 17: 外匯波幅(3個月引伸)

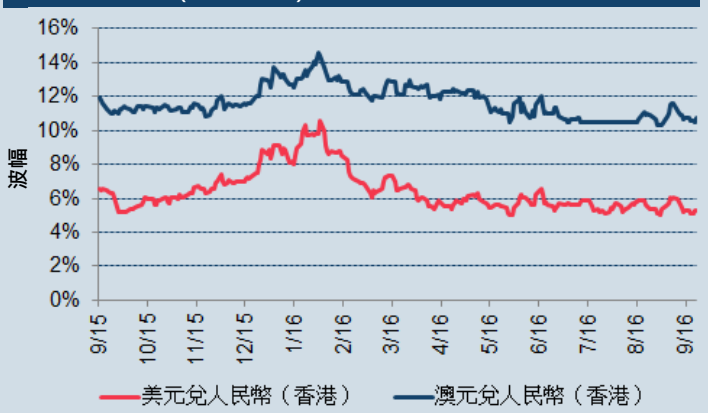
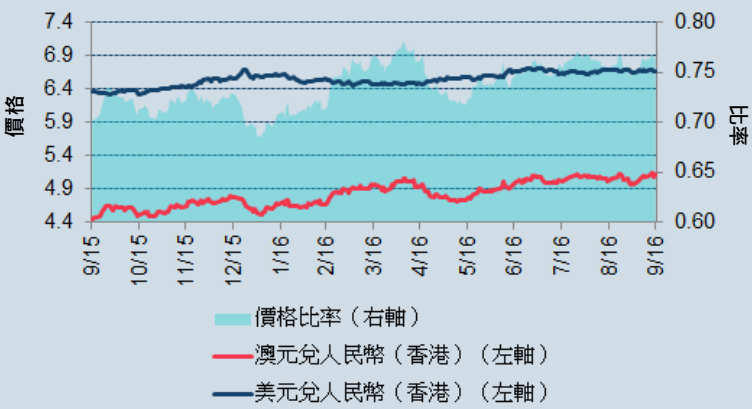


圖 18: 價格比率:澳元兌人民幣(香港) / 美元兌人民幣(香港)



資料來源：萬得、彭博 (2016年9月30日)， 過去表現並非未來表現的指標

* 詳細資料請參閱附錄

如有垂詢，請電郵至：FICD@hkex.com.hk

日圓兌人民幣(香港)

- 2016年9月離岸人民幣兌日圓匯價較一個月前低1.81%，日本央行的謹慎舉措令市場十分失望。
- 2016年9月三個月場外期權的引伸波幅在12%附近徘徊。
- 外匯因素方面，波動、情緒及基礎因素均高於歷史平均數，而估值及動量因素則低於歷史平均數。

離岸人民幣兌日圓月度表現

-1.81%

引伸波幅

12.0%

圖 19: 外匯因素雷達*

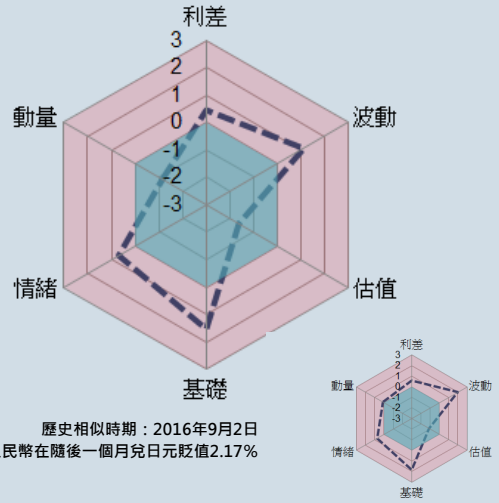


圖 20: 外匯波幅(3個月引伸)

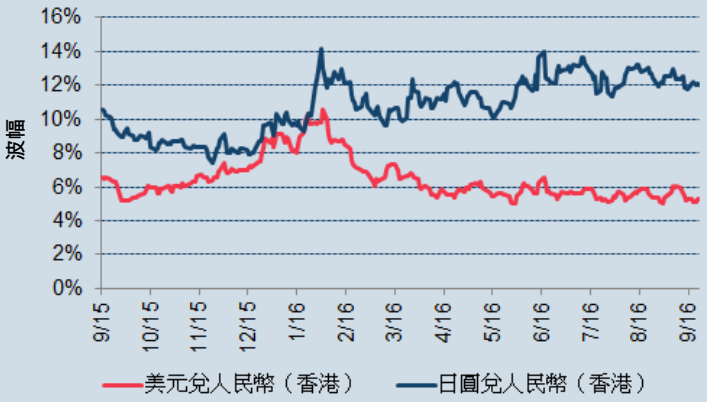


圖 21: 價格比率:日圓兌人民幣(香港) / 美元兌人民幣(香港)

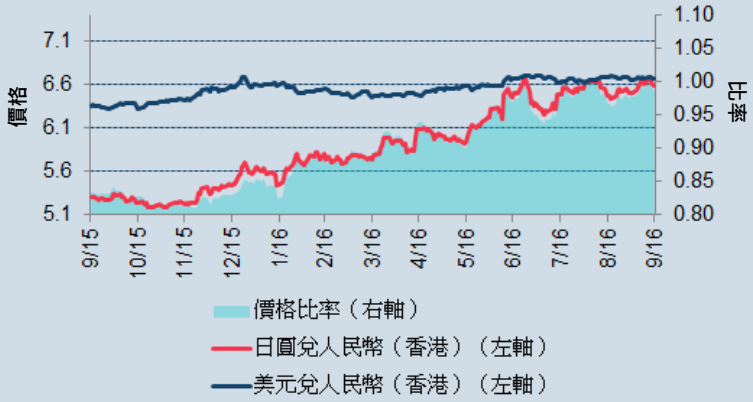


表 4: 人民幣貨幣對匯總表

	表現					波幅					
	9月	8月	變動	前3個月	年初至今	引伸波幅	8月	變動	歷史波幅	8月	變動
美元兌人民幣（香港）	0.22%	-0.92%	↑	-0.09%	-1.66%	5.2%	5.6%	↓	3.4%	3.5%	↓
歐元兌人民幣（香港）	-0.50%	-0.80%	↑	-1.29%	-4.49%	8.2%	7.9%	↑	6.0%	6.2%	↓
澳元兌人民幣（香港）	-1.71%	0.05%	↓	-2.94%	-6.90%	10.7%	11.0%	↓	9.0%	9.8%	↓
日圓兌人民幣（香港）	-1.81%	0.39%	↓	-1.91%	-20.90%	12.0%	12.7%	↓	13.5%	14.5%	↓

離岸債券市場動態

離岸人民幣債券市場評論

- 2016年8月份香港人民幣存款按月下跌2.1%至人民幣6,529億元。2016年8月，人民幣跨境貿易結算的匯款總額為人民幣3,988億元（2016年7月：人民幣4,075億元）。
- 香港人民幣存款自2014年12月高點持續下跌，主要源自定期存款額減少，活期及儲蓄存款額相對較穩定。定期儲戶持有其定期存款至到期日，為的是希望用所得利息來補償匯價損失，故提款壓力料將持續。

圖 22: 離岸人民幣存款與點心債餘額

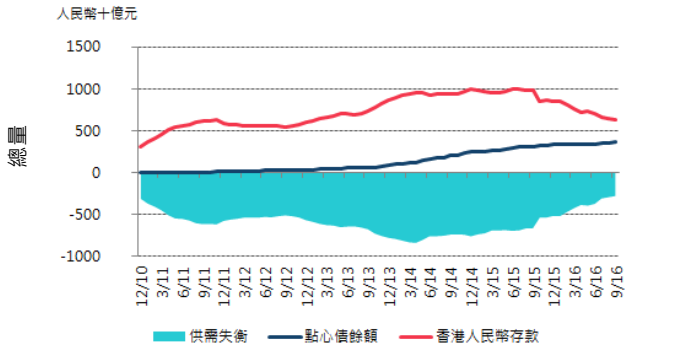


圖 23: 人民幣債券發行按發行人類型分類

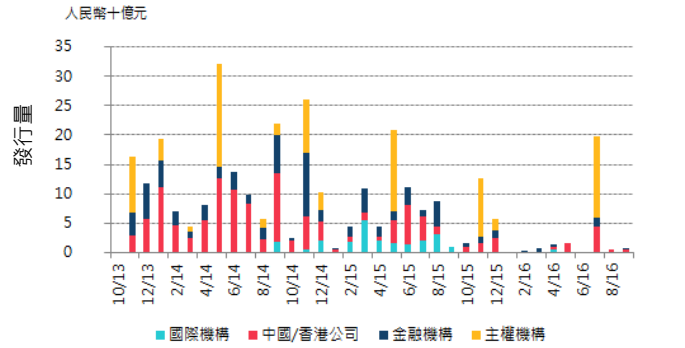
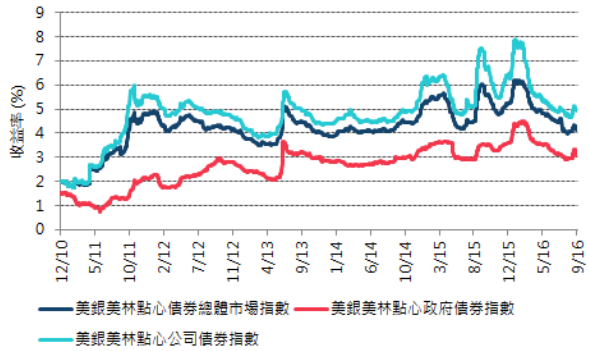


圖 24: 點心債表現



資料來源：萬得、彭博 (2016年9月30日)， 過去表現並非未來表現的指標

* 詳細資料請參閱附錄

如有垂詢，請電郵至：FICD@hkex.com.hk

在岸債券市場動態

在岸人民幣債券市場評論

- 在岸債券市場發行量由2015年9月的人民幣2.6萬億元升至2016年9月的人民幣2.9萬億元，上升14%。2016年9月發行的存款證較一年前大升90%。
- 世界銀行於2016年9月1日在中國銀行間市場首次發行三年期中國特別提款權(SDR)計價的債券，發行額為5億特別提款權單位（6.98億美元），這是全球自1980年代後首次發行特別提款權計價債券。中國建設銀行預測未來數年中國特別提款權計價的債券規模將增至50億特別提款權單位（約70億美元）。

圖 25: 財政部債券收益率5年：在岸與離岸 (%)

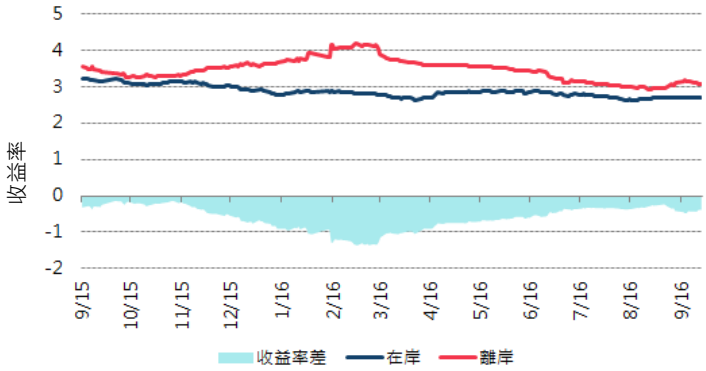


表 5

銀行間市場債券現貨交易主要指標（按債券類型歸類,2016年9月）			
債券類型	交易數量	交易價值（人民幣，億元）	到期收益率(%)
政策性金融債	44,097	48,326.89	2.8367
國債	11,597	12,697.96	2.5579
中期票據	12,050	8,020.90	4.9001
公司債券	8,732	4,816.37	4.3850
存款證	8,387	21,125.34	2.9865
商業票據	13,238	10,844.56	3.3454
央行票據	2	4.65	2.3661
其他	4,326	6,033.43	3.6024
總計	102,429	111,870.10	3.1482

圖 26: 財政部債券餘額按年期分類

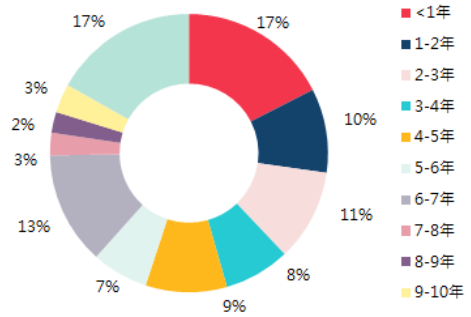


表 6

交易商協會非金融機構發債指導收益率（截至2016年9月28日）																
	1年	環比	3年	環比	5年	環比	7年	環比	10年	環比	15年	環比	20年	環比	30年	環比
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	↓

圖 27: 中國銀行間債券市場的外資機構參與度

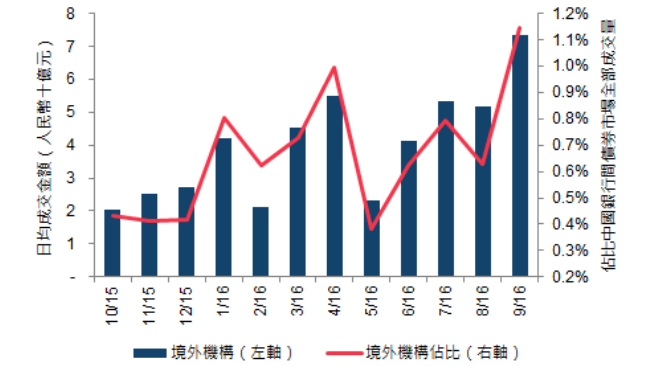


圖 28: 由外資機構持有的在岸債券

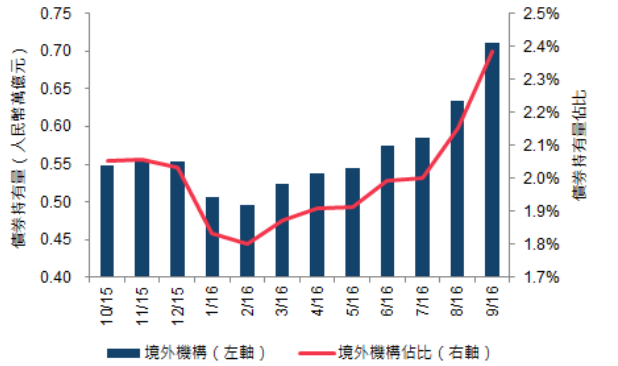


圖 29: 由境外機構持有的債券分佈

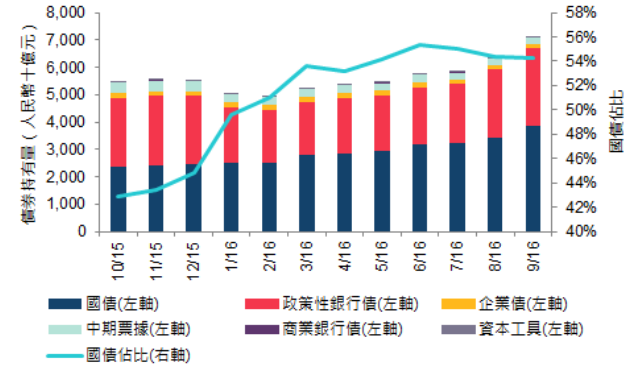
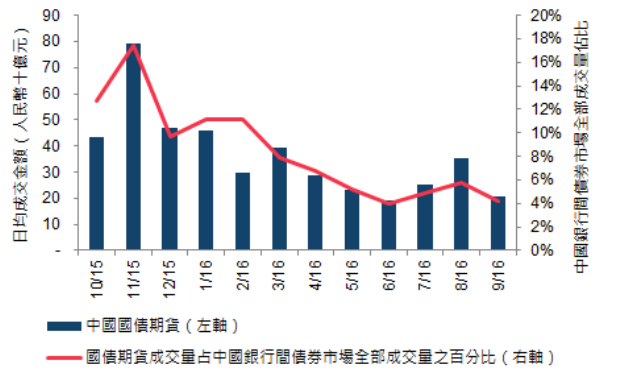


圖 30: 國債期貨交易量



在岸/離岸短期利率市場動態

在岸/離岸人民幣短期利率市場評論

- 2016年9月19日，香港銀行同業人民幣拆息隔夜利率飆升至23.683%，是2016年1月暴漲67%後的最高點。分析師猜測這是人行在2016年10月1日人民幣加入特別提款權前作出的干預，以抬高隔夜借貸成本，限制人民幣貶值。
- 2016年9月13日，人行在公開市場上進行人民幣600億元（90億美元）的逆回購操作，是七個月來的首次，目的是為國內債市降溫，減低債市受成本低廉的短期資金湧入所影響。

圖 31: 離岸人民幣隱含收益率受匯率帶動抽高

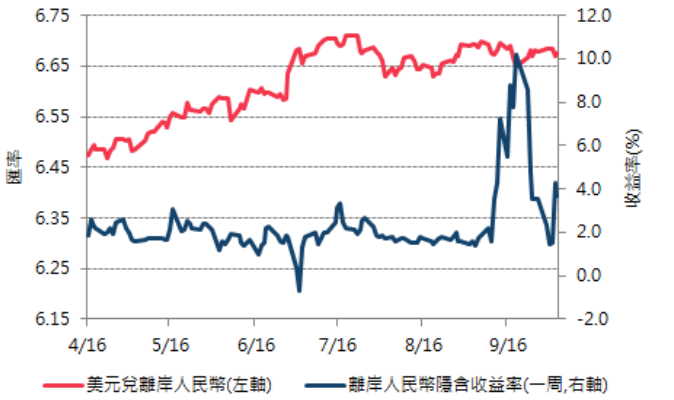


圖 32: 在岸人民幣上海銀行間同業拆息收益率曲綫

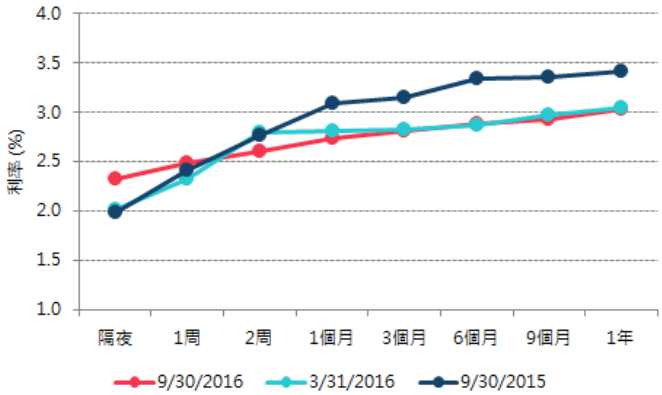


圖 33: 離岸人民幣香港銀行同業拆息收益率曲綫

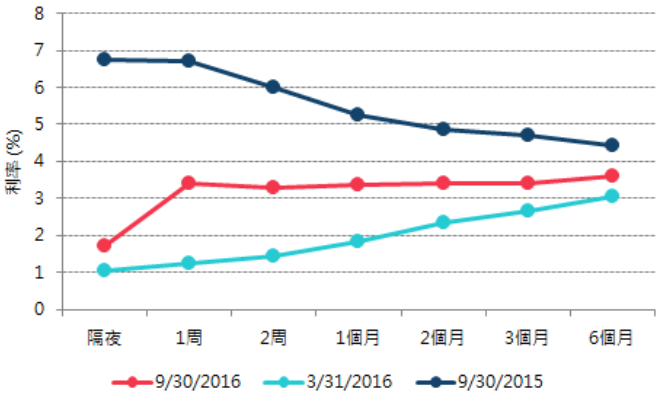


圖 34: 在岸利率互換（7日回購利率）收益率曲綫

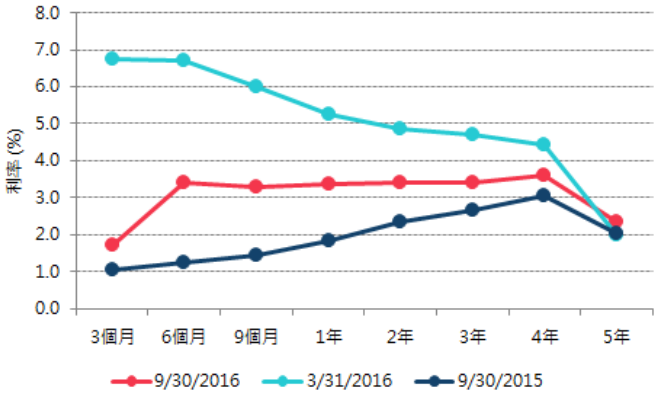


圖 35: 在岸利率交換合約交易名義本金

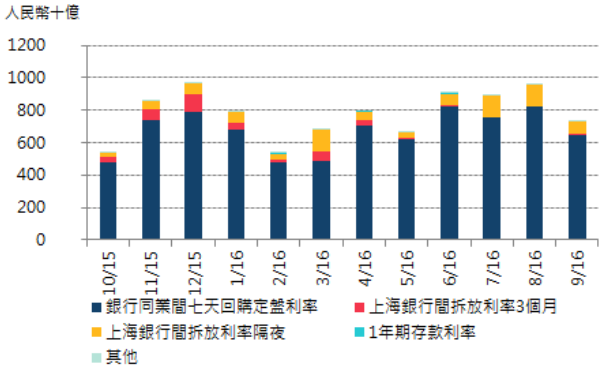


圖 36: 上海銀行同業拆息與離岸人民幣香港銀行同業拆息

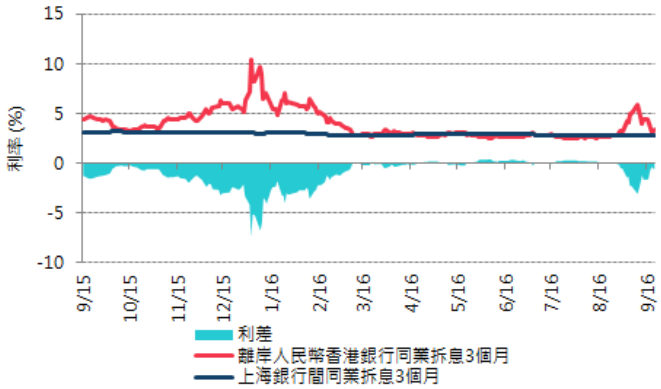
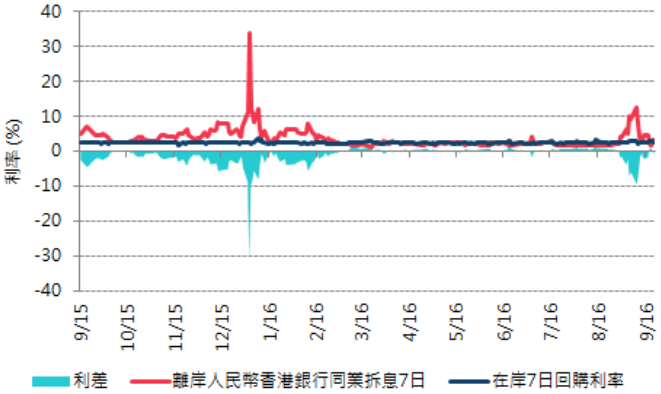


圖 37: 在岸人民幣7日回購利率與離岸人民幣香港銀行同業拆息



資料來源：彭博、中國外匯交易中心 (2016年9月30日)

(上接第1頁)

一是通過增加離岸市場融資成本的形式，打擊投機資本。針對離岸市場中的非理性賣空行爲，人行採取了控制離岸市場人民幣流動性，如對境外金融機構遠期外匯賣盤頭寸平盤收取風險準備金、離岸人民幣徵收存款準備金等措施增加境外人民幣融資成本，同時輔以加强外幣現鈔收付管理、加大對虛假貿易背景交易核查力度等措施控制非真實貿易背景下的人民幣外流。

二是短期內通過外匯遠期等衍生品操作穩定匯率、拉近在岸離岸匯差。根據人行公布的數據顯示，截至2016年6月末，人行持有的外幣對本幣遠期合約和期貨合約淨空頭頭寸約289億美元，除了滿足企業外幣負債的套保需求外，也可體現人行穩定在岸匯率的政策意圖。除遠期操作外，另一種更爲直接的方式則是通過離岸市場代理行直接買入人民幣，拋售美元。

通過市場化的價格手段調節跨境資本流動，人行的系列措施有效緩解了短期內離岸人民幣的快速貶值，但長期來看干預成本有所上升，對離岸市場發展和人民幣國際化進程會造成一定影響。此外，人行干預匯市而賣出外匯的行爲可能導致國內利率的升高，在當前國內實體經濟下行，企業盈利和融資環境亟待改善的背景下，爲減少對實體的影響將不得不調整國內的貨幣供應，造成貨幣政策調控和實施上的被動、以及不同政策之間的一定程度的衝突。

從離岸貨幣存量指標來看，截至2016年6月末，離岸最大的人民幣資金池香港地區存款餘額約7,115.48億，同比下降28.34%。受短期匯率調控因素影響，離岸市場人民幣出現供給下降、利率上升，離岸人民幣債券發行量大幅下降，一季度點心債發行量較2015年同期大幅下降295億元，降幅近74%。離岸市場發展作爲人民幣國際化進程的重要基礎設施，在“滬港通”、開放境外機構參與銀行間債券市場、“深港通”等政策影響下，離岸人民幣運用和回流渠道不斷拓寬，通過銀行間債市匯市的進一步開放，長期內人民幣的國際吸引力將不斷提升，離岸市場對在岸市場的影響程度也會相應增長，如何在進行外匯干預穩定市場的同時，減小對離岸市場正常發展和人民幣國際化穩定進程的影響，還有待於人行維持政策目標的穩定及與市場的有效溝通。

圖 38: 美元兌人民幣(香港）即期匯率和美元兌人民幣中間價走勢

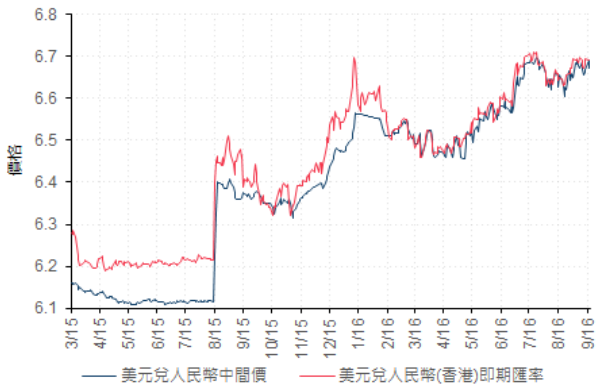
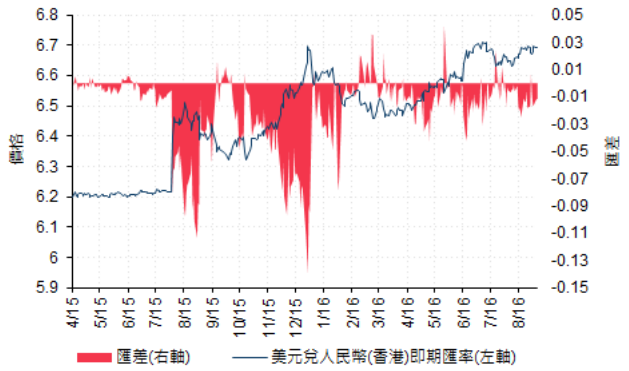


圖 39: 離岸與在岸美元兌人民幣匯差走勢



中國能否擺脫流動性陷阱？

瑞銀財富管理大中華區首席投資總監及首席中國經濟學家胡一帆

當人行向銀行系統注入流動性卻無法降低利率並增加借貸時則會出現流動性陷阱。那麼中國是否已陷入流動性陷阱？我們認為是的。

自2015年3月以來，來自人行的流動性注入（M1）便加速增長，今年6月份增速創紀錄新高，按年增長高達25.4%，比信貸增速（M2）高出15.2個百分點。M1與M2的差距日益擴大，反映出在總固定資產投資中佔比超過60%的民間投資不斷放緩，其按年增速自2015年的10.1%大跌至2016年1-7月的2.1%。然而，儘管人行大力注入流動性，但中國的利率依然居高不下。比如，1年期和10年期政府債券在7月底的回報率分別高達2.2%和2.8%，而日本和德國10年期政府債券回報率則為負值。

中國出現流動性陷阱的原因

首先，缺乏有效的扶持政策來激勵民間投資。在舊經濟深度調整之際，投資回報較低且中國前景不明朗導致民營企業一直不願進行長期投資。此外，儘管人行自2014年底以來數度降息，但借貸成本依然居高不下，使民營企業飽受困擾。中國人行數據顯示，2016年第二季中國總體貸款加權利率約為5.26%，而民間借貸成本平均約為8–10%，遠高於公共部門。由於民間部門的信貸成本較高且融資管道有限，利率曲線居高不下。

其次，資本市場在過去幾年吸收了大量流動性，推高了股票、債券、大宗商品和房地產價格。其中，房地產行業吸收流動性的功能最強。仲量聯行數據顯示，中國房地產市值目前約為270萬億人民幣，是名義GDP的四倍或美國房地產總市值的兩倍，且為2003年（30萬億人民幣）的九倍。加之投資管道有限，表現強勁的房地產市場已吸收了大部分的流動性。

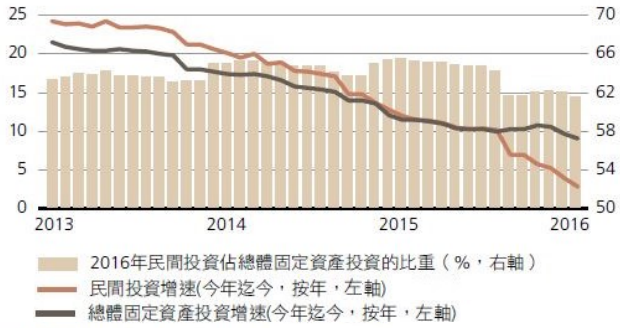
逃離流動性陷阱

為逃離這一流動性陷阱，降低成本以鼓勵民間投資已變得迫在眉睫。這可以透過減少企業稅費並放鬆壟斷行業以及醫療、教育等服務行業的准入門檻來實現。化解過剩產能並打破“剛性兌付”也同樣重要，以便鼓勵民間投資流向更多新經濟領域。同時，審慎的住宅政策也必不可少，進而防止土地和房價過快飆升而導致樓市泡沫。

圖 40: M1增速自2015年10月以來一直高於M2

資料來源：CEIC，瑞銀，截至2016年8月

圖 41: 2016年民間投資顯著降低



資料來源：CEIC，瑞銀，截至2016年8月

免責聲明：此文件僅旨在提供資料訊息，並未考慮到個別投資者的特定投資目標、財政狀況或需要。儘管本檔中所載的所有資訊和意見係從瑞銀認為誠信可靠的來源處所獲得，但瑞銀不會就該等資訊的準確性或完整性作出任何明示或暗示的保證。此文件並不應被視爲是針對任何交易之招攬、建議或要約而構成任何形式之法律行為。此文件任何內容並不限制或約束其他特定邀約之個別條款. 瑞銀明確禁止在任何司法管轄限制地區中進行商品銷售推介或由不符法律規定之人員進行銷售或推介或提供相關商品。某些投資工具和金融服務受法律限制，因此可能無法在全球範圍內自由提供。本文件所提供的信息、意見和價格僅限於其發佈之時，現行的信息、意見和價格，可能會在毫無預警之下即會發生變更。本行無義務更新或保存最新的資料。UBS及其關聯機構、董事、高級職員、雇員和/或代理人均明確免予承擔與本資料全部或部分內容或其中所含任何信息的使用相關的或因此產生的部分及所有責任。本文及免責聲明之中英文本如有歧異，應以英文本為準。

胡博士於2015年11月加入瑞銀，擔任財富管理大中華區首席投資總監及中國首席經濟學家，工作地點在香港。她也是CIO亞洲投資委員會以及CIO新興市場投資委員會的成員。她與全球以及亞太投資團隊一起構建中國宏觀觀點。

胡博士自2007年以來在多家機構擔任過首席經濟學家一職。加入瑞銀之前，她在海通國際擔任研究部主管及首席經濟學家，負責H股研究。她於2013-2014榮獲《機構投資者》中國“最佳研究鑽石獎”以及“大中華區最佳經濟學家”。此前她在中信證券擔任首席經濟學家，在法國法盛銀行任中國經濟學家，以及美銀美林亞洲擔任股票研究策略師。她的觀點和專欄經常見於各大財經媒體。

在此之前，胡博士在香港大學經濟與金融學院任助理教授，期間她在國際及中國國內學術期刊上發表了大量論文。她在研究和諮詢方面經驗相當豐富，曾在美國華盛頓的世界銀行、彼得森國際經濟研究所以及畢馬威諮詢等知名機構任職。

胡博士是《中國經濟新格局：策略轉型及全球重組》（2014）一書的作者。近年她在國際期刊發表的論文包括《中國經濟轉型、高等教育與員工生產力》（發展經濟學期刊2010），《債券與交易服務及最優政策》（宏觀經濟學期刊2009）以及《管理層持股權對績效的影響：中國證據》（銀行與金融期刊 2008）等等。

胡一帆博士擁有美國喬治城大學經濟學博士學位，中國浙江大學經濟學學士學位。

附錄：外匯因素雷達定義

我們選了多項推動人民幣貨幣對的因素，包括利差、風險（波動）、估值（貿易條件）、基礎因素（貿易收支）、情緒（風險逆轉）和動量（三個月回報）。外匯圖上標示的因素值按最近一年數據正常化。譬如，「利差」的因素值1顯示當前利差較過去一年平均數高出一個標準差。

黑點線代表有關人民幣外匯對的當前因素動態。按照當前的因素動態，我們因應六個推動因素進行最優化計算，從過去數據中找出相似的規律模式，並顯示該段期間的歷史價格波動以供參照。

關於美元兌人民幣（香港）期貨資料，請瀏覽以下網址：

http://www.hkex.com.hk/rmbcurrencyfutures_c

如有任何查詢，可通過以下方式聯絡我們：

地址： 香港中環港景街1號

國際金融中心一期 10 樓

免責聲明

WM/Reuters 盤中即期匯率由The World Markets Company plc（「WM」)與Reuters合共提供。對於此服務下包括之數據在提供或公佈的任何錯誤或延誤或據此採取的任何行動，除非為直接由其或其員工的疏忽所造成，WM恕不負責。

本文件所載資料僅供一般信息性參考，並不構成提出要約、招攬或建議以購買或出售任何證券，期貨合約或其他產品，亦不構成提出任何投資建議或任何形式的服務。本文件並非針對亦不擬分派給任何其法律或法規不容許的司法權區或國家的人士或實體又或供其使用，也非針對亦不擬分派給任何會令香港交易及結算所有限公司、香港聯合交易所有限公司（「聯交所」）及香港期貨交易所有限公司（「期交所」）（統稱「該等實體」，各稱「實體」）或其任何聯屬公司又或此等公司所營運的任何公司須受該司法權區或國家任何註冊規定所規管的人士或實體又或供其使用。

本文件概無任何章節或條款可視為對任何該等實體帶來任何責任。任何在聯交所或期交所執行的證券或期貨合約交易、結算和交收的權利與責任將完全取決於聯交所及期交所及相關結算所的適用規則以及香港的適用法律、規則及規例。

儘管本文件所載資料均取自認為是可靠的來源或按當中內容編備而成，該等實體概不就有關資料或數據就任何特定用途而言的準確性、有效性、時效性或完備性作任何保證。若資料出現錯漏或其他不準確又或由此引起後果，該等實體及其營運的公司概不負責或承擔任何責任。本文件所載資料乃按「現況」及「現有」的基礎提供，資料內容可能被修訂或更改。有關資料不能取代根據閣下具體情況而提供的專業意見，而本文件概不構成任何法律意見。該等實體對使用或依賴本文件所提供的資料而直接或間接產生的任何損失或損害概不負責或承擔任何責任。

期貨涉及高程度的風險，買賣期貨所招致的損失有可能超過所繳付的開倉按金而閣下可能要在短時間的通知下繳付額外按金。若未能繳付，閣下的持倉可被平倉，閣下並需要承擔任何有關的虧蝕。閣下必須清楚明白買賣期貨的風險，並且衡量是否適合買賣期貨。閣下在進行交易前，宜就閣下的財務狀況及投資目標，徵詢經紀或財務顧問閣下是否適合買賣期貨。