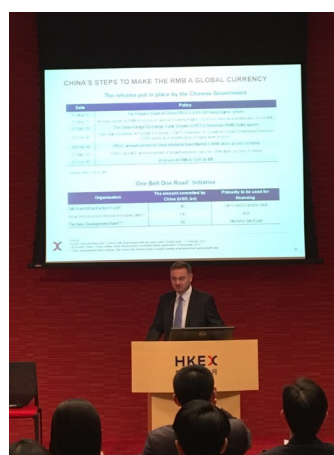


每月焦点

- 2016年10月，TR/香港交易所RXY全球离岸人民币指数较2016年9月下跌0.28%至94.97，中国人民银行（人行）美元兑人民币汇率中间价较2016年9月升1.29%至6.7641。
- 香港交易所美元兑人民币（香港）期货于2016年10月28日创下未平仓合约36,153张（名义金额36亿美元）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。10月平均每日成交量亦增至1,699张合约（名义金额1.7亿美元），是2016年第一季以来的最佳水平。
- 香港交易所首席中国经济学家巴曙松教授认为，人民币定价参考一篮子货币将有助于巩固人民币作为独特国际性货币的地位，并有助中国透过新兴市场推动人民币国际化进程。
- 采访环球银行金融电信协会（SWIFT）亚太证券市场及标准部主管Alexandre Kech先生，探讨人民币债券市场的近期发展趋势及其对SWIFT的影响。

简报：香港交易所午餐会 — 追踪人民币国际化的工具

2016年10月12日，香港交易所定息及货币产品组赞助香港财经分析师学会举办以人民币为主题的午餐会。会上主要探讨人民币作为国际货币日益重要，和介绍TR / 香港交易所人民币货币指数（RXY）。中资银行及国际银行、资产管理公司和证券公司（涵盖资料研究、基金管理、金融产品架构、合规、销售及市场推广等不同范畴）均有派员出席，参加人数超过120人。



首席中国经济学家制高点

转向参考一篮子货币的人民币汇率形成机制的影响及政策建议

香港交易所首席中国经济学家巴曙松教授

（一）形成双向预期，有助于发展货币衍生品，培育成熟和有深度、有风险定价能力的外汇交易市场

从主要参考人民币兑美元汇率转向主要参考对一篮子货币的汇率，本质是为了使一篮子货币中贬值和升值货币相互抵消一部分，使得人民币相对于贸易国家货币来看是比较稳定的货币，同时弱化对美元汇率的参考，弱化对美元汇率的区间控制，适当腾出波动幅度，增加美元兑人民币的投机成本，形成双向预期。

市场需要学会适应更大的人民币波动幅度，双向预期的形成有利于居民和企业强化汇率风险意识，有利于远期市场的培育和外汇市场避险工具的产生。人民币转向参考一篮子货币形成的人民币指数可以做成相关人民币衍生交易产品，作为汇率风险管理的工具。深度高效的货币衍生品市场和具有成熟的汇率风险管理意识的市场参与者，是最终推出浮动汇率制度前所必要培育的金融环境。

（下接第9页）

图 1: 本月图表: 中国债券收益率与其他国家的比较

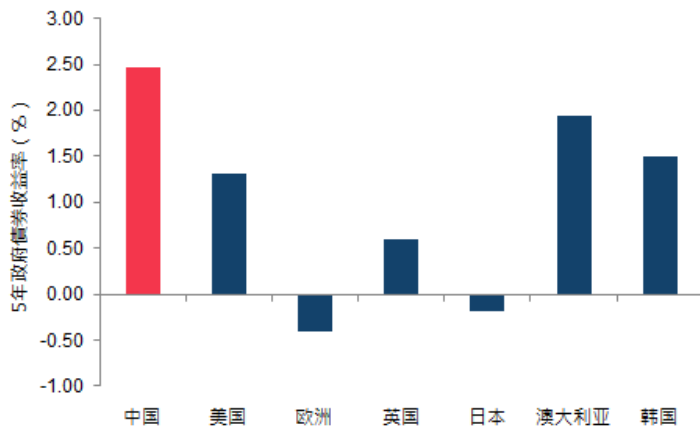
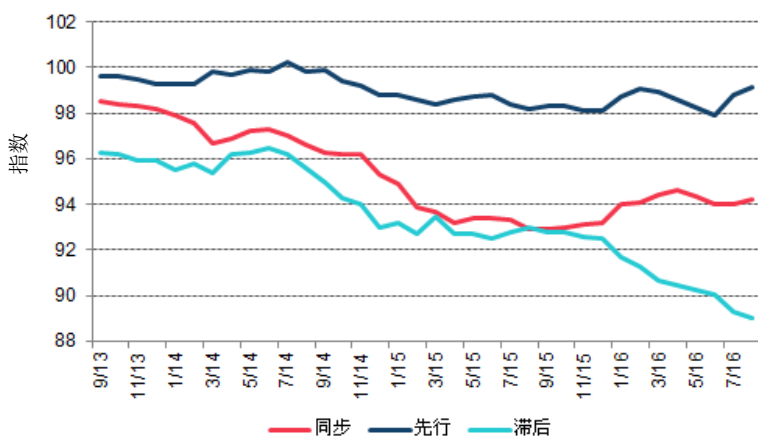


图 2: 中国宏观经济景气指数



- 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	→	17/01/2017
消费者物价指数 (同比%)	1.9	1.3	↑	09/11/2016
生产者物价指数 (同比%)	0.1	-0.8	↑	09/11/2016
工业生产指数 (同比%)	6.1	6.3	↓	14/11/2016
固定资产投资 (同比%)	8.2	8.1	↑	14/11/2016
国外投资 (同比%)	1.2	5.7	↓	08/11/2016
中国制造业采购经理指数	51.2	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)	2.03	1.86	↑	24/11/2016
出口 (同比%)	-10	-2.8	↓	08/11/2016
进口 (同比%)	-1.9	1.5	↓	08/11/2016
M2货币供应量 (同比%)	11.5	11.4	↑	10/11/2016
零售销售 (同比%)	10.7	10.6	↑	14/11/2016
消费者信心指数	117.1	115.2	↑	30/11/2016
银行准备金率 (%)	17.5	18.0	↓	不变
官方外汇储备 (十亿美元)	3166.4	3185.2	↓	07/11/2016
3个月上海银行间拆放利率 (%)	2.83	2.79	↑	持续
10年政府债券收益率 (%)	2.74	2.82	↓	持续
美元/人民币汇率	6.77	6.66	↑	持续
TR/香港交易所RXY全球离岸人民币指数	94.97	94.70	↑	持续

本月图表

- 中国债券市场的收益率高于其他主要经济体，吸引海外投资者参与投资。中国五年期基准主权债券的收益率达2.50%，相较于南韩的1.50%、美国的1.32%及欧洲及日本的负息，极具吸引力。

监管/政策发展动向

- 国家外汇管理局发言人王春英在2016年10月21日的新闻发布会上说，外汇监管机构将维持个人年度50,000美元的购汇政策不变。
- 2016年10月10日，国家发展和改革委员会(发改委)副主任连维良在政策情况发布会上指出，计划推行的债转股将针对发展前景良好但遇到暂时困难的优质企业。连副主任还表示，将严禁「僵尸企业」进行债转股，同时，政府亦不会强制要求银行进行债转股。
- 根据中国外汇交易中心公告，39家金融机构（包括3家外资银行）自2016年10月20日起可向个人及公司发行大额存单，令存单发行主体总数增至353家。

宏观经济更新

- 第三季中国经济显示出稳定的迹象，尽管在平衡债务与经济增长矛盾之间仍面临挑战，季内GDP增长仍维持于6.7%。2016年10月19日的官方数据显示中国经济增长处于政府设定的全年6.5%至7%目标范围内，虽然这是25年以来最缓慢的经济增速。

市场/产品发展

- 国际货币基金组织自2016年10月1日起将人民币纳入特别提款权(SDR)货币篮子。现时，人民币占SDR货币篮子10.92%，是仅次于美元(41.73%)及欧元(30.93%)的第三大货币。
- 环球金融电信服务提供商SWIFT于2016年10月5日发布人民币每月追踪数据，最新数据显示目前人民币使用占比超过10%的国家达57个，而在过去两年中，这一名单没有超过50个国家，足见2016年人民币使用范围不断扩大。

美元兑人民币(香港)

- 2016年10月，美元 / 在岸人民币中间价徘徊在6.7008至6.7858区间，离岸人民币兑美元则较一个月前下跌1.50%。
- 人行于2016年10月28日将人民币汇率中间价订于6.7858，创六年新低。同日，离岸人民币兑美元亦触及6.7999的低点，是2010年以来最低水平。
- 香港金融管理局（金管局）于2016年10月27日宣布新增两家银行作为香港离岸人民币市场的一级流动性提供行，令一级流动性提供行总数增至9家。金管局总裁陈德霖表示此举将「进一步加强离岸人民币市场的流动性及抵御冲击的能力」并「加强香港离岸人民币市场基建」。

图 3：在岸/离岸人民币现货价格区间

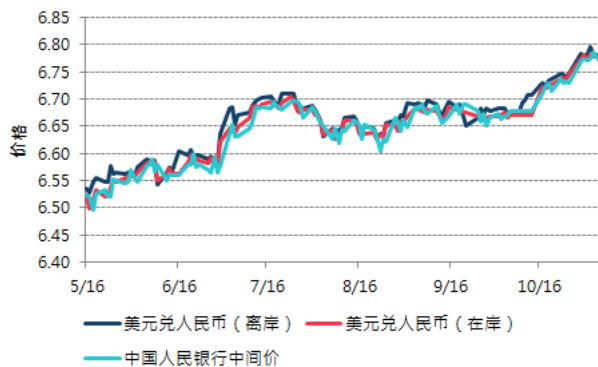


图 4：场外交易市场美元兑人民币(香港)期权引伸波幅

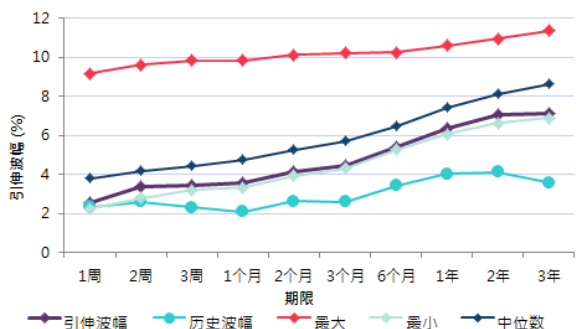
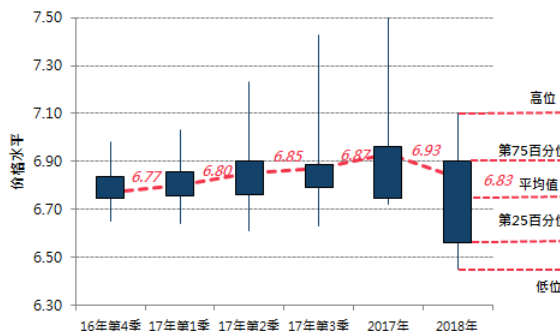


图 5：美元人民币(香港)价格水平的市场预测



香港交易所的美元兑人民币(香港)期货

产品焦点

- 2016年10月28日未平仓合约创历史新高36,153张（名义金额36亿美元），较去年同期上升超过140%。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，领先全球其他交易所。
- 2016年10月份平均每日成交量增至1,699张（名义金额1.7亿美元），为今年首季以来最高水平。
- 香港交易所的美元兑人民币(香港)期货的成交及未平仓合约涉及不同的到期日，反映投资者基础较平均。截至2016年10月底，成交张数最多为2016年12月、2017年3月及2017年6月合约，占成交量总数的62.3%；未平仓合约集中于2016年12月、2017年3月及2017年6月合约，以上三种合约合占未平仓合约总数的67%。

图 6：美元兑人民币(香港)期货成交量与持仓

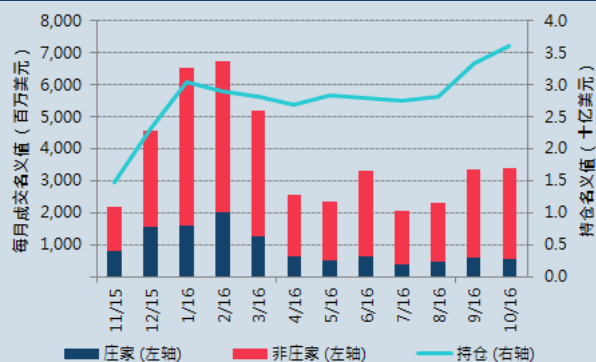


图 7：香港交易所人民币期货在市场波动时提供流通量

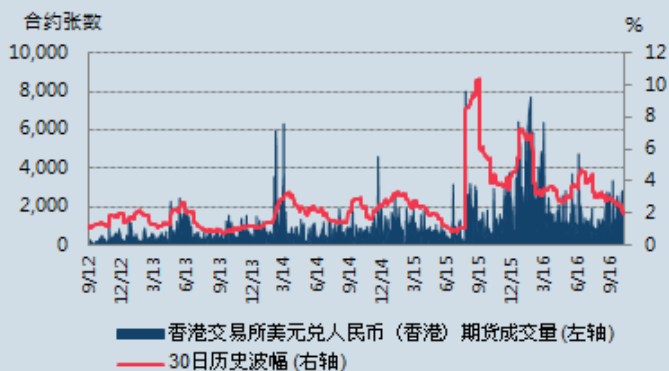


图 8：合约月份之成交量分布 (10/2016)

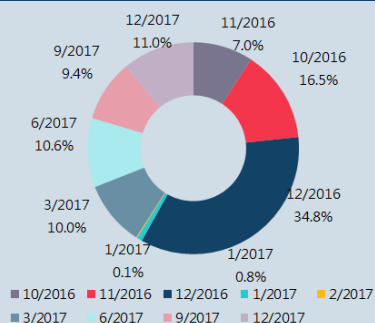
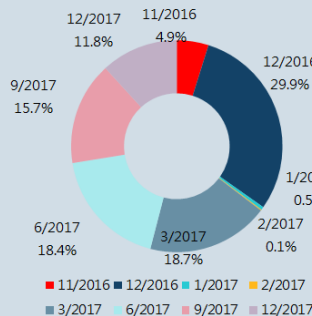


图 9：合约月份之持仓量分布 (31/10/2016)



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10月收报94.97, 较2016年9月下跌幅0.28%, 其间人行美元兑人民币中间价跌至6.7641, 较2016年9月上升1.29%。
- 2016年10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美元, 兑离岸人民币较2016年9月底升值1.48%。

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10月3日 - 2016年10月31日 (月)	2016年9月1日 - 2016年9月30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10月31日)	30日实际波幅 (截至2016年9月30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	0.29%	-0.46%	↑	0.29%	-5.56%	2.37%	3.95%	↓	0.79	0.54
TR/香港交易所RXY全球在岸人民币指数	0.27%	-0.46%	↑	0.27%	-6.55%	3.45%	3.43%	↑	0.75	0.37
TR/香港交易所RXY参考离岸人民币指数	0.00%	-0.38%	↑	0.00%	-5.58%	3.83%	3.90%	↓	0.70	0.46
TR/香港交易所RXY参考在岸人民币指数	-0.01%	-0.38%	↑	-0.01%	-6.57%	1.93%	3.57%	↓	0.83	0.46

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

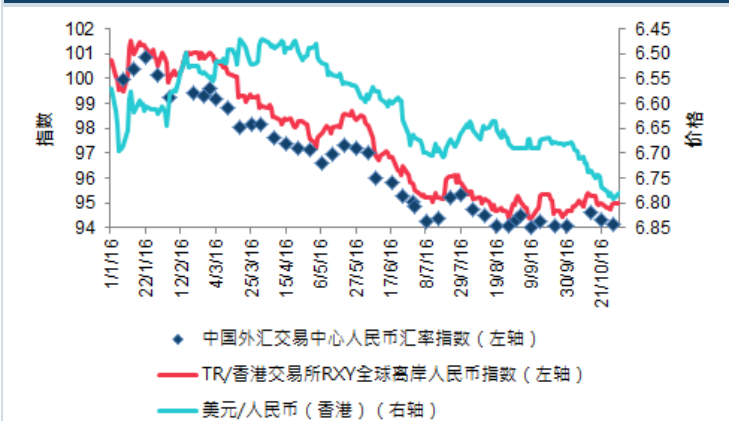
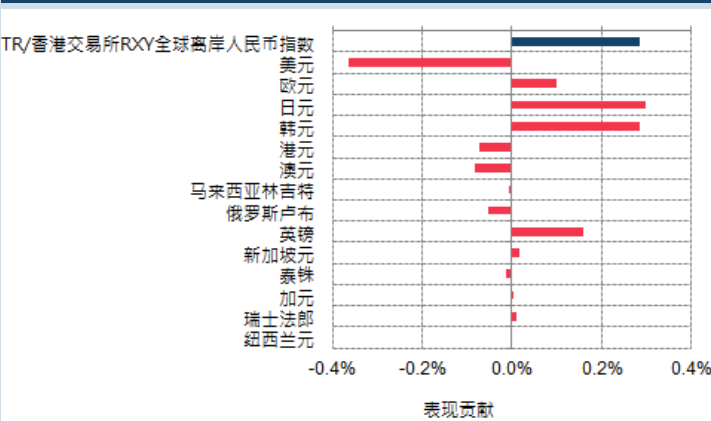


图 11: 每月表现贡献分解: TR/香港交易所RXY全球离岸人民币指数 (2016年10月)



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

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

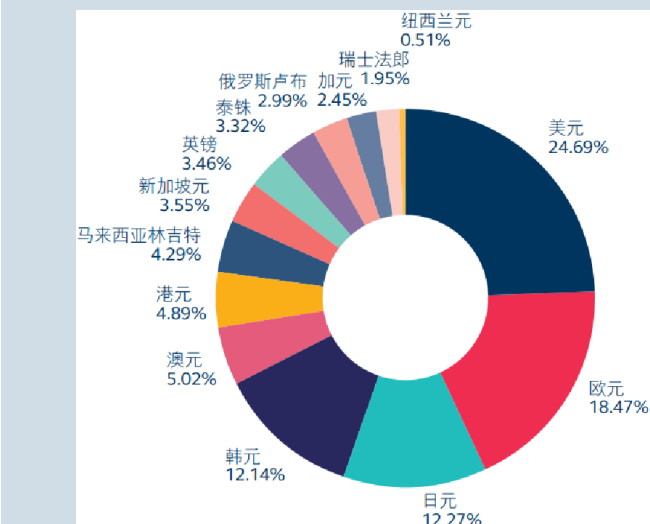


表3: 指数权重

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10月离岸人民币兑欧元汇价较一个月前高0.81%，维持在7.37至7.51相对狭窄区间内浮动。
- 2016年10月三个月场外期权的引伸波幅在8%附近上落，可能与欧洲中央银行将于2016年12月8日的政策会议上决定是否延长其购入资产计划有关。
- 外汇因素方面，估值、基础及利差因素远高于历史平均水平，而波动及情绪因素则低于历史平均数。

离岸人民币兑
欧元月度表现

↑ 0.81%

引伸波幅

7.8%

图 13: 外汇因素雷达*

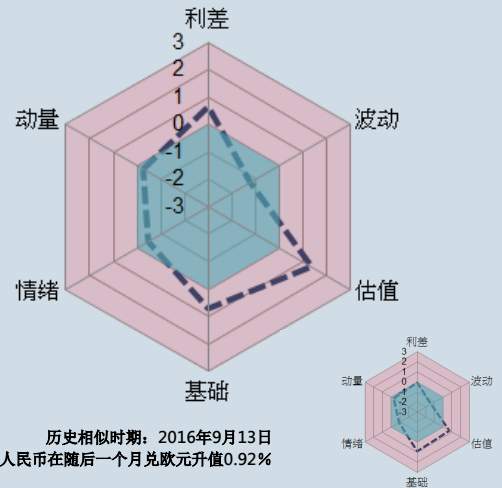
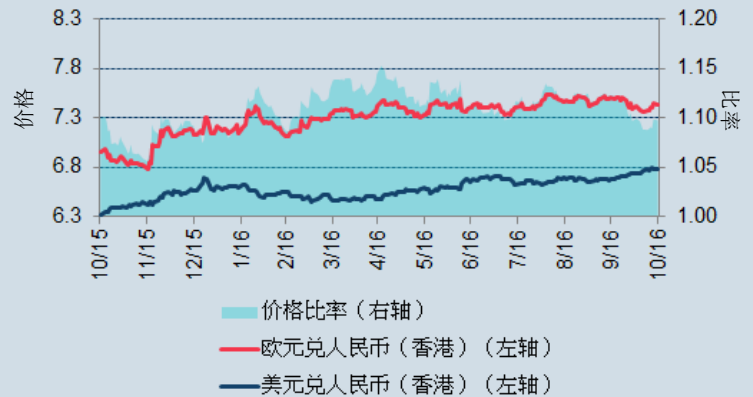


图 14: 外汇波幅(3个月引伸)



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10月离岸人民币兑澳元汇价较一个月前低0.81%，原因之一是澳洲消费物价指数回升加上核心通胀率居高不下，在货币供应增加的市场预测减退之下，澳元兑离岸人民币汇价或有短期支持。
- 2016年10月引伸波幅回升至近10%。
- 外汇因素方面，波动及情绪因素低于历史平均数，而估值及基础因素高于历史平均水平。

离岸人民币兑
澳元月度表现

↓ -0.81%

引伸波幅

9.6%

图 16: 外汇因素雷达*

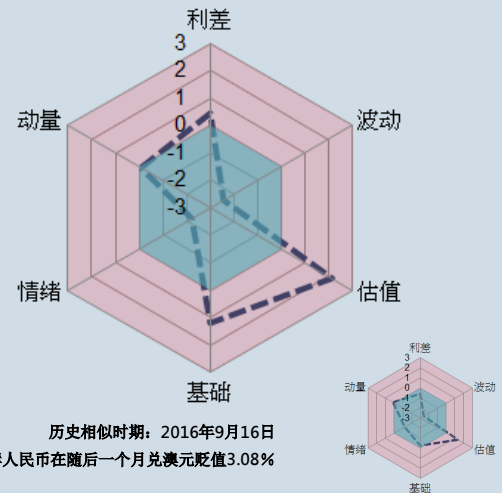


图 17: 外汇波幅(3个月引伸)

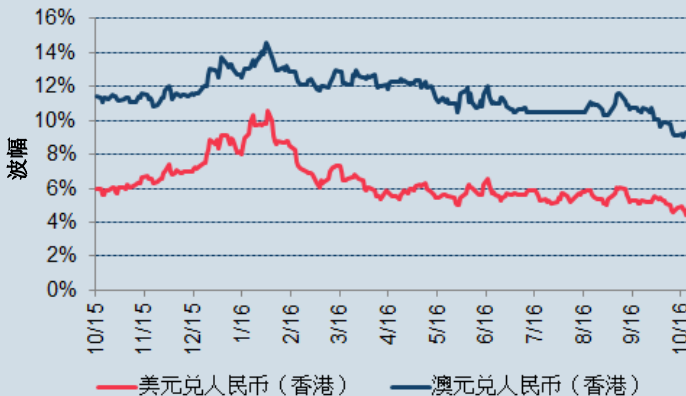
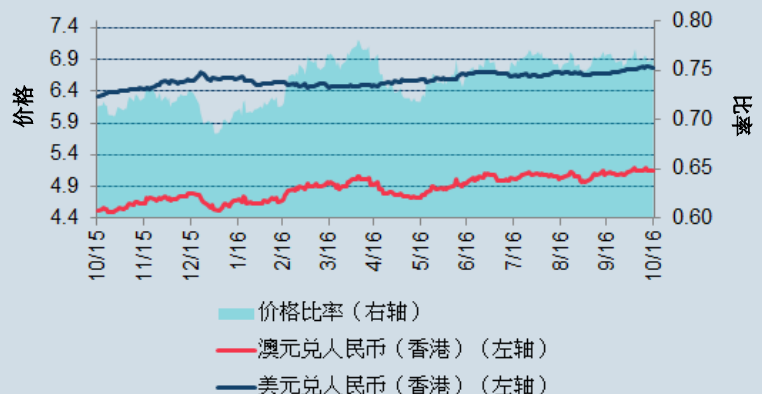


图 18: 价格比率:澳元兑人民币(香港) / 美元兑人民币(香港)



日圆兑人民币(香港)

- 2016年10月离岸人民币兑日圆汇率较一个月前高1.84%，原因之一是日本央行官员仍在评估实施具「收益率曲线控制」的定量/定性宽松计划的影响，故日本央行对2017年的前景或续抱观望态度。
- 2016年10月三个月场外期权的引伸波幅在11%附近徘徊。
- 外汇因素方面，波动、利差、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
 ↑ 1.84%
 引伸波幅
 10.8%

图 19: 外汇因素雷达*

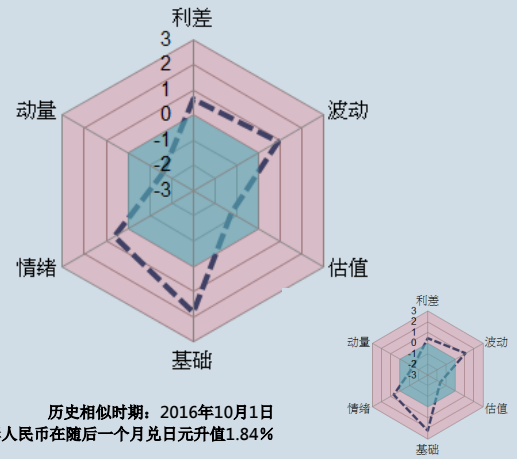


图 20: 外汇波幅(3个月引伸)

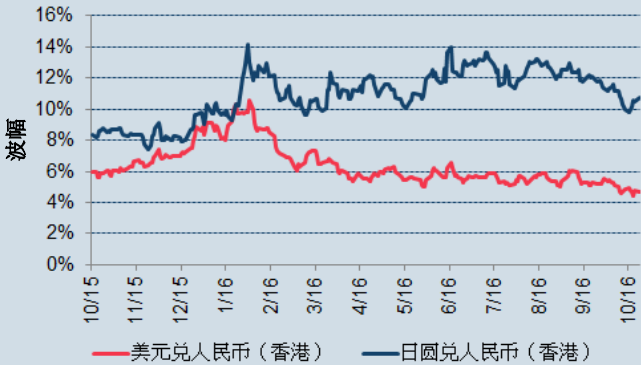


图 21: 价格比率: 日圆兑人民币(香港) / 美元兑人民币(香港)

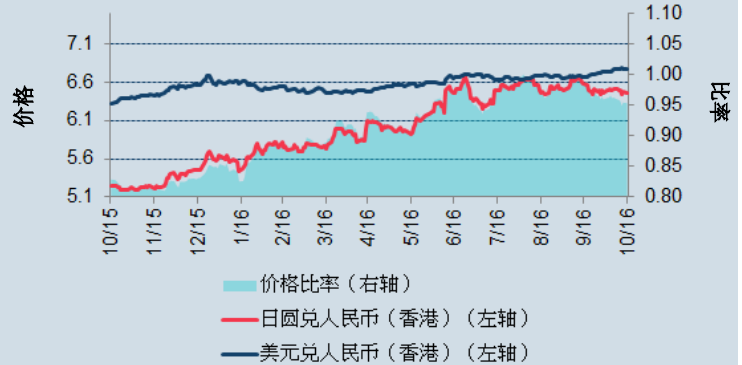


表 4: 人民币货币对汇总表

	表现					波幅					
	10月	9月	变动	前3个月	年初至今	引伸波幅	9月	变动	历史波幅	9月	变动
美元兑人民币(香港)	-1.51%	0.22%	↓	-2.22%	-3.20%	4.7%	5.3%	↓	3.1%	3.4%	↓
欧元兑人民币(香港)	0.81%	-0.50%	↑	-0.48%	-3.64%	7.8%	8.2%	↓	5.9%	6.1%	↓
澳元兑人民币(香港)	-0.81%	-1.71%	↑	-2.49%	-7.77%	9.6%	10.5%	↓	8.9%	9.1%	↓
日圆兑人民币(香港)	1.84%	-1.81%	↑	0.45%	-18.67%	10.8%	12.1%	↓	13.4%	13.5%	↓

离岸债券市场动态

离岸人民币债券市场评论

- 2016年9月份香港人民币存款按月回升1.9%至人民币6,655亿元。2016年9月，人民币跨境贸易结算的汇款总额为人民币3,829亿元(2016年8月:人民币3,988亿元)。
- 中国工商银行东京分行于2016年10月25日售出价值人民币5亿元(7,380万美元)的点心债，是首批在日本销售予专业投资者的离岸人民币债券。日本这个「面向专业投资者」的债券市场(Pro-Bond)容许境外发行人将既有的预定发行额度登记到Pro-Bond的系统即可在该预定额度范围内随时发债，又免去上市文件原须翻译为日语的规定，积极鼓励境外发行人到日本发债。

图 22: 离岸人民币存款与点心债余额

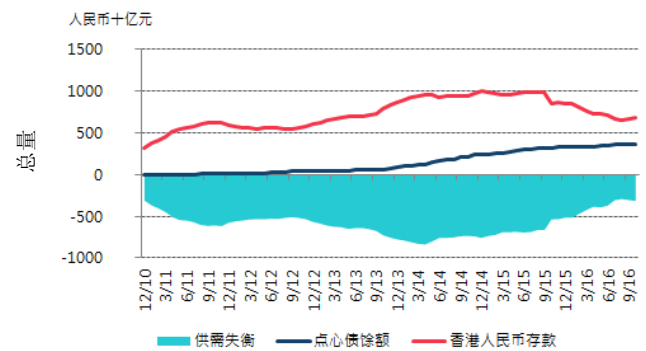


图 23: 人民币债券发行按发行人类型分类

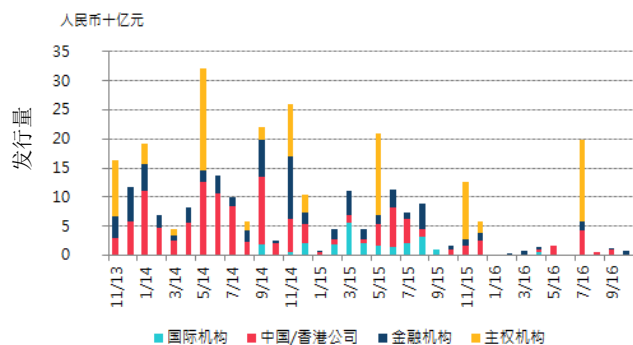
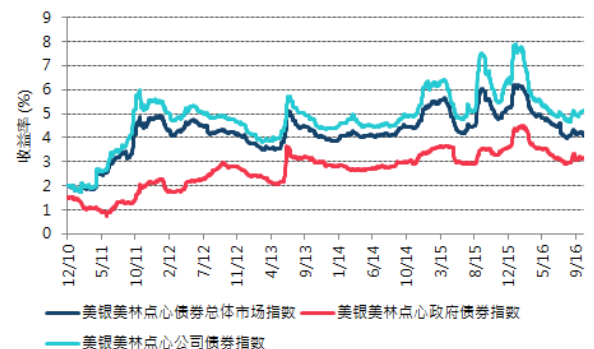


图 24: 点心债表现



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10月的人民币2.3万亿元升至2016年10月的人民币2.6万亿元，上升16.5%。2016年10月发行的存款证较一年前上升41%。
- 截至2016年10月18日止，地方政府于2015年及2016年销售了近2,000只地方政府债券，总值人民币9.2万亿元；当中80%是通过债务转债券计划发行，让地方政府得以再融资而偿还旧债。此外，地方政府销售了超过3,700只城投债，集资人民币3.66万亿元。

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10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	47,245	41,375.80	2.8389
国债	11,611	8,897.14	2.5474
中期票据	10,575	7,075.43	4.5831
公司债券	7,426	4,137.58	4.2393
存款证	8,849	21,999.58	2.9987
商业票据	11,660	8,681.32	3.2192
央行票据	1	2.58	2.1398
其他	3,876	5,429.56	3.7384
总计	101,243	97,598.99	3.1042

图 26: 财政部债券余额按年期分类

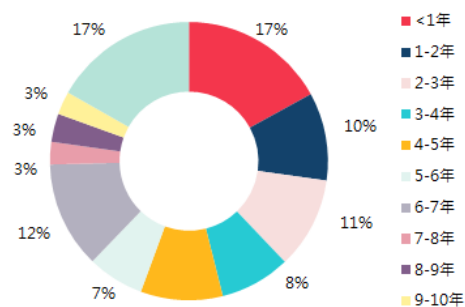


表 6

交易商协会非金融机构发债指导收益率 (截至2016年10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+	2.92	↑	3.39	↓	3.57	↓	3.96	↓	4.21	↓	4.85	↓	5.04	↓	5.29	↓
AAA	3.12	↑	3.47	↓	3.76	↓	4.26	↓	4.50	↓	5.15	↓	5.50	↑	5.80	↑
AA+	3.33	↑	3.85	↓	4.18	↓	4.75	↓	5.15	↓	5.79	↓	6.20	↑	6.53	↓
AA	3.77	↑	4.33	↓	4.66	↓	5.42	↓	5.66	↓	6.55	↑	6.90	↓	7.37	↓
AA-	5.06	↓	5.68	↓	6.05	↓	7.16	↓	7.56	↓	8.20	↓	8.60	↓	8.90	↓

图 27: 中国银行间债券市场的外资机构参与度

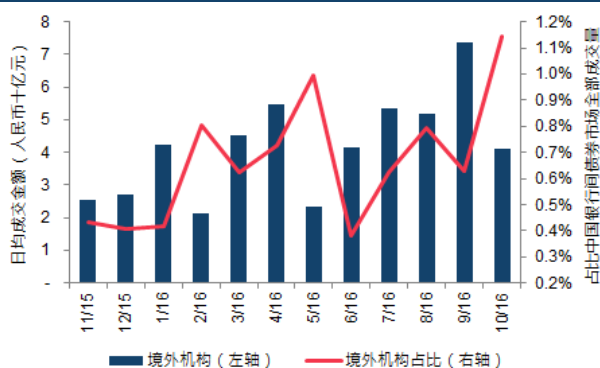


图 28: 由外资机构持有的在岸债券



图 29: 由境外机构持有的债券分布

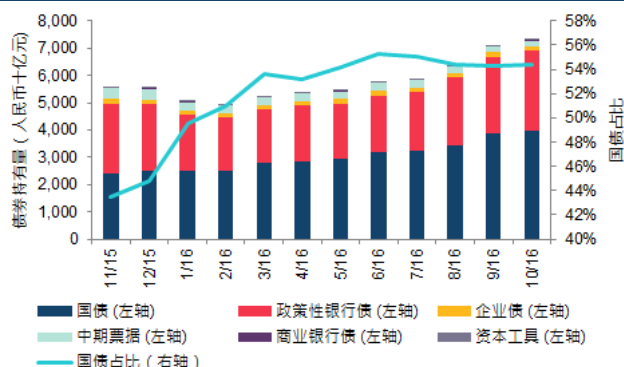


图 30: 国债期货交易量



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

- 中国隔夜利率在2016年10月25日升至18个月以来最高位，原因之一是人民币汇率跌至六年低位，加速资金外流。可以显示银行间资金充足与否的一日回购利率上升17个基点至2.41%，是2月以来最大的变幅及2015年4月以来最高位。两者攀升，均发生于中国人民银行连续三日调低人民币每日参考汇率之后。
- 中国10年期政府债券收益率近几周跌至历史低位，原因或是经济前景令人忧虑及其他投资机会不足，推高了债券价格而令收益率下跌。同时，中国当局设法增加投机人士借入短期资金投资的难度，也令短期利率不降甚或反升。

图 32：在岸人民币上海银行间同业拆息收益率曲线

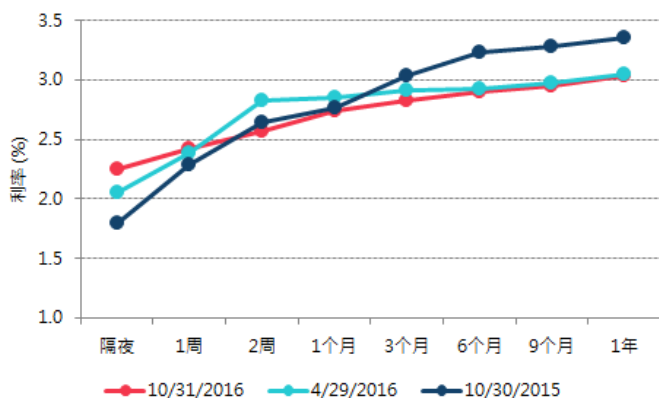


图 31：离岸人民币隐含收益率受汇率带动抽高



图 34：在岸利率互换（7日回购利率）收益率曲线

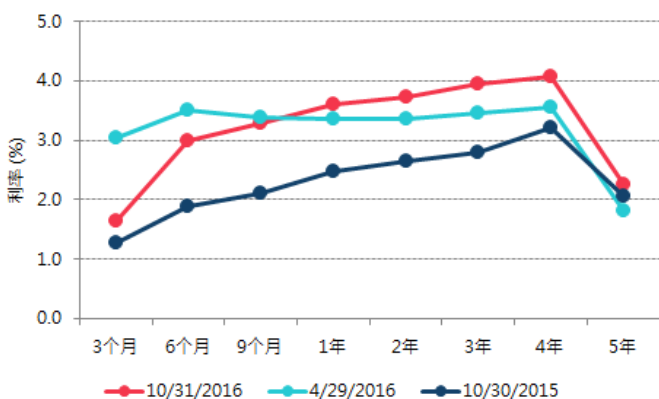


图 33：离岸人民币香港银行同业拆息收益率曲线

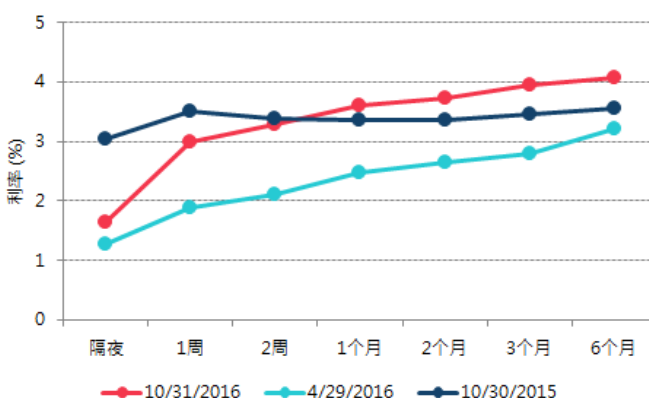


图 36：上海银行同业拆息与离岸人民币香港银行同业拆息

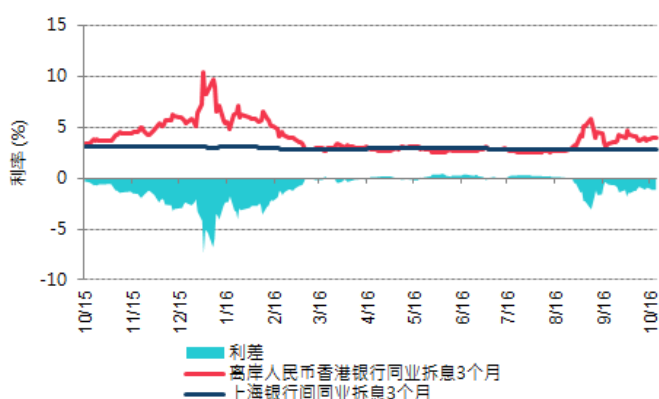


图 35：在岸利率交换合约交易名义本金

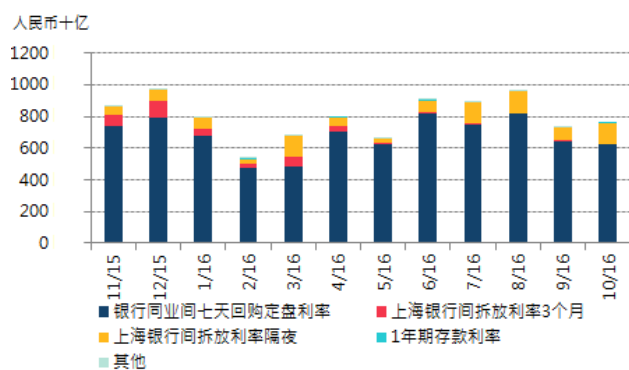
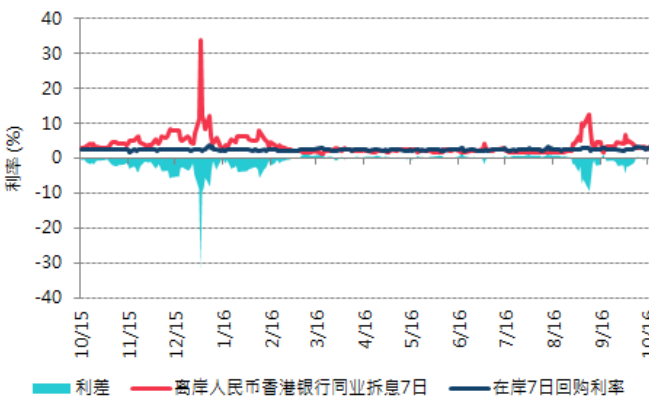


图 37：在岸人民币7日回购利率与离岸人民币香港银行同业拆息



(上接第1页)

(二) 形成双向预期，有助于发展货币衍生品，培育成熟和有深度、有风险定价能力的外汇交易市场

1. 人民币转向参考一篮子货币，有助贸易途径的人民币国际化

从人民币国际化的进展来看，当前正是人民币国际化的关键阶段，人民币加入SDR具有标志性意义，可以提升国际市场对人民币的关注和了解。

表7: 按新方法，人民币所占权重低于预期，金融指标贡献度仅0.8% (截至2015年11月30)

货币	贸易权重	贸易贡献 份额 (A)	金融指标 贡献 (B)	金融指标 贡献份额 (B)	各货币权重 (w=A+B)	2010权重
美元		13.00%		28.70%	41.70%	41.90%
欧元		17.40%		13.50%	30.90%	37.40%
英镑	50%	4.70%	50%	3.40%	8.10%	11.30%
日元		4.80%		3.50%	8.30%	9.40%
人民币		10.10%		0.80%	10.90%	

2. 人民币转向参考一篮子货币，使得人民币对主要新兴经济体来说是比较稳定的货币

从国际金融市场发展的历史来看，一国货币在走向国际化的过程中常常首先呈现出区域化的趋势，即首先被与其经济金融联系紧密的周边国家和地区广泛接受。从人民币国际化的进展来看，随着“一带一路”大战略的实施、中国与周边经济体国际产能合作的深化，越来越多中国企业“走出去”参与国际竞争，需要一个更为国际化的人民币来提供金融支持。这也为人民币首先在“一带一路”相关经济体中实现一定程度的区域化创造了重要的需求动力，同时也对人民币对新兴经济体等主要贸易国家的汇率稳定提出了要求。人民币国际化，在可预见的未来，更多的仍是在新兴市场国家和周边国家补充甚至取代原来的国际货币，而不是在全世界的范围内同步尝试扩大市场份额。

3. 人民币国际化短期的推进速度减缓对汇率制度提出挑战

从离岸人民币市场规模来看，人民币国际化在近期出现了推进速度减缓的状况。人民币国际化需要资本市场的开放支持，需要相对稳定的汇率支撑。从“不可能三角”和国际国内金融环境的局限来看，人民币转向参考一篮子货币是最优选择，既能确保人民币相对于一篮子货币是稳定的，又能顺应人民币国际化、资本市场有序开放对汇率的要求，可以说是同时对资本自由流动和汇率浮动的部分实现。

(三) 更灵活的人民币双向波动空间与非对称贬值新模式

1. 更灵活的人民币双向波动空间

汇率市场化过程中人民币汇率一直是有管理的，管理的工具主要有日波幅限制和中间价。过去，人民币汇率弹性扩大主要体现在日波幅限制不断扩大。在银行间即期外汇市场上，人民币对美元的交易价可在中国外汇交易中心对外公布的当日人民币兑美元汇率中间价规定的幅度内波动，即所谓日波幅限制。最初日波幅为±0.3%，2007年5月18日扩大至0.5%，2012年4月16日扩大至1%，2014年3月15日扩大至2%，至此已经基本满足人民币汇率日内波动需要。

转向参考一货币篮子以后，人民币兑美元汇率会更加具有弹性且经常波动，这样有利于向更灵活的汇率制度过渡。在存在比较大的升值或贬值压力的情况下，如果采用扩大浮动区间的方法，很可能使汇率立即达到区间的上限或下限。但是如果是根据货币篮子来确定中间汇率和波动区间，只要篮子中货币直接的汇率波动还没有使货币篮子的价值偏离区间，波动区间就不会突破。当然这个过程需要人行有比较大的透明度和可信度，如人行公布货币篮子的权重，目前来看汇率预期基本稳定了。

2. 2016年初非对称贬值新模式

2016年初，在美元兑其他主要货币显著贬值的情况下，如果坚持盯住中国外汇交易中心篮子，人民币兑美元汇率就会显著升值，在当前中国经济仍存在探底风险的情形下，人行并不愿意看到人民币显著升值；而在美元走强的背景下，人民币盯住中国外汇交易中心篮子汇率，就意味着人民币将会兑美元显著贬值，这一贬值有助纠正过去人民币兑美元汇率存在的高估。在短期内，人行可能继续采用“非对称贬值”新模式。这种模式具有两个特征：（1）当美元指数走强时，人民币会选择更多参考中国外汇交易中心篮子，让人民币兑美元汇率贬值，但对一篮子货币仍保持稳定乃至升值；（2）当美元指数走弱时，人民币会选择更多的参考美元，跟随美



元一起走弱，而让人民币兑中国外汇交易中心篮子贬值。

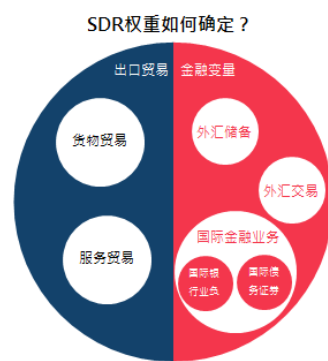
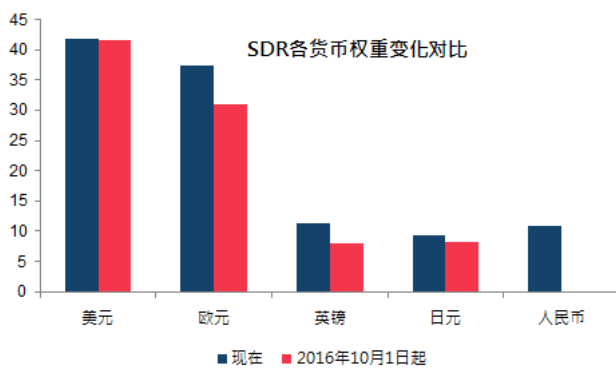
(四) 政策建议

中间汇率制度是效率与稳定之间的权衡，是迈向自由浮动汇率的重要中间阶段。客观总结应对汇率波动经验，适应更大幅度的人民币汇率波动，坚定推进资本项目开放。参考一篮子货币有利于增强人民币国际独立地位，从新兴市场探寻人民币国际化动力。

图 38：中国人民银行中间价和美元兑人民币（在岸）及美元兑人民币（离岸）上日收盘价



图 39：SDR各货币权重变化对比和SDR权重如何确定



人民币债市新近发展及对SWIFT的影响

SWIFT 亚太区证券市场及标准主管Alexandre Kech

中国最近宣布将国内银行间债市对海外投资者开放后，尚未能参与这市场的海外投资者的期望自然很高，特别是那些向来追求收益的投资者。须知现时近三分二的外国政府债券的孳息均不足2%，中国的银行间债市也就显得是上佳投资之选。

据国际金融研究所一项研究，中国债市现时市值7.4万亿美元，为全球第三大，仅在美国日本之后。按《金融时报》资料，当中由机构投资者持有的只占2%，预期海外机构投资者参与大有增长空间。

在岸市场发展

中国证监会于2012年年中更新了关于合格境外机构投资者（QFII）的投资指引，准许QFII投资于银行间债市，并于2013年初再取消了人民币合格境外机构投资者（RQFII）的投资股债比例限制。这两项转变均对使用在岸人民币投资在岸债市带来正面影响。一如SWIFT Watch数据所显示，在岸人民币债券的结算金额从此稳步上扬。2014年第四季的在岸债券结算数额甚至超出了离岸债券金额，2016年7月份的数字则更几是离岸债券结算额的六倍。

然而，以人民币进行的在岸债券结算只有68家机构使用SWIFT，反观以离岸人民币进行离岸债券结算的机构中有387家使用SWIFT。这些数据所反映的，是QFII和RQFII计划规定只有合格机构方准进入内地市场之限制。现在中国对海外机构投资者开放境内银行间债市，海外投资者的参与势必增加，使用在岸人民币债券结算指示的SWIFT会员/成员数目料当相应增加。这些主要使用SWIFT的指示亦会改善债券直通结算的比率。

离岸市场发展

反观离岸市场却只见拾级而下，但情况一点不意外。如SWIFT Watch的数据显示，离岸债券成交额只是反映了离岸债市的降温。对照离岸债券的发行趋势，看到债券发行商在内地资金成本较低兼规例放宽后，都只管发行在岸债券，就知情况并无冲突。

凡在中国境外发行及结算的人民币计值债券均统称为离岸债券，可由国际投资者自由买卖，结算货币为离岸人民币，有时称之为人民币（香港），意指在香港流通用作交易及结算的人民币。

使用离岸人民币令业内出现一个人所共知的离岸人民币结算问题，就是ISO货币编码中根本没有「CNH」。若在ISO货币栏中填上「CNH」，SWIFT网络会拒绝转账指令。为此之故才有后来设立的离岸人民币市场惯例小组，以探讨可有何权宜的处理方法。

详情可参阅SWIFT的离岸人民币最佳服务指引：

<https://www.swift.com/standards/standards-resources?category=7056>

SWIFT会员/成员若需显示「CNH」作为离岸人民币债券的结算货币，就要在其结算指令中选择「香港」作为「结算地点」，以示即使其指令中的ISO货币栏显示为「CNY」，真正使用的货币为「CNH」。

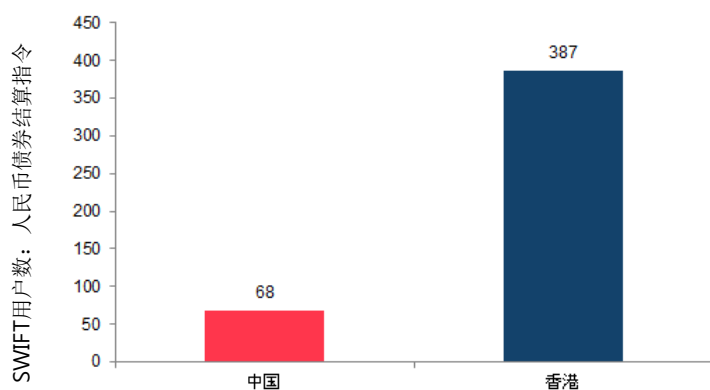
这问题日后当还要作进一步处理，因为会阻碍到采用ISO 20022支援离岸人民币相关的交易。像内地与香港基金互认安排、让内地与香港的本土基金可互向对方市场销售便是一个近例：业界要求就跨境认购及赎回指令实施ISO 20022指令，但只要CNH一天不是有效的ISO货币编码，市场参与者（基金分销商、过户处和服务供应商）就都要坐下来，找出实际操作上的对策。

债券通

香港交易所曾表示，为进一步刺激内地与香港之间资金流动，将研究建立「债券通」，实现与中国现货债券交易及结算互联互通。若能成事，当正好把指令格式一并与跨境结算普遍使用的业界协定接轨。

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 40: SWIFT用户: 人民币债券结算指令



Alexandre Kech为SWIFT 亚太区证券市场及标准主管。

Alexandre作为亚太区证券市场主管的工作包括为SWIFT的亚太区证券客户分部制定策略及产品类别。他亦负责研究区内金融科技机遇，尤其是适用于证券的「分布式分类账技术」方面。

证券占SWIFT的半数讯息量，每年均有双位数增长。SWIFT向超过80个证券市场基础设施（交易所、中央交易对手结算所及中央存管处）及数以千计资产管理公司、经纪商及托管商提供产品和服务，利便市场以安全灵活、可靠、标准化、自动化及具成本效益的方式进行交易。

Alexandre亦是亚太区标准主管，管理来自新加坡、悉尼、香港、北京及东京的顶尖标准专才团队，领导亚太地区讨论「国际标准及市场惯例」方面事宜、实施ISO标准、协调市场惯例及采纳标准。

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。