



# 人民幣理財智慧 (2016年10月)

## 影響人民幣三大因素

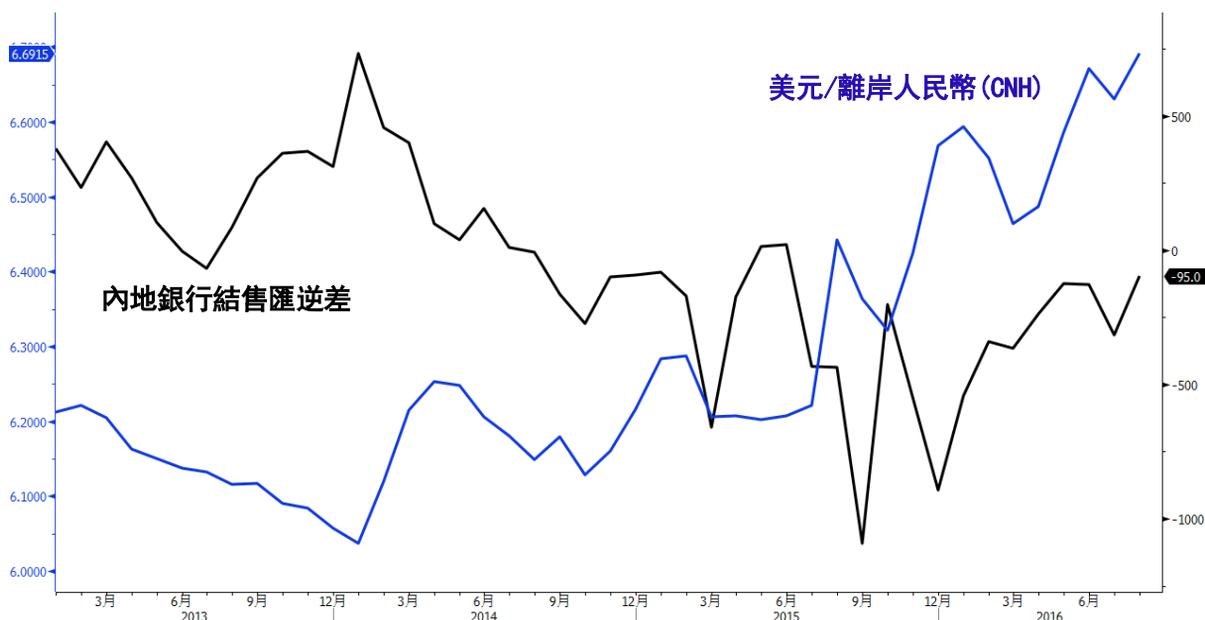
- 結售匯逆差
- 宏觀經濟數據
- 美國加息預期及美元走向

## 什麼是結售匯逆差？

- 結匯意指境內企業於取得外匯收入後，按照外匯管理局的規定，將手中的外匯收入調回境內，悉數賣給外匯指定銀行。由於此舉是賣出外匯，所以會導致對人民幣需求的增加
- 相反，售匯(購匯)是指境內企業或個人支付需要外匯時，按照相關規定換取外匯，即是拋售人民幣購進外匯
- 結售匯逆差說明結匯小於售匯，人民幣的拋售量大於需求量，按供需原則人民幣自然貶值

## 結售匯逆差持續收窄

- 5、6、7三個月的逆差(即期+遠期)急速上升，總額分別為16、124和247億美元，如此高速的逆差擴張是人民幣貶值預期惡化的典型特徵
- 為避免貶值預期失控，降低人民幣貶值速度成為合理選擇。結果，8月結售匯逆差大幅收窄至46億美元，反映跨境資金流出壓力有所緩解
- 若結售匯逆差較小的格局延續下去，及監管當局認為貶值預期得到控制，或再次提高對人民幣貶值幅度的容忍程度。若調控力度下降，市場力量將會推動人民幣貶值



資料來源：彭博 (截至10/20/2016)



## 中國第三季經濟增長6.7%

- 中國經濟在第三季度企穩，增長6.7%，與第二季持平，得益於寬鬆的信貸環境、財政刺激及房地產市場熱潮等範疇，符合市場預期
- 今年頭三個季度，房地產投資增長了7.1%，另外兩個關鍵增長引擎—服務業和基礎設施投資—分別增長了7.6%和19.4%

## 其他經濟數據表現參差

- 中國通縮壓力繼續緩解，9月工業生產者出廠價格(PPI)四年多來首次出現同比上漲，消費者物價指數(CPI)同比上漲1.9%。漲幅較8月的1.3%有所擴大，達到3個月來的最高水平
- 9月以美元計價的出口額比上年同期減少10.0%，減至1845億美元，是自今年2月以來再次出現雙位數下滑，進口跌1.9%，再次由正轉負
- 料中國有能力實現年初制定的經濟增長目標6.5%–7%，貨幣政策將維持穩健，市場流動性依然相對充裕

## 美國大選結果明朗化

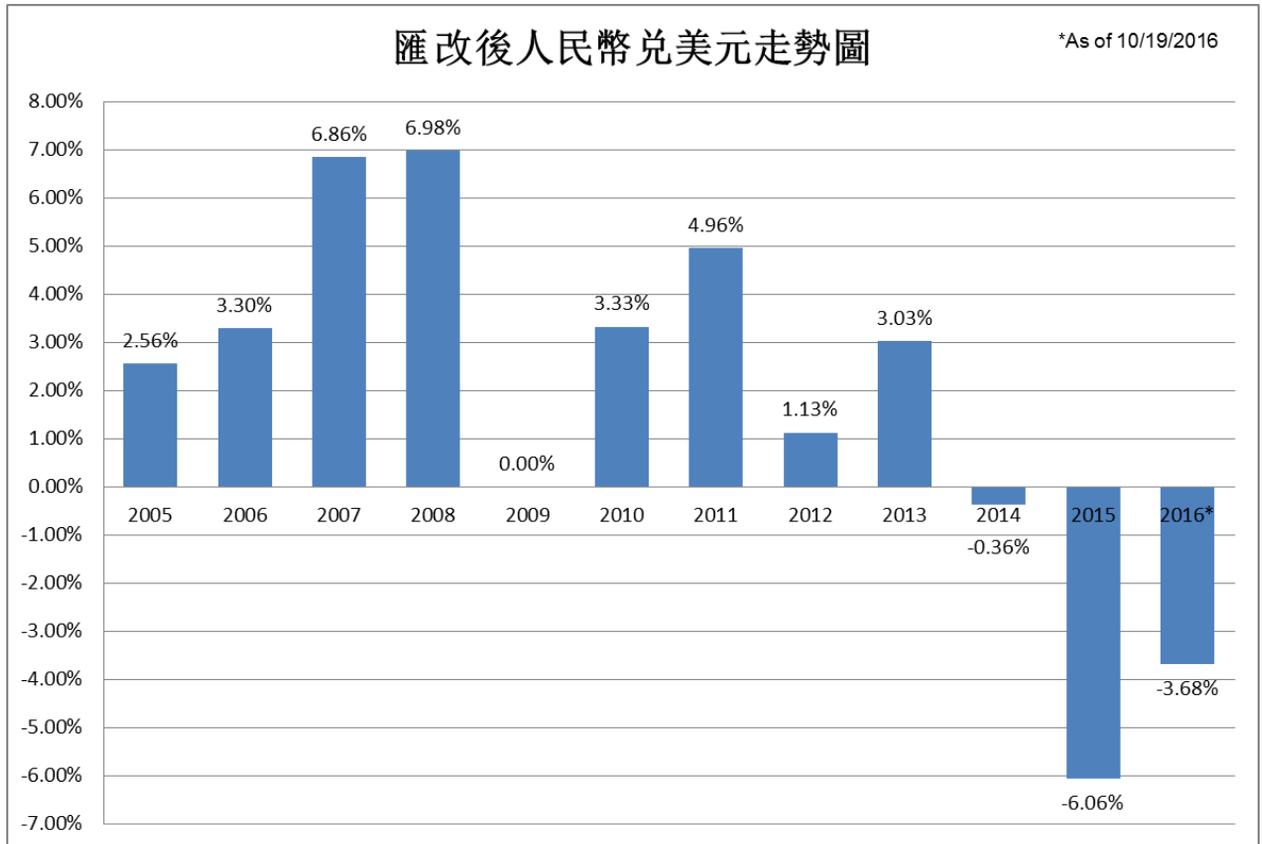
- 截至10月18日，民主黨候選人希拉莉的支持度，領先共和黨的特朗普6.9個百分點，差距是8月中以來最闊
- 惟游離票數目依然較多，有10個州份過百張選票仍未決定投票取向，希拉莉未有絕對優勢，選舉隨時出現「黑天鵝事件」
- 一旦特朗普當選，對多方面政策例如經濟及外貿，移民及稅制等將帶來較大不確定，對聯儲局取態或亦有影響，美元及風險資產或會受累

## 美國加息後美元或現回吐

- 美國9月非農業就業職位增加15.6萬，8月份則向上修訂至16.7萬，顯示職位增長趨勢相對穩定；失業率微升至5%，反映更多人重返就業市場
- 美國8月核心PCE升1.7%，創半年新高，指數2018年預測為2%，顯示通脹正邁向聯儲局2%目標
- 聯儲局12月加息機會較大，截至10月18日，聯邦基金利率期貨顯示，12月加息的機率約65%
- 美匯指數已升至98水平，是7個月高位，由於已計入加息因素，較大機會於季末出現回吐



## 匯改後人民幣兌美元走勢圖



資料來源：彭博（截至10/19/2016）

## 人民幣走勢預測

- 人民幣(CNH)經過9月短暫向上後，10月再次重拾跌勢，第四季以來貶值約1%，美元兌CNH由6.67水平升至6.75的位置
- 接下來影響人民幣因素好壞參半，若美元隨加息/美國大選後出現回調，將有利CNH走勢；不過，若結售匯逆差持續低企，及隨著房地產對經濟拉動作用於第四季減弱，或拖累期內GDP表現，人民幣的走勢有機會進一步轉差
- 綜合上述因素，預期人民幣年內繼續下行空間有限，美元兌CNH第四季的主要波動區間或介乎6.65至6.8，而6.8關口或成為新的“鐵底”；CNH年底目標維持6.75

資料來源：建亞投資及研究部（截至10/19/2016）



## 中國開放資本市場動作

### 一. 甚麼是「熊貓債」?

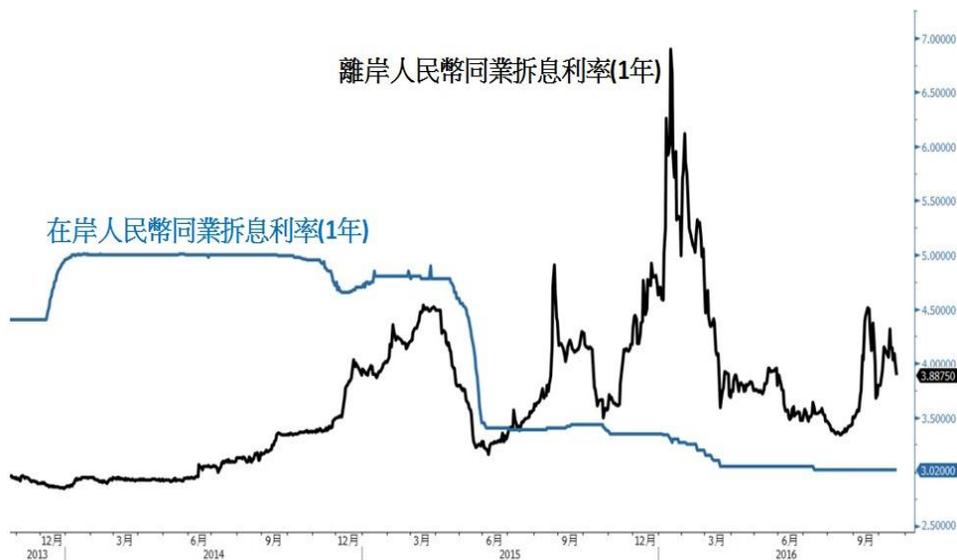
- 「熊貓債」是指是非中國大陸居民或公司在中國境內發行的人民幣計價債券

### 「熊貓債」的發展

- 2005年9月，國際金融公司和亞洲開發銀行獲得中國財政部批准，成為首批發行「熊貓債」的境外機構，這兩家機構分別於2005至2009年各發行了20億人民幣債券
- 其後，「熊貓債」的發行並不活躍，但在2015年開始，「熊貓債」的發行規模明顯增加，在上年的發行量超過130億人民幣

### 「熊貓債」發行量增加的原因

- 「熊貓債」近年崛起主因是在岸與離岸人民幣利差收窄。於2014年，在岸人民幣利率較離岸高約200點子，目前情況已逆轉，離岸人民幣利率較在岸高約100點子，企業於國內發行債券的成本顯著降低，「熊貓債」的發行因此增加。由年初至今年8月，「熊貓債」的發行量已超過600億人民幣，首次超越了「點心債」（在香港發行的人民幣計價債券）的發行量



資料來源：彭博（截至10/20/2016）

### 中國債券有望被納入全球債券指數

- 中國債券市場愈趨成熟，早前人民銀行表示中國將努力推動國內債券納入花旗、摩根大通和巴克萊等機構編制的全球債券指數；而在今年3月，摩根大通亦表示將考慮將中國國債納入其新興市場債券指數
- 有分析指，假如中國債券被納入全球債券指數，將有高達1500億美元資金流入中國債市，中國或會對國際投資者進一步開放債市，刺激市場對人民幣的需求



## 二. 人民幣正式被納入特別提款權 (SDR)

- 近年，中國對外貿易總額持續攀升，在2015年更達39,560億美元，全球排名第一，加上人民幣可自由使用的程度提高，符合「入籃」的條件
- 國際貨幣基金組織 (IMF) 決定在今年10月1日正式把人民幣納入特別提款權 (SDR) 貨幣，成為有史以來第一個新增的SDR籃子貨幣，其權重將為10.92%，比日圓和英鎊更高

貨幣	調整前權重	調整後權重
美元	41.9%	41.73%
歐元	37.4%	30.93%
人民幣	---	10.92%
英鎊	11.3%	8.09%
日圓	9.4%	8.33%

資料來源：國際貨幣基金組織

## 納入特別提款權後的影響

- 人民幣「入籃」是人民幣國際化和自由化的重要一步，能夠進一步確認人民幣作為國際市場儲備貨幣的地位，並有助增強SDR的代表性
- 為了令人民幣市場化，人民銀行或會逐步減少常態化的外匯干預，人民幣的波動性會因而增加，但比起其他主要貨幣，預期人民幣匯價仍會相對穩定
- 投資者對人民幣的需求亦將會增加，有消息指，數家境外央行和其他官方儲備管理機構在上月已經開始在中國境內兌換了超過1000億人民幣，以滿足人民幣「入籃」後對人民幣作資產配置的需求

## 人民幣SDR債券的發行

- 世界銀行在今年8月31日在內地發行首隻以SDR計價和以人民幣進行結算的債券（「木蘭債」），發行規模為5億SDR，折合約46億人民幣，票面利率為0.49%，錄得2.47倍認購，是事隔35年，再有SDR計價債券的發行
- 後續能發行的SDR債券規模仍有15億，相信認受性將逐步提高，持有債券能迴避單一貨幣的風險，在岸發行SDR債券能夠降低國內的換匯需求，從而減輕內地資本外流的壓力
- 渣打獲人民銀行批准，成為首家商業機構在中國銀行間市場發行以特別提款權 (SDR) 計價的債券；發行規模為1億SDR，即約9.25億元人民幣



### 三. 甚麼是中港基金互認?

- 香港基金產品可北上向內地投資者銷售，而內地基金則可南下向境外投資者銷售，南下及北上的初步額度均為3,000億元人民幣，每隻互認基金跨境銷售佔總規模比例最高為50%

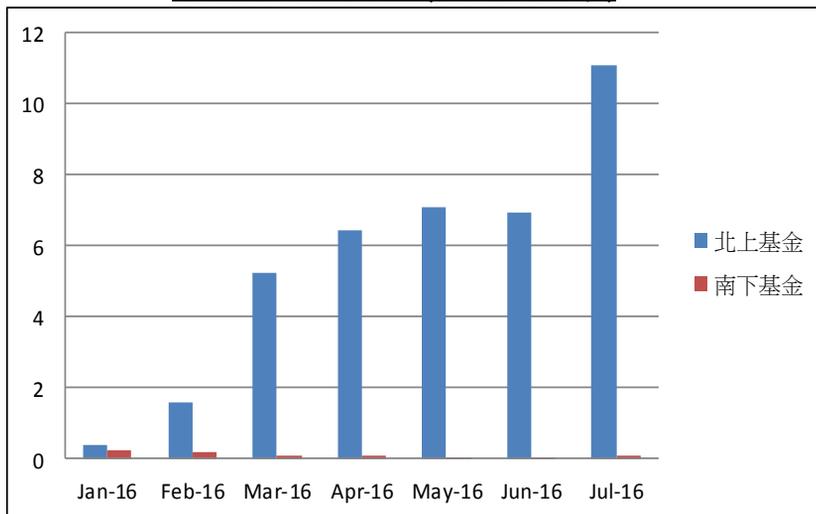
### 中港基金互認的發展

- 中港基金互認自2015年7月啟動，海外投資者不再局限於以合格境外機構投資者(QFII)和人民幣合格境外機構投資者(RQFII)的方式投資中國市場，而中國內地投資者亦不限於以合格境內機構投資者(QDII)投資海外市場
- 基金互認可令雙方資金互聯互通，內地資本市場將在風險可控的情況下，進一步對外開放，香港在推動人民幣國際化及內地資本市場面向全球雙向開放方面，發揮重要作用

### 出現北熱南冷情況

- 南下的基金銷情遠不及北上的基金，截至2016年7月底，北上產品累計淨滙出金額約11億元人民幣，不過南下基金僅錄得630萬元人民幣
- 「北熱南冷」的主因是在港銷售的中國股票及債券基金選擇較多，而內地投資者對海外投資有較大需求，之前的投資渠道只有QDII，基金互認為此類投資者提供了更多出路

淨滙出/滙入金額(億元人民幣)



資料來源：外管局(截至7/31/2016)

### 有助產品多元化

- 人民幣短期仍有輕微貶值壓力，令早年頗受歡迎的人民幣保單失寵。中港基金互認推出後，有望拓闊人民幣保單資產的配置渠道，有利險商研發更多不同風險、投資年期的人民幣產品，延長最低利率保證期，增加人民幣保單的吸引力



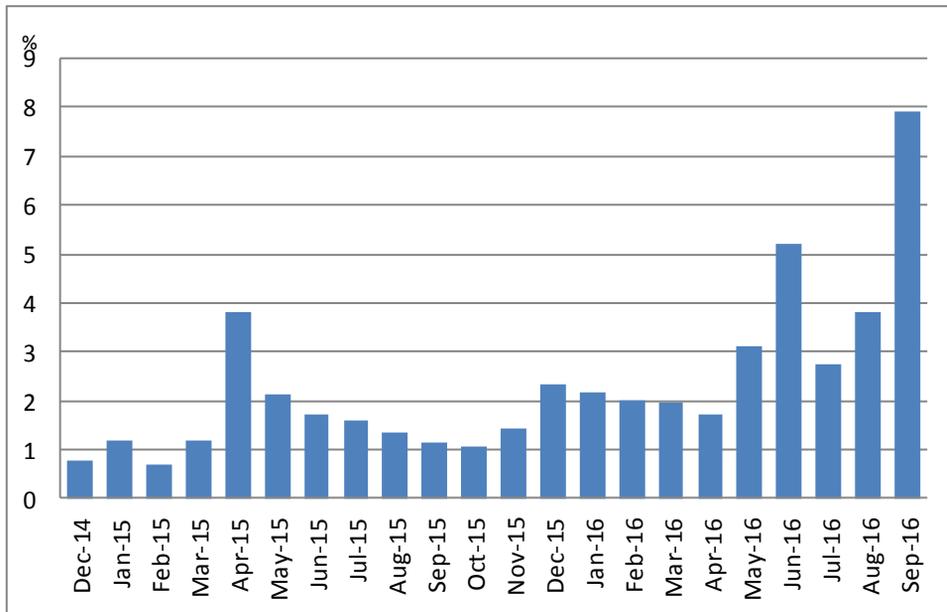
## 四. 深港通

- 深港股票市場交易互聯互通機制，簡稱「深港通」。2016年8月，中國國務院總理李克強在國務院常務會議中批准《深港通實施方案》

### 中港股市互聯互通的發展

- 2014年11月開通的「滬港通」是內地資本市場對外開放的一大步，而今年獲批的「深港通」將推動內地股市國際化，兩地股市更多互聯互通，有助提高A股納入MSCI指數的可能性
- 「滬港通」及「深港通」的啟動，分別打開海外投資者投資於內地大型績優藍籌股及增長性股票的大門
- 「滬港通」加上即將開通的「深港通」，投資者可將資金在A股與H股市場上靈活調配；目前滬港通及深港通都是兩地股市在二級市場上的互聯互通，長遠有望延伸至新股市場

日均港股通買入金額佔港股成交額比率



資料來源：彭博 (截至9/30/2016)

### 深港通開通後的影響

- 隨著「滬港通」及「深港通」啟動，以美元或港元計價的內地B股，在交易積極性上或會下降，增加相關市場的波動
- 兩地股市互聯互通，可吸引更多境外長期資金進入A股市場，改善投資者結構，而且進一步促進人民幣跨境流動，有利推動人民幣國際化

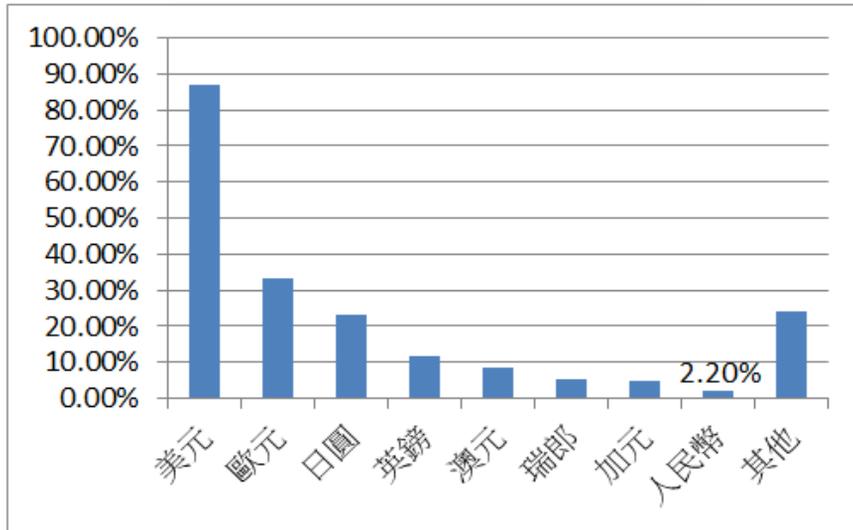


## 附錄

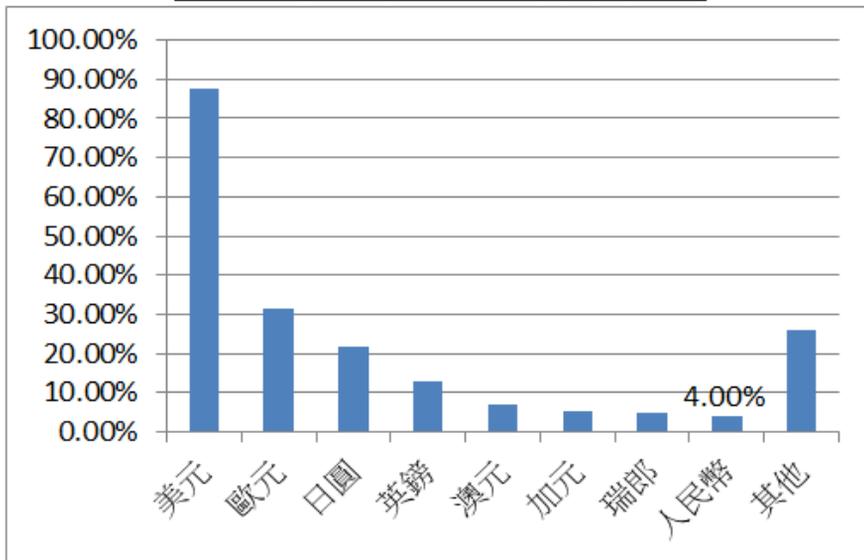
### 人民幣在國際市場使用程度增加

- 根據國際清算銀行在今年公佈的外匯市場調報告，目前美元擁有主導地位，在所有外匯交易中，高達87.6%的其中一方為美元，與2013年公佈的統計數字相約
- 人民幣的佔比則由三年前的2.2%上升至4%，增長幅度超過80%，而每日平均交易額由2013年的1200億美元增至2020億美元，反映人民幣在外匯市場的重要性日益增加

2013 年各種貨幣佔外匯交易的佔比



2016 年各種貨幣佔外匯交易的佔比



資料來源：國際清算銀行(截至4/30/2016)



## 附錄



資料來源：彭博（截至10/20/2016）

## CNH及CNY

- CNY為內地美元兌人民幣的交易價格，亦稱為官方價，在岸價有「升停」與「跌停」的機制，即可於每日的中間價上下2%的區間之內浮動。
- CNH是指離岸人民幣兌換價，同是現貨交易價格，但價格取決於離岸市場的供求，而沒有「升停」與「跌停」的機制。因為離岸人民幣市場首先在香港市場開展，所以有CNH (CNY IN HONG KONG) 的之稱。

## 人民幣中間價定價

- 央行在2015年8月11日宣布，完善人民幣兌美元匯率中間價報價，以增強其市場化程度和基準性。做市商在每日銀行間外匯市場開盤（早上9時30分）前，參考上日銀行間外匯市場收盤匯率，綜合考慮外匯供求情況以及國際主要貨幣匯率變化向中國外匯交易中心提供中間價報價。

## 「點心債」

- 「點心債」是指在香港發行，並以人民幣計價的債券，其發行人包括中國境內金融與非金融機構、中國財政部和國際企業等等
- 今年「點心債」的發行機構以國際企業為主，今年上半年，「點心債」的發行量接近500億人民幣，比起上年同期的約700億人民幣少近三成



## 免責聲明

本文件經由中國建設銀行(亞洲)有限公司(「中國建行投資研究及策略部」)刊發, 惟僅供參考之用。本文件並不構成、亦無意作為、也不應被詮釋為專業意見, 或要約或建議投資於本文件內所述之任何產品、服務、外匯、商品、證券或其他投資產品。

本文件所載資料乃根據中國建行投資研究及策略部認為可靠的資料來源而編製, 惟該等資料來源未經獨立核證。本文件表達的預測及意見只作為一般的市場評論, 並不構成投資意見或保證回報。該等預測及意見為中國建行投資研究及策略部或撰寫本文件的(一位或多位)分析員於本文件刊發時的意見, 可作修改而毋須另行通知。本文件並未就其中所載任何資料、預測或意見的公平性、準確性、時限性、完整性或正確性, 以及任何該等預測或意見所依據的基準作出任何明文或暗示的保證、陳述、擔保或承諾, 任何情況下, 中國建設銀行(亞洲)有限公司概不就使用或依賴本文件所載任何該等資料、預測或意見直接或間接引致的任何損失承擔任何責任及義務。投資者須自行評估本文件所載資料、預測及/或意見的相關性、準確性及充足性, 並作出彼等為該等評估而認為必要或恰當的獨立調查。

本文件所述的投資可能並不適合所有投資者, 且並未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此, 本文件並無就其中所述任何投資是否適合或切合任何個別人士的情況作出任何聲明或推薦, 亦不會就此承擔任何責任。投資者須基於本身的投資目標、財政狀況及特定需要而作出投資決定, 並應有需要的情況下諮詢獨立專業顧問。投資者不應依賴本文件作為專業意見之用。

投資涉及風險, 投資者應注意投資的價值可升亦可跌, 過往的表現不一定可以預示日後的表現。本文件並非亦無意總覽本文件所述投資牽涉的任何或所有風險。投資者作出任何投資決定前, 應細閱及了解有關該等投資的所有發售文件, 以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。

貨幣匯率受多種因素影響, 包括國家及國際金融及經濟條件、政治及自然事件的發生。有時正常市場力量會受中央銀行或其他體系所干擾。有時匯率及有關的價目會驟升或驟跌。某些政府可能會在很少或沒有警告的情況下加設外匯管制或其他貨幣政策。該等政策可能對某貨幣的可兌換性有重大影響。人民幣受中華人民共和國政府的管制(例如外匯限制)。此外, 人民幣也存在貶值風險。若以港幣或任何其他貨幣兌換人民幣用作投資人民幣計值投資產品, 一旦人民幣貶值, 閣下其後兌換人民幣贖回款項成港幣或其他貨幣時將承受損失。

編製本文件的研究分析員證實, 在本文件表達的意見準確反映彼(彼等)研究分析員的個人意見, 而彼(彼等)的薪酬的任何部分過往不曾、現在及將來亦不會與本文件所載的特定推薦或意見直接或間接掛鈎。

© 中國建設銀行(亞洲)有限公司。

本文件內容未經香港證券及期貨事務監察委員會或任何監管機構審核。

透過任何途徑或以任何方式再次派發或改編本文件或其中任何部分, 均在嚴禁之列。本文件無意向派發本文件即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發, 亦無意供該等人士或實體使用。在事前未得中國建設銀行(亞洲)有限公司以書面方式表示批准的情況下, 不得以任何方式或以任何途徑(包括電子、機械、複印、錄影或其他形式)複製或傳送本文件各部分或將本文件各部分儲存於可予檢索的系統。

本文件由中國建設銀行(亞洲)有限公司(「中國建行投資研究及策略部」)刊發, 所載資料乃根據其認為可靠的資料來源而編製, 惟該等資料來源未經獨立核證, 僅供參考。