

每月焦點

- TR / 香港交易所RXY全球離岸人民幣指數2016年7月升0.09%至95.85，中國人民銀行（人行）美元 / 人民幣匯率中間價升0.30%至6.6511。
- 香港交易所首席中國經濟學家巴曙松博士認為，在當前全球低利率市場環境下適時加快開放債券市場，有助於拓寬槓桿轉移的政策回旋餘地，也有利于市場上人民幣均衡匯率的發現，並進一步推動人民幣國際化進程。
- 採訪交通銀行首席經濟學家連平：中國未來貨幣政策仍應保持總體穩健偏鬆格局，繼續加強結構性、定向調控，引導資金流向實體經濟和急需資金領域。

首席中國經濟學家制高點

債券市場開放與人民幣匯率均衡發現和槓桿轉移

香港交易所首席中國經濟學家巴曙松博士

2016年年初以來，中國債券市場開放政策持續展開，研究表明，在當前全球低利率市場環境下適時加快開放債券市場，有助於拓寬槓桿轉移的政策回旋餘地，也有利于市場上人民幣均衡匯率的發現，並進一步推動人民幣國際化進程。

促進投資者結構的多元化，有利於改進人民幣均衡匯率的市場發現效率

“8.11”匯改之後，美元兌人民幣即期匯率一直保持寬幅波動的狀態（圖1），反映出外匯市場參與者短期內對人民幣波動的預期短期內出清有限。根據人行於2016年5月6日發布的2016年第一季中國貨幣政策執行報告，當前人民幣兌美元匯率中間價的形成機制是“收盤匯率+一籃子貨幣匯率變化”，“收盤匯率”主要反映外匯市場供求狀況，“一籃子貨幣匯率變化”則是為保持人民幣對一籃子貨幣匯率基本穩定所要求的調整幅度。這意味著人民幣對一籃子貨幣的有效匯率主要作用是作為政策目標存在，提升匯率政策靈活性和貨幣政策有效性，而針對人民幣兌美元匯率的討論可以歸結為外匯市場供求和美元走勢，其中核心是國際收支反映的供求趨勢。在此背景下，儘管中國外匯交易中心人民幣指數顯示人民幣內在幣值並未存在大幅貶值基礎，從外匯市場交易狀態卻顯示人民幣貶值預期的存在。

在這一時期內，外匯儲備波動加劇，持續的外匯干預使得中國外匯儲備充足率（外匯儲備規模/M2比率）由2015年年初的18.80%下降至2016年5月末的14.26%（圖2），當然這一水平仍處於10%至20%的合理區間，但已表現出人行在外匯市場干預的同時，需要尋找新的對沖力量，在當前的市場環境下，擴大開放債券市場可發揮這樣的作用。

在人民幣匯率寬幅波動影響下，人民幣國際化進程在離岸市場階段性的放緩，此時開放債券市場，引入境外機構到銀行間債券市場進行投資，有利於推動人民幣由國際結算貨幣逐步發展成為國際投資貨幣，符合人民幣國際化戰略的整體要求。特別是在人民幣匯率預期漸穩之後、新的特別提款權貨幣籃子生效之前開放債券市場，為外匯市場帶來人民幣資產供給量的增加，符合人民幣真正進

圖 1: 美元兌人民幣中間價與外匯交易中心人民幣匯率指數

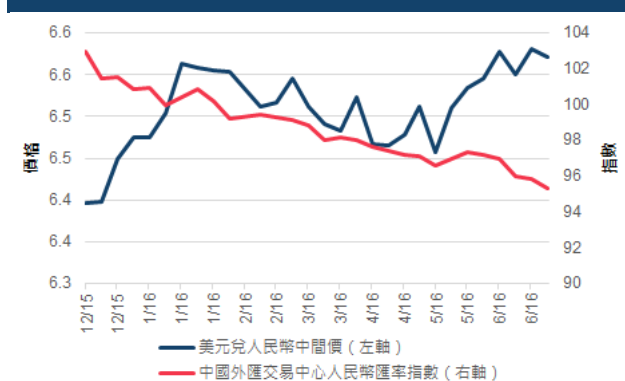


圖 2: 外匯儲備水平與外匯儲備充足率

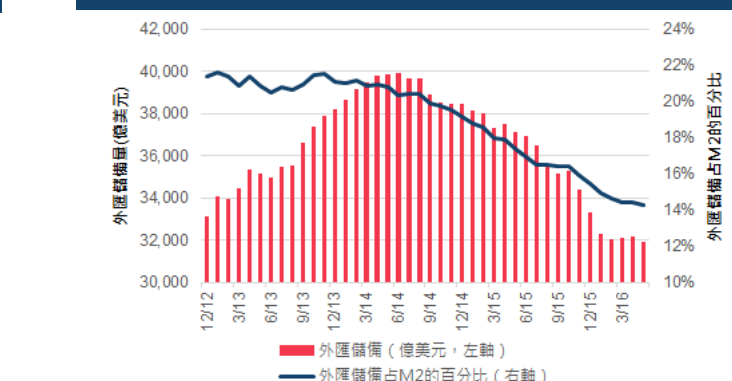
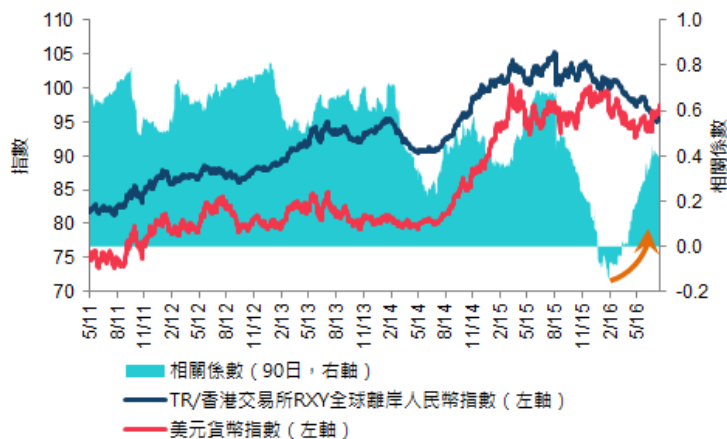


圖 3: 本月圖表: TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數對照美元貨幣指數

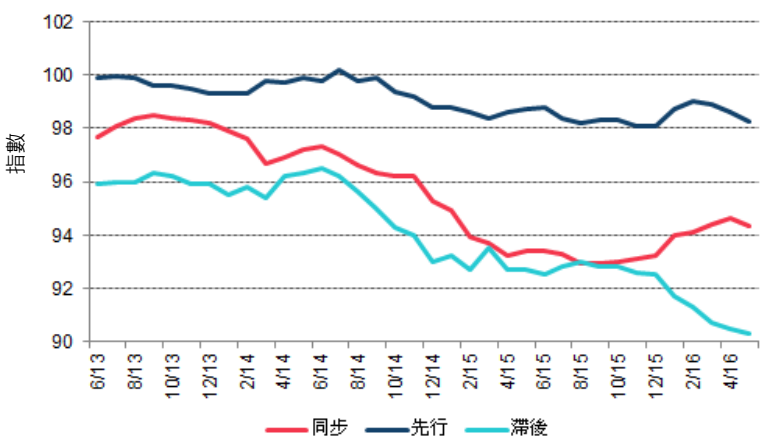


- TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數與美元貨幣指數之間的關聯度頗高，歷史平均水平為0.75。人行於2015年8月11日公布改革美元兌離岸人民幣匯率中間價形成機制後，關聯度大降至負數，其後才反彈回0.4，但仍低於歷史平均水平。

監管/政策發展動向

- 2016年7月21日，國家外匯管理局（外管局）表示中國跨境資金流出壓力逐步緩解。內地商業銀行出售外匯的淨額由2016年第一季1,248億美元下跌至2016年第二季490億美元。外管局發言人王春英表示，由於中國經濟基本面對良好、經常賬盈餘穩健及外匯儲備充裕，中國有能力維持中國跨境資金流動基本穩定。
- 於2016年7月24日召開的二十國集團財長和央行行長會議上，中國人民銀行行長周小川表示，人民幣兌美元及一籃子貨幣的中間價將保持基本穩定。同時中國將繼續提高人民幣匯率政策規則性和透明度，加強與市場溝通。
- 人行屬下中國外匯交易中心將規定外資銀行買賣人民幣遠期合約須繳交相等於持倉20%金額的準備金，增加炒賣人民幣贬值的成本。中國外匯交易中心表示，規則於2016年8月15日生效，適用於離岸出售遠期合約後再在岸購入合約的外資銀行。

圖 4: 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。
- 滯延指數按一組滯延指標計算而成，其變化後於同步指數，主要用作確認經濟周期的高位及低點。

宏觀經濟更新

- 於2016年7月17日召開的中國資產管理年會上，人行調查統計司長盛松成承認中國貨幣政策出現流動性陷阱，大量貨幣供應未能拉動經濟增長。他指多項因素導致M1快速增長，包括企業投資意欲薄弱、活期存款與定期存款利差收窄、地方政府計劃債務置換以及房地產銷量上升等等。盛松成認為要拉動經濟，除已放鬆的貨幣政策外，還必須有積極的財政政策配合。

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	↔	10/19/2016
消費者物價指數 (同比%)	1.9	2	↓	08/09/2016
生產者物價指數 (同比%)	-2.6	-2.8	↑	08/09/2016
工業生產指數 (同比%)	6.2	6	↑	08/12/2016
固定資產投資 (同比%)	9	9.6	↓	08/12/2016
國外投資 (同比%)	9.7	-1	↑	08/08/2016
中國製造業採購經理指數	49.9	50	↓	08/01/2016
中國人民銀行銀行家信心指數	43.7	38.1	↑	待定
中國人民銀行銀行貸款需求指數	56.7	62.7	↓	待定
SWIFT	1.72	1.9	↓	08/25/2016
出口 (同比%)	-4.8	-4.1	↓	08/08/2016
進口 (同比%)	-8.4	-0.4	↓	08/08/2016
M2貨幣供應量 (同比%)	11.8	11.8	↔	08/10/2016
零售銷售 (同比%)	10.6	10	↑	08/12/2016
消費者信心指數	114	115.9	↓	08/31/2016
銀行準備金率 (%)	17.5	18.0	↓	不變
官方外匯儲備 (十億美元)	3205.2	3191.7	↑	08/07/2016
3個月上海銀行間拆放利率 (%)	2.84	2.96	↓	持續
10年政府債券收益率 (%)	2.8	2.95	↓	持續
人民幣/美元匯率	6.63	6.5708	↑	持續
TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數	95.85	95.76	↑	持續

市場/產品發展

- 於2016年7月24日召開的二十國集團財長和央行行長會議上，人行行長周小川表示，中國正研究在境內發行特別提款權計值債券的可能性，這將有助於進一步改善英國脫歐後人民幣作為儲備貨幣的角色。
- 同業銀行金融電訊協會(SWIFT)2016年7月的「人民幣追蹤」顯示，儘管人民幣全球性持續增長，但在6月的全球支付額中，加幣以1.96%的佔比超越人民幣，人民幣的佔比為1.72%，排第六位。此數據顯示2016年人民幣繼續國際化之餘，其增長步伐一如預期正在減慢。

人民幣外匯市場動態

美元兌離岸人民幣

- 2016年7月，在岸人民幣報價徘徊在6.6472至6.6971區間，離岸人民幣兌美元則較一個月前上升0.6%；人行於2016年7月19日將人民幣匯率中間價調低至6.6971，是5年半以來最低水平，其後美國聯儲局維持基準利率不變，在岸人民幣報價於2016年7月28日升至三周新高。
- 2016年7月27日，國際貨幣基金組織發布《2016外部風險報告》稱，人民幣幣值大致符合經濟基本面及合理政策，而基於資本賬逐步開放，內地人士將名下投資組合重新調配至國外資產所產生的資金外流大致穩定，預計中國的外匯儲備壓力將維持可控。

圖 6: 場外交易市場美元兌人民幣 (香港) 期權引伸波幅

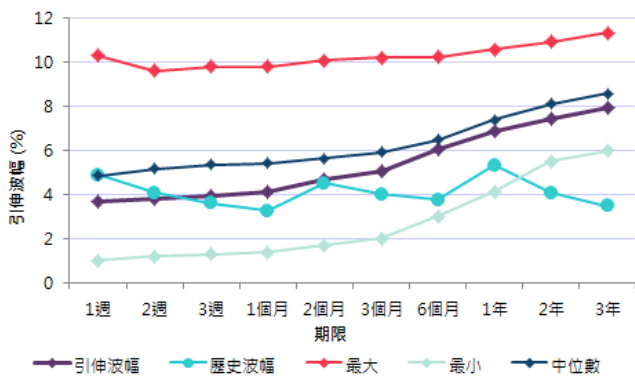


圖 5: 在岸/離岸人民幣現貨價格區間

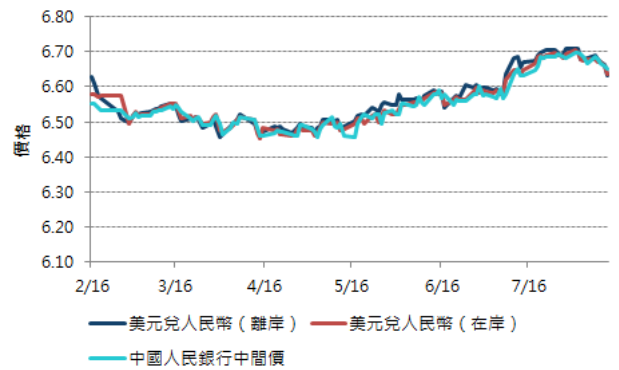
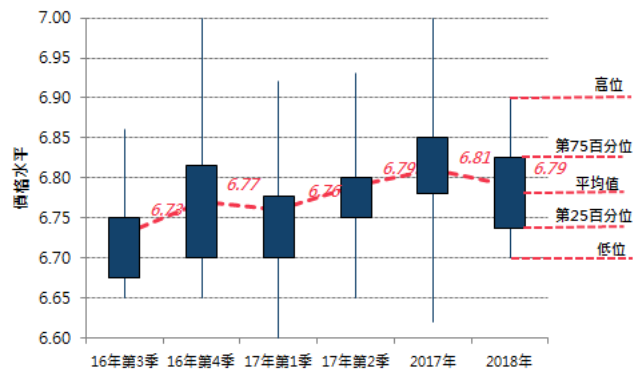


圖 7: 美元兌人民幣價格水平的市場預測



香港交易所的美元兌人民幣 (香港) 期貨

產品焦點

- 2016年7月底未平倉合約27,467張 (名義金額27億美元)。
- 成交張數最多為2016年8月、2016年9月及2016年12月合約，佔2016年7月份成交量總數的63.3%；未平倉合約集中於2016年9月、2016年12月及2017年3月合約，合佔2016年7月底未平倉合約總數的74.6%。

圖 8: 美元兌人民幣 (香港) 期貨成交量與持倉

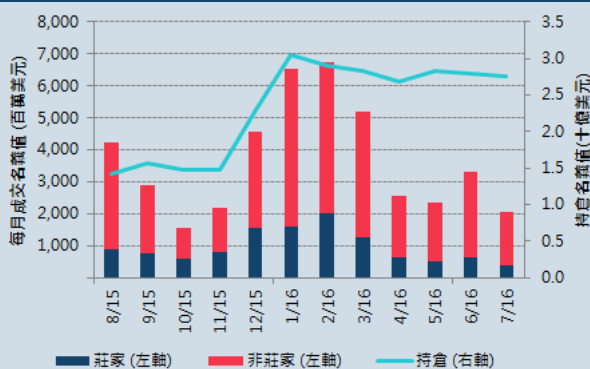


圖 9: 香港交易所人民幣期貨在市場波動時提供最佳流動性

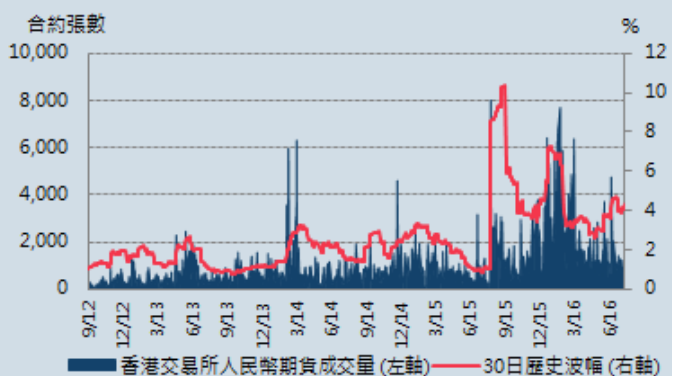


圖 10: 合約月份之成交量分布 (7/2016)

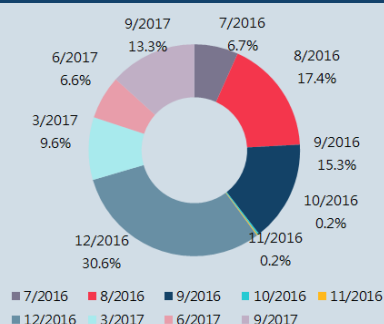
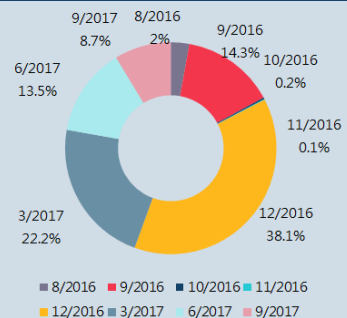


圖 11: 合約月份之持倉量分布 (29/7/2016)



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2016年9月30日

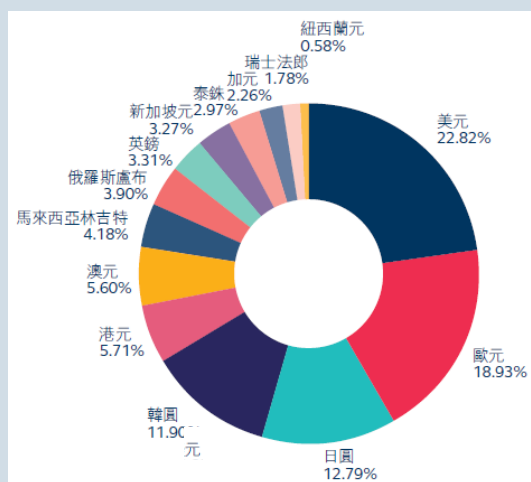


表2: 指數權重

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	22.82%	25.89%	26.40%
歐元	18.93%	21.49%	21.39%
日圓	12.79%	14.52%	14.68%
韓元	11.90%	0.00%	0.00%
港元	5.71%	6.48%	6.55%
澳元	5.60%	6.36%	6.27%
馬來西亞林吉特	4.18%	4.74%	4.67%
俄羅斯盧布	3.90%	4.43%	4.36%
英鎊	3.31%	3.75%	3.86%
新加坡元	3.27%	3.71%	3.82%
泰銖	2.97%	3.38%	3.33%
加元	2.26%	2.57%	2.53%
瑞士法郎	1.78%	2.02%	1.51%
紐西蘭元	0.58%	0.66%	0.65%

- TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數2016年7月收報95.85，上升0.09%，其間人行美元兌人民幣中間價升至6.6511，上升0.30%。
- 2016年7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韓圓，同期兌美元升值2.75%。

表3: 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7月1日 - 2016年6月1日 - 2016年7月29日 (月)	2016年6月1日 - 2016年6月30日 (月)	變動	30日實際波幅 (截至2016年7月29日)	30日實際波幅 (截至2016年6月30日)	變動
TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數	0.09%	-2.72%	↑	3.44%	3.44%	↑
TR/香港交易所RXY全球在岸人民幣指數	-0.05%	-2.57%	↑	3.40%	3.79%	↓
TR/香港交易所RXY參考離岸人民幣指數	0.48%	-2.50%	↑	3.31%	4.22%	↓
TR/香港交易所RXY參考在岸人民幣指數	0.34%	-2.34%	↑	3.55%	3.13%	↑
						與中國外匯交易中心人民幣匯率指數的關聯度
						0.98
						對中國外匯交易中心人民幣指數的貝塔係數
						0.69
						0.67
						0.64
						0.71

圖 13: 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

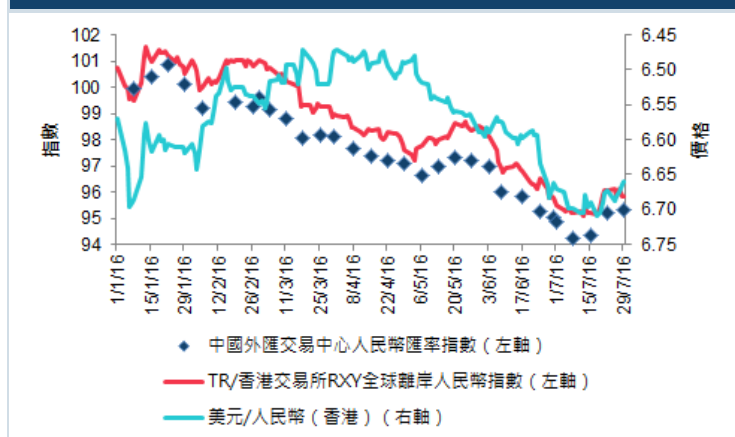
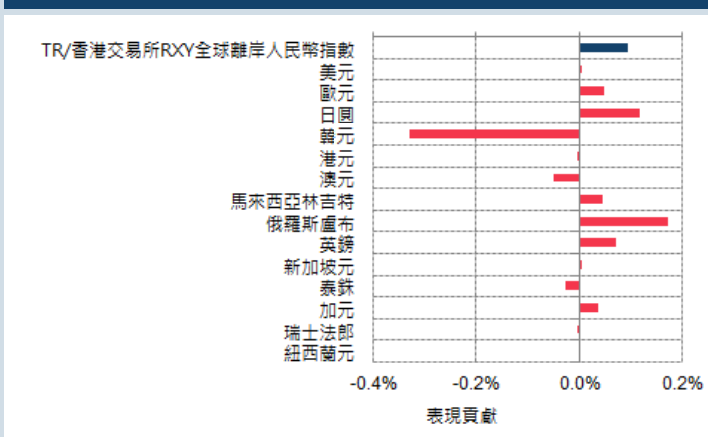


圖 14: 每月表現貢獻分解：TR/香港交易所RXY全球離岸人民幣指數



離岸人民幣兌其他貨幣

歐元兌人民幣 (香港)

- 2016年7月人民幣 (香港) 兌歐元匯價較一個月前高0.02%，維持在7.34至7.45的狹窄區間內浮動。
- 2016年7月三個月場外期權的引伸波幅跌至近8%。2016年7月21日，歐洲中央銀行在英國脫歐公投結束後舉行的首次議息會議中宣布維持利率不變。
- 外匯因素方面，基礎及估值因素遠高於歷史平均水平，而利差及風險因素則低於歷史平均數。

離岸人民幣兌
歐元月度表現

↑0.02%

引伸波幅

8.3%

圖 15: 外匯因素雷達*

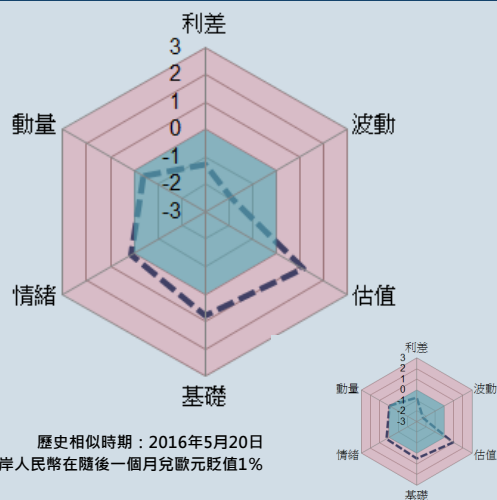


圖 16: 外匯波幅(3個月引伸)

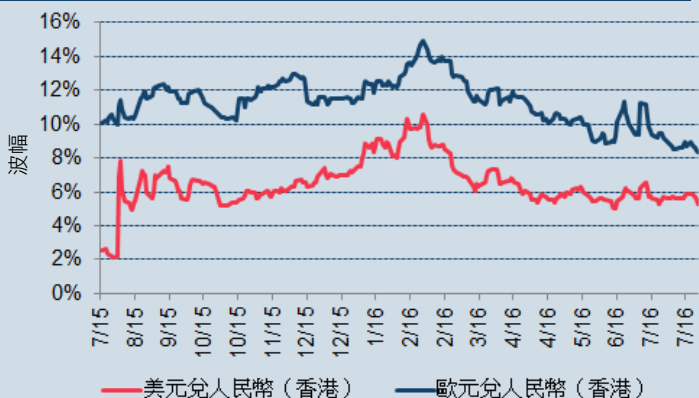
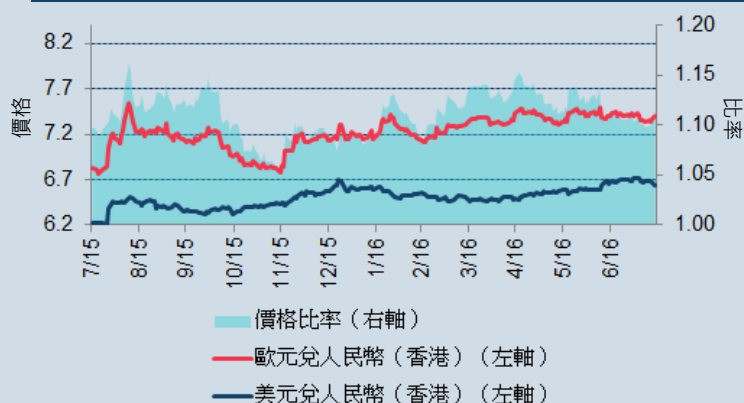


圖 17: 價格比率: 歐元兌人民幣 (香港) / 美元兌人民幣 (香港)



澳元兌人民幣 (香港)

- 2016年7月離岸人民幣兌澳元匯價延續跌勢，較一個月前低1.25%。澳洲製造業數據較前一個月攀升，且新屋銷售飆升，有力支撐了澳元匯價。
- 2016年7月引伸波幅回跌至近10%。
- 外匯因素方面，風險及利差因素低於歷史平均數，而估值及情緒因素高於歷史平均水平。

離岸人民幣兌
澳元月度表現

↓-1.25%

引伸波幅

10.5%

圖 18: 外匯因素雷達*

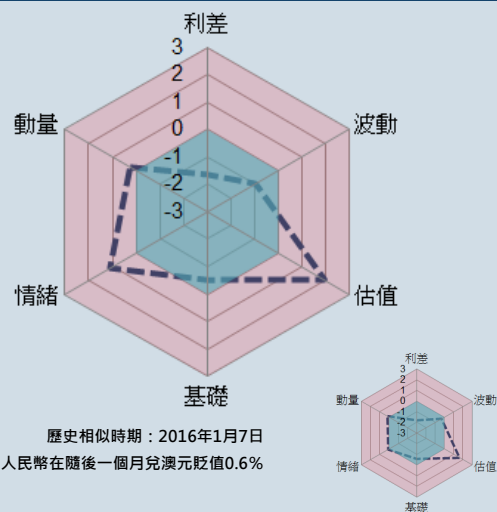


圖 19: 外匯波幅(3個月引伸)

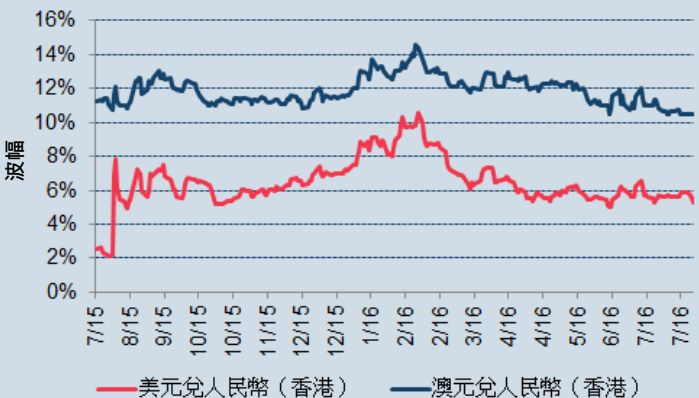
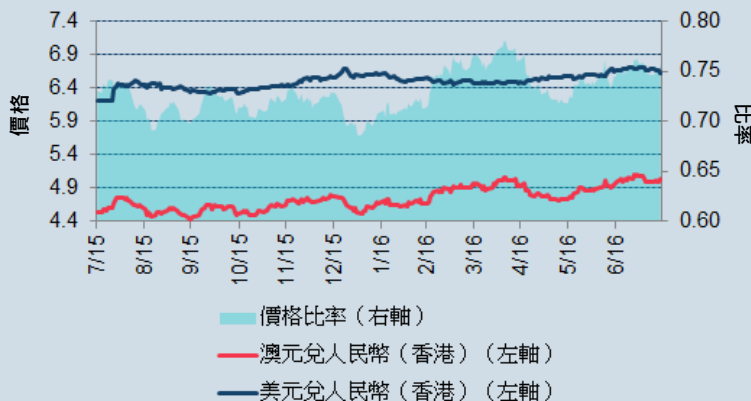


圖 20: 價格比率: 澳元兌人民幣 (香港) / 美元兌人民幣 (香港)



日圓兌人民幣 (香港)

- 日圓兌人民幣於2016年7月8日升至一年新高6.67後，2016年7月離岸人民幣兌日圓匯價較一個月前低0.48%。強勢日圓不利於日本出口，令日本央行及財務省續感壓力。
- 2016年7月三個月場外期權的引伸波幅升至近14%。
- 外匯因素方面，動量、風險、情緒及基礎因素均高於歷史平均數，而估值及利差因素則低於歷史平均數。

離岸人民幣兌
日圓月度表現
↓ -0.48%
引伸波幅
13.6%

圖 21: 外匯因素雷達*

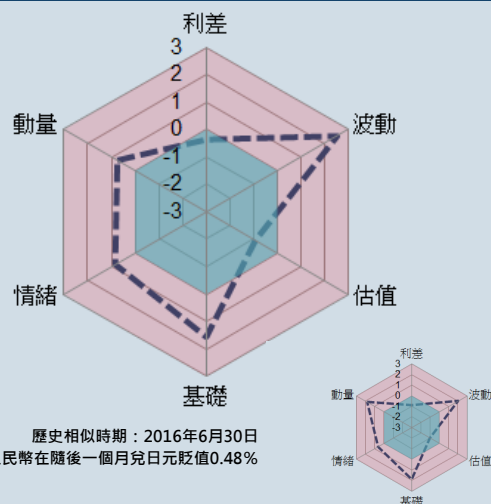


圖 22: 外匯波幅(3個月引伸)

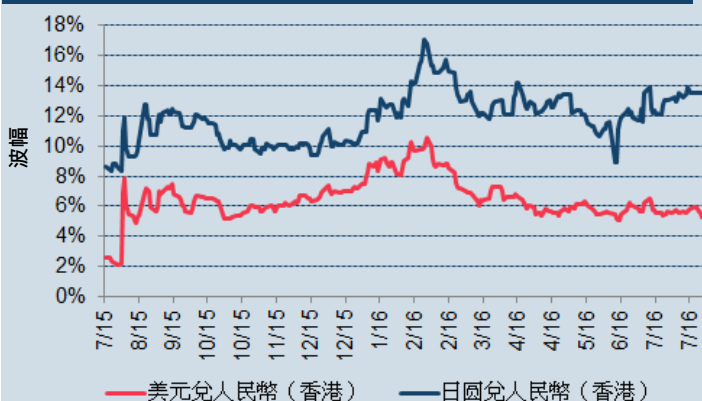


圖 23: 價格比率:日圓兌人民幣 (香港) / 美元兌人民幣 (香港)

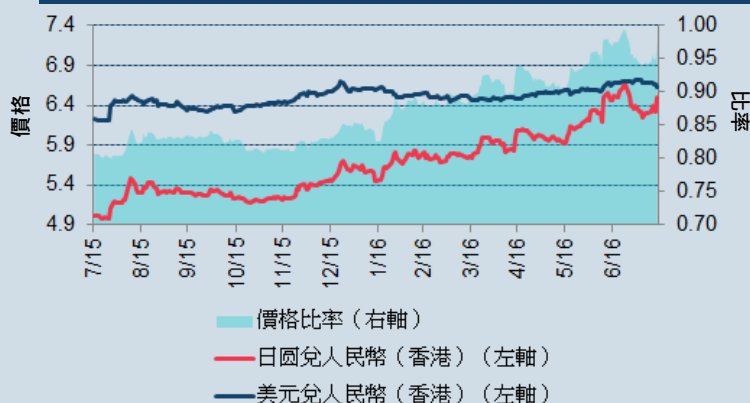


表 4: 人民幣貨幣對匯總表

	表現						與美元兌人民幣 (香港) 的相關係數
	7月	6月	變動	前3個月	年初至今		
美元兌人民幣 (香港)	0.61%	-1.29%	↑	-2.22%	-0.96%	1.00	
歐元兌人民幣 (香港)	0.02%	-1.03%	↑	0.27%	-3.15%	0.30	
澳元兌人民幣 (香港)	-1.25%	-4.33%	↑	-2.01%	-5.15%	0.02	
日圓兌人民幣 (香港)	-0.48%	-8.68%	↑	-6.58%	-19.20%	0.40	

	波幅					
	引伸波幅	6月	變動	歷史波幅	6月	變動
美元兌人民幣 (香港)	5.2%	5.7%	↓	3.6%	3.6%	↑
歐元兌人民幣 (香港)	8.3%	9.8%	↓	6.2%	6.9%	↓
澳元兌人民幣 (香港)	10.5%	11.0%	↓	10.6%	10.9%	↓
日圓兌人民幣 (香港)	13.6%	12.2%	↑	14.4%	13.4%	↑

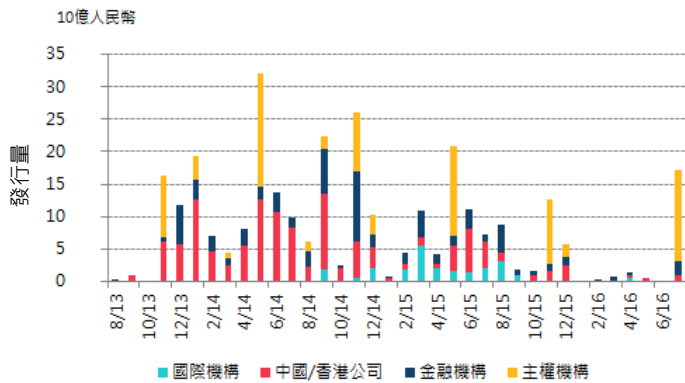


離岸債券市場動態

離岸人民幣債券市場評論

- 點心債市場沉寂數月後於7月重拾動力，兩家內地發行人公布發行債券。重慶糧食集團於2016年7月14日發行價值人民幣10億元（1.5億美元）的點心債，中國銀行則於2016年7月初發行30億等值美元的債券，債券貨幣包括離岸人民幣、美元及歐元。
- 2016年6月份香港人民幣存款按月下跌2.8%至人民幣7,115億元。2016年6月，人民幣跨境貿易結算的匯款總額為人民幣4,592億元（2016年5月：人民幣4,173億元）。

圖 25: 人民幣債券發行按發行人類型分類



在岸債券市場動態

在岸人民幣債券市場評論

- 2016年7月的在岸人民幣債券發行量為人民幣3萬億元，較2015年7月的人民幣2.2萬億元增加33.8%，公司債券在2016年7月的發行量較一年前上升82%。
- 2016年7月，財政部五年期國債的在岸/離岸利差繼續收窄。2016年7月底前，財政部五年期國債的在岸買賣價為2.75%，離岸買賣價為3.08%，利差收窄至約0.33%。

表 5

銀行間市場債券現貨交易主要指標（按債券類型歸類，7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	60,312	55,101.77	2.8916
國債	10,526	10,698.53	2.6519
中期票據	12,237	8,208.24	4.8458
公司債券	10,316	5,911.26	4.7557
存款證	6,918	16,305.37	2.9951
商業票據	16,847	13,880.17	3.5907
央行票據	134	563.97	2.3824
其他	4,582	4,640.28	3.4315
總計	121,872	115,309.59	3.2957

表 6

交易商協會非金融機構發債指導收益率（截至2016年7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+	2.94	↓	3.44	↓	3.65	↓	4.05	↓	4.31	↓	4.94	↓	5.11	↓	5.36	↓
AAA	3.14	↓	3.58	↓	3.85	↓	4.38	↓	4.62	↓	5.25	↓	5.57	↓	5.86	↓
AA+	3.36	↓	3.96	↓	4.32	↓	4.86	↓	5.24	↓	5.87	↓	6.26	↓	6.59	↓
AA	3.87	↓	4.51	↓	4.87	↓	5.53	↓	5.78	↓	6.61	↓	6.97	↓	7.43	↓
AA-	5.29	↓	5.89	↓	6.34	↓	7.28	↓	7.64	↓	8.29	↓	8.68	↓	8.97	↓

圖 24: 離岸人民幣存款與點心債餘額

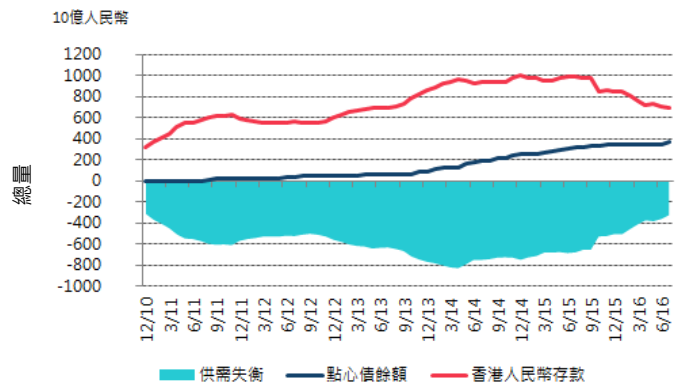


圖 26: 點心債表現

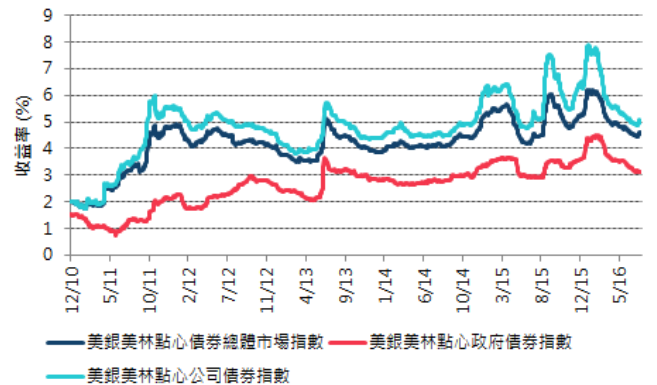


圖 27: 財政部債券收益率5年：在岸與離岸 (%)

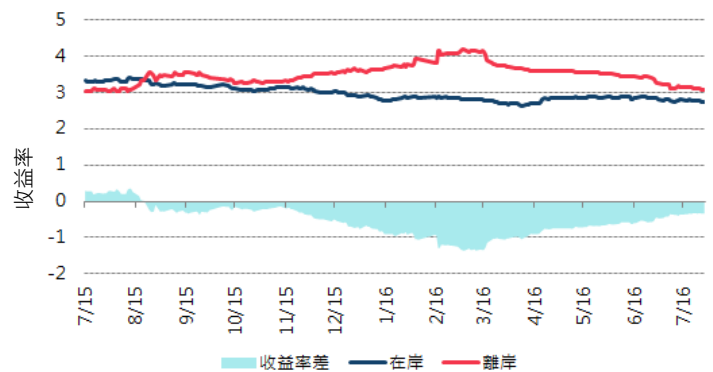
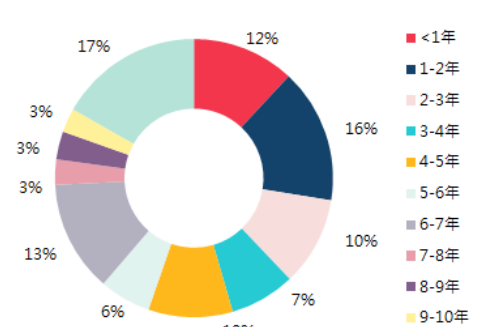


圖 28: 財政部債券餘額按年期分類



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

- 香港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7月13日飆升至4.83%，為2016年2月以來的新高，主要是銀行按監管規定撥備現金以及市場猜測中國政府會收緊資金流動性遏制人民幣（香港）跌勢。
- 人行研究以「利率走廊」機制作為新的價格型貨幣政策框架之際，市場預計人行的七天逆回購中標利率有望成為新的政策利率，作為貨幣市場利率的依歸。

圖 29: 離岸人民幣隱含收益率受匯率帶動抽高

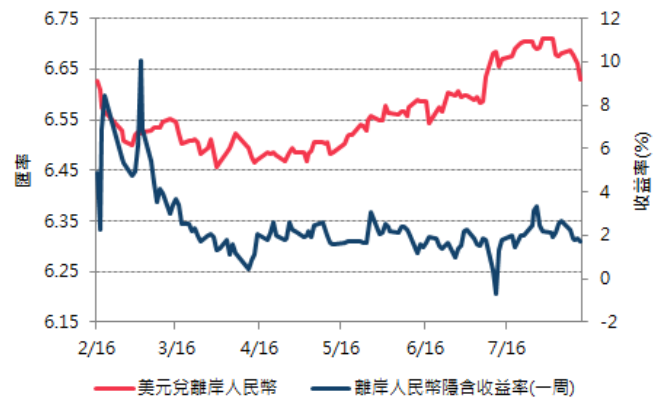


圖 30: 上海銀行間同業拆息收益率曲線

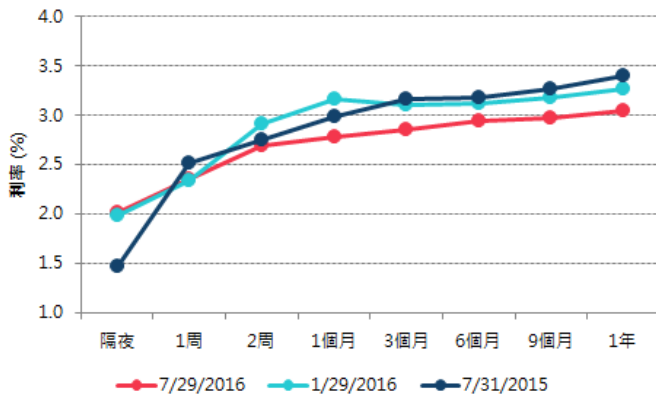


圖 31: 離岸人民幣香港銀行同業拆息收益率曲線

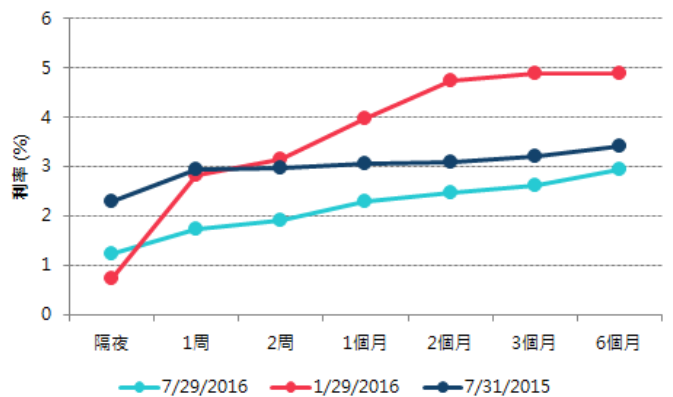


圖 32: 在岸利率互換（7日回購利率）收益率曲線

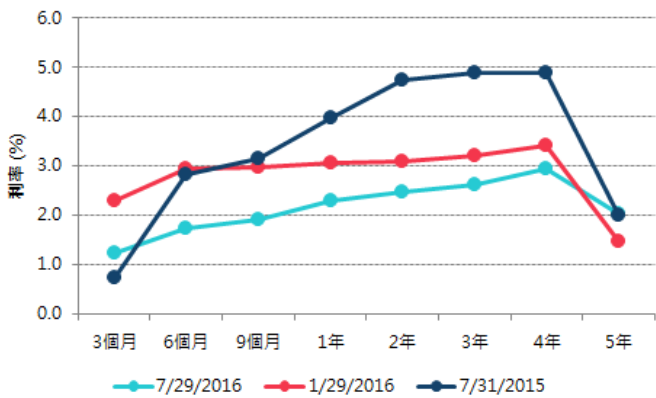


圖 33: 在岸利率交換合約交易名義本金

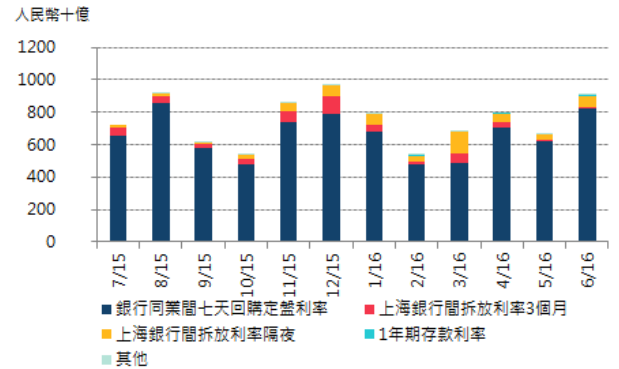


圖 34: 上海銀行同業拆息與離岸人民幣香港銀行同業拆息

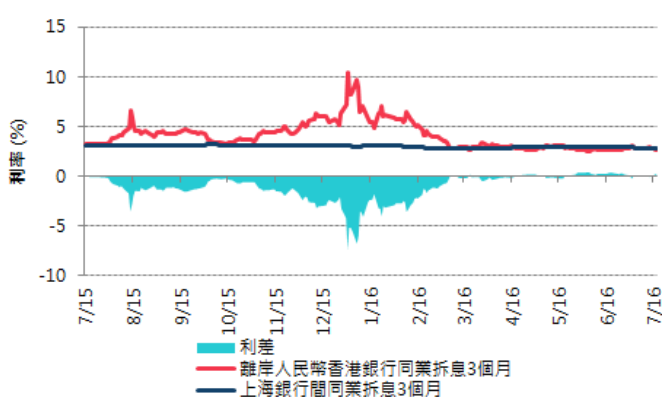
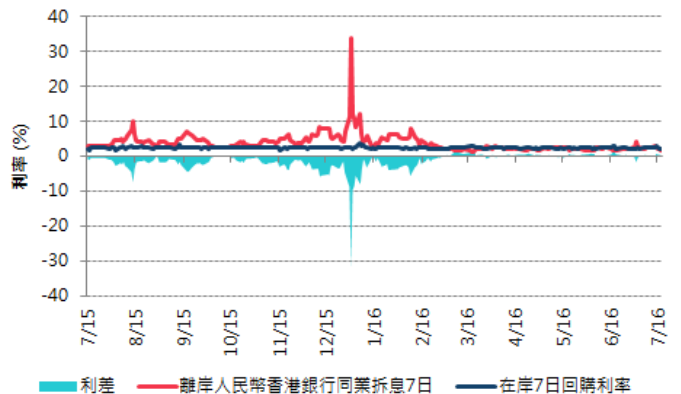


圖 35: 在岸7日回購利率與離岸人民幣香港銀行同業拆息



R貨幣籃子後境外投資者配置人民幣資產的需求。

(下接第9頁)

(上接第1頁)

豐富融資渠道，有助於拓寬槓桿轉移操作空間

從國際主要經濟體的實體經濟部門槓桿率水平來看（圖36），根據國際清算銀行測算，截至2015年12月末，中國實體經濟槓桿率為254.8%，處於相對中游的水平；就新興經濟體總體而言，中國實體經濟（主要是企業部門）槓桿率處於相對較高水平。從增量而言，自全球金融危機以來，中國負債率處於較快速增長的趨勢，且不同部門表現出槓桿分佈非均衡的特徵（圖37）。無論從絕對水平或增速來看，企業部門均是構成高槓桿的最主要部門。一方面，企業部門去槓桿的思路之一在於優化融資結構，在這一階段逐步開放債券市場，尤其是拓寬境外合格投資者的投資範圍，引入增量資金進入資本市場，長期或可改善企業融資成本，提高直接融資比例，將企業部門“去槓桿”進程中可能累積的金融中介系統性風險降低。另一方面，在穩定總需求的基本目標下，政府和居民部門適當範圍內“加槓桿”，從而為企業部門在增長中平穩“去槓桿”創造條件，從而優化槓桿結構分佈，是當前平穩渡過去槓桿風險的思路之一。此時，對境外合格機構投資者開放債券市場，可引入增量資金進入，尤其目前境外合格機構投資者在投資債券市場時重點分佈於國債這一券種（圖38），更增大了槓桿率向中央政府轉移的靈活性，以及通過國債渠道拓展財政政策實施空間的可能性。

國際範圍內低利率環境持續，助推債券市場對境外投資者擴容

當前全球正處於大範圍低利率環境，尤其是負利率水平的加深使得中國債券與境外債券的收益率差距增大，全球投資者在資產配置中對人民幣資產的需求也有所上升。全球主要經濟體的低利率甚至負利率範圍擴散使得機構投資者在配置資產時逐漸關注海外更高收益率債券市場的投資。中國國債收益率始終維持在2%至3%的水平，高於主要經濟體的零利率和負利率水平。隨著人民幣離岸與在岸匯差的逐漸縮小，人民幣幣值逐漸顯穩，人民幣貶值預期改善後，境外投資者對中國債券的需求預計可能會迅速增加。

在這一背景下，債券市場的開放時機已凸顯，且具有進一步開放的空間。以政府債券的持有者結構為例，據萬得統計，截至2016年5月，境外機構投資者持有中國國債比例最高，也僅達到2.99%，政策性金融債次之，約為1.72%，持有信用債等其他券種比例低於1%，遠低於亞洲其他債券市場的境外投資者持有情況。即使在全球主要發達經濟體結束量化寬鬆政策後，新興市場的國際資本流出態勢漸顯的時期內，以及2015年下半年以來新興經濟體幣值寬幅波動的情況下，以中長期投資者為參與主體的政府債市場上，外國投資者參與比例也未曾大幅下降。這表明，配置全球資產的中長期國際投資者主要考慮的是匯率中性下全球資產配置的風險對沖功能及不同市場上資產收益利差因素，而非簡單的對幣值升貶值的博弈。可以推知，在當前全球低利率環境下適時中國開放債券市場，一方面中長期國際投資者的參與度提升，對於債券收益率曲線的價格發現機制具有完善的效果；另一方面，對人民幣資產需求的上升也有助於人民幣均衡匯率的價格發現效率提升和人民幣國際化進程的推進。

圖 36: 中國與主要經濟體實體經濟總槓桿率比較

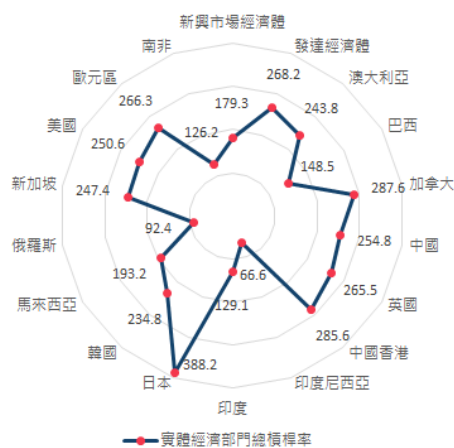


圖 37: 全球金融危機以來中國總槓桿率表現出增速上升態勢

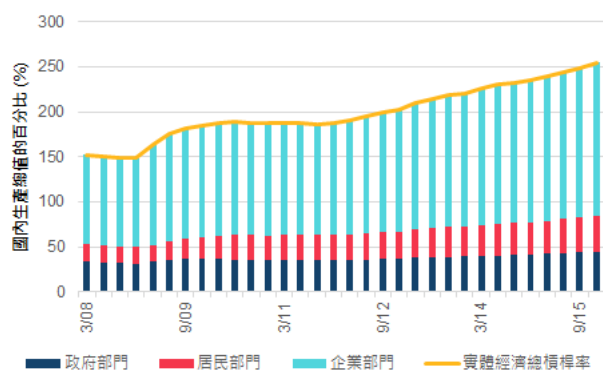
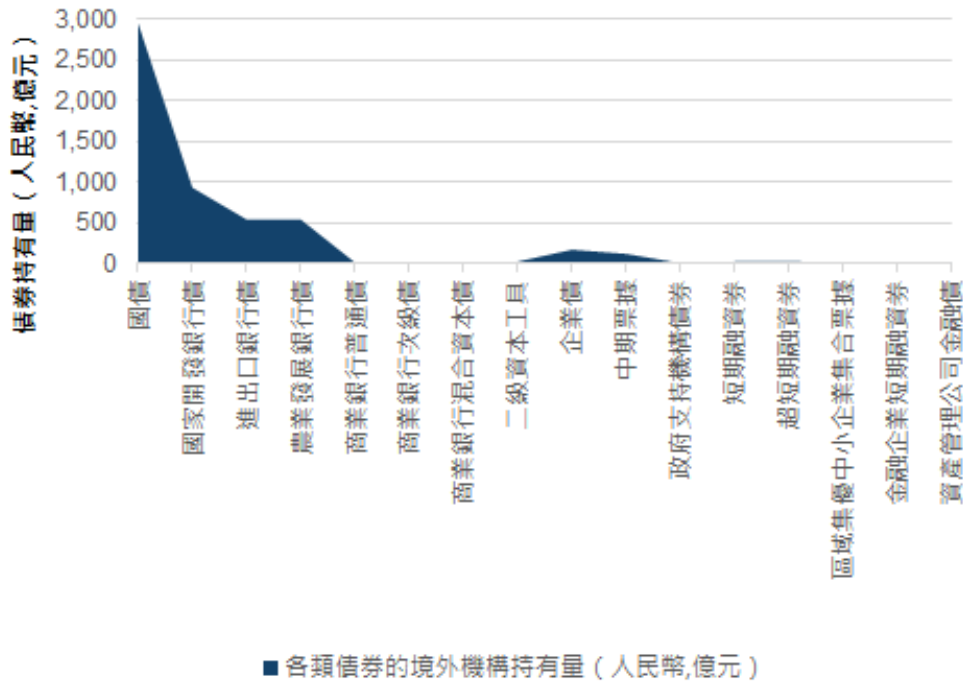


圖 38: 各類債券的境外機構持有量 (截至2016年5月31日)



金融運行漸行漸穩 貨幣政策中性偏鬆

交通銀行首席經濟學家連平

英國脫歐猶如一塊重石落入水中，激起層層波浪，給世界經濟平添了許多不確定性。下半年，國際金融市場仍將處於動盪之中。不僅英國脫歐的後續影響將陸續顯現，意大利銀行業也搖搖欲墜，美聯儲仍存加息的可能。資本避險情緒上升加上中國經濟仍有下行壓力，中國仍將面臨一定程度的資本流出壓力。鑒於新的改革開放紅利和城鎮化發展的支撐，中國經濟增速大幅下降可能性不大。未來資本市場開放將穩步推進，境外機構投資者類型有望繼續拓展，外匯儲備規模依然充足。總體來看，資本流動有望趨穩，不會出現資本大規模流出的現象。

近來主要受資本外流壓力仍存和避險情緒升溫帶動美元升值的影響，人民幣兌美元匯率仍面臨不小的貶值壓力。但應該看到，人民幣對美元出現一定幅度貶值也是人民幣匯率市場化程度提高、央行干預減少背景下的正常現象，不必過度解讀。在人民幣匯率“參考收盤匯率”+“參考一籃子貨幣匯率”的雙參考定價模式下，未來人民幣匯率雙向浮動特徵將更加明顯，人民幣兌一籃子貨幣匯率將保持基本穩定。

上半年，樓市熱推動了居民中長期貸款的快速增長。企業貸款儘管波動較大，但考慮債務置換影響後實際新增企業貸款並不低。下半年，受前期住房成交量較大的滯後影響，居民貸款仍將保持一段時期的快速增長，但增量會小於上半年。在穩增長政策的帶動下，企業中長期貸款也有望保持穩步增加。全年社會融資規模有可能達到人民幣17萬億元左右，新增信貸可能達人民幣12.5萬億元，年末M2增速可能維持在12.5%與13.0%之間。

當下應警惕債券違約蔓延的風險。債券違約從去年下半年就已經出現，今年以來進一步發展；近兩個月內違約事件涉及債券數量30多隻、本金超過200人民幣億元。違約事件頻頻來襲讓市場一度陷入恐慌，其中涉及國企的違約對市場衝擊尤甚。一旦剛性兌付被真正打破，下半年可能會有更多的信用風險暴露，後續可能會出現新一輪違約潮。但也要理性的看待債券違約事件，債券違約是正常的市場優勝劣汰現象。最早出現違約的往往是經營不善的企業，這有利於提升行業經營效率，促進資本市場的資金流向優質企業。但如果頻繁出現風險暴露，可能嚴重衝擊市場信心，傳染至其他金融市場。因此需要防止系統性風險的發生，做好應對準備。

鑒於製造業投資和民間投資增長大幅放緩，房地產投資相對走弱，下半年經濟下行壓力依然不小，需要貨幣政策予以呵護。但在經濟結構性問題突出、企業債務率較高、局部資產價格漲幅過大的情況下，貨幣政策又不宜過於寬鬆，“大水漫灌”式的政策不僅邊際效果遞減，還會加劇槓桿率上升、資產價格泡沫等風險。未來貨幣政策仍應保持總體穩健偏鬆格局，繼續加強結構性、定向調控，引導資金流向實體經濟和急需資金領域。考慮到目前基準利率已達歷史最低、貨幣市場利率保持在較低水平、食品價格仍有上漲可能、再度降息可能加劇貶值壓力，基準利率似應保持穩定。主要受外匯占款持續減少的影響，上半年基礎貨幣增速持續下降，3月末基礎貨幣餘額同比增速-4.39%，已經連續三個季度負增長。基礎貨幣增速下降是導致M2增速放緩的主要原因。考慮到下半年M2增速有進一步放緩的壓力，僅憑公開市場操作無法十分有效地對沖外匯佔款減少，加之準備金率仍處在高位，因此可以繼續適時適度下調存款準備金率。

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。



連平先生，博士、教授、博導。連先生為交通銀行首席經濟學家、中國金融40人論壇成員和理事、中國銀行業協會行業發展研究委員會主任、中國首席經濟學家論壇理事長、中國金融論壇成員、國家金融與發展實驗室（國家高端智庫）理事、中國社會科學院陸家嘴研究基地學術委員、中國新供給經濟學50人論壇成員、上海市人民政府決策諮詢特聘專家及上海社會科學院兼職博士生導師。

連先生的主要研究領域涉及宏觀經濟運行與政策、外匯與匯率、離岸金融和商業銀行發展戰略與管理體制。連先生迄今在境內外各類報刊上發表文章450餘篇，出版著作12部，主持完成國家級、省部級以上研究課題20餘項，多項獲獎，其著作《利率市場化：誰主沉浮》獲中國銀行業發展研究優秀成果評選（2014年）特等獎。連先生獲評新浪財經2015年銀行業綜合評選年度領袖經濟學家，並在彭博社2015年中國經濟預測排名位列中資機構首位。

連先生多次出席國務院總理主持召開的專家座談會，經常出席中財辦、發改委、人民銀行、國研室、人大財經委和銀監會等召開的專家諮詢會議。

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。