

經濟觀察家

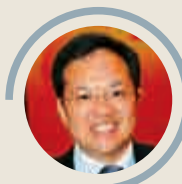
人幣匯率換錨 迎SDR加冕禮



▲今年是人民幣納入SDR貨幣籃子的「加冕」之年，納入「操作」將在今年十月一日正式進行

在人民幣匯率市場上，要想真正做個明白人，並不容易！就拿雙邊匯率來說吧，人民幣兌美元匯率和美元指數反向變化，這似乎應該是個常識，這一經驗規律在今年2月至4月之間的確相當有效（見配圖一）。然而，進入5月份之後，這種常識似乎被打破了：面對着總體水平震盪的美元指數，人民幣匯率卻出現了趨勢性的回調。

興業銀行首席經濟學家、華福證券首席經濟學家、興業研究副總裁 魯政委



政委世界觀

對此，一種似乎相當具有說服力的解釋是，市場參與機構不只是參照美元報價，還會參照一籃子匯率指數。這種參照方法據說是從2015年12月11日就開始了，並以外匯交易中心首次對外公佈CFETS指數作為標誌。中國央行於今年5月11日發布的《2016年第一季度貨幣政策執行報告》「專欄3：完善人民幣兌美元匯率中間價形成機制」，清楚解析了這種「收盤匯率+一籃子貨幣匯率變化」的報價機制。

參考三大貨幣籃子指數

報告還特別指出，這裏的「一籃子貨幣匯率」市場主體可以通過自己賦予三個貨幣籃子指數不同權重來確定，三個貨幣籃子指數分別為：按照國際清算銀行有效匯率指數權重計算的指數（簡稱「BIS指數」）、按照國際貨幣基金組織SDR權重計算的指數（簡稱「

SDR指數」）及2015年12月11日外匯交易中心公布的在該中心掛牌的十三種貨幣加權指數（簡稱「CFETS籃子」）。

由於CFETS指數是外匯交易中心創設並特別對外公佈的，市場由此就自然聯想到：所謂參考一籃子匯率變動，說白了可能主要就是參考CFETS指數了；對一籃子貨幣基本穩定，就應該是對CFETS指數基本穩定。在2016年2月29日之前，筆者得說，有這種見解的人，是相當具有洞察力的：如果你分別以2014年12月31日為基期100（CFETS指數設定的基期）計算出三大指數，並作線性趨勢線就會發現，只有CFETS指數的線性趨勢線是近乎水平的，波動區間大約為100至106，中值103，即人民幣的確以實際行動保持着對CFETS指數的「穩定」。

但從3月14日開始，CFETS指數首次跌破了100，此後不斷下探，最低走到了97.4，此後微幅反彈，到5月27日為98.3。此時再看CFETS指數的線性趨勢線，已經是總體走低的態勢了，且其他兩個指數也是如此。至此，單純從

這意義上說，曾經的「穩定」已經消失了！

SDR波動率最為平穩

為了能夠繼續為「穩定」提供解釋，中國貨幣網評論員在5月6日對4月份人民幣匯率指數的總結中，不得不引入了「物價」這個新變量：「若將物價因素考慮在內，人民幣對一籃子貨幣匯率仍保持了基本穩定。」與此前的「穩定」相比，這種「穩定」令市場主體更加難以復盤。

在市場的迷茫中，如果再度仔細近距離觀察配圖二，其實另外一種「穩定」似乎已隱然若現：自5月份以來，SDR指標表現得比其他任何一種指數都更加平穩。我們進一步對比三大指數的日度波動率，就會看得更加清楚：

從2014年12月31日至2016年5月27日，CFETS指數、SDR指數和BIS指數的波動率分別為0.275、0.388和0.295，其中CFETS指數波動率最低，SDR指數的波動率最高。自2016年5月1日開始，三大指數的波動率分別0.203、0.198、0.224，波動率高低已然易位：SDR指數的波動率已迅速由最高下降為最低了。這似乎折射出人民幣已悄然換「錨」了！

匯率保持合理均衡

至此，你應該恍然大悟了，2016年是人民幣納入SDR貨幣籃子的「加冕」之年：納入「操作」將在2016年10月1日正式進行。根據IMF（國際貨幣組織）的表述：SDR作為一種有別於美元的儲備資產，之所以有存在的價值，就是其幣值要比美元更為穩定！

人民幣匯率近期的這種變化，其實周小川行長早在今年3月20日「2016中國發展高層論壇」回答馬丁·沃爾夫的提問「沒有干預的自由浮動匯率制度是不是中國政府的目標」時，就已說明白了：「浮動匯率體制我們一般不用所謂完全自由浮動這樣的提法。當然這也並不意味着匯率會有什麼偏差，還是要尊重市場供求規律，也要參照國際市場上的多種貨幣籃子，特別是未來更多地參照SDR籃子，讓人民幣匯率保持在合理均衡水平。」

息低匯價弱 中企愛上歐債

中銀國際固定收益研究部主管 王衛博士



江南曉望

自2014年起，中國企業紛紛轉向通過歐元債券市場籌募資金，其歐元債券發行數目不斷攀升。這與全球企業熱衷於通過歐元籌資的趨勢相呼應。就亞洲（日本除外）地區內較成熟的美元債券市場而言，歐債發行量雖然相對較少，但亞洲發行人進軍歐元債券市場卻已有多年的歷史。

據估算，在過去的15年時間裏，亞洲區內已公布的歐元債券發行量累計約570億歐元，但區內歐元債券發行量仍少於美元債券發行量。單以2015年為計，區內美元債券發行總量已達1600億美元。亞洲大型金融公司及跨國企業是歐元債券市場中最活躍的發行人。

累計發行逾百億歐元

自2013年起，亞洲發行人的歐元債券發行量奮起直追。究其原因，與全球同業相同，都是看中歐元較低的借貸成本。2015年，亞洲（除日本外）的歐元債券發行總額再次刷新紀錄達130億歐元，是2005年的三倍多（當年已創下紀錄）。

近兩年來，中國發行人紛紛加入歐元債市場發行的行列，帶動中國歐元債市場蓬勃發展。數據顯示，2014年僅有三家中國發行人參與歐元債的發行，債券發行金額僅22億歐元；2015年，市場上已有18家發行人，累計發行的歐元債券總計約104億歐元。與此同時，我們留意到，中國非金融企業選擇發行歐元債券的數目也在與日俱增。

中國發行人之所以青睞歐元債券，主要出於節省財務成本及業務拓展的考慮。其中，歐元債市有較低的絕

歐元兌美元近兩年走勢



iBond 6熱之啓示 市場渴求穩定回報

Q房網·香港董事總經理 陳坤興



樓語縱橫

政府推出的第六批通脹掛鈎債券iBond，將於今日起（5月31日）開始接受市民認購，不少投資客在傾向穩健投資，iBond 6的孖展認購較去年熱烈，有證券行已錄得逾萬個認購登記，借出三億元孖展。執筆一刻，政府統計處公布四月份的消費物價按年上升2.7%，較三月份的2.9%為低，剔除政府一次性紓困措施，即最新基本通脹率回落至僅2.3%。按政府發行的規定，iBond的息率是根據最近六個月的綜合消費物價指數來釐定，本港基本通脹率回落，同時意味着iBond的派發息率亦會減少，不過儘管iBond派息愈來愈少，但同時申請人數卻不跌反升。

翻查記錄，2011年7月份港府發行首批iBond，認購人數約達15.6萬人，涉及認購款項達131億元，而該月的綜合消費物價指數高達7.9%，去年7月發行的iBond 5，認購人數大幅增加至接近60萬人，創歷來認購人數新高，認購金額亦高達357億元，而同期通脹率已顯著回落至2.5%。

低風險 認購料踴躍

派息減少但認購的情況就更趨熾熱，這個情況的出現，或許可以完全歸因於弱美元與強美元的轉變。過去美國實行量化寬鬆政策下，弱美元引

對票面息率，這一點尤其具有吸引力。以2015年中國發行人發行的投資級別債券為例，平均息率僅為1.4%。此外，市場預期歐元中期將進一步疲弱，這也一定程度上增強了歐元借貸的吸引力。雖然在業務上沒有對歐元資金的直接需要，部分發行人仍在考慮通過歐元集資，進而鎖定較低的融資成本。

另一方面，因為在歐元區的業務日益活躍或項目發展需要，許多中國企業確有實際的歐元資金需求。近年來，歐洲日漸成為中國海外直接投資的主要目標市場。據全球四大會計事務所之一德勤（Deloitte）的統計，2015年中國企業在歐洲展開了大規模的併購，涉及資金總額逾355億歐元，佔中國全球併購總額的54%（截至2015年11月16日）。這是2009年中國企業在歐洲併購規模（27億歐元）的13倍。在中國推進「一帶一路」建設的大背景下，伴隨歐洲着意改善對華企業海外併購的投資環境，我們相信，中國企業在歐洲的併購活動會保持良好的發展勢頭。

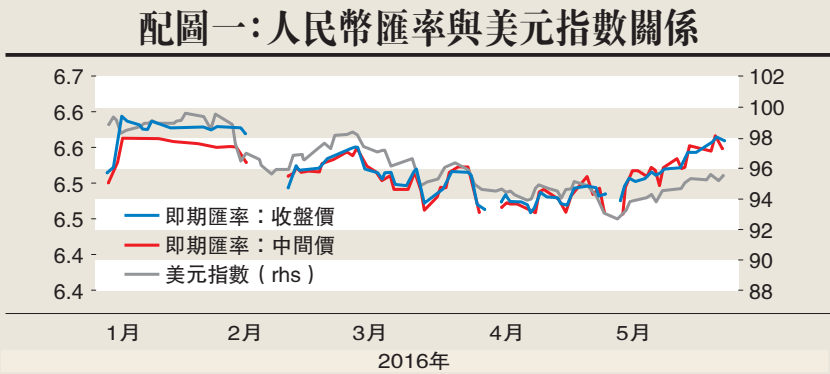
70%配給歐洲投資者

截至目前，歐洲投資者對中國歐元債券反應良好。一方面，歐洲發行人提供的債券收益率相對低，吸引中國發行人進入歐元債市場，並可獲得較高的利差溢酬。另一方面，近年來歐洲投資者對中國以及中國企業有了更深的了解和認識，對投資中國債券較之前更放心。數據顯示，近期發行的一些債券，分配給歐洲投資者的比例高達70%。相對而言，亞洲投資者對歐元債券市場的參與度相對有限。與此形成鮮明對照的是，在中國發行人發行的美元債券中，80%至90%售予亞洲客戶。

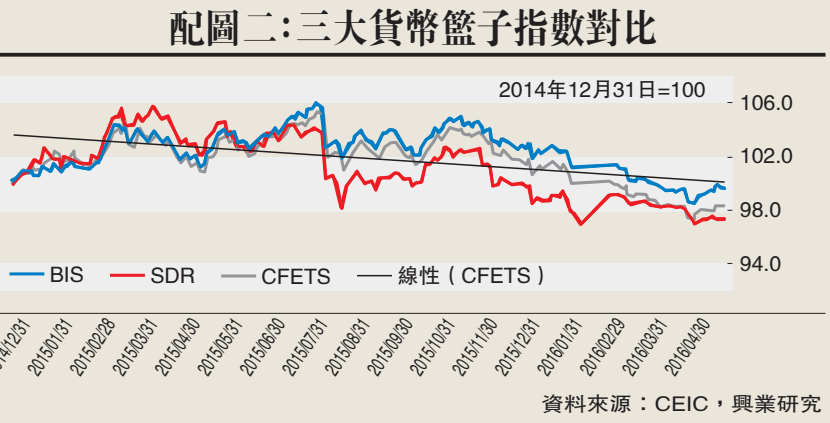
總體而言，中國歐元計價債券漸成全球信用投資者可選擇的一個較新的債券類別。日前，越來越多的企業基於財務及／或業務發展的考慮，通過發行歐元債券籌募資金。與此同時，中國債券板塊也將進一步擴大，為全球投資者提供更多定息回報及資產多元化的選擇。

依據過往債券發行經驗，歐洲投資者的持續需求會是推動上述板塊持續增長的關鍵，至少在可預見的將來會是如此。

（本文為作者個人觀點）



資料來源：CEIC，興業研究



資料來源：CEIC，興業研究