

每月焦點

- 2016年11月，TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數較2016年10月上升0.55%至95.49，中國人民銀行（人行）美元兌人民幣匯率中間價升2%至6.8865。
- 香港交易所美元兌人民幣(香港)期貨未平倉合約於2016年11月30日創下42,257張（名義金額42億美元）的新高紀錄，約佔全球總數三分之二，為全球交易所之冠，突顯香港交易所作為人民幣風險管理中心的領先地位。11月平均每日成交量亦增至3,535張合約（名義金額3.54億美元），是2016年2月以來最高水平。
- 深港通於2016年12月5日開通，香港交易所首席中國經濟學家巴曙松教授探討這個重大里程碑對互聯互通新時代的宏觀影響。
- 《專家之言》請來法國外貿銀行大中華高級經濟師彭藹嬌女士，探討點心債及熊貓債券的市場走勢。

簡報：香港交易所推廣離岸人民幣定息及貨幣產品市場的工作

香港交易所定息及貨幣產品發展主管馬俊禮出席11月18日在深圳舉行的亞洲固定收益投資峰會，並於小組討論環節中探討2017年的市場機遇。



香港交易所首席中國經濟學家巴曙松教授在香港經濟峰會上就人民幣國際化新階段及香港的機遇發表重點演說。

首席中國經濟學家制高點**深港通的潛在宏觀影響展望****香港交易所首席中國經濟學家巴曙松教授**

深港通已於2016年11月25日宣布啓動，市場參與各方都非常關注，特別是其可能產生的宏觀影響，更是同時具有理論和實踐價值。市場首先容易關注兩地市場不同行業的估值差異，在猜測聯通之後這種差異是否會縮小。其實，在滬港通啓動初期，市場也有許多這樣的猜測，當時，滬港通啓動之後的市場實際運行，與許多人期望的並不一致，有時還恰好相反，在一段時間內，甚至出現了聯通之後價格差異還繼續擴大的狀況。那麼，深港通啓動之後，市場的潛在影響會體現在哪些方面呢？

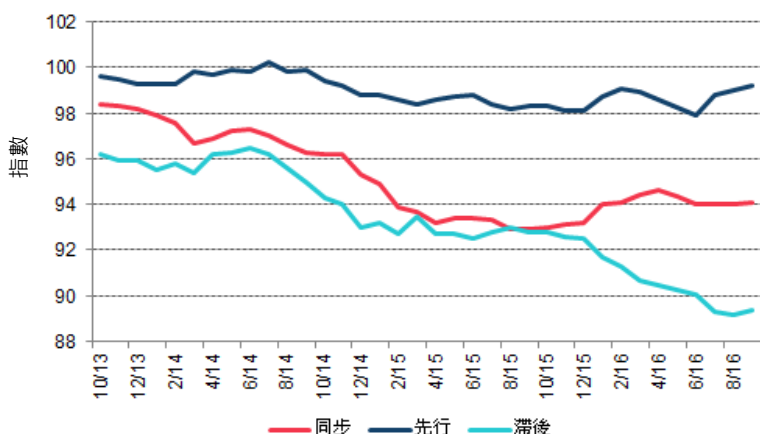
從制度設計角度看，深港通可以說是滬港通的一個自然延伸，但是在一些特定的領域又有一些新的突破，除了覆蓋的股票範圍擴展到深圳市場外，滬港通和深港通的總額度也取消了。從市場參與者角度看，這可以說是非常大的一個制度突破。因為在滬港通項下有總額度的時候，市場投資者經常需要關注總額度的使用進展，常常因為擔心在進行資產配置時遇到額度不足的情況，因此，總額度的取消能夠吸引不少資金進行中長期配置，也增強了香港市場與上海市場、深圳市場等不同市場之間的聯繫。

(下接第9頁)

圖 1: 本月圖表: 中國債券收益溢酬下跌及近期人民幣兌美元貶值



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	↔	17/01/2017
消費者物價指數 (同比%)	2.1	1.9	↑	09/12/2016
生產者物價指數 (同比%)	1.2	0.1	↑	09/12/2016
工業生產指數 (同比%)	6.1	6.1	↔	13/12/2016
固定資產投資 (同比%)	8.3	8.2	↑	13/12/2016
國外投資 (同比%)	1.2	5.7	↓	08/12/2016
中國製造業採購經理指數	51.7	51.2	↑	01/01/2017
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)	1.67	2.03	↓	29/12/2016
出口 (同比%)	-7.3	-10	↑	08/12/2016
進口 (同比%)	-1.4	-1.9	↑	08/12/2016
M2貨幣供應量 (同比%)	11.6	11.5	↑	10/12/2016
零售銷售 (同比%)	10	10.7	↓	13/12/2016
消費者信心指數	114.9	117.1	↓	04/01/2017
銀行準備金率 (%)	17.5	18.0	↓	不常
官方外匯儲備 (十億美元)	3120.7	3166.4	↓	07/12/2016
3個月上海銀行間拆放利率 (%)	3.07	2.81	↑	持續
10年政府債券收益率 (%)	3.01	2.66	↑	持續
美元/人民幣匯率	6.88	6.75	↑	持續
TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數	95.49	94.97	↑	持續

本月圖表

- 美國候任總統特朗普的財政刺激方案推動10年期美國國庫券收益率上升，與中國相若債券比較的折讓收窄至不足50個基點。兩國國債收益差距收窄，可能減低人民幣債券對外國投資者的吸引力。

監管/政策發展動向

- 中央國債登記結算有限責任公司（中央結算公司）於2016年11月22日舉辦「2016年度銀行間債券市場境外投資者年會」，推介人民幣國際化下內地銀行間債券市場的投資機會。會上中國人民銀行（人行）債券交易管理處處長高飛表示，人行將適時允許央行類機構以外的其他境外投資者開展債券回購交易。於2016年第三季，海外投資者持有中國國債餘額為人民幣5,680億元，較2015年末升33.7%。

宏觀經濟更新

- 2016年11月28日，駐巴黎的經濟合作與發展組織（經合組織）在每年出版兩次的「最新經濟展望」中表示，中國經濟今年將增長6.7%，但到2017年和2018年增幅將分別減至6.4%和6.1%。其三年預測大致符合中國政府的目標，即2016-20年人均增長6.5%，以實現2010年至2020年人均收入翻一翻的目標，儘管經合組織同時表示，中國必需能夠終止2019年和2020年的下行趨勢，方有望實現有關目標。

市場/產品發展

- 香港金融發展局於2016年11月29日發表報告，研究建立債券通的可能性。該份題為《有關內地與香港債券市場交易互聯互通機制「債券通」的建議》的報告，建議設立機制容許內地與香港兩地的零售投資者可以互相進入雙方的場內及場外交易債券市場。
- 中國證券報於2016年11月16日引述人行數字貨幣研究所籌備組組長姚前表示，人行發行法定數字貨幣的原型方案已完成兩輪修訂，未來有望在貨幣市場等相對封閉的應用場景先行先試，待成熟後再做推廣。
- 環球交易服務提供商SWIFT於2016年11月23日表示，人民幣現時是貿易融資的第三大活躍貨幣，排名下降一級至歐元之後。人民幣在傳統貿易融資（信用證和託收）領域的業務金額從2014年後一直拾級而下，市場份額由三年前8.66%跌至4.61%，部分原因是中國這個全球第二大經濟體增長放緩及近期有關當局打擊跨境套利活動。

美元兌人民幣(香港)

- 2016年11月，美元 / 在岸人民幣中間價徘徊在6.7491至6.9168區間，離岸人民幣兌美元則較一個月前下跌2%。
- 人行於2016年11月25日將人民幣匯率中間價訂於6.9168，創八年新低。2016年11月24日，離岸人民幣兌美元亦觸及6.9654的低點，是自2010年推出以來最低水平。
- 人行副行長易綱於2016年11月27日表示，中國的經濟條件繼續對人民幣有支持作用，人民幣經過近期對美元一輪波動後亦會穩定下來。他表示中國國際收支基本穩定，商品貿易盈餘相對仍然龐大，未來人民幣匯率完全有條件繼續保持在合理均衡水平上基本穩定。

圖 3: 在岸/離岸人民幣現貨價格區間

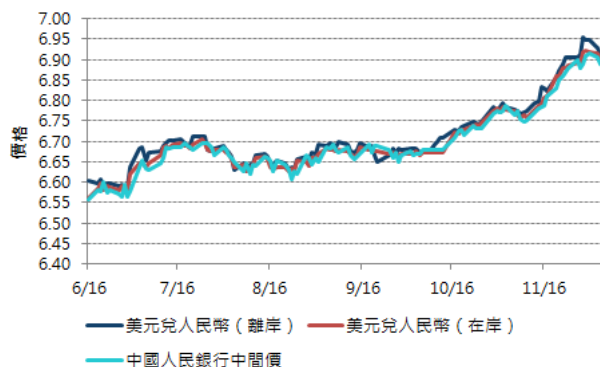


圖 4: 場外交易市場美元兌人民幣(香港)期權引伸波幅

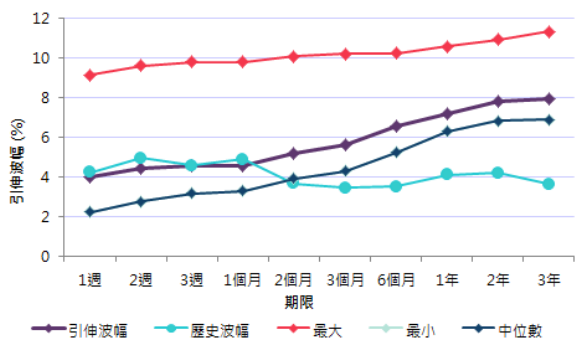
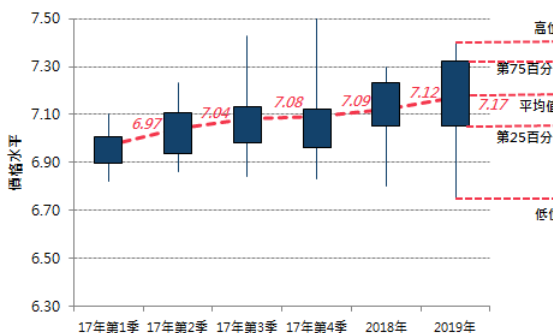


圖 5: 美元人民幣(香港)價格水平的市場預測



香港交易所的美元兌人民幣(香港)期貨
產品焦點

- 2016年11月30日未平倉合約創歷史新高達42,257張(名義金額42億美元)，較去年同期上升超過140%。未平倉合約一般視為衍生產品市場規模的指標。香港交易所的未平倉合約數量是全球交易所之冠，約佔全球總額約三分之二，領先全球其他交易所。未平倉合約數字打破紀錄，足顯香港交易所在人民幣劇烈波動期間作為風險管理渠道的領先地位。
- 2016年11月份總成交量增至77,767張(名義金額78億美元)，是產品推出以來最高水平。
- 香港交易所的美元兌人民幣(香港)期貨的成交及未平倉合約涉及不同的到期日，反映投資者基礎較平均。成交張數最多為2016年12月、2017年3月及2017年6月合約，佔成交量總數的65.1%；未平倉合約集中於2017年3月、2017年6月及2017年9月合約，以上三種合約合佔未平倉合約總數的58%。

圖 6: 美元兌人民幣(香港)期貨成交量與持倉

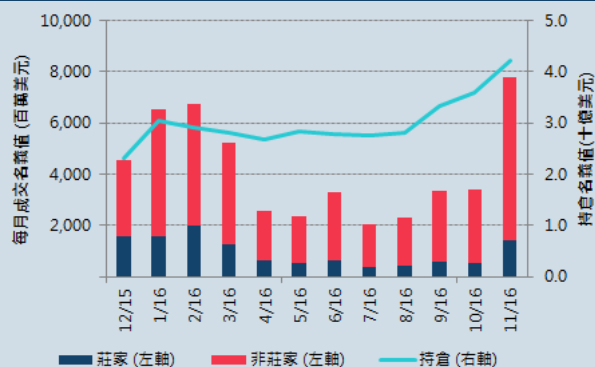


圖 7: 香港交易所人民幣期貨在市場波動時提供流通量

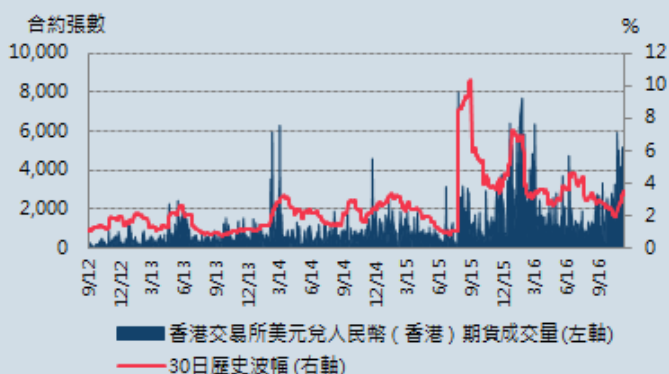


圖 8: 合約月份之成交量分布 (11/2016)

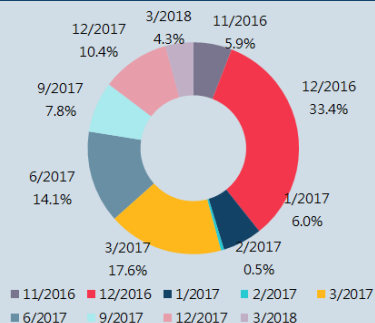
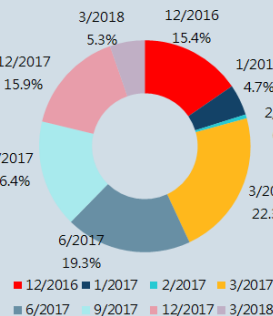


圖 9: 合約月份之持倉量分布 (30/11/2016)



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11月收報95.49，較2016年10月上升0.55%，其間人行美元兌人民幣中間價升至6.8865，較2016年10月上升1.81%。
- 2016年11月對TR / 香港交易所RXY全球離岸人民幣指數表現貢獻最大為日圓，兌離岸人民幣較2016年10月底貶值7.45%。

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11月1日 2016年11月30日(月)	2016年10月31日 2016年10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11月30日)	30日實際波幅 (截至2016年10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	0.55%	0.29%	↑	0.55%	-5.04%	3.19%	2.37%	↑	0.79	0.64
TR/香港交易所RXY全球在岸人民幣指數	0.84%	0.27%	↑	0.84%	-5.76%	3.47%	3.45%	↑	0.74	0.55
TR/香港交易所RXY參考離岸人民幣指數	0.60%	0.00%	↑	0.60%	-5.01%	3.37%	3.83%	↓	0.75	0.60
TR/香港交易所RXY參考在岸人民幣指數	0.90%	-0.01%	↑	0.90%	-5.73%	3.28%	1.93%	↑	0.74	0.59

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美元/人民幣(香港)表現

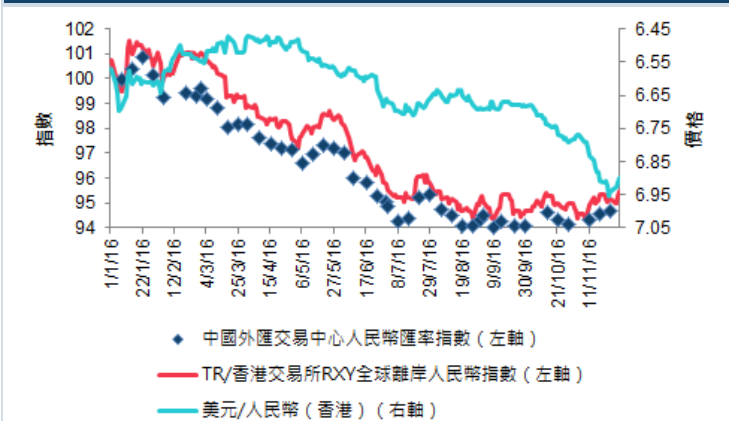
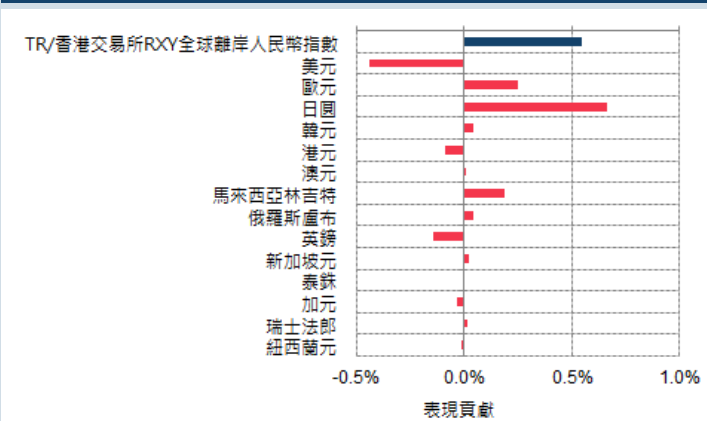


圖 11: 每月表現貢獻分解：TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數 (2016年11月)



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

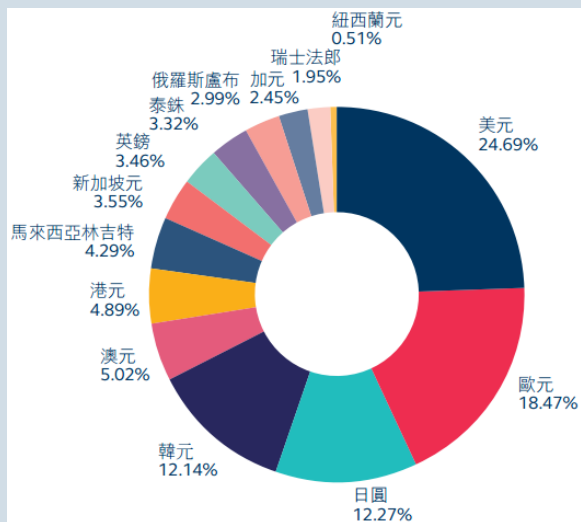


表3: 指數權重

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11月離岸人民幣兌歐元匯價較一個月前高1.60%，維持在7.31至7.54區間內浮動。
- 2016年11月三個月場外期權的引伸波幅緩緩上升至8%左右，原因包括美國總統大選及其大出市場意料的結果。
- 外匯因素方面，估值及基礎因素遠高於歷史平均水平，而波動、動量及情緒因素則低於歷史平均數。

離岸人民幣兌
歐元月度表現

↑ 1.60%

引伸波幅

8.6%

圖 13: 外匯因素雷達*

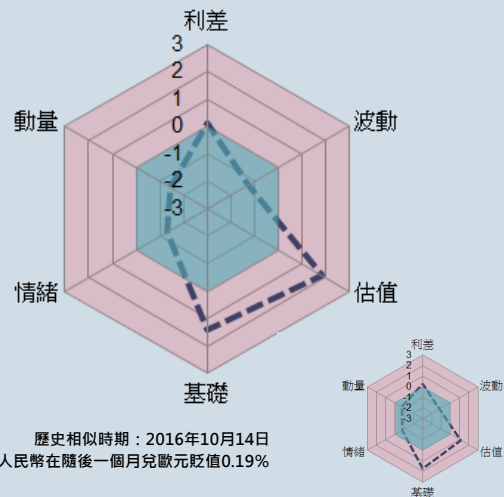
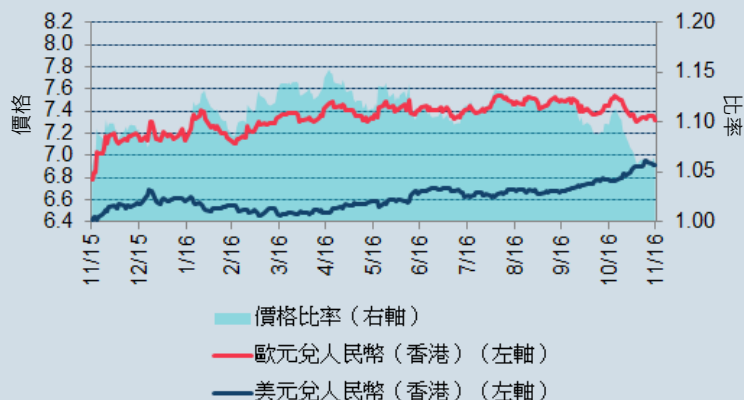


圖 14: 外匯波幅(3個月引伸)



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11月離岸人民幣兌澳元匯價較一個月前高0.97%，原因可能是澳洲建屋批核數據疲軟及鐵礦石現貨價下跌。
- 2016年11月引伸波幅回升至近10%。
- 外匯因素方面，波動、動量及情緒因素低於歷史平均數，而估值、利差及基礎因素高於歷史平均水平。

離岸人民幣兌
澳元月度表現

↑ 0.97%

引伸波幅

10.3%

圖 16: 外匯因素雷達*

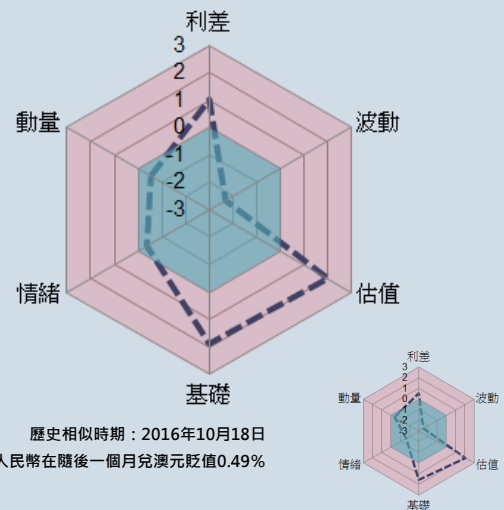


圖 17: 外匯波幅(3個月引伸)

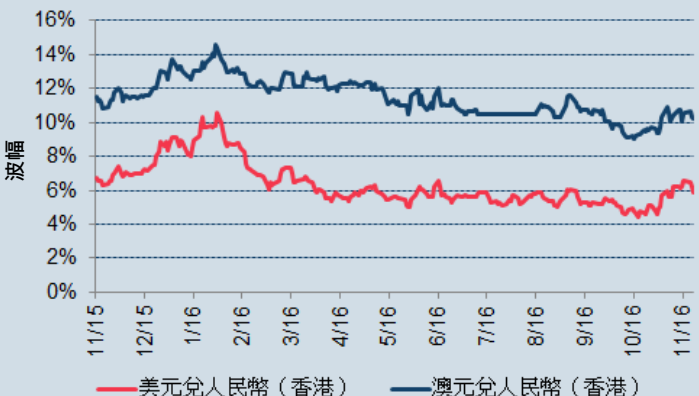
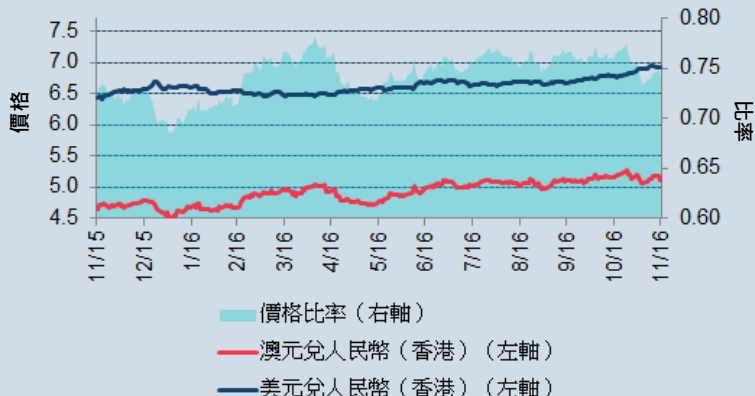


圖 18: 價格比率: 澳元兌人民幣(香港) / 美元兌人民幣(香港)



日圓兌人民幣(香港)

- 2016年11月離岸人民幣兌日圓匯價較一個月前高6.54%，因為日本央行繼續實施「收益率曲線控制」政策抑制日圓升值令日匯受壓。
- 2016年11月三個月場外期權的引伸波幅回升至12%左右。
- 外匯因素方面，情緒及基礎因素均高於歷史平均數，而估值、波動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
 ↑ 6.54%
 引伸波幅
 12.6%

圖 19: 外匯因素雷達*

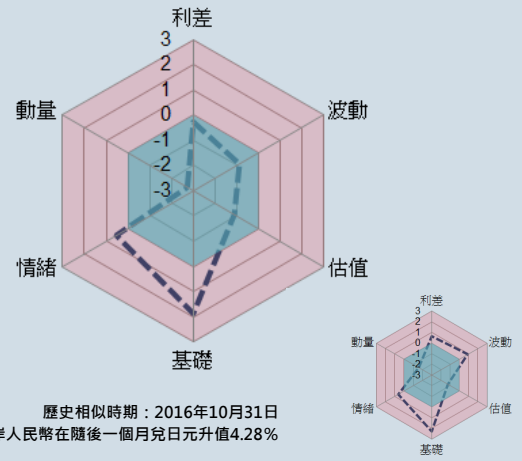


圖 20: 外匯波幅(3個月引伸)

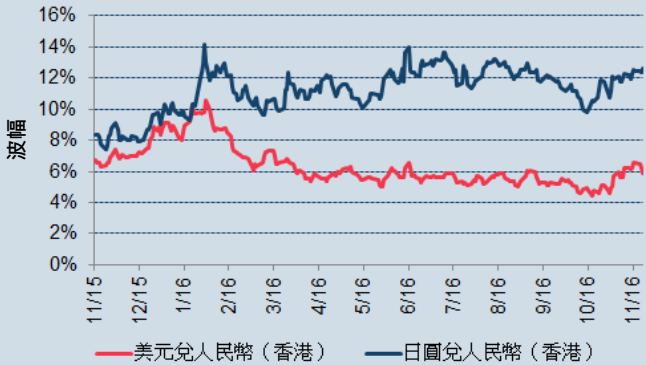


圖 21: 價格比率:日圓兌人民幣(香港) / 美元兌人民幣(香港)

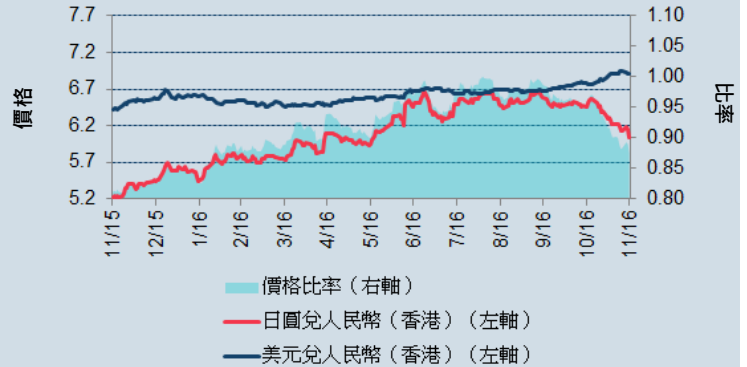


表 4: 人民幣貨幣對匯總表

	表現					波幅					
	11月	10月	變動	前3個月	年初至今	引伸波幅	10月	變動	歷史波幅	10月	變動
美元兌人民幣(香港)	-2.04%	-1.51%	↓	-3.36%	-5.30%	5.9%	4.7%	↑	3.0%	3.1%	↓
歐元兌人民幣(香港)	1.60%	0.81%	↑	1.91%	-1.99%	8.6%	7.8%	↑	5.3%	5.9%	↓
澳元兌人民幣(香港)	0.97%	-0.81%	↑	-1.54%	-6.72%	10.3%	9.6%	↑	8.3%	8.9%	↓
日圓兌人民幣(香港)	6.54%	1.84%	↑	6.60%	-10.91%	12.6%	10.8%	↑	10.3%	13.4%	↓

離岸債券市場動態

離岸人民幣債券市場評論

- 2016年9月份香港人民幣存款按月回升1.9%至人民幣6,655億元。
- 2016年9月，人民幣跨境貿易結算的匯款總額為人民幣3,829億元(2016年8月：人民幣3,988億元)。

圖 22: 離岸人民幣存款與點心債餘額

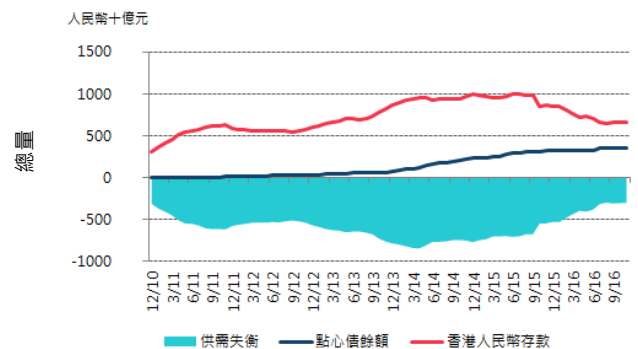


圖 23: 人民幣債券發行按發行人類型分類

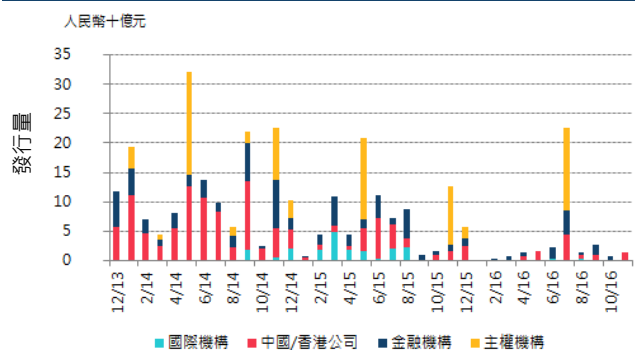
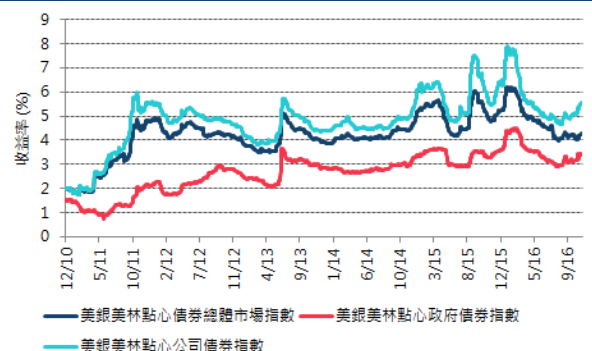


圖 24: 點心債表現



資料來源：萬得、彭博 (2016年11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

- 在岸債券市場發行量由2015年11月的人民幣2.3萬億元升至2016年11月的人民幣3.0萬億元，上升33.2%。2016年11月發行的存款證較一年前上升近80%。
- 在中國人行於2016年5月發出允許境外實體進入銀行間外匯市場的細則公告後，境外主體參與度屢破紀錄，債券持有量創新高，佔銀行間外匯市場總額2.48%，成交量佔銀行間外匯市場總額0.54%。
- 亞洲證券業與金融市場協會(Asia Securities Industry & Financial Markets Association，簡稱ASIFMA) 2016年11月16日發表的一份調查顯示，對於中國在岸債券市場，投資者重視的是資金調動容易、所有權規則及稅法清晰明確，經濟增長及房地產價格前景的考量反屬其次。

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11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	53,750	48,348.65	3.0088
國債	14,142	11,717.23	2.6857
中期票據	11,951	7,901.69	5.0498
公司債券	10,778	5,975.96	4.4765
存款證	13,016	31,456.65	3.2220
商業票據	15,242	10,790.22	3.5102
央行票據	-	-	0.0000
其他	5,220	6,615.72	4.1872
總計	124,099	122,806.12	3.3118

表 6

交易商協會非金融機構發債指導收益率 (截至2016年11月30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+	3.13	↑	3.51	↑	3.69	↑	4.06	↑	4.31	↑	4.92	↑	5.09	↑	5.34	↑
AAA	3.30	↑	3.58	↑	3.88	↑	4.39	↑	4.61	↑	5.21	↑	5.55	↑	5.84	↑
AA+	3.53	↑	3.98	↑	4.31	↑	4.89	↑	5.25	↑	5.86	↑	6.24	↑	6.57	↑
AA	3.90	↑	4.46	↑	4.80	↑	5.54	↑	5.75	↑	6.59	↑	6.95	↑	7.41	↑
AA-	5.18	↑	5.78	↑	6.15	↑	7.23	↑	7.64	↑	8.25	↑	8.65	↑	8.95	↑

圖 27: 中國銀行間債券市場的外資機構參與度

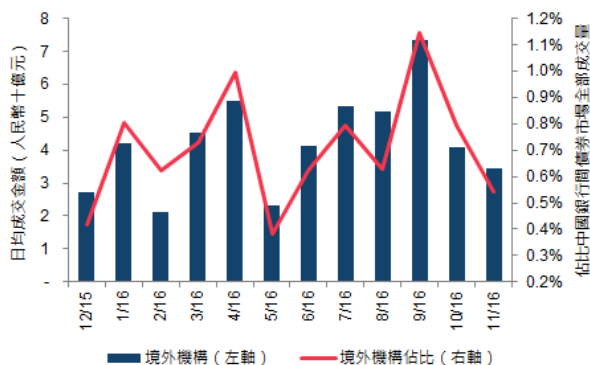


圖 25: 財政部債券收益率5年：在岸與離岸 (%)

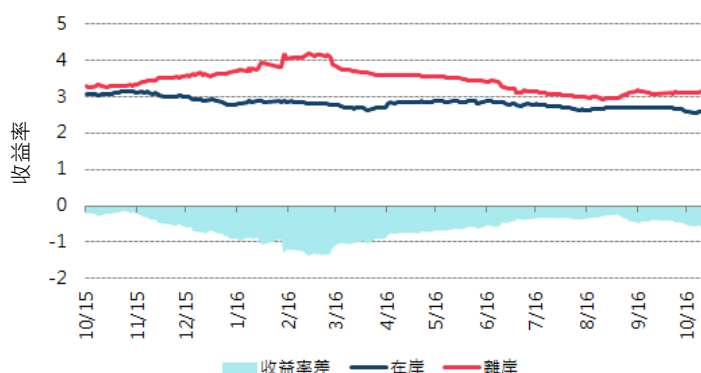


圖 26: 財政部債券餘額按年期分類

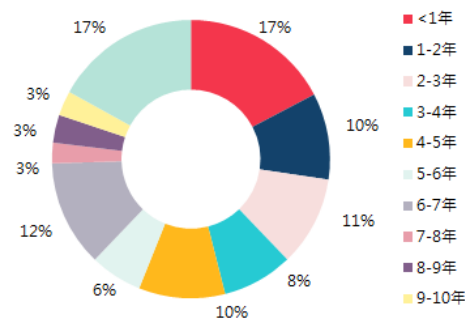


圖 29: 由境外機構持有的債券分佈

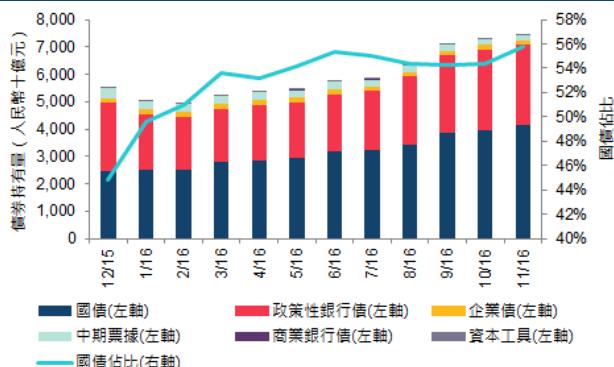


圖 28: 由外資機構持有的在岸債券

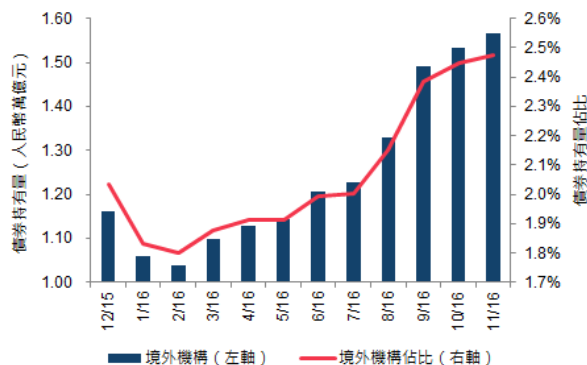
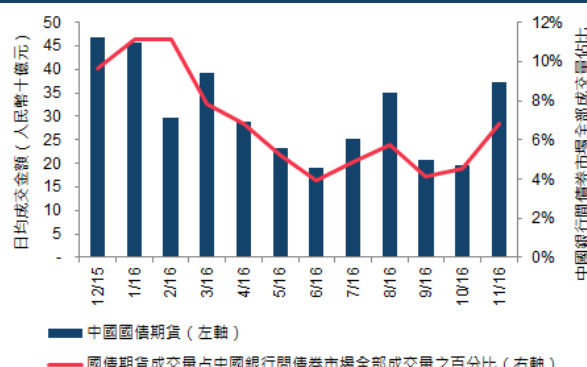


圖 30: 國債期貨交易量



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

- 人行透過公開市場操作收緊貨幣政策。作為貨幣市場流動性主要指標及衡量中國銀行同業借貸成本的基準利率，上海銀行間同業拆放利率(SHIBOR)，在2016年11月9日美國大選後全線飆升，7天SHIBOR在2016年11月30日升至2.502%，是2015年8月以來15個月的新高。中國銀行間市場目下鬧的「錢荒」，可能是10月份以來外匯佔款一直下降所致。
- 離岸人民幣香港銀行同業拆息(HIBOR)隔夜貸款利率於2016年11月30日升至2.94%，較10月底上升1.31%。分析師認為人行就企業向海外實體提供人民幣計值貸款制定新規則，令市場參與者擔心離岸人民幣流動性將進一步收緊。

圖 32: 在岸人民幣上海銀行間同業拆息收益率曲綫

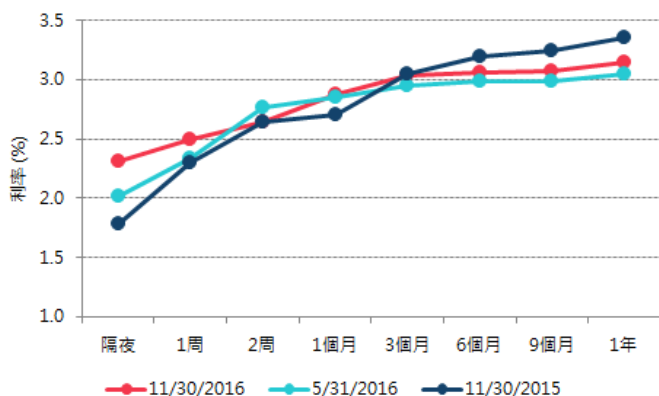


圖 31: 離岸人民幣隱含收益率受匯率帶動抽高



圖 33: 離岸人民幣香港銀行同業拆息收益率曲綫

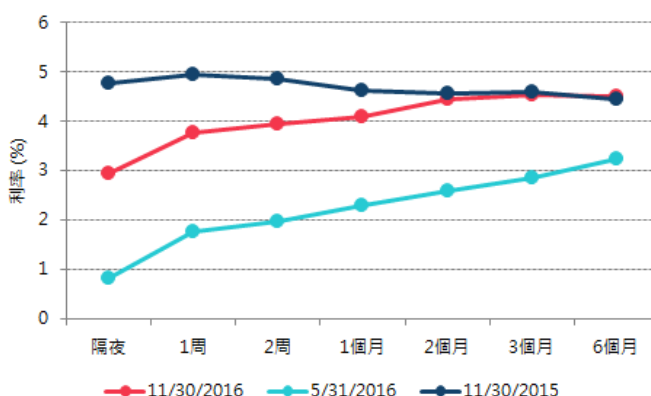


圖 34: 在岸利率互換 (7日回購利率) 收益率曲綫

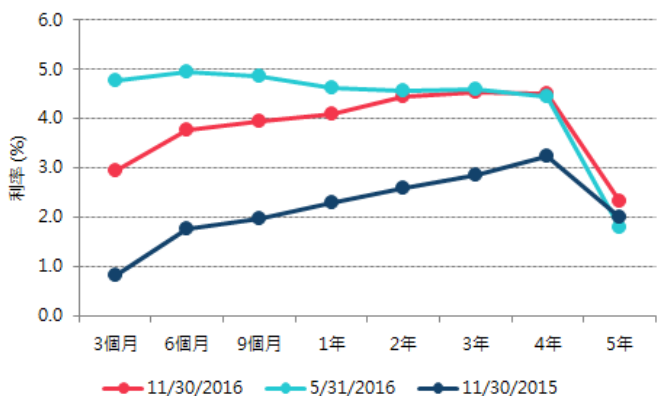


圖 35: 在岸利率交換合約交易名義本金

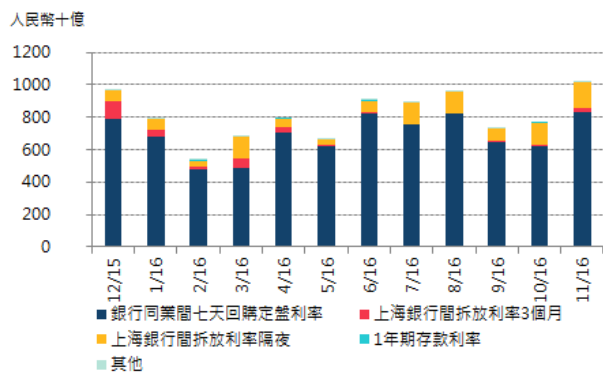


圖 36: 上海銀行同業拆息與離岸人民幣香港銀行同業拆息

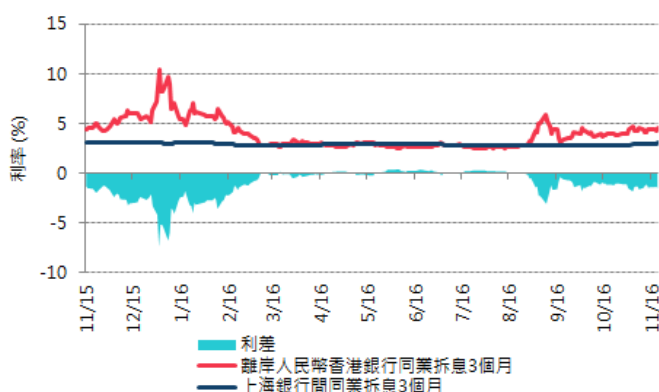
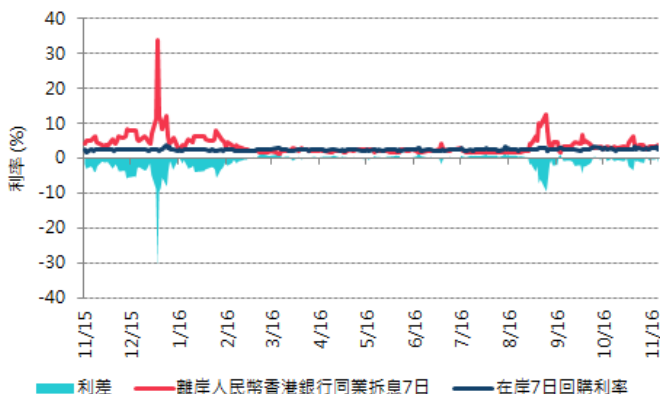


圖 37: 在岸人民幣7日回購利率與離岸人民幣香港銀行同業拆息



(上接第1頁)

一 深港通正在開啓港深滬共同市場時代

深港通的啓動，特別是總額度的取消，實際上把香港市場、上海市場和深圳市場連接成了一個“共同市場”。在滬港通和深港通啓動之前，這三個市場原來實際上單獨看，在全球的交易所上市公司市值排名中也都在前十位之列，當時在全球範圍內比較與一些主要的市場還有一定的差距。但是，取消總限額、並且通過滬港通和深港通連接起來以後，這三家交易所的上市公司市值加起來就是一個70萬億市值的大市場，三個交易所的交易量如果加總起來也是直逼紐交所等全球領先的主要交易所。

之所以說滬港通和深港通的啓動，加上取消總額度等制度創新，會促成一個新的共同市場的逐步形成，主要可以從兩個方面來分析：

第一，香港和上海、深圳市場的互聯互通，使得整個投資者基礎極大地擴張了。在這個大的平臺上，市場可面臨的投資者既有可能來自於國際，也有可能來自於香港，還可能來自於內地。如果能够進一步把這種二級市場的互聯互通延伸到一級市場，這個共同市場對於各個領域的優秀的上市公司就可能產生非常大的吸引力。

第二，不同的交易所通過互聯互通，會形成一個優勢互補的市場格局，為投資者提供更多的市場選擇。如果一個公司要上市，在香港和上海、深圳這三個交易所的互聯互通的平臺上，現在他面臨交易所的選擇機會，大家通常會說香港市場的平均估值水平低，但是如果通過細分的行業進行對比就可發現，香港的估值低因為恒生指數裏金融和地產等傳統周期型行業佔比非常高，如果分行業看，有些行業的估值比國內市場的估值還要高，如健康護理等。

二 深港通有望啓動多元化的市場互動模式

滬港通的啓動，在很大程度上帶有探索性質，投資者熟悉說這個市場也需要時間，因此，從數據上統計，滬港通框架中無論是南下還是北上的資金，其佔當地市場的交易量的佔比現在還是低的，遠遠沒有達到能夠影響主場的交易習慣和市場交易周期的程度。據粗略的統計，滬港通中的南下資金佔整個香港市場的交易量佔比，從啓動到現在通常在0.5%—0.6%，一直到現在3% - 5%。中國內地的市場流動性非常充足，所以海外的資金投資上海市場的規模，佔上海的交易量的佔比更小了，基本上在0.5% - 0.9%之間。

那麼，深港通啓動之後，這種狀況是否會有所改變呢？深港通啓動，也會相應取消總規模限制，積極引入保險資金這些新的投資者，整個市場的互動應該說比原來要活躍。那麼，深港通啓動之後，會是哪些部分比較活躍呢？滬港通項下，不同投資者的投資偏好有什麼變化，我們觀察到這個城市的黃金地帶，滬港通投資股票的選擇也是這樣。2015年，內地投資者通過滬港通有61%投資那些大的公司。目前中小型公司實際上被市場研究不足，而且估值價差也比較大。此前，不少的投資者認為上海市場的估值與香港市場的估值有差異，把這兩個有差距的中小企業聯通之後應該估值會靠近，但是滬港通啓動一段時間內，竟然出現了差距拉大的趨勢。這就說明，即使滬港通互聯互通之後，這兩個市場還是按照自己的周期在運轉。從數據分析，到了2016年，國內的資金開始轉向買大型股，51%是一些大型股，金融佔了主導。因為價格差異比較明顯，再加上低利率和國內所謂的“資產荒”，還有計算香港的估值足夠覆蓋相關的保險資金，所以金融機構也相應加大了股票的投入。

三 深港通有望推動香港進一步強化其國際金融中心地位，滿足居民、金融機構、企業等市場主體進行資產海外配置的需要，助力中國資本市場雙向開放

當前中國資本市場的開放程度是有限的，這同時也使得中國的市場主體缺少一個高效率的進行海外資產配置的平臺，而滬港通和深港通的啓動加上交易限額的取消實際構建了這麼一個平臺。例如，中國保險資金對海外投資的最大額度可以達到15%，但現在保險公司對外投資的規模只佔總資產的2%左右。另外，中國已經是世界第二大經濟體，國際貿易額更是世界第一，但在國際資本市場以人民幣計價的金融產品還很少。所以，中國資本市場的雙向開放具有很大的潛力，投資者迫切需要一個可以進行國際資產布局的高效率平臺，滬港通、深港通就是這樣的平臺。

從歷史脈絡上來說，中國資本市場的開放，分為幾個階段。第一個階段是1993年到2000年，主要方式是國內企業海外上市，其中絕大部分是在香港上市，籌集國際資金進入中國市場。從1993年到現在，國內企業在香港籌集的資金大概有5萬多億港元。第二個階段是從2001年到2010年，重要進展是引入合格機構投資者，也就是QFII和QDII。其背景是內地資本市場快速發展，股權分置改革取得突破。目前已經進入了第三個階段，在人民幣國際化的大趨勢下擴大開放，典型的事例是一些RQFII從二級市場開始轉向直接投資。

在中國改革開放的過程中，香港抓住了一個機會，成功轉型為一個國際型的金融中心。在此之前，在香港上市的基本上都是本地的



一些小型公司。隨著內地進行改革開放，內地企業希望籌集資金，而國際投資者想進入中國市場，香港抓住了連接東西市場的機會。國際市場的投資者和中國內地的上市公司，在香港市場進行匹配，香港高效率地完成了匹配的功能，從而成為國際金融中心。現在，中國的投資者希望把自己的一部分資產配置到海外市場，而海外金融產品需要尋找新的投資者群體，這就構成了一個資金流動的新循環。這個新的需求要求香港金融市場把國際市場的各种金融產品都吸引過來，像一個大型金融產品超市，供國內投資者進行挑選。從趨勢看，在這樣一個金融大超市里，應當既有股票，也有貨幣和固定收益產品，還有大宗商品。那麼，下一步，香港與內地的連通還需要延伸和拓展，從股票的二級市場延伸到一級市場，從股票市場延伸到貨幣和固定收益產品，進而延伸到大宗商品。

「點心」雖小 國際影響力有增無減

法國外貿銀行大中華高級經濟師彭藹嬌

在岸債券市場一直大幅增長（當中國債及政府性銀行債券佔發行總額逾60%），原因包括在岸企業融資需求上升，但銀行則收緊信貸政策，以及首次公開招股上市的輪候時間越見加長。

離岸發行人（包括內地企業的外資附屬公司）的焦點所在是發行及投資熊貓債券市場相對點心債券市場的差別。這裡想特別指出的是，這兩者是截然不同的市場。

熊貓債：增長迅速 但欠非中資背景發行人

境外發行人在熊貓債市集資的明顯好處，是他們因著在岸業務而有人民幣資金需要，發行熊貓債可避免外匯風險。

由於美國仍處於接近零息時代，歐洲及日本又持續負利率政策，外資對熊貓債的需求一向極低。這樣就解釋了為何大部分熊貓債發行人不是內地的海外附屬公司就是香港企業。

然而，此趨勢或會在2017年扭轉。美元融資成本在2016年一直上升，如升勢在2017年持續，美元債市的集資成本加上外匯對沖成本等，就可能與在熊貓債市集資差別不大。

點心債：離岸中資發行人偏好點心債 捕捉人民幣國際化潛力

點心債其實亦可以說是為有內地業務而需要人民幣資金的外資企業提供自然的外匯對沖機會。基於此相同特點，點心債市與熊貓債市面對同樣的挑戰，因為美元市場的集資成本應該較低。

然而，基於在岸與離岸息率有別，點心債券市場要面對多一重挑戰。圖4顯示，在岸息率自2015年底起較離岸息率低。這樣的在岸離岸息差（在岸融資成本反而較低）意味著境外發行人考慮發行人民幣債券時，如本身有內地業務，自會傾向熊貓債而非點心債。

從按發行人所在國家風險分類的點心債發行人之變化可見，點心債市融資成本較高該是中資企業考慮發行熊貓債抑或點心債的一個關鍵因素。

邁向國際化

不過，也不是所有發行人的需求都包含同樣的因素。據點心債發行的組成分析顯示，非內地、非香港的發行人較中資發行人有較大興趣發行點心債。當比較熊貓債市與點心債市時，市場人士往往忽略了這點。

對於境外發行人，發行點心債所得資金可在離岸使用，提供了額外靈活性。相反，熊貓債市所籌得資金則只限於中國境內使用。點心債市的靈活性意味著世界各地的發行人以至投資者可增設由知名發行人的人民幣集資項目組成的全新投資組合，把握人民幣國際化的潛力。

按發行量及發行值計，澳洲銀行是2016年香港以外最大的境外發行人組別。隨著人民幣貶值，這些發行人可受惠於票息成本較低，債券到期時贖回本金相比以澳元發行亦更相宜。

人民幣貶值是市場走淡的主因

雖有澳洲銀行相對積極參與點心債市，人民幣資產整體交投仍然下滑。點心債市場今年至今發行量不及2015年同期，主要是由於人民幣貶值。當人民幣趨弱，人民幣債券的投資需求會隨著預期匯價收益調整而轉淡。這亦是今年離岸人民幣存款及存款證存量雙雙下跌的主因。如人民幣持續貶值，點心債市的發行量很可能收縮，即使外資銀行為把握人民幣國際化的機遇而持續發行仍難以獨力支撐。

總結

按照上文所分析，發行人對熊貓債市的發行需求與點心債有所不同。熊貓債資金運用方面欠缺靈活性是兩者的主要差別。基於同一原因，債券發行人及離岸投資者可以透過離岸點心債市場把握人民幣國際化的商機。

免責聲明：本文僅為提供一般性資訊之目的，不應用於替代專業諮詢者提供的諮詢意見。

圖 38: 在岸債券發行量

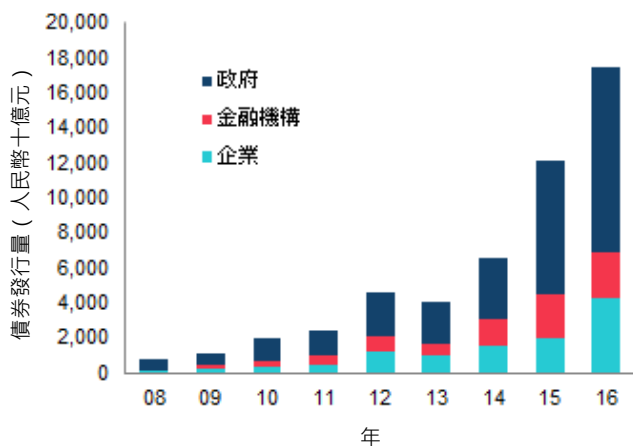


圖 39: 熊貓債發行量

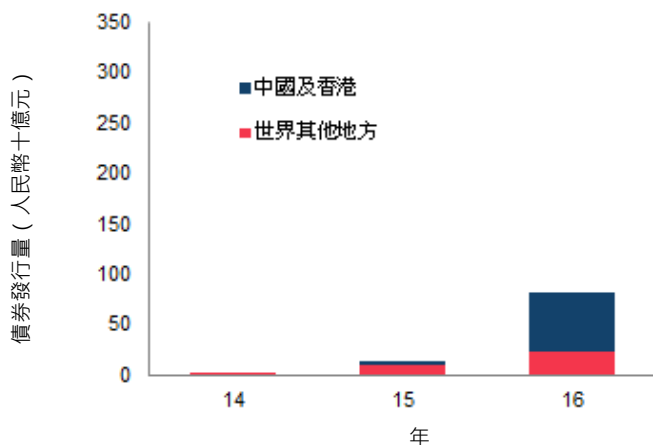


圖 40: 點心債發行量

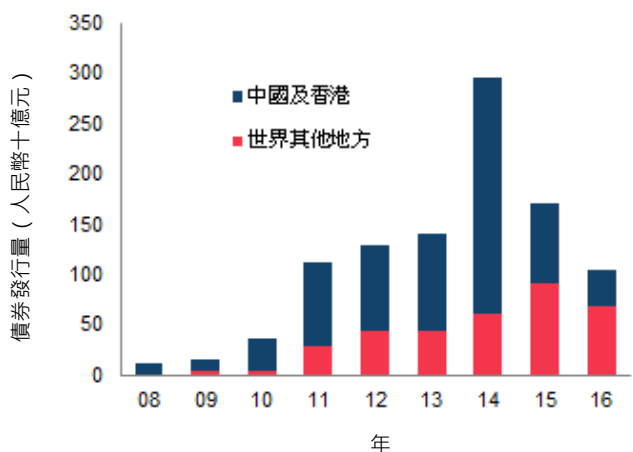


圖 41: 美元兌離岸人民幣及一年存款利率息差

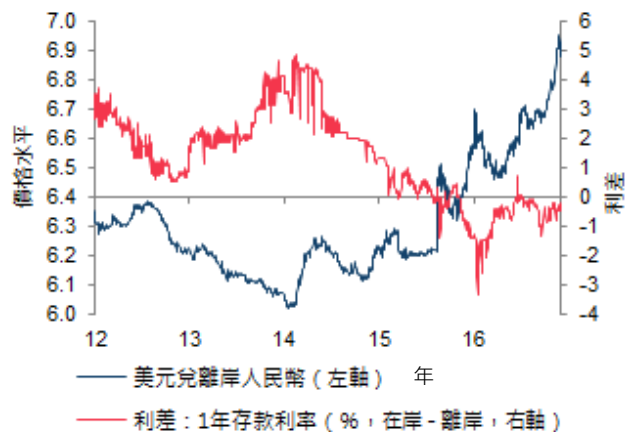


圖 42: 點心債發行人所在國家風險 (截至2016年11月10日)

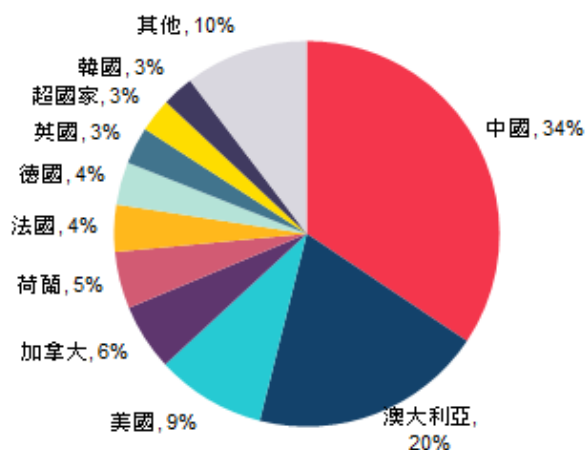
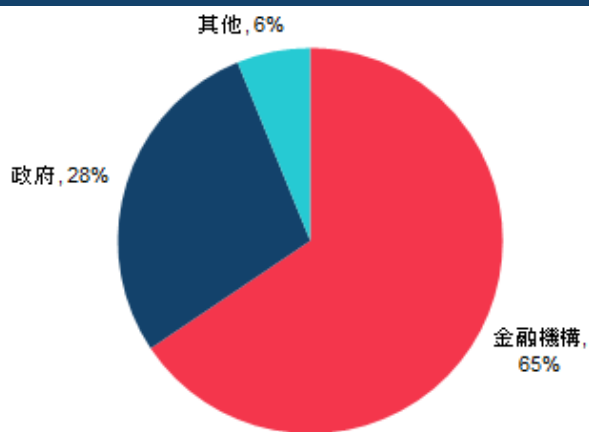


圖 43: 點心債發行的種類 (截至2016年11月10日)



超國家，是指一類國際組織或聯盟，其成員國家可以跨越國界或國家利益以達成決策，並且可以就與更廣範圍組織相關的議題進行投票。

圖 44: 主要的金融機構點心債發行量

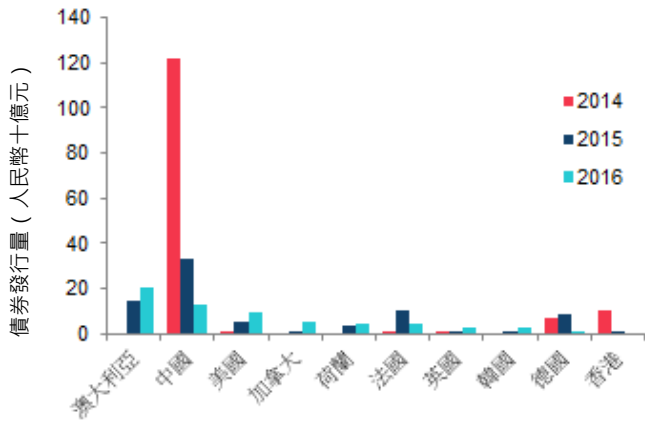


圖 45: 澳洲金融機構點心債發行量

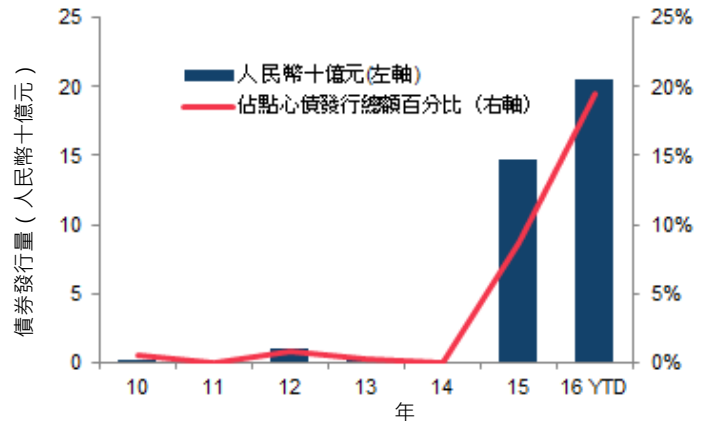


圖 46: 人民幣匯率



圖 47: 離岸人民幣存款量

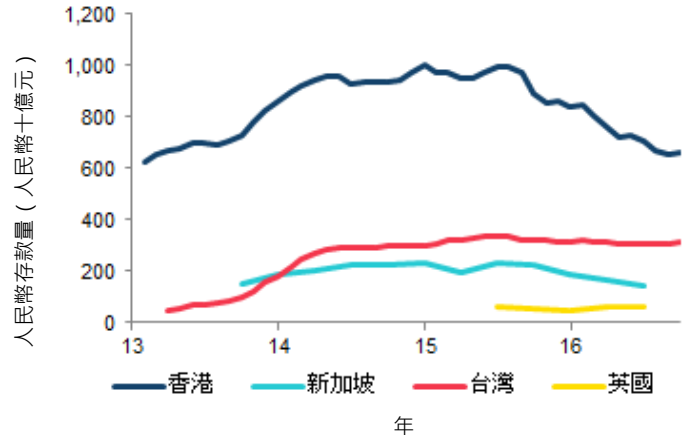
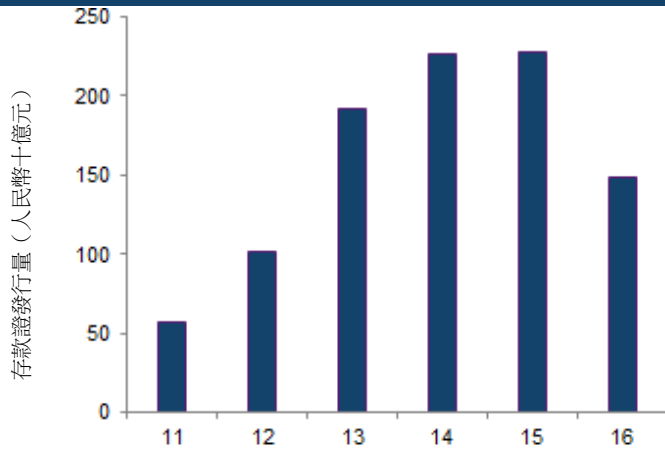


圖 48: 中資銀行海外分行離岸存款證發行量



彭藹嫻2016年1月加入法國外貿銀行擔任大中華高級經濟師，在業界擁逾十年經驗，專研大中華經濟，亦曾任華僑永亨銀行首席經濟師。她畢業於新南威爾士大學和奧克蘭大學，並持有香港科技大學經濟學博士學位。

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。