

每月焦點

- 人民幣改而實施參考一籃子貨幣的管理浮動匯率制度後，香港交易所擬於2016年第二季推出全新的現金結算人民幣貨幣期貨，現有待監管機構批准。
- 香港交易所首席中國經濟學家巴曙松博士認為，在全球市場更加關聯的世界裡，內地應當更主動地參與國際經濟金融的治理。
- 採訪Interactive Data (Asia) 的陳雅慧女士：扼要分析政策銀行債券特色及定價。

首席中國經濟學家制高點**中國金融風險面面觀****香港交易所首席中國經濟學家巴曙松博士**

在2016年3月剛剛結束的中國政府“兩會”上，國務院在工作報告中，再度強調了要為十三五開局之年開個好頭，繼續堅持“三去一補一降”，同時，李克強總理也指出，防範金融風險，守住風險底綫的重要性。中國經濟加速轉型不可能不給金融體系帶來壓力。中國金融風險總體狀況如何？又應如何著手金融監管變革，使金融體系能為增長轉型保駕護航？港交所首席中國經濟學家巴曙松博士對上述問題闡述了個人觀點：

中國金融體系的經營狀況與整個經濟運行的狀況密切相關。當前，中國經濟經歷了從2010年第一季度11.9%的增長到2015年6.9%的增長這樣一個較大幅度的增長速度的回落，目前正在進入這一輪增長速度回落的尋底探底階段。與此同時，中國的中上游重工業去產能才剛剛開始，經濟結構調整、增速換擋的階段，必然帶動整個金融體系進行調整。

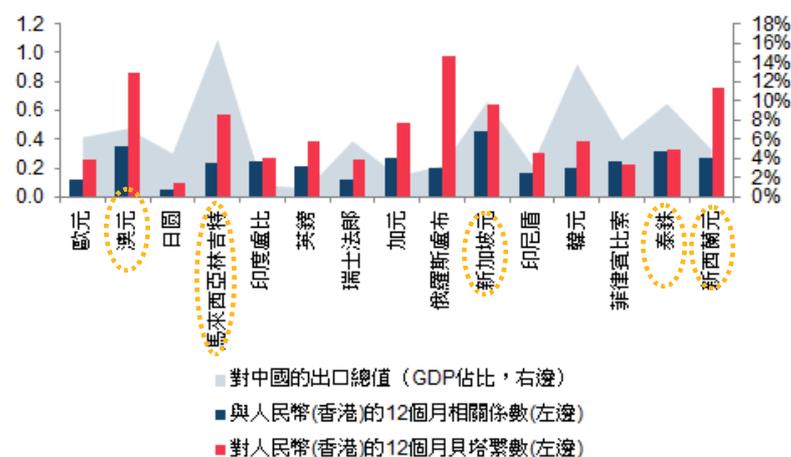
在過去三年中，金融體系陸續發生了影子銀行系統從膨脹到收斂，互聯網金融爆發式增長並逐漸暴露出一些問題，股市異常動蕩導致證金公司不得不介入，高息保單市場的持續擴張，銀行存貸利差不斷收縮和盈利增長乏力等一系列壓力。轉型和經濟增長回落過程中的各類風險的釋放，除了經濟的周期因素之外，也有中國金融系統方面的原因，需要相應推動金融改革，推動金融轉型來支持經濟的轉型。在這個過程中，首當其衝的是需要豐富直接融資工具、建立多層次資本市場，完善資本市場基礎交易制度和交易規則，促進創新型企業的融資更為便捷。其次，穩步有序推進金融市場對外開放，引入多樣化投資者主體、發展多元金融產品、多樣化的投資者結構能夠有利于市場穩定。第三，加快推進金融監管體制改革，建立統一功能監管體系。

放眼全球市場，進入2015年9月份以來，全球金融風險呈現出空前的聯動性和傳染性，金融市場波動率明顯加劇，全球金融市場的相關性日益上升，這也促發了市場動蕩的相互影響，中國也已融入到這個進程中。據測算，A股與日經指數、香港恒指、英國富時指數之間的相關性在金融危機後都有了較大提升，比如在2000-2006年底，道指和上證綜指的相關性僅為0.19，而在2011-至今（截止2016年3月16日），兩者的相關性已經達到0.43。

在全球市場更加關聯的世界裏，一個局部市場的風險波動都極容易被放大，市場波動往往出現加速效應，超調似乎在市場動蕩時期成為常態。同時，更加關聯的市場在全球各主要經濟體資產負債表修復不同步的背景下也意味著更加脆弱，一個局部的風險事件，如果全球應對不當、協調不力，都有可能引爆全球市場大動蕩，如2015年的美聯儲加息便是如此。

在更加關聯的市場裏，對於中國這樣一個大型經濟體來說，內部的平衡更為關鍵，內部的經濟金融體系不出現重大的結構性失衡，應對外部的動蕩能力就會相應更強。同時，在全球化的金融，為了守住系統性風險的底綫，中國需要同全球各主要經濟體加強政策協調，各經濟體的經濟金融體系存在較大差異，更加協調的政策可以在一定程度上避免風險蔓延，同時還應當更主動地參與國際經濟金融的治理，在全球大宗商品等領域爭取更大的定價權，爭取將更多對中國經濟金融運行影響較大的價格指標的定價權，從美元計價逐步轉換為人民幣計價，從歐美交易時段主導逐步轉換為亞洲交易時段主導。

本月圖表: 主要匯率對人民幣匯率波動的敏感度



根據簡單的關聯分析，若干貨幣的人民幣風險似乎高於其他貨幣。新加坡元、澳元、泰銖、新西蘭元及馬來西亞林吉特與香港離岸人民幣（離岸人民幣）的關聯系數相對較高，意味這些貨幣對離岸人民幣匯率日後進一步波動的敏感度較高。從較根本的角度看，這些貨幣對離岸人民幣有較高敏感度的國家，均是全球製造業供應鏈日益融合情勢下內地的其中幾個最大進口國。

監管/政策發展動向

- 2016年4月1日，中國外匯交易中心宣布擬試點開展銀行間外匯掉期沖銷業務，試點對象暫定為銀行間人民幣外匯遠掉期做市商。批准沖銷掉期倉位，似乎是希望銀行及其他金融機構可進行更多衍生品交易。目前企業將衍生品倉位平倉須找市場營運機構進行。
- 根據中國人民銀行（人行）2016年4月14日在網站登載的兩份文件，外國央行投資內地的銀行間債券和外匯市場不受額度限制，並可不經監管批准而匯款，是內地開放銀行間債券市場的新一步。實施詳情尚未公布。

宏觀經濟更新

- 人行副行長陳雨露2016年4月23日稱，內地面對影響金融市場穩定的因素明顯增多，國內信貸風險持續上升，經濟下行壓力猶在，人行正以消除監管漏洞、改善貨幣政策管理框架作應對。

市場/產品發展

- 若得監管機構批准，香港交易所將於2016年第二季推出全新現金結算人民幣貨幣期貨。人民幣改革匯率機制，實施參考一籃子貨幣的管理浮動匯率制度後，新增的人民幣貨幣期貨可成為市場參與者對沖人民幣兌歐元、日圓及澳元的風險管理工具。此外，香港交易所亦準備在其現有的實物交收美元兌離岸人民幣期貨以外，於2016年第二季推出美元計價現金結算的離岸人民幣兌美元期貨合約。

重點研究報告/研討會

- 根據內地上市公司近期呈報的財務業績，去年共有980家公司蒙受外匯虧損合共人民幣487億元，幾乎是2014年數額的13倍。雖然企業的外匯風險意識愈來愈高，但由於場外市場對沖成本巨大及流通量不足，加上內地種種會計上的限制，許多企業仍是逼著承受外匯波動加劇的影響。

圖 2: 宏觀經濟景氣指數

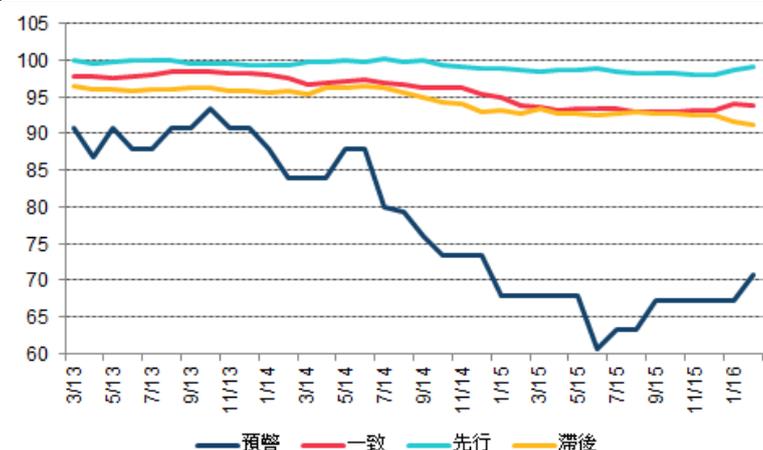


表 1

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	6.8	↓	15/07/2016
消費者物價指數 (同比%)	2.3	2.3	↔	10/05/2016
生產者物價指數 (同比%)	-4.3	-4.9	↑	10/05/2016
工業生產指數 (同比%)	6.8	5.9	↑	14/05/2016
固定資產投資 (同比%)	10.7	10.2	↑	14/05/2016
國外投資 (同比%)	7.8	1.8	↑	08/05/2016
中國製造業採購經理指數	50.1	50.2	↓	01/06/2016
中國人民銀行銀行家信心指數	38.1	37.9	↑	待定
中國人民銀行銀行貸款需求指數	62.7	56.8	↑	待定
中國經濟景氣監測中心經濟先行指數	99	98.12	↑	03/05/2016
出口 (同比%)	11.5	-25.4	↑	08/05/2016
進口 (同比%)	-7.6	-13.8	↑	08/05/2016
M2貨幣供應量 (同比%)	13.4	13.3	↑	10/05/2016
零售銷售 (同比%)	10.5	11.1	↓	14/05/2016
消費者信心指數	117.8	118.1	↓	25/05/2016
銀行準備金率 (%)	17.5	18	↓	不常
官方外匯儲備 (十億美元)	3212.58	3202.3	↑	07/05/2016
3個月上海銀行間拆放利率 (%)	2.90	2.79	↑	持續
10年政府債券收益率 (%)	2.92	2.87	↑	持續
人民幣/美元匯率	6.4565	6.4628	↓	持續

人民幣外匯市場動態

美元兌離岸人民幣

- 2016年4月，人民幣市場維持大致穩定，美元繼續是驅動離岸人民幣現貨市場的主要因素，在岸人民幣報價徘徊在6.4579至6.5120區間，離岸人民幣兌美元則較一個月前下跌0.4%。
- 在國際貨幣基金組織轄下國際貨幣及財務委員會的會議上，人行重申內地希望維持人民幣兌一籃子貨幣「基本穩定」，4月份外美元兌離岸人民幣期權的一個月引伸波幅繼續下跌，由5.24%跌最低曾見3.94%。

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）期權隱含波動率

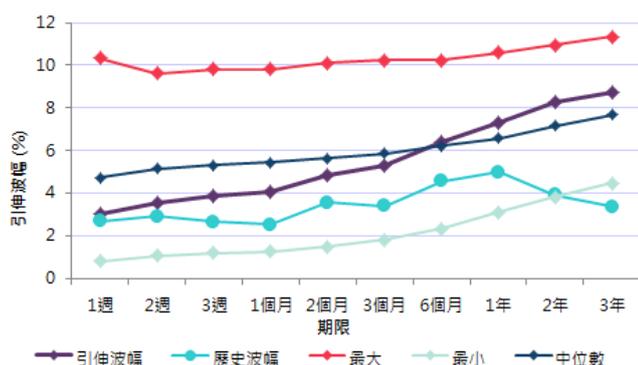


圖 5: 美元兌人民幣價格水平的市場預測



香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨

產品焦點

- 2016年4月香港交易所的美元兌離岸人民幣期貨合約錄得每日平均成交合約1,271張（名義金額1.271億美元）。2016年4月底未平倉合約26,844張（名義金額26億美元）。
- 成交張數最多為2016年6月、2016年12月及2017年6月合約，佔2016年4月份成交量總數的66%；未平倉合約集中於2016年6月、2016年12月及2017年3月合約，合佔2016年4月底未平倉合約總數的77%。

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波動時提供最佳流動性

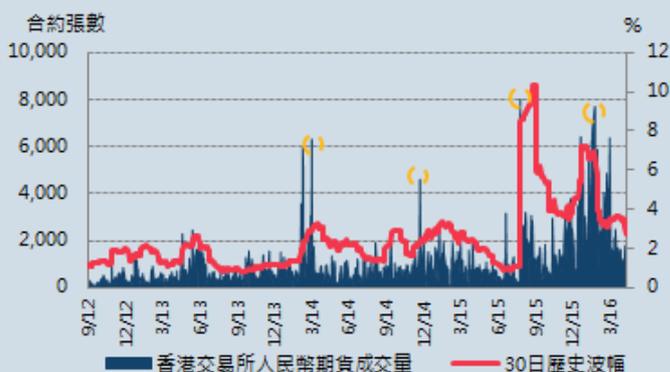


圖 8: 合約月份之成交量分布（4/2016）

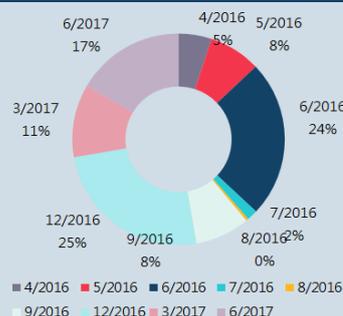
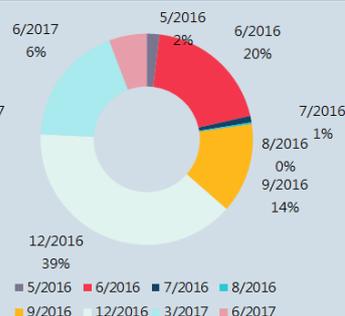


圖 9: 合約月份之持倉量分布（29/4/2016）



離岸人民幣兌其他貨幣

歐元兌人民幣 (香港)

- 歐元區就業數據較預期佳，支持歐元，2016年4月離岸人民幣兌歐元匯價較一個月前低0.5%。德國失業率2016年4月保持歷史低位，失業人數出現2016年1月以來最大跌幅。
- 三個月場外期權的引伸波幅繼續下滑，2016年4月降至8%。
- 外匯因素方面，基本及風險因素遠低於歷史平均數。

月度表現

-0.5%

引伸波幅

8.1%

圖 10: 外匯因素雷達*

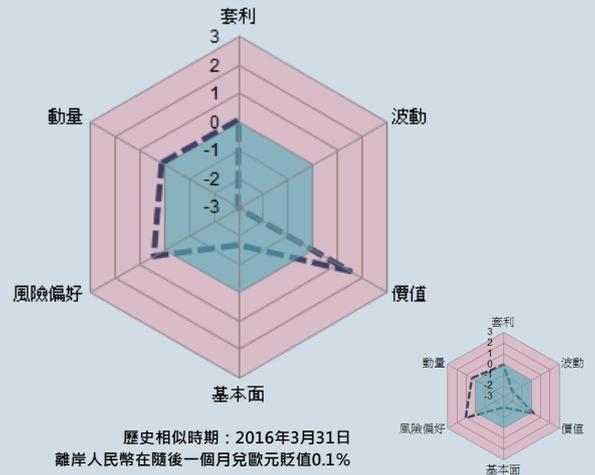


圖 11: 外匯波幅(3個月引伸,%)



圖 12: 歷史波幅與引伸波幅



澳元兌人民幣 (香港)

- 2016年4月離岸人民幣兌澳元匯價較一個月前低0.1%。《澳洲商業週刊》(Australian Business Review) 在2016年4月29日報道生產商價格指數2016年3月季度下降0.2%，拖累年化生產商價格通脹率由2015年第四季1.9%下降至1.2%，進一步增加澳洲央行減息的機會。
- 外匯因素方面，基本因素遠低於歷史平均數，動力、估值及情緒因素則高於歷史平均數。

月度表現

-0.1%

引伸波幅

12.3%

圖 13: 外匯因素雷達*

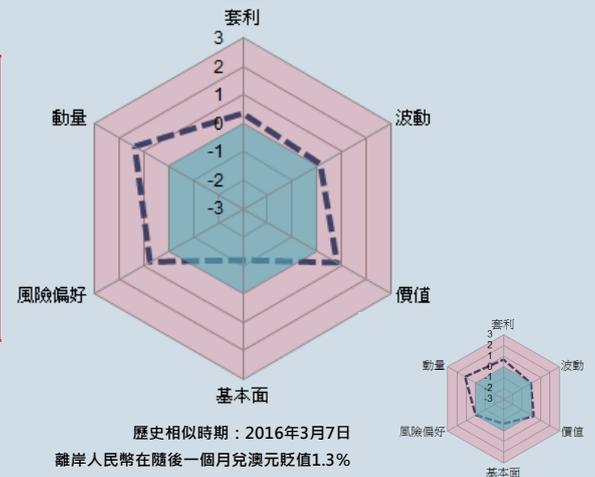
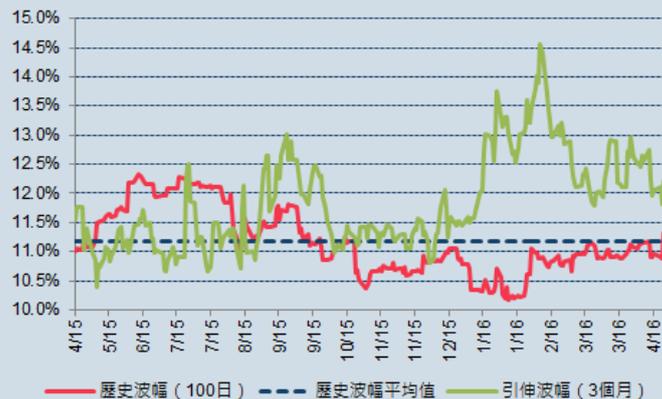


圖 14: 外匯波幅(3個月引伸,%)



圖 15: 歷史波幅與引伸波幅



日元兌人民幣 (香港)

- 2016年4月離岸人民幣兌日圓匯價較一個月前低5.2%。2016年4月29日，日圓兌離岸人民幣匯價升至6.043，為年內新高。日本央行2016年4月28日決定維持貨幣政策穩定，令預測有進一步刺激方案出台的市場參與者感到失望，日圓兌離岸人民幣匯價飆升。
- 2016年4月份歷史波幅增至12%。
- 外匯因素方面，所有風險因素（利差因素除外）均高於歷史平均數。

月度表現

-5.2%

引伸波幅

12.6%

圖 16: 外匯因素雷達*

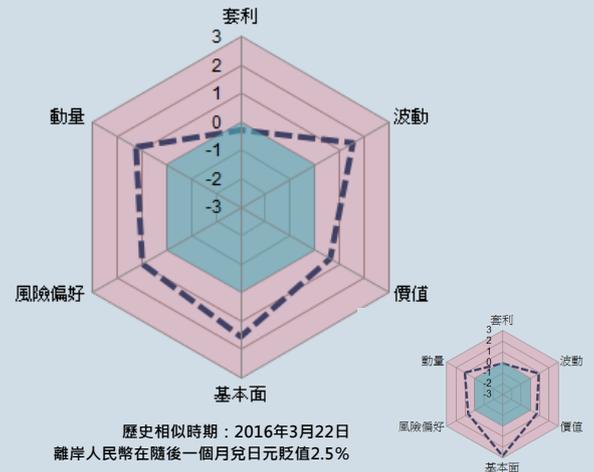


圖 17: 外匯波幅(3個月引伸,%)



圖 18: 歷史波幅與引伸波幅



印度盧比兌人民幣 (香港)

- 2016年4月離岸人民幣兌印度盧比匯價較一個月前高0.1%，印度盧比兌離岸人民幣匯價奮力尋找上升動力。
- 2016年4月一個月場外期權的引伸波幅繼續減少，降至低於7%。
- 外匯因素方面，情緒及風險因素遠低於歷史平均數，基本因素則高於歷史平均數。

月度表現

0.1%

引伸波幅

6.8%

圖 19: 外匯因素雷達*

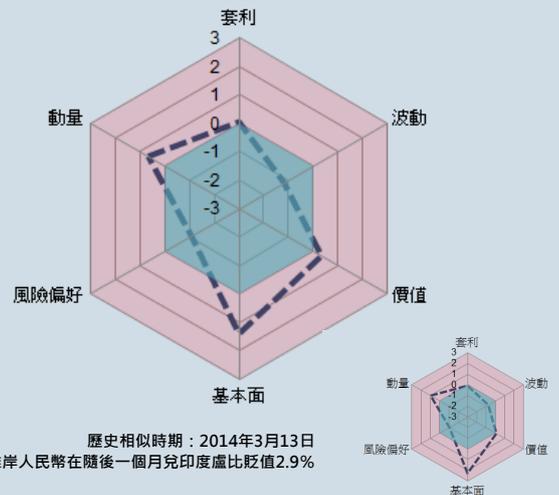


圖 20: 外匯波幅(3個月引伸,%)



圖 21: 歷史波幅與引伸波幅



馬來西亞林吉特兌人民幣 (香港)

- 2016年4月離岸人民幣兌馬來西亞林吉特匯價在1.6436與1.6838區間徘徊，較一個月前收報升0.3%。
- 2016年4月歷史波幅於12%左右穩定下來。
- 外匯因素方面，基本及情緒因素遠低於歷史平均數，動量因素則高於歷史平均數。

月度表現

0.3%

引伸波幅

12.4%

圖 22: 外匯因素雷達*

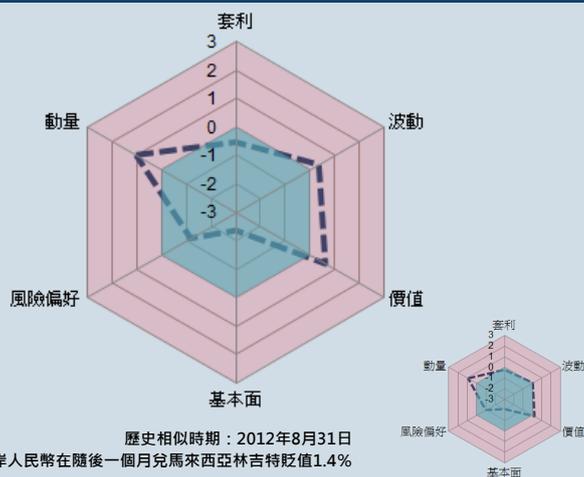


圖 23: 外匯波幅(3個月引伸,%)



圖 24: 歷史波幅與引伸波幅



表 2: 人民幣貨幣對匯總表

	表現				
	4月	3月	變動	前3個月	年初至今
美元兌人民幣 (香港)	-0.4%	1.1%	↓	2.0%	1.2%
歐元兌人民幣 (香港)	-1.0%	-3.2%	↑	-3.0%	-3.4%
澳元兌人民幣 (香港)	0.3%	-5.7%	↑	-6.1%	-3.1%
日圓兌人民幣 (香港)	-6.1%	-0.3%	↓	-9.3%	-11.8%
馬來西亞林吉特兌人民幣 (香港)	0.5%	-4.5%	↑	-6.4%	-8.3%
印度盧比兌人民幣 (香港)	0.0%	-0.9%	↑	-0.5%	1.2%

	波幅					
	引伸波幅	上月	變動	歷史波幅	上月	變動
美元兌人民幣 (香港)	5.6%	6.5%	↓	4.6%	4.8%	↓
歐元兌人民幣 (香港)	10.2%	11.2%	↓	8.1%	10.0%	↓
澳元兌人民幣 (香港)	12.3%	12.2%	↑	11.2%	10.9%	↑
日圓兌人民幣 (香港)	12.6%	12.2%	↑	11.9%	10.6%	↑
馬來西亞林吉特兌人民幣 (香港)	12.4%	12.7%	↓	12.0%	12.0%	↓
印度盧比兌人民幣 (香港)	6.8%	6.9%	↓	5.7%	5.8%	↓



離岸債券市場動態

離岸人民幣債券市場評論

- 2016年4月有一宗離岸人民幣債券的新發行：匈牙利成為首個發行以人民幣計值主權債券的東歐國家。匈牙利出售人民幣主權債有助建立基準，為該國企業發行人民幣債券提供參考。
- 2016年3月份香港人民幣存款按月下跌5.54%至人民幣7,594億元。2016年3月，人民幣跨境貿易結算的匯款總額為人民幣3,707億元（2016年2月：人民幣2,798億元）。

圖 28: 離岸人民幣存款與點心債餘額

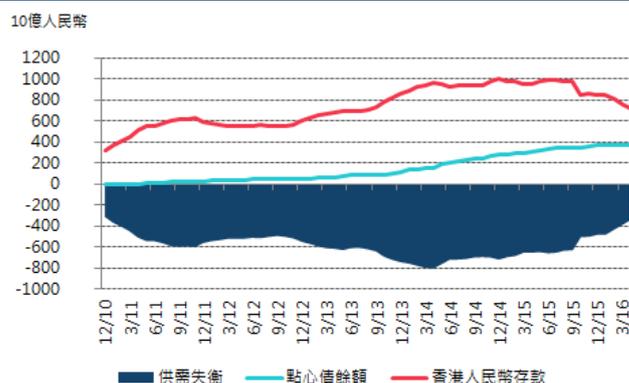


圖 29: 人民幣債券發行按發行人類型分類

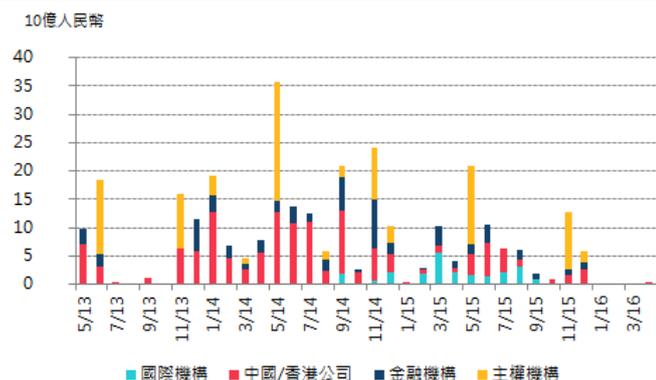


圖 30: 點心債表現



在岸債券市場動態

在岸人民幣債券市場評論

- 在岸人民幣債券發行量由2016年3月的人民幣4萬億元減至2016年4月的人民幣3.4萬億元，減幅17%。存款證佔新發行總減量逾50%。
- 2016年4月，財政部五年期國債的在岸/離岸利差開始收窄。2016年4月底前，財政部五年期國債的在岸買賣價為2.86%，離岸買賣價為3.60%，利差收窄至不足1%。

圖 31: 財政部債券收益率5年：在岸與離岸 (%)

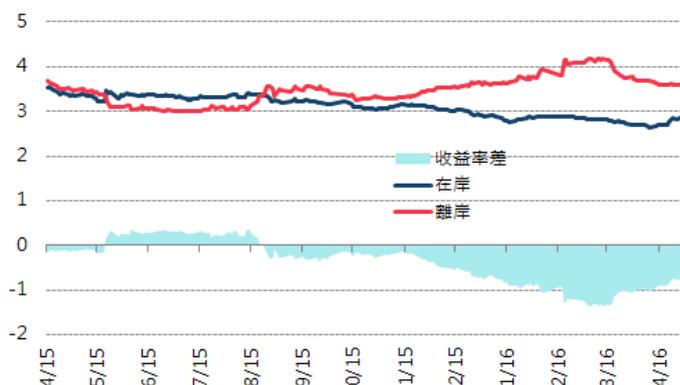


表 3

銀行間市場債券現貨交易主要指標 (按債券類型分類)			
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	38,187	41,533.71	3.054
國債	8,104	9,332.61	2.6442
中期票據	13,576	10,296.63	4.8354
公司債券	11,724	7,268.77	4.5191
存款證	4,442	9,928.79	2.9584
商業票據	15,985	13,620.74	3.6575
央行票據	32	250.86	2.3780
其他	3,645	4,082.61	4.6801
總計	95,695	96,314.72	3.4446

圖 32: 財政部債券餘額按年期分類

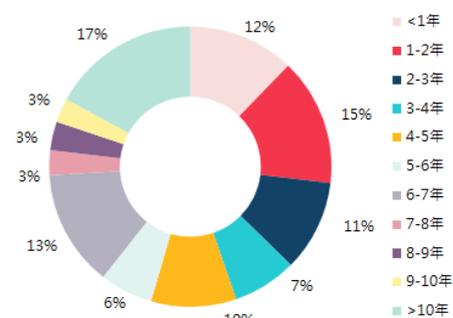


表 4

交易商協會非金融機構發債指導收益率 (截至2016年4月27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+	3.14	↑	3.68	↑	3.94	↑	4.26	↑	4.53	↑	5.07	↑	5.24	↑	5.52	↑
AAA	3.35	↑	3.86	↑	4.14	↑	4.60	↑	4.86	↑	5.39	↑	5.65	↑	5.94	↑
AA+	3.59	↑	4.22	↑	4.61	↑	5.08	↑	5.46	↑	6.02	↑	6.37	↑	6.68	↑
AA	4.15	↑	4.76	↑	5.15	↑	5.74	↑	6.03	↑	6.70	↑	7.06	↑	7.50	↑
AA-	5.51	↑	6.10	↑	6.57	↑	7.44	↑	7.87	↑	8.38	↑	8.76	↑	9.06	↑



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

- 隨著銀行設法迴避存款準備金的施行及投資者急忙將看淡人民幣的倉位平倉，財資市場公會公布的隔夜人民幣香港銀行同業拆息於2016年3月31日下挫至-3.725%。
- 在岸人民幣上海銀行間同業拆息收益率曲線2016年4月底的走勢較2015年4月底平坦（見圖34）。
- 離岸人民幣香港銀行同業拆息收益率曲線2016年4月底的走勢較2015年4月底陡峭（見圖35）。

圖 34: 上海銀行間同業拆息收益率曲線

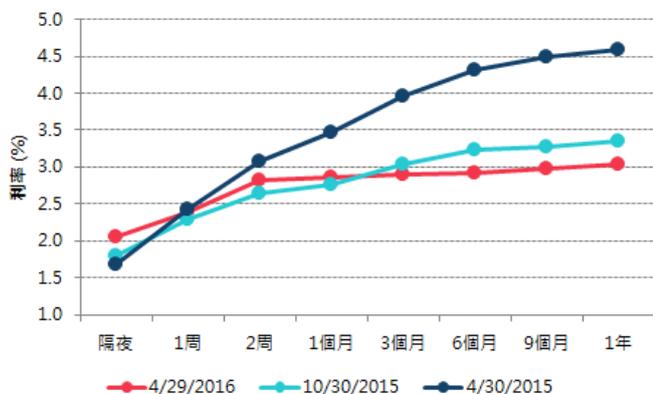


圖 36: 在岸利率互換（7日回購利率）收益率曲線

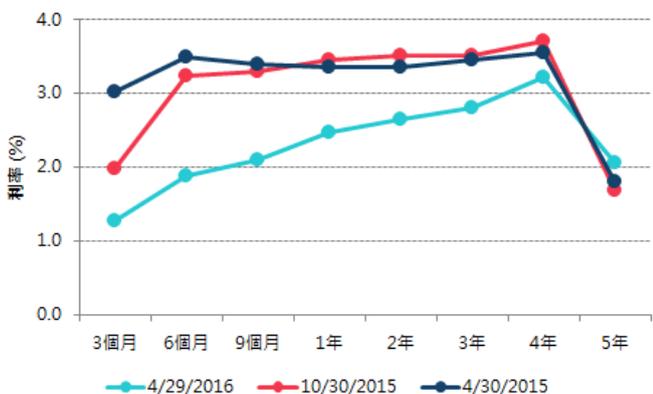


圖 38: 上海銀行同業拆息與離岸人民幣香港銀行同業拆息

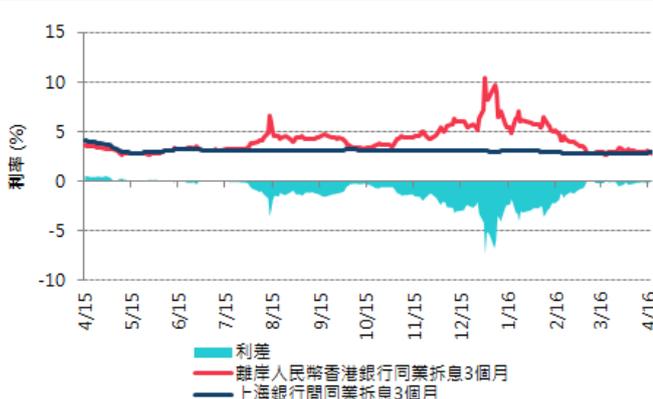


圖 33: 離岸人民幣隱含收益率受匯率帶動抽高



圖 35: 離岸人民幣香港銀行同業拆息收益率曲線

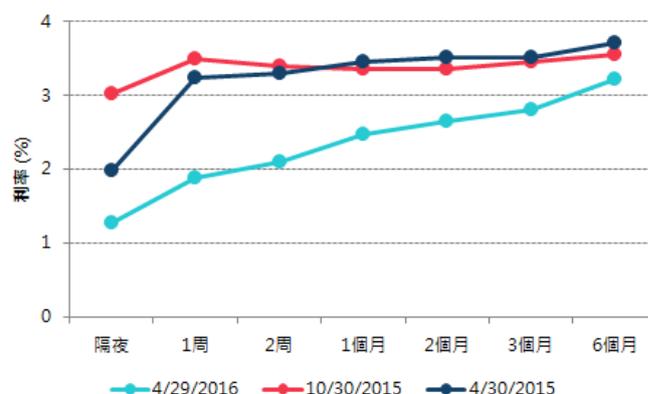


圖 37: 在岸利率交換合約交易名義本金

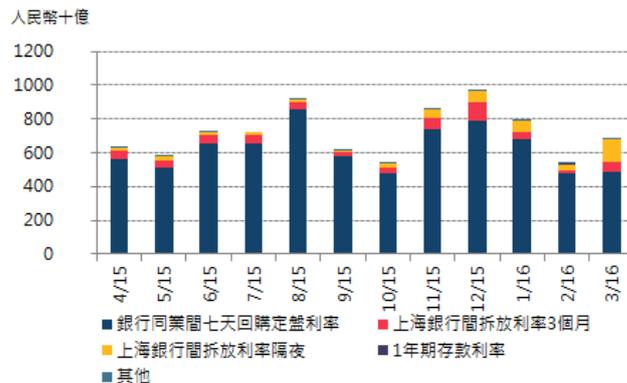
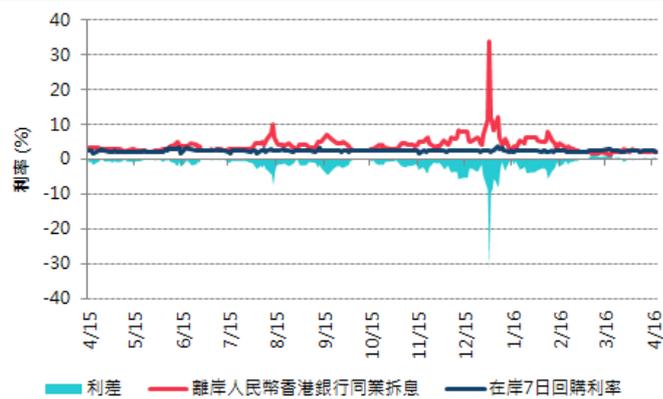


圖 39: 在岸7日回購利率與離岸人民幣香港銀行同業拆息



中國政策性銀行債券

政策性銀行在中國在岸銀行間債券市場上擔當重要角色，發行的流通債券與財政部政府債券相似。現時中國有三家政策性銀行，分別為：國家開發銀行（國開行）、中國農業發展銀行（農發行）及中國進出口銀行（進出口行）。本文嘗試粗略分析這些政策性銀行債券的特色及價格表現。

半官方地位

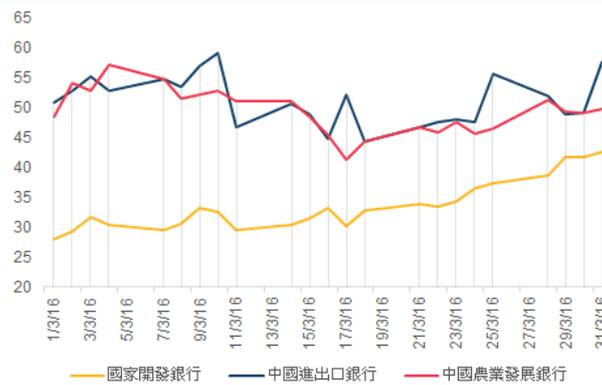
於在岸債券市場，政策性銀行債券與中國人民銀行（人行）發行的央行票據同樣豁免評級。在國際市場，中國政策性銀行債券享有等同國家主權信用的債券評級（標普：AA-、穆迪：AA3、惠譽：A+），因為這些銀行若然受壓，也很大機會獲得中央政府撐持。

基於具備等同財政部債券的優點，政策性銀行債券於在岸商業銀行的簿冊上屬於零風險資產。事實上，在政府力求最終將國開行推向商業化的過程中，對於國開行應走向商業銀行抑或是具備商業運作的開發性銀行的定位曾引發爭論，以致其債券應否視作零風險亦一度含糊不清。目前的官方說法則是國開行2015年底之前發行的債券在計算資本要求時風險權重為零。

價格表現

下圖概述政策性銀行債券與財政部債券在二級銀行間債市的息差。請注意，以下數據編制時剔除了政策性銀行的次級債券和浮息票據。

圖 40: 10年期政策性銀行債券與財政部債券的信用利差 (基點)



評估政策性銀行債券與財政部債券之間息差時可分三大範疇：

- 信用

基於國際評級相同、國內同獲豁免評級以及在岸金融機構計算資本要求時可視其為零風險資產，政策性銀行債券的信用風險視為與財政部債券相若。

- 流通量

現時銀行間市場共有25名受人行管理的做市商。他們須對基準財政部、政策性銀行及部分優質信貸債券提供買賣報價。過去政策性銀行債券的成交量直逼財政部債券。預期在一般市況下，政策性銀行債券的流通量與財政部債券可謂旗鼓相當。

- 稅項

對於境內投資者，非政府債券的利息收入須繳納25%企業所得稅，資本收益更須繳納額外5%營業稅。至於境外投資者，中國至今尚未有完整的相關稅制。一般指引是向非政府債券產生的票息收入徵稅10%。合格境外機構投資者(QFII)及人民幣合格境外機構投資者(RQFII)過去一直由託管銀行就資本收益撥備10%稅項。

基於投資財政部與政策性銀行債券之間有不同的稅務待遇，政策性銀行（相對財政部）的債券息差涉及隱性稅率的問題。若隱性稅率高於實際稅率，政策性銀行債券的投資價值較高，因為從較高的債券息差減出的回報率較高。相反，若隱性稅率低於實際稅率，政策性銀行債券的投資價值將不及財政部債券。現行稅制任何修訂都會影響到政策性銀行債券投資的風險回報。

須注意的是，三家政策性銀行之間亦存在債券息差。按照市場共識，國開行向來比農發行及進出口行更具規模，債券發行量更大、市場深度更深。



陳雅慧女士是Interactive Data (亞洲) 亞太區評核主管，駐香港工作，專責中國在岸及離岸債券、亞洲美元高回報債券以及香港、新加坡及馬來西亞債券的評核質素及方法。

陳女士前職為馬來西亞債券定價公司 (Bond Pricing Agency Malaysia) 定價部經理，帶領該公司的定價部門評核馬來西亞的定息工具 (包括伊斯蘭債券)。

陳女士持有雷丁大學國際證券及銀行理學碩士學位，擁有特許金融風險管理師 (FRM) 資格，並持有國際資本市場協會 (ICMA) 的國際定息及衍生產品 (IFID) 證書。

免責聲明：本文內容僅供參考，不能取代諮詢專業顧問意見。

附錄：定義外匯因素雷達

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。

紅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

電郵：FICD@hkex.com.hk



免責聲明

此處包含的所有信息僅供參考。雖然香港交易所竭力確保所提供資料準確、可靠和完整，但香港交易所及其任何聯屬公司對相關資料的準確性、完整性、及時性及適用性概不作任何明示或暗示的保證和陳述。對於任何因資訊不準確或遺漏又或因根據資訊所作的決定、行動或不採取行動所引致的損失或損害，香港交易所概不負責。

有關資訊並不構成也不擬構成投資意見或建議作出任何投資決定。任何人士有意使用此等資訊或其中任何部分應尋求獨立專業意見。未經香港交易所事先書面許可，嚴禁以任何形式或方法修改資訊的全部或部分。

期貨涉及高風險，買賣期貨所招致的損失有可能超過開倉時繳付的按金，令閣下或須在短時間內繳付額外按金。若未能繳付，閣下的持倉或須平倉，任何虧損概要自行承擔。因此，閣下務須清楚明白買賣期貨的風險，並衡量是否適合自己。閣下進行交易前，宜根據本身財務狀況及投資目標，向經紀或財務顧問查詢是否適合買賣期貨合約。