

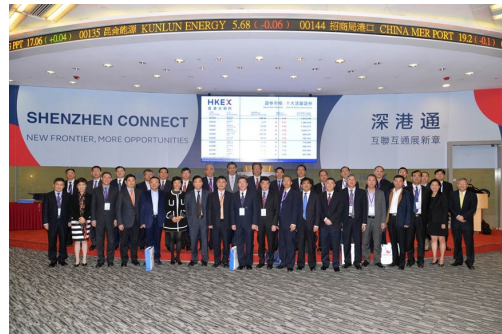
每月焦点

- **TR / 香港交易所RXY全球离岸人民币指数2016年12月收报95.47**，维持在2016年11月的水平，其间中国人民银行（人行）美元兑人民币中间价升至**6.9730**，较2016年11月上升**1.2%**。
- 整体而言，2016年香港交易所的美元兑人民币（香港）期货合约在流通量及市场参与方面均再次领先全球其他交易所的离岸人民币期货。未平仓合约于2016年12月30日录得**45,635张**（名义金额**46亿美元**）的最高纪录，而12月平均每日成交量亦创新高至**4,325张**合约（名义金额**4.33亿美元**）。
- 香港交易所首席中国经济学家巴曙松教授研究现行人民币汇率中间价形成机制，探讨该机制的灵活性如何提升中国应对国际经济冲击的能力。
- 《专家之言》请来泰康资产管理（香港）有限公司全球经济研究主管**Alexis Garatti**，探讨人民币汇价的波动及其对新兴亚洲市场的影响。

简报：香港交易所推广离岸人民币定息及货币市场的工作



香港交易所集团行政总裁李小加在2016年12月5日深港通启动仪式上谈论深港通的重要性。



香港交易所与中国银行业协会于2016年12月5日至9日为中国内地的高级管理人员和银行业行政人员举办研讨会，标志着内地与香港金融业界继续携手合作。

首席中国经济学家制高点

灵活的人民币汇率显著提升中国应对国际经济动荡的能力

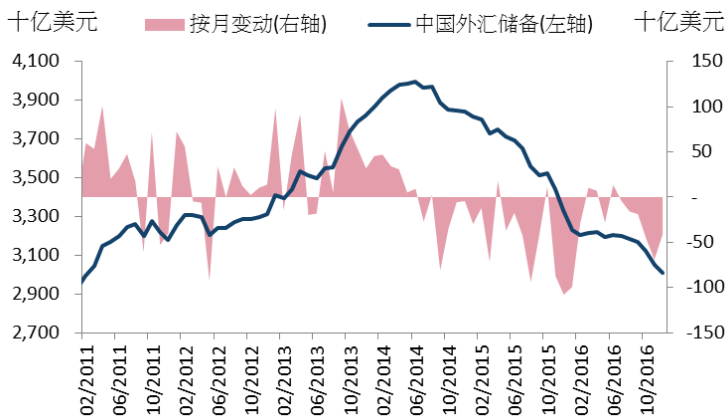
香港交易所首席中国经济学家巴曙松教授

美国大选结束以来，随着美元的走强，人民币汇率的波动幅度明显上升，在保持人民币对一篮子货币的相对稳定的同时，对美元的汇率在灵活波动中呈现一定幅度的贬值趋势。在动荡的国际环境下，灵活的人民币汇率显著提升了中国应对外部经济动荡的能力，而这正是前一阶段稳步推进人民币汇率形成机制改革的积极效果。

客观而言，人民币汇率形成机制改革是中国总体的金融体制改革的重要部分。2005年以来人民币汇率形成机制的改革，是一个汇率灵活性不断增加、央行干预不断减少、汇率对内部和外部经济波动反映更为灵敏的过程。由于汇率问题对内地货币政策、对外贸易、资本市场等都有重要影响，汇率机制的改革一直受到国内外多重因素的制约。保持人民币汇率在合理、均衡的水平上基本稳定，实现外汇市场出清，是汇率制度改革的政策目标。

（下接第9页）

图 1: 本月图表: 中国外汇储备变动

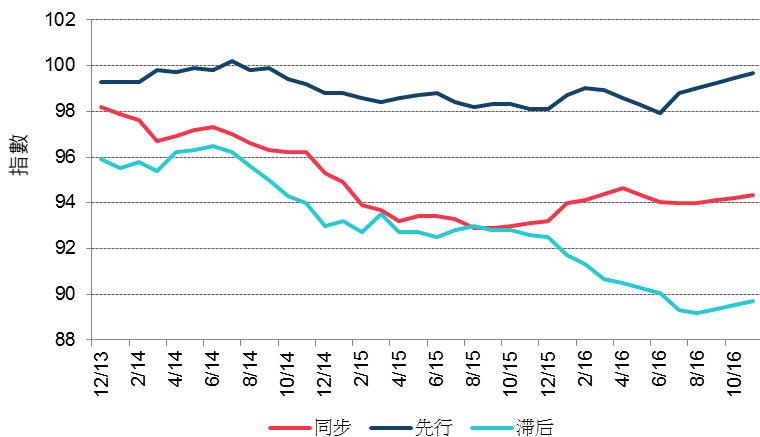


- 中国外汇储备于2016年12月跌幅放缓，较一个月前减少410亿美元至3.01万亿美元，低于路透社2017年1月6日分析师预测的平均水平。按2016年12月19日国家外汇管理局发出的声明，中国外汇储备减少主要是人行致力维持人民币汇价稳定所致。

监管/政策发展动向

- 中国外汇交易中心于2016年12月9日容许人民币与另外七种货币直接买卖，令可直接买卖的货币总数增至23种，并于同月29日宣布，由2017年1月1日起，贸易加权货币篮子新增11种货币，令美元在该篮子的比重由26.4%减至22.4%。

图 2: 中国宏观经济景气指数



宏观经济更新

- 中国经济工作会议上当局表示明年计划实施稳健中性的货币政策及积极的财政政策，并承诺管控财务风险避免出现泡沫后，根据彭博2016年12月16日调研，经济师于2016年12月纷纷提高中国经济增长预测。
- 中国新增信贷胜预期，2016年12月新增人民币贷款达人民币1.04万亿元，高于彭博于2017年1月12日调研所得的全部37个预测。12月的融资规模由上一个月的人民币1.74万亿元减至人民币1.63万亿元。
- 根据纽约研究组织「中国褐皮书」(China Beige Book)的2016年12月26日公布的季度数据，中国各行业经济在2016年第四季度均有改善。收益、盈利、雇员人数及资本开支均高于第三季度水平，新增订单数量亦见稳定。

- 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。

市场/产品发展

- 2016年12月，中国债券市场发生两宗涉嫌债券欺诈事件，指称国海证券股份有限公司及广发银行股份有限公司涉及欺诈行为，引来市场要求更严密监管的呼声。
- 香港金融管理局总裁陈德霖于2016年12月20日访京行时表示，香港与内地机关正初步探讨债券市场互联互通计划的可能性，希望继深港通启动后，进一步深化双方联系。

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%)	6.8	6.7	↑	18/04/2017
消费者物价指数(同比%)	2.1	2.3	↓	14/02/2017
生产者物价指数(同比%)	5.5	3.3	↑	14/02/2017
工业生产指数(同比%)	6.0	6.2	↓	17/04/2017
固定资产投资(同比%)	8.1	8.3	↓	14/03/2017
国外投资(同比%)	5.7	1.2	↑	08/02/2017
中国制造业采购经理指数	51.4	51.7	↓	01/02/2017
中国人民银行银行家信心指数	53.7	46.5	↑	待定
中国人民银行银行贷款需求指数	57.5	55.7	↑	待定
同业银行金融电讯协会(SWIFT)	2	1.67	↑	27/01/2017
出口(同比%)	-6.2	-1.5	↓	10/02/2017
进口(同比%)	3.1	5.5	↓	10/02/2017
M2货币供应量(同比%)	11.3	11.4	↓	10/02/2017
零售销售(同比%)	10.9	10.8	↑	17/04/2017
消费者信心指数	116.6	114.9	↑	20/02/2017
银行准备金率(%)	17.5	18.0	↓	不常
官方外汇储备(十亿美元)	3010.5	3051.6	↓	07/02/2017
3个月上海银行间拆放利率(%)	3.86	3.16	↑	持续
10年政府债券收益率(%)	3.27	3.19	↑	持续
美元/人民币汇率	6.86	6.95	↓	持续
TR/香港交易所RXY全球离岸人民币指数	95.47	95.47	↔	持续

美元兑人民币(香港)

- 2016年12月，美元/在岸人民币中间价徘徊在6.8575至6.9508区间，离岸人民币兑美元则较一个月前下跌0.9%。
- 美国联储局于2016年12月14日将利率目标上调0.25%，是十年来第二次。2016年12月美元兑主要货币持续强势，市场预期美国近期会进一步上调利率及实施财政扩张政策。
- 人行在2017年1月6日重申会将人民币兑一篮子货币的汇率维持在大致稳定的水平，及继续推进汇率形成机制，并再次确认2017年会实施稳健中性的货币政策。

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

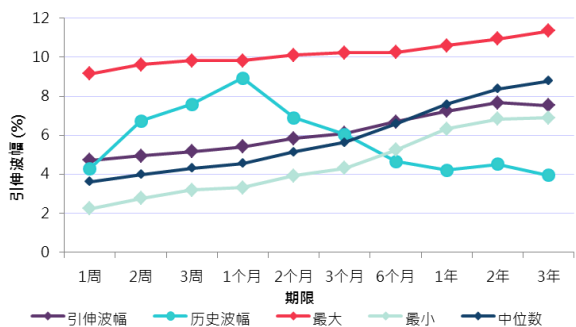
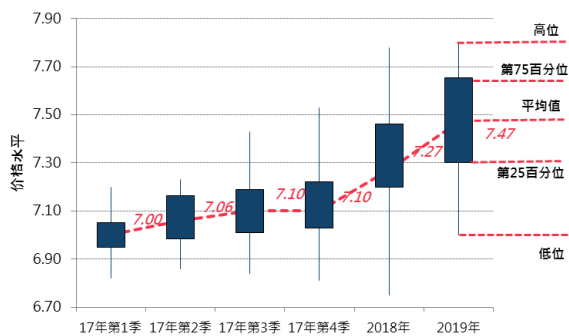


图 5：美元人民币(香港)价格水平的市场预测



香港交易所的美元兑人民币(香港)期货产品焦点

- 整体而言，2016年香港交易所的美元兑人民币(香港)期货合约在流量及市场参与方面，均再次领先全球其他交易所的离岸人民币期货。2016年的成交量及未平仓合约同样按年增长近一倍。
- 2016年12月30日未平仓合约创历史新高，达45,635张(名义金额46亿美元)，较去年上升98%。2016年12月的平均每日成交量亦创下4,325张合约(名义金额4.33亿美元)的新纪录。
- 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。成交张数最多为2016年12月、2017年1月及2017年3月合约，占成交量总数的51%；未平仓合约集中于2017年3月、2017年9月及2017年12月合约，以上三种合约合占未平仓合约总数的63%。

图 6：成交量与持仓在2016年同样按年增长近一倍

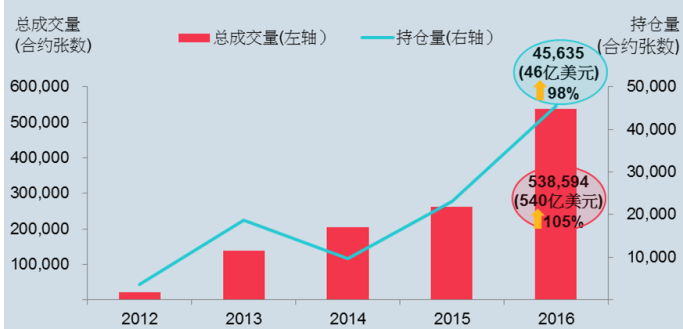


图 7：美元兑人民币(香港)期货成交量与持仓

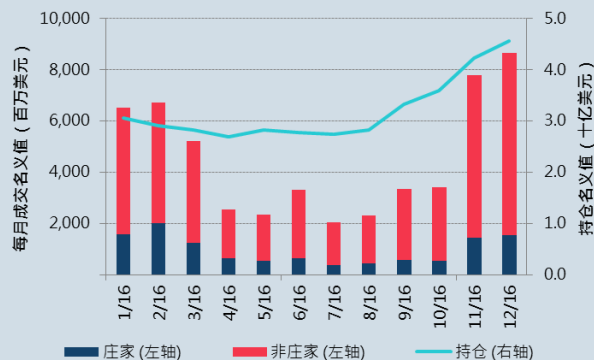


图 8：合约月份之成交量分布 (12/2016)

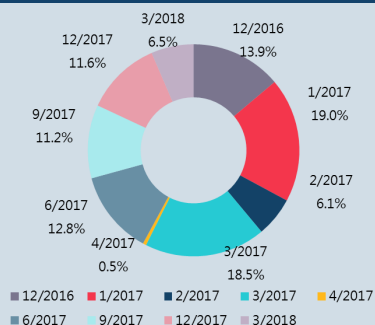
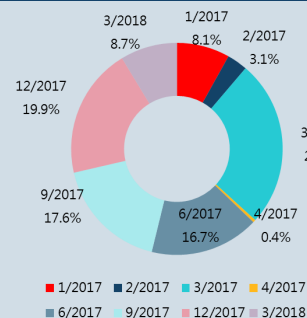


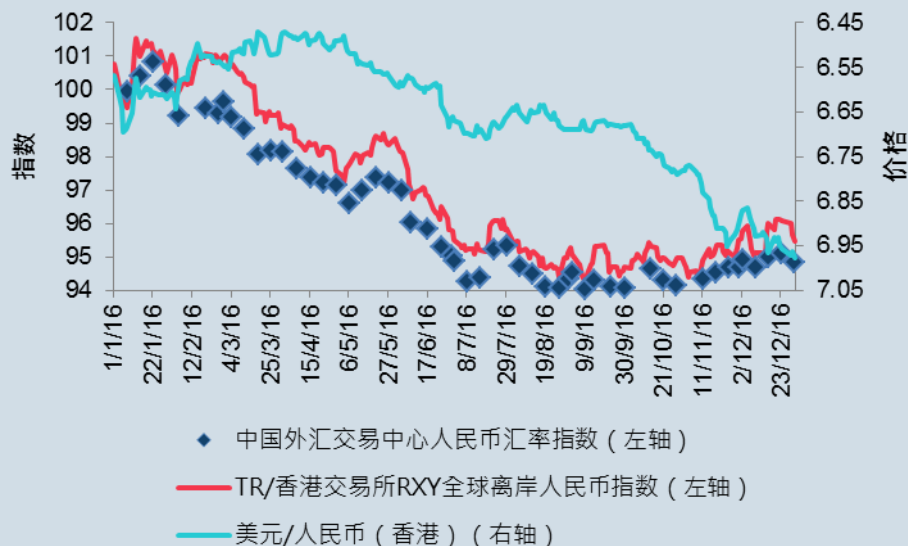
图 9：合约月份之持仓量分布 (30/12/2016)



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12月收报95.47，维持在2016年11月的水平，其间人行美元兑人民币中间价升至6.9730，较2016年11月上升1.2%。
- 与美元双边汇率相比，TR / 香港交易所RXY全球离岸人民币指数及中国外汇交易中心人民币指数相对平稳，符合人行汇率制度。

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/人民币(香港)表现



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: 联合国商品贸易数据库、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
汇率数据源: 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 11: 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

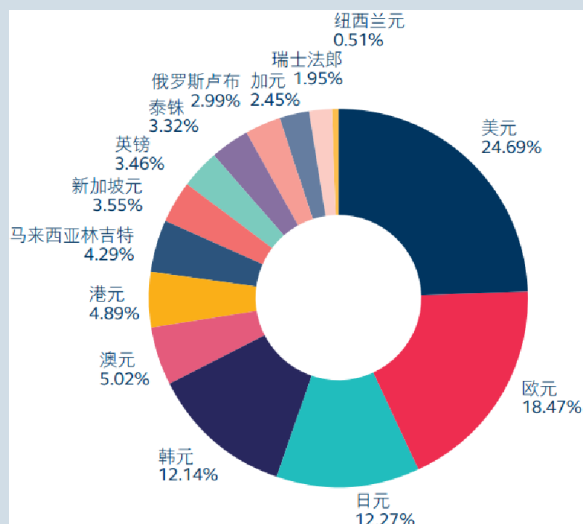


表2: 指数权重

货币	RXY 全球人民币指数	RXY 参考人民币指数
美元	24.69%	28.09%
欧元	18.47%	21.03%
日元	12.27%	13.97%
韩元	12.14%	0.00%
澳元	5.02%	5.72%
港元	4.89%	5.56%
马来西亚林吉特	4.29%	4.88%
新加坡元	3.55%	4.04%
英镑	3.46%	3.93%
泰铢	3.32%	3.78%
俄罗斯卢布	2.99%	3.41%
加元	2.45%	2.79%
瑞士法郎	1.95%	2.22%
纽西兰元	0.51%	0.58%



离岸人民币兑其他货币

欧元兑人民币(香港)

- 作为中国外汇交易中心人民币贸易加权指数的第二大成份货币，市场特别留意欧元兑人民币汇价。
- 2016年12月离岸人民币兑欧元汇价较一个月前低0.14%，维持在7.21至7.39区间内浮动。2016年12月三个月场外期权的引伸波幅缓缓上升至10%左右。
- 外汇因素方面，估值及基础因素远高于历史平均水平，而波动、动量、利差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

↓ -0.14%

引伸波幅

9.7%

图 12: 外汇因素雷达*

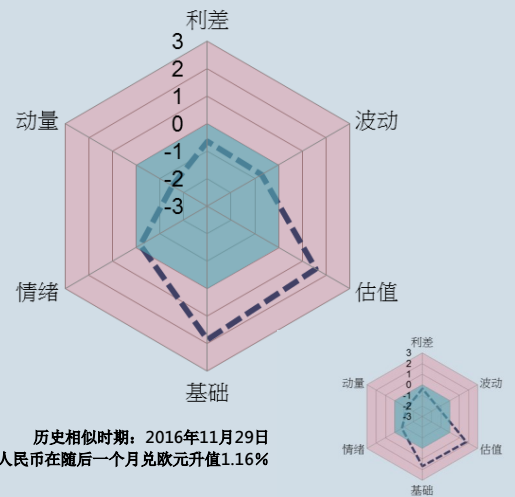
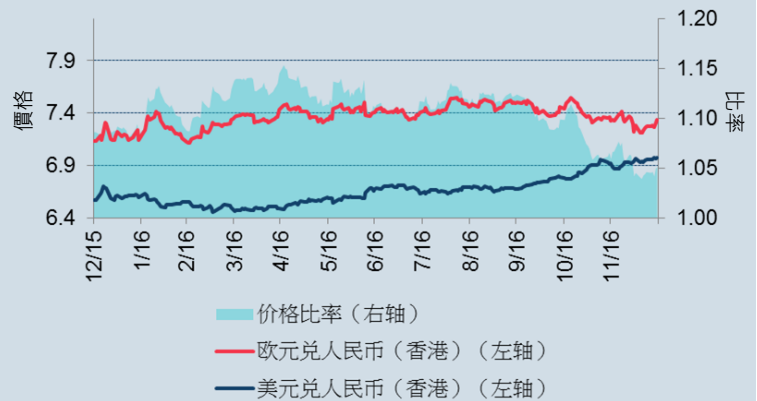


图 13: 外汇波幅(3个月引伸)



图 14: 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12月离岸人民币兑澳元汇价较一个月前高1.52%，原因可能是期内铁矿石现货价下跌。
- 2016年12月引伸波幅回升至近11%。
- 外汇因素方面，波动及动量因素低于历史平均数，而估值、利差、基础及情绪因素高于历史平均水平。

离岸人民币兑 澳元月度表现

↑ 1.52%

引伸波幅

11.2%

图 15: 外汇因素雷达*

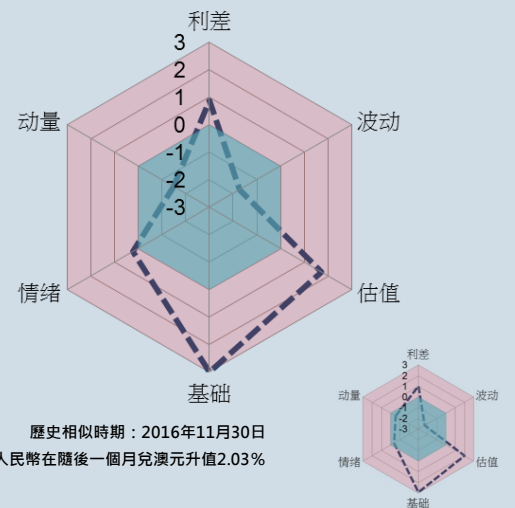
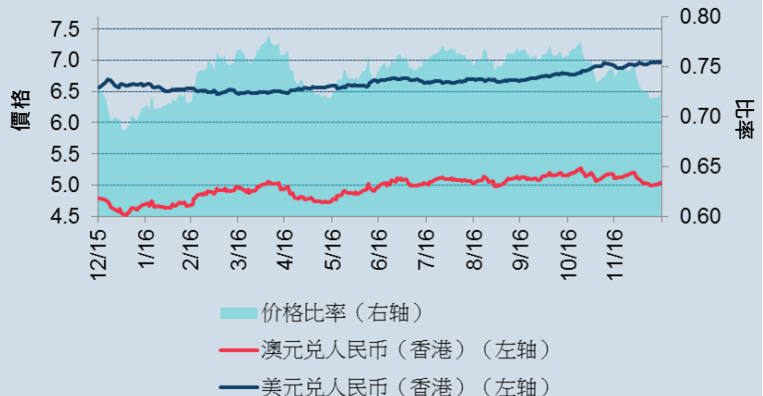


图 16: 外汇波幅(3个月引伸)



图 16: 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12月离岸人民币兑日圆汇价较一个月前高1.35%，因为日本央行继续实施「收益率曲线控制」政策抑制国债收益率升幅，令日汇受压。
- 2016年12月的三个月引伸波幅回升至13%左右。
- 外汇因素方面，情绪及基础因素均高于历史平均数，而估值、波动、利差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
 ↑ 1.35%
 引伸波幅
 12.9%

图 18 外汇因素雷达*

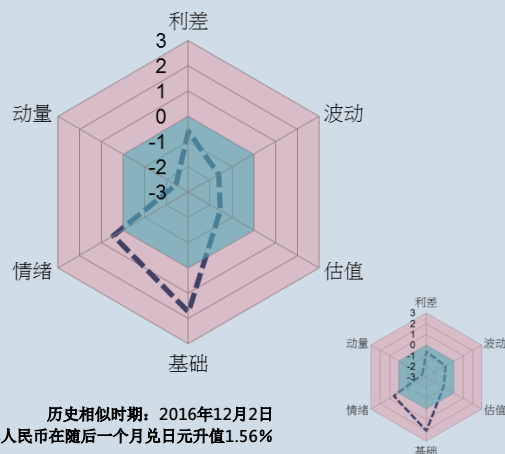


图 19: 外汇波幅(3个月引伸)



图 20 价格比率:日圆兑人民币(香港)/美元兑人民币(香港)

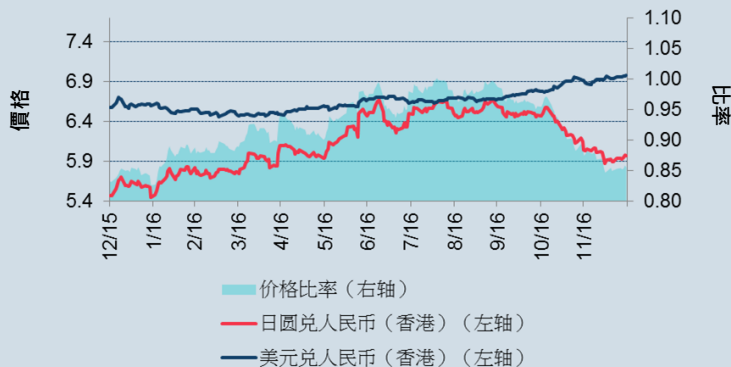


表 3: 人民币货币对汇总表

	表现					波幅					
	12月	11月	变动	前3个月	年初至今	引伸波幅	11月	变动	历史波幅	11月	变动
美元兑人民币(香港)	-0.87%	-2.04%	↑	-4.48%	-5.46%	7.3%	5.9%	↑	3.1%	3.0%	↑
欧元兑人民币(香港)	-0.14%	1.60%	↓	2.26%	-1.34%	9.7%	8.6%	↑	6.3%	5.3%	↑
澳元兑人民币(香港)	1.52%	0.97%	↑	1.68%	-7.36%	11.2%	10.3%	↑	8.4%	8.3%	↑
日圆兑人民币(香港)	1.35%	6.54%	↓	9.51%	-7.07%	12.9%	12.6%	↑	8.8%	10.3%	↓

离岸债券市场动态

离岸人民币债券市场评论

- 2016年11月份香港人民币存款按月回升4.8%至人民币6,276亿元。
- 2016年11月，人民币跨境贸易结算的汇款总额为人民币3,906亿元（2016年10月：人民币3,094亿元）。

图 21: 离岸人民币存款与点心债余额

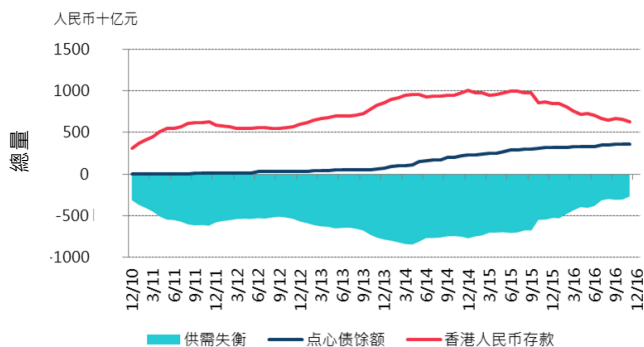


图 22: 人民币债券发行按发行人类型分类

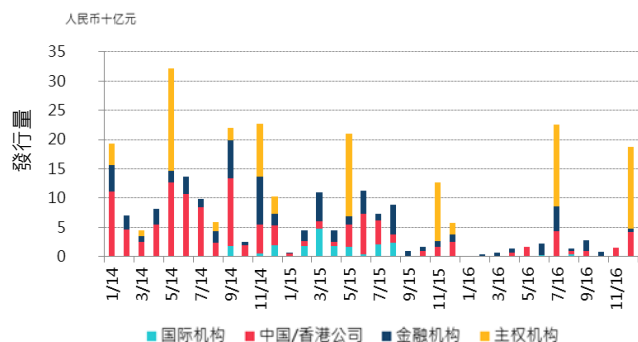
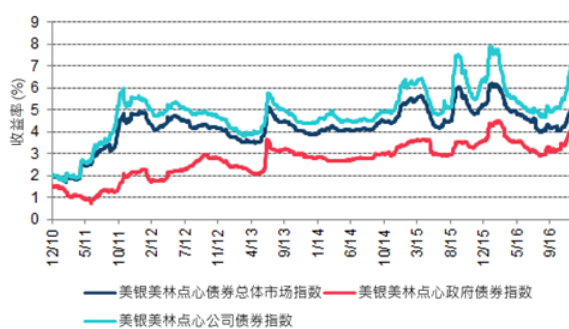


图 23: 点心债表现



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12月的人民币2.4万亿元下降至2016年12月的人民币2.35万亿元，下降2%。
- 人行于2016年5月发出允许境外实体进入银行间外汇市场的细则公告后，境外主体参与度屡破纪录，债券持有量创新高，占银行间外汇市场总额2.52%。
- 2016年12月中国债券市场接获两宗举报，指称国海证券股份有限公司及广发银行股份有限公司涉及欺诈行为，市场正待当局收紧监管措施。

图 24: 财政部债券收益率5年: 在岸与离岸 (%)

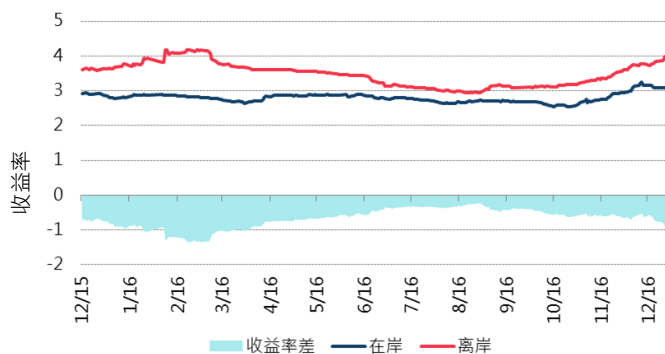


表 4

银行间市场债券现货交易主要指标 (按债券类型归类, 2016年12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	24,466	18,675.88	3.5899
国债	5,222	4,981.91	2.8646
中期票据	8,198	4,041.20	5.1050
公司债券	5,819	2,647.47	5.0791
存款证	9,785	16,691.86	4.0909
商业票据	8,559	4,457.15	4.1209
其他	2,372	2,334.25	4.1302
总计	64,421	53,829.72	3.9570

图 25: 财政部债券余额按年期分类

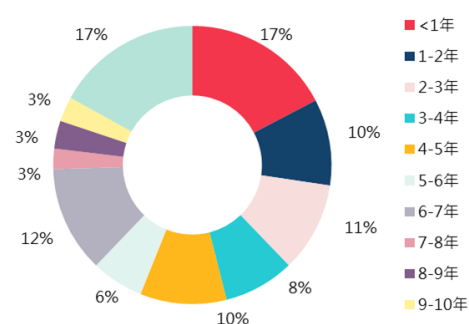


表 5

交易商协会非金融机构发债指导收益率 (截至2016年12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+	3.72	↑	3.95	↑	4.06	↑	4.29	↑	4.55	↑	5.10	↑	5.26	↑	5.52	↑
AAA	3.86	↑	4.05	↑	4.24	↑	4.65	↑	4.86	↑	5.37	↑	5.68	↑	5.98	↑
AA+	4.07	↑	4.36	↑	4.57	↑	5.09	↑	5.43	↑	6.02	↑	6.37	↑	6.71	↑
AA	4.42	↑	4.80	↑	5.08	↑	5.74	↑	5.96	↑	6.73	↑	7.08	↑	7.57	↑
AA-	5.39	↑	5.99	↑	6.35	↑	7.40	↑	7.78	↑	8.39	↑	8.76	↑	9.06	↑

图 26: 中国银行间债券市场的外资机构参与度

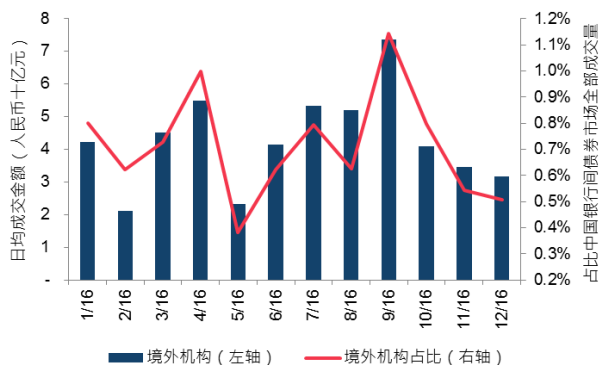


图 27: 由外资机构持有的在岸债券

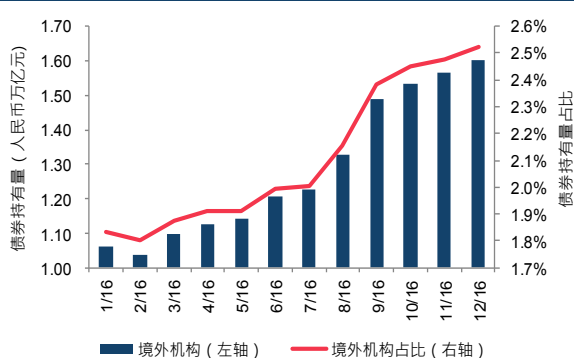


图 28: 由境外机构持有的债券分布

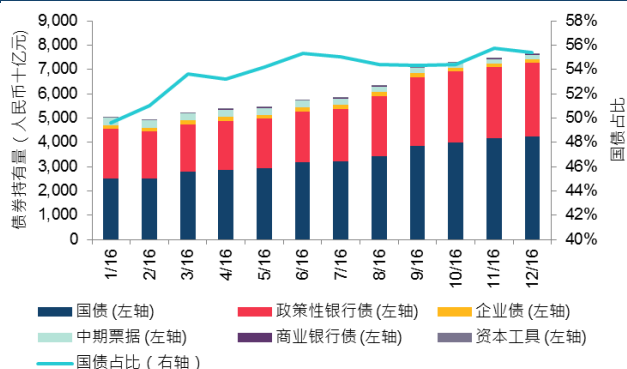


图 29: 国债期货交易量



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

- 随着美元走强，中国银行间市场流动性维持紧张。作为货币市场流动性主要指标及衡量同业借贷成本的基准利率，上海银行间同业拆放利率 (SHIBOR) 在2016年12月全线飙升。7天 SHIBOR 在2016年12月27日升至2.5470%，为15个月高位。
- 离岸人民币流动性亦维持紧张。离岸人民币香港银行同业拆息 (HIBOR) 隔夜贷款利率于在2016年12月继续走高，截至2016年12月30日为12.81%，比11月底增加9.9%。

图 30: 离岸人民币隐含收益率



图31: 在岸人民币上海银行间同业拆放利率收益率曲线

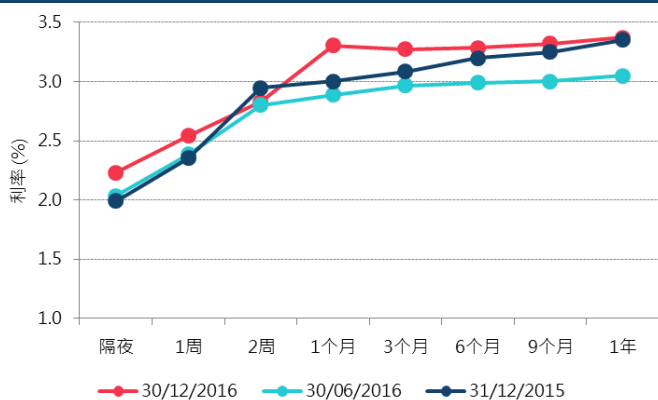


图32: 离岸人民币香港银行同业拆息收益率曲线

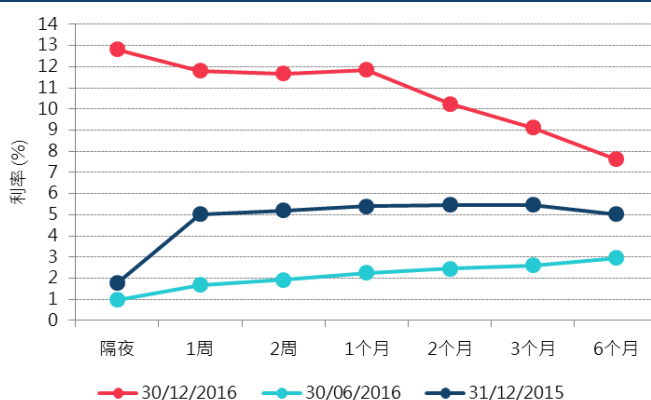


图33: 在岸利率互换 (7日回购利率) 收益率曲线

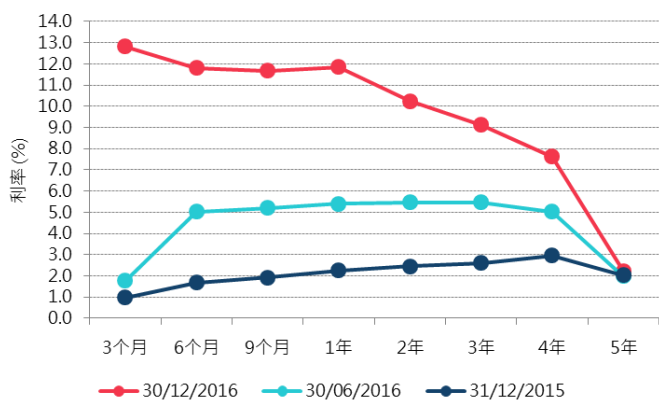


图34: 在岸利率交换合约交易名义本金

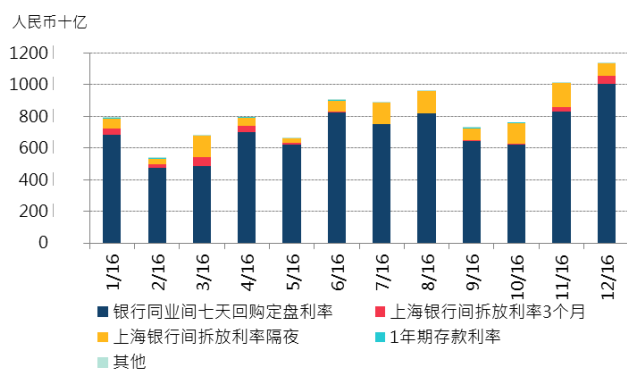


图35: 上海银行间同业拆放利率与离岸人民币香港银行同业拆息

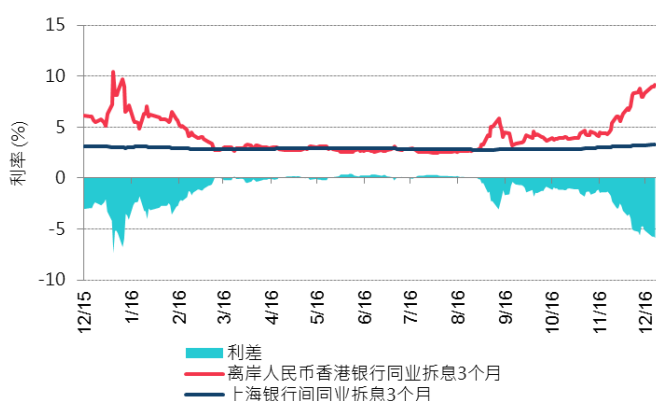
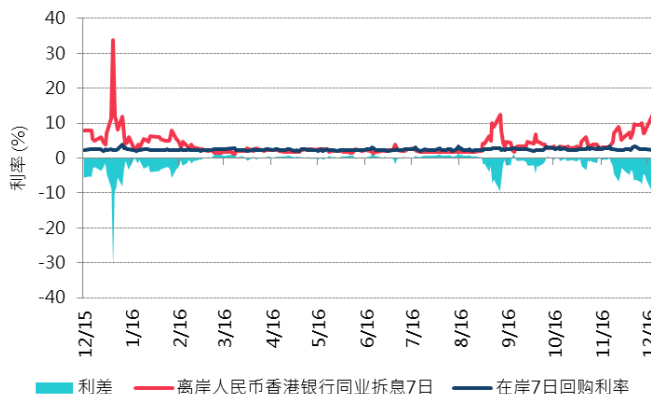


图36: 在岸人民币7日回购利率与离岸人民币香港银行同业拆息



(上接第1页)

如何对待汇率波动与稳定的关系，是汇率机制改革中一个必须要面临的现实问题。2015年8月11日汇率改革之前，人行同样是允许外汇市场人民币对美元交易价浮动幅度不断扩大，然而汇率形成机制中，相对稳定表现依然为比较重要的政策目标。例如，在每日人民币兑美元汇率中间价的制定过程中，如果人民币汇率面临调整的压力，央行倾向于通过干预中间价来调节汇率的波动速度与幅度。这样的执行机制往往带来较高的政策成本。对外汇市场的被动干预不仅会消耗外汇储备、限制货币政策的可实施空间，还会阻碍外汇市场对资本流动和经济基本面变动做出真实、及时的反映。

2015年8月11日开始的新一轮汇率改革，体现了央行改革思路的转变：逐步退出官方对外汇市场的干预，将汇率交由公开透明的市场化机制决定，进而在市场波动中找到稳定的均衡。在新机制下，人民币对美元的汇率报价取决于前一日收盘价和CFETS人民币汇率指数。前者体现了汇率形成的市场化改革方向，旨在矫正长期存在的外汇市场定价扭曲；后者体现了构建汇率中枢的理念，旨在降低汇率变动对外贸的冲击。可见，新机制的目标是实现人民币汇率双向波动与相对稳定的协调和统一。需要注意的是，在市场化的汇率形成机制下，市场预期对外汇供求、汇率走势有重要影响。在本轮汇改中，预期管理的运用体现了央行创新外汇市场调控方式的新思路。从原有的直接干预市场向间接引导预期逐步转变，有助于增进投资者对新制度的理解，提升投资者信心。

从实施效果来看，更加灵活的人民币汇率可以及时吸收资本流动与经济基本面变动带来的调整压力，提升中国应对外部经济不利冲击的能力。在面临外部经济金融形势迅速变化的情况下，维持汇率相对固定会造成调整风险的累积，人行干预市场导致的外汇储备明显减少可能影响市场信心。新兴市场国家的经验表明，维持相对固定汇率的国家在面临外部经济动荡时，经常项目、资本项目以及外汇储备可能产生互相影响、形成负反馈机制，从而放大外部事件对本国的溢出效应，甚至引发内部危机。以俄罗斯为例，2014年国际石油价格下跌导致俄罗斯经常项目恶化，资本大量外流。俄罗斯央行干预汇率导致外汇储备减少，进一步加深了投资者对卢布币值稳定性的担忧，引发更严重的资本外流，最终导致危机爆发。

近期美国大选等事件对人民币汇率的影响，充分体现了灵活的汇率制度作为外部冲击缓冲器的积极作用。从应对资本流动冲击的角度来看，灵活调整的汇率制度取代了资本项目管制，有效纾解了人民币贬值压力。新兴市场国家的经验表明，对于大型开放经济体而言，在面临资本外流压力时，加强资本管制不仅无法稳定本币汇率，还会造成投资者恐慌，进而有可能引发更严重的资本外流与货币危机。公开透明、可预测的汇率制度安排配合人行的政策沟通与引导，让投资者迅速习惯了人民币汇率的灵活波动，客观上有助于增加外汇市场的深度与弹性，增强人民币抵御外部不利冲击和吸纳汇率调整压力的能力，规避了采用资本项目管制措施可能带来的潜在风险。从应对基本面变动冲击的角度来看，灵活调整的人民币汇率制度可以改变贸易条件，进而有效降低国际收支冲击对中国宏观经济的影响。自由波动的汇率才能够实现调节国际收支的功能，而过于强调汇率稳定实际上是将汇率政策变成了目标，主动放弃了实现外部均衡的政策工具。更灵活的人民币汇率制度会催生更多种类的外汇衍生产品，成为境内企业对冲汇率风险的有效途径。

本轮改革是人民币汇率形成机制市场化改革进程中迈出的坚实一步，也是具有转折意义的一步，灵活的人民币汇率显著提升了中国应对外部经济动荡的能力。应当认识到，在汇率形成机制转轨的过程中，迭加外部政治经济环境变动的的影响，市场波动幅度扩大是正常的现象，从目前的趋势看，自去年起人民币贬值的幅度维持在年均5-10%的可控幅度范围内，无论是从国际比较还是人民币汇率自身的比较，这个波动幅度也是可接受的。长期来看，随着贬值预期逐步释放，得益于更加市场化的汇率形成机制，人民币汇率将回到由基本面主导的轨道上。从汇率形成机制的配套改革来看，灵活调整的汇率制度要有成熟的外汇市场来实现其价格发现职能，为市场主体提供风险管理。培育外汇市场成熟的参与主体、优化市场机制与环境、创新汇率衍生工具，将是未来实现进一步汇率改革的重要基础。

人民幣貶值並非亞洲新興經濟體不穩的根源

泰康資產管理（香港）有限公司環球經濟研究主管Alexis Garatti

人民幣的名義有效匯率在2015年8月至2016年11月期間跌了一成，對亞洲新興經濟體帶來潛在破壞性影響。這些國家面臨三重挑戰——競爭力因貨幣相對日圓和人民幣升值而被削弱、美元近期升值同時信貸條件收緊，以及全球貿易持續淡靜，因此他們與中國當前的貿易關係確實極其重要。這種局勢不禁令人想起1997-98年亞洲金融危機前夕人民幣和日圓連續兩度受創、美元利率上升及外債積累過快（與今天環境共通的另一情況）的情景。下文稍後將嘗試指出，出於三項結構性因素（中國經濟調整、亞洲區內縱向整合以及人民幣集團的冒起）的影響，今天人民幣波動對貿易表現的影響已不如從前。

人民幣波動與亞洲貿易表現相關性不大

Westpac人民幣名義有效匯率指數於2015年8月至2016年11月間錄得人民幣貶值10%。為更有效掌握這段期間人民幣相對亞洲新興經濟體貶值的影響，我們僅按中國與印度、印度尼西亞、馬來西亞、泰國和菲律賓的貿易關係計算人民幣名義有效匯率。我們可觀察三段時期(圖 37)：第一段，中國成功融入世界貿易和世界經濟，人民幣相對美元及亞洲新興經濟體貨幣升值；第二段，2014年到2016年初期間，市場認定中國經濟結構調整、資本外流和債台高築導致經濟增長疲弱，人民幣兌美元貶值，但與亞洲新興經濟體貨幣相比仍有所升值，因為外債偏低令中國經濟有較大能力不受美國利率即將正常化影響；第三段，2015年底到2016年11月美國大選，其間亞洲新興經濟體貨幣受惠於全球追求收益率以及美聯儲與市場對利率逐步正常化的需要愈趨一致，人民幣相形貶值8%。2016年11月，人民幣兌亞洲新興經濟體貨幣掉頭回升1.4%，主因是市場再次憂慮美國刺激經濟帶來通脹壓力令美元貨幣條件收緊產生負面影響。

中國對亞洲新興經濟體的实际出口及人民幣有效匯率的共同演變顯示2014年以來兩個變量之間出現膨脹關係（見圖 3 8），同一過程於中國對發達市場的实际出口亦明顯可見。這意味今天貨幣走勢對亞洲區內區外貿易的影響已較小。這種觀點從市場份額分析得到證實，因無論人民幣匯價高低，中國所占的市場份額都是向上。貨幣与实际出口之間的膨脹關係以至中國市場份額的持續增長在在表明，就中國與亞洲新興經濟體的貿易關係而言，與競爭力及經濟結構調整相關的结构因素遠較人民幣匯率的決定作用為大。

中國經濟調整對亞洲貿易有更大決定作用

國際貨幣基金組織(IMF)2016年工作報告《中國及亞洲全球貿易放緩》（“China and Asia Global Trade Slowdown”，Hong, lee, Liao and Seneviratne）證明中國調整經濟，由出口帶動改為國內需求帶動，從投資為本轉為消費為本及回流（on-shoring），對亞洲貿易關係已造成顯著影響。根據其數據，在進口內容方面，中國消費活動不若投資及轉口活動強勁，故中國對投資及轉口相關的進口需求已減少，反而消費相關的進口需求却有所增加，不論人民幣升跌。因此，中國需求規模及結構的變動在結構上已減少了貨幣在貿易相對競爭力或活躍與否的作用。顯然，中國在增值梯隊的排名上升（中國經濟模式轉型的環節之一），亦降低了中國產品被其他亞洲產品替代的彈性，從而減少了貨幣走勢的影響力。

縱向整合、內部貿易和RCEP亦減少人民幣對亞洲貿易的影響

區內貿易流動和各國縱向專業化的興起一直是2008-2009年全球金融危機後亞洲貿易一體化的主要特徵。中國是這兩個進程的主要引擎，而這兩個進程增加了中間產品在貿易流動中的重要性。亞洲開發銀行表示，在160個國家（包括40個亞洲伙伴）的樣本中，貿易量（進口和出口）的敏感度在全球金融危機後已減半（2016年亞洲經濟一體化報告：甚么驅動亞太區的外國直接投資？）（Asia Economic Integration Report 2016: what drives foreign direct investment in Asia and the Pacific?）。亞洲區與中國進行縱向整合的增長尤其龐大，減少了人民幣波動對亞洲的影響。人民幣貶值或可促進中國出口（促進競爭力），但淨影響未必很大，因其亦同時增加了這些產品所含外國中間產品的成本（有損中國競爭力之餘，亦促進使用中國產品作為中間產品的亞洲國家的競爭力）。貿易一體化方面，特朗普的保護主義立場亦可能促進「區域全面經濟伙伴關係協議」（簡稱RCEP），加強區域間的貿易流動，是另一次與貨幣走勢不相關而對亞洲貿易的長期、正面的衝擊。

作為亞洲貨幣的支柱，人民幣波動出現“中和”現象

在中國經濟結構調整及縱向區域一體化以外，第三個大幅減少人民幣波動對亞洲新興經濟體增長的影響之結構現象就是人民幣集團的出現。美國全國經濟研究所(NBER)工作報告22755「亞洲金融新秩序：人民幣集團會否出現？」（“A new financial Order in Asia: will a RMB bloc emerge?”, Ito着）表示，從國際貨幣的六項功能（計價單位、交換媒介及價值儲存（私人和公共層面），見表7）去看，人民幣的重要性已經增加。這個集團的出現，意味現在亞洲央行制定金融/貨幣政策時已經是以人民幣（而非美元）作為支柱或定點。按作者依據Frankel-Wei回歸分析所示，除泰國外，亞洲新興經濟體的貨幣匯率走勢均屬於追隨人民幣多於追隨美元。換句話說，這些國家（不包括越南、老撾和柬埔寨）的央行儘管貨幣政策目標截然不同，但都不約而同中和了人民幣兌美元的波動，幅度介乎50%至90%之間，即在其隱含的一籃子貨幣中，人民幣較美元有更大的權重。人民幣的支柱或定點作用以外，談及區內舉措如亞投行（亞洲基礎設施投資銀行）和一帶一路戰略時，我們還可看到人民幣在作為計價單位、交換媒介和價值儲存等方面日益增長的影響力。所有這些因素都在逐漸減少亞洲對美元的依賴，進而提供更佳保護，防止人民幣出現全球流動性恐慌。

亚洲新兴经济体2017年展望

总而言之，人民币不大可能是亚洲新兴经济体不稳的根源。这些国家在1997-1998年亚洲金融危机之后已透过积累外汇储备、在区域层面建设更加稳固的金融结构及降低外债总额（与1997-98年危机之前45%及危机期间65%比较，2015年占本地生产总值已降至接近平均35%）等增加自保的实力。最后，外部宏观经济因素应继续支持亚洲新兴经济体。事实上，美国任何经济刺激方案在2017年的影响均应有限，因为投票减税和基础设施项目皆需时，又或乘数效应偏低（美国经济已接近其潜力上限）。此外，美国联邦公开市场委员会的新投票成员多数支持美联储采取更温和的货币方针，而美联储早已承认其可接受更高的通胀率。在这背景下，与美元升值有关的全球收紧货币及金融条件的行动应未至于很庞大或快速。在美国货币政策温和正常化及人民币支柱作用日益重要的环境下，亚洲新兴经济体当继续表现良好。

图 37: 人民币指数



图 38: 中国对亚洲(不计日本)出口量

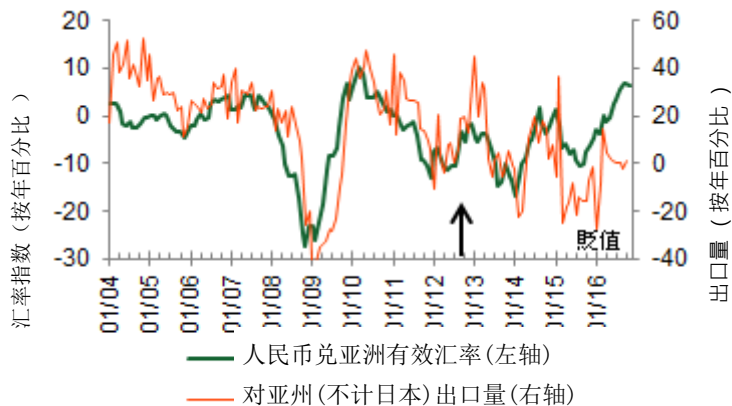


图 39: 亚洲新兴经济体（印度、印度尼西亚、中国、越南、泰国和菲律宾）出口先进经济体的市场份额

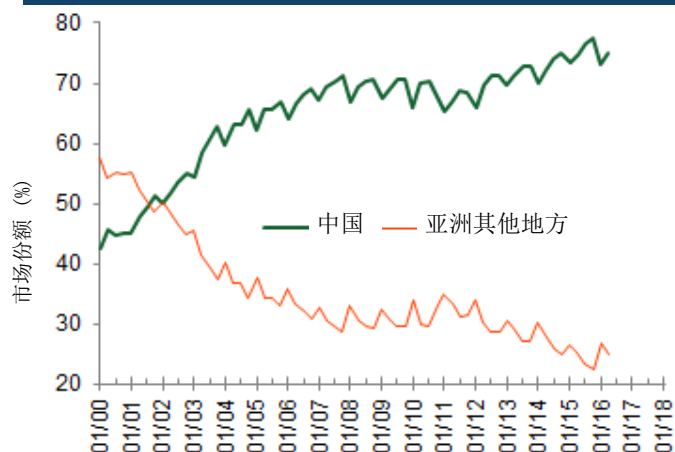
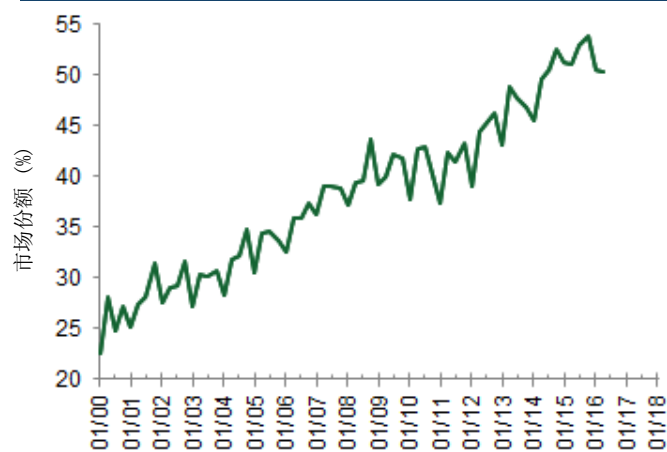


图 40: 亚洲新兴经济体出口亚洲新兴经济体方面，中国所占份额



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

表 6：中国：进口增长分析(百分比)

	2012-2015相对 2006-2011	如无调整	调整效果
进口	-6.8		
就进口强度作调整的需求	-7.2		
国内需求	-5.8		
消费	-0.7	→ -1.3	0.6
政府	-1.2		
投资	-3.9	→ -1.3	-2.6
外部需求	-1.5	→ 0.1	-1.6
在岸	0.5		
剩余	-0.1		↓
		净效果	-3.6

表 7：国际货币的特色

	私人层面	官方层面
计价单位	贸易付款 <以人民币作为贸易付款货币>	被其他国家挂钩<中国：无>
	其他国家的公司及金融机构发行的金融产品的定价单位<中国：熊猫债>	外国央行一篮子货币中有较高权重<中国：Frankel-Wei回归分析>
	国内公司离岸金融产品的定价单位<中国：点心债>	(IMF) 特别提款权的组成货币之一<中国：2016年10月>
		其他政府或国际金融机构发行的国际债券的定价单位
交换媒介（结算）	贸易结算<中国：人民币贸易结算>	其他金融管理机构的「干预货币」
	国际金融交易结算<中国：SWIFT> <中国：国际清算银行三年期调查>	政府金融交易（例如政府开发援助） 央行掉期货币<中国：人行掉期备用额度>
		境外货币流通（例如美元化）
价值储存	跨境存款<中国：离岸人民币存款>	其他国家的外汇储备<中国：IMF官方外汇储备的货币组成(COFER)，及特别调查>
	跨境证券投资	其他国家的主权财富基金

备注：作者制图，按Ito (2011) 所著稍作修改；Ito (2011) 以Kenen (1983)及Cohen (1971) 最先提出的矩阵为根据



Alexis Garatti持有關於「貨幣聯盟內宏觀經濟震盪 (macroeconomic shocks inside a monetary union)」的博士學位。他的經濟師工作始於法國外貿銀行 (Natixis) 研究部，先後於巴黎工作三年及倫敦工作兩年，最初研究英國及北歐經濟體系，其後專注於美國及歐元區，著有「Why England lost」一書，分析英國經濟沒落因由。2009年加入香港中信證券出任高級環球宏觀經濟師，以及任職於海通國際證券，研究焦點轉向中國及亞太區。2015年1月加盟泰康資產管理（香港）有限公司出任環球經濟研究主管，為該公司提供多元資產分析。

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偏差。

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）期货数据，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。

本文件所载数据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。

尽管本文件所载数据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数据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。若数据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。本文件所载数据乃按「现况」及「现有」的基础提供，数据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数据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。