




►人民幣利率互換市場不斷對外開放。圖為中國人民銀行。

中國人民銀行周一發布公告，開展香港與內地利率互換市場互聯互通合作，並計劃6個月之後正式啟動。「互換通」的推出，一方面將與「債券通」產生協同效應，進一步深化中國債券市場的對外開放，為境外投資者提供利率風險的對沖工具；另一方面，也對推動人民幣國際化進程具有重要意義。

利率「互換通」深化債市開放



政策微觀

明明

中信證券固定收益首席研究員

自2006年試點開展以來，中國利率互換市場發展迅速。2006年2月9日，人民銀行發布《關於開展人民幣利率互換交易試點有關事宜的通知》，正式拉開人民幣利率互換發展的序幕。按照人民銀行的定義：「人民幣利率互換是指交易雙方約定在未來的一定期限內，根據約定數量的人民幣本金交換現金流的行為，其中一方的現金流根據浮動利率計算，另一方的現金流根據固定利率計算。」近年來，中國利率互換市場規模快速擴大，2021年全年利率互換名義本金總額達到19.56萬億元（人民幣，下同），較2020年增長約2.5%。

從2006年試點至今，利率品種的多樣化也推動人民幣利率互換的浮動端利率選擇不斷豐富，觀察各品種利率互換的名義本金在全市場總額的佔比，在利率互換發展初期（2014年以前），浮動端的利率選擇包括銀行間7天回購定盤利率（FR007）、上海銀行間同業拆放利率（隔夜-Shibor、ON和3個月期限-Shibor、3M），其間還短暫出現過基於定期存貸款利率的合約。當前，人民幣利率互換市場上常用的利率為FR007和Shibor、3M。具體來看，2021年全年，基於FR007的合約名義本金規模佔比超過85%，而基於Shibor、3M的合約佔比則在12%左右。

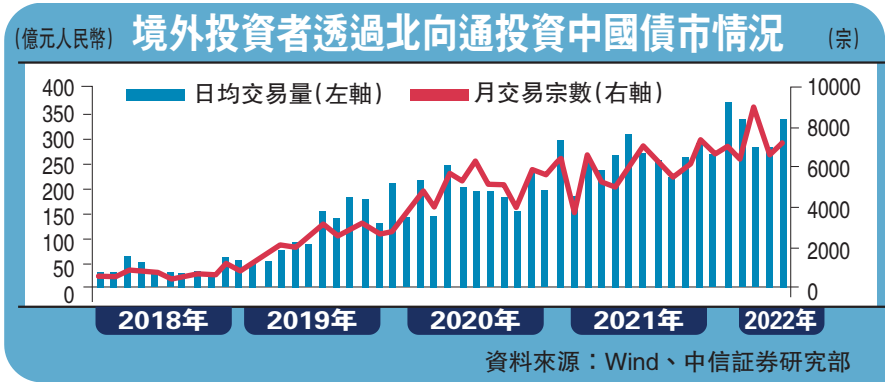
從期限結構來看，利率互換市場以1年期合約為主。據外匯交易中心披露，截至2022年7月4日，人民幣利率互換業務制度備案機構已達696家。聚焦FR007和Shibor、3M兩大品種，具體計算各期限利率互換的名義本金在對應品種總額的佔比情況，可以看到：1）利率互換市場以1年期合約為主，2021年基於FR007和Shibor、3M的1年期利率互換合約佔比分別為37%和53%；2）基於FR007的合約期限選擇更為豐富，2010年以來覆蓋的期限從3個月到10年均有；3）基於Shibor、3M的合約期限更偏短期，2021年全年6個月和9個月期限的合約比例分別為16.2%和15.8%。

滿足外資對沖風險需求

2006年至今，人民幣利率互換市場在對外開放領域也不斷嘗試：2007年10月，中國銀行間市場交易商協會發布了《中國銀行間市場金融衍生產品交易主協議（2007年版）》，該協議汲取了國際經驗，為境內機構和境外機構參與中國金融衍生品交易提供了規範且標準的合同文本；2020年2月，《關於進一步加快推進上海國際金融中心和建設和金融支持長三角一體化發展的意見》一文中提出「允許境外機構自主選擇簽署中國銀行間市場交易商協會（NAFMII）、中國證券期貨市場（SAC）或國際掉期與衍生工具協會（ISDA）衍生品主協議。」對於外資機構而言，雖然允許其參與利率互換交易，但在實操過程中仍然存在不適應交易習慣、協議簽署流程繁瑣等問題，導致其參與度不高。

可以預見的是，「互換通」的推出或使境外機構參與利率互換市場的協議流程更為標準化、簡潔化。

中國債券市場對外開放「雙向通



道」的打通，為「互換通」的金融市場基礎設施連接方式提供借鑒。2017年7月3日，「債券通」中的「北向通」率先運行，成為中國債券市場對外開放進程中的里程碑；2021年9月24日，「債券通」的另一塊拼圖「南向通」也正式上線，意味着中國債券市場實現了雙向開放。正是前期「債券通」在銀行間債券市場對外開放中的嘗試，為此次「互換通」的金融市場基礎設施連接方式提供借鑒。具體來看：

1）交易機制——人民銀行在答記者問中提到「互換通」允許境外投資者通過境內外電子交易平台參與境內人民幣利率互換市場。這一交易機制可參考「債券通」中的「北向通」，即境外機構可通過境外電子交易平台接入交易中心，境內報價機構則通過交易中心終端接入交易中心，最終二者在交易中心系統達成交易。

2）結算機制——上海清算所是經人民銀行批准，提供場外衍生品集中清算服務的基礎設施，是經人民銀行認定的合格中央對手方。因此，後續「互換通」開啟後，境外投資者需要通過上清所作為中央對手方清算機構參與市場。

利率互換作為主要的利率衍生品之一，能夠更好地滿足境外投資者對沖利率風險的需求。近年來，中國銀行間債券市場對外開放程度不斷深化，外資持債規模大幅擴張。具體來看，上清所和中債登合計託管的境外機構持債總量從2015年的不足5000億元，發展至2022年5月的3.66萬億元。僅觀察「北向通」這一渠道，2018年4月至2022年5月，月交易宗數合計值從499宗增至7242宗、日均交易量從31億元漲到337.5億元，表明境外投資者在中國債券市場的交易活動日趨活躍。隨着外資持債規模的走闊、日度交易的活躍，其對沖利率風險的需求也有所增加，「互換通」開通後能夠更好地滿足這一需求。

與債券通產生協同效應

交易所債券市場的對外開放也在穩步推進中，各項政策的利好之下，境外機構投資者有望更加便捷、深入地參與交易所債券市場，拓寬其投資範圍。由於中國交易所債券市場以企業債、公司債等信用債品種為主，二者合計佔比超40%。出於風險偏好等原因，當前境外投資者在交易所的持

債規模較少。截至今年6月，境外投資者在深交所和上交所的債券資產佔比分別僅為0.25%和0.46%。近期，人民銀行在《關於進一步便利境外機構投資者投資中國債券市場有關事宜》中進一步明確「支持境外機構投資者直接或通過互聯互通投資交易所債券市場，自主選擇交易場所。」預計後續在各項政策的利好之下，境外機構投資者有望更加便捷、深入地參與交易所債券市場，拓寬其投資範圍。


「互換通」的推出將與「債券通」產生協同效應，既為境外投資者對沖利率風險提供便利工具，又能提高外資在中國金融市場的參與度。「互換通」能夠通過便利境外投資者使用人民幣利率互換這一衍生品工具，實現境外投資者對沖利率風險的需求。此外，境外機構也將為國內市場帶來更多差異化的需求，這將有助於推動金融市場未來的發展與創新。短期來看，受制於中美利差，外資增持中國債券資產節奏放緩；但中長期來看，在中國債券市場對外開放不斷深化的背景之下，外債繼續增持中國債券資產仍是大勢所趨，中國債券市場、衍生品市場的流動性也將進一步提升。

有助推動人幣國際化

對於人民幣國際化而言，「互換通」的啟動及人民銀行與香港金管局的常備互換協議具有重要意義。在宣布啟動「互換通」的同時，人民銀行與香港金管局簽署常備互換協議，將雙方自2009年起建立的貨幣互換安排升級為常備互換安排，協議長期有效，互換規模由原來的5000億元人民幣／5900億港元，擴大至8000億元人民幣／9400億港元，進一步提升人民幣離岸市場的流通性。當前人民幣的國際化更多的體現在貿易結算貨幣的功能，而人民幣的投融資貨幣功能仍處於落後地位，進一步推進人民幣國際化進程，需要不斷深化人民幣金融市場的開放程度。

當境外人民幣資金池增加到一定規模時，需要有與之匹配的人民幣資產池，以提供足夠的可投資人民幣資產。當前僅僅開放人民幣債券市場是不夠的，開放利率互換市場以提供相應的風險對沖工具也是必不可少的。「互換通」的啟動及人民銀行與香港金管局的常備互換協議，對於推進人民幣國際化有重要意義。

全球人幣儲備資產佔比又新高



集思廣益

管濤

中銀證券全球首席經濟學家

據國際貨幣基金組織最新數據，截至今年第一季末，在全球披露幣種結構的外匯儲備資產中，人民幣儲備資產規模達3364億美元，按季微降8.43億美元，減少0.2%；全球人民幣儲備資產份額為2.88%，按季上升0.09個百分點，實現了自2020年第一季以來的「九連升」，佔比再創歷史新高。

全球持有人民幣儲備資產規模下降，主要是外資減持人民幣債券。同期「債券通」項下，境外淨減持人民幣債券1266億元，其中，分別減持人民幣國債和政策性金融債216億元和6億元。後兩種人民幣主權和準主權利率債，是當前全球人民幣儲備資產配置的主力品種。當期，以人民幣計值，境外持有人民幣儲備資產規模跌146億元。若忽略匯率和資產價格波動的估值因素，這相當於同期外資減持人民幣國債和政策性金融債合計規模的近三分之二。

美元儲備資產規模按季少3%

全球人民幣儲備資產份額不降反升，主要是因為當季外匯儲備資產規模下降的幣種，不僅有人民幣，還有美元、歐元和日圓，乃至全球外匯儲備規模總體也趨於減少。

受國內通脹上行、貨幣緊縮及緊縮預期影響，今年以來美債收益率飆升，引發美國股債「雙殺」，導致第一季全球美元儲備資產下降2154億美元，減少3%。其中，既有境外外匯儲備經營管理機構淨拋售美元資產，也包含了資產價格波動引發的估值效應。在美國以外的其他主要市場，疊加美匯指數走強，觸發了當地股債匯「三殺」。第一季歐元儲備資產下降1377億美元，按季減少5.5%，歐元兌美元貶值帶來的負估值效應貢獻47%；日圓儲備資產下降389億美元，按季減少5.9%，日圓兌美元貶值形成的負估值效應貢獻90%。



◀第一季度全球外匯儲備資產中，人民幣資產佔比上升，美元資產規模下降。

把握市場情緒 做好上車準備



樓市新態

汪敦敬

祥益地產總裁

一葉知秋，樓市情況看居屋抽籤後回流潮可見一斑。每逢居屋認購抽籤過後，都會出現購買力回流潮，令市場購買力增強，成交由靜轉旺。無可厚非，這只是購買力被凍結後的回暖，但今次抽籤後的回流是極為反常的，我們看到成交並不如以往般由細單位或居屋帶旺，反過來較多人買的是樓花、優質物業或三房單位，而上車盤市場較為冷靜，這是多年來罕見。

樓市不同板塊在此背景下亦有不同反應，無樓一族對後市較為悲觀。另一方面，樓市現處於「平行時空」，出現了



▲目前樓市一手市場交投暢旺，上車細價樓成交則相對淡靜。

第一季度，全球外匯儲備規模下降3708億美元，按季減少3.1%。其中，美元、歐元、日圓首三大貨幣的儲備資產規模合計下降3920億美元，佔到106%。當然，部分新興經濟體拋售外匯儲備，干預本幣匯率貶值，也是造成全球外匯儲備下降的原因。由於同期人民幣儲備資產微跌0.2%，遠低於全球外匯儲備資產平均降幅，故人民幣儲備資產份額不降反升，這進一步鞏固了人民幣第五大儲備貨幣的地位。

當季，美匯指數升值2.5%，這雖有助於推升全球美元儲備份額，但由於美國股債「雙跌」，基本抵銷了美元強勢帶來的利好，最終全球美元儲備份額僅微升0.02個百分點，繼續處於歷史低位。這表明，美元強勢對於美元儲備份額的提振作用有限。而歐元和日圓儲備資產規模降幅均達5%以上，高於全球平均降幅，故第一季度全球歐元、日圓儲備資產份額分別下降0.53個和0.16個百分點。

中國經濟金融韌性強

人民幣儲備資產份額逆勢上揚，進一步展現了在通脹持續高企、經濟復甦放緩、金融動盪加劇的國際背景下，中國相對強勁的經濟金融韌性。但也要看到，在當今八大儲備貨幣中，當期份額上升的是大多數，不僅有人民幣，還有英鎊、澳元、加元、瑞郎和美元，人民幣份額升幅排在第三位。即便是歐元、日圓的儲備資產份額有所回落，也沒有動搖其前三大儲備貨幣的地位。同時，貨幣國際化的發展路徑必然是曲折而非線性的，對於未來過程中的潛在波動，我們要有措施上的準備。

支持人民幣國際化行穩致遠，關鍵是做好自己的事情。一方面，盡可能長時間保持財政貨幣政策的正常狀態，確保經濟運行在合理區間，保持本幣實際購買力的穩定性；另一方面，穩慎推動制度型金融開放，加快金融市場的市場化、法治化、國際化建設，為包括境外央行在內的機構投資者創造愈來愈便利、透明和可預期的市場環境。

冷暖板塊，如新盤價格升勢非常理想。

特區政府新班子已經上場，在處理樓市問題上，市場也有好的反應。

在這複雜市況中，我們應該如何做好房地產投資的部署呢？筆者試拋磚引玉提供方案供參考。

在部署投資的時候，首先要弄清楚香港樓市結構的兩個特點，首先是市場結構良好，仍有大量資金享受平息，借貸金額少，供應仍然不足（雖然有很多長遠的政策），即是說如樓市結構不改變，我們不應該太悲觀；其次，樓市出現「平行時空」，即冷暖板塊表現各異，不同板塊的買家應該按自己心儀的單位做好資料搜集，樓價熾熱的板塊往往較少放盤，反過來價格向下的板塊放盤量增加。以上只是參考，大家要因時制宜。

遇心儀單位大膽還價

入市的策略也要深思熟慮，現在市場最大的困擾是疫情，大家要留意市場情緒變化，當開始好轉時就要盡快決定是否入市，不要在整體環境開始樂觀之後才出手，因為那時候樓價已經上升很多了。另外，用家如果擔心未能完全掌握市場變化，不妨以較低價的區間大膽還價，爭取比預算更佳成果。

筆者相信，新的特區領導班子能夠給予市民足夠信心，亦能更好地控制疫情，但信心是沒法用數據去印證，所以準買家應該細心觀察市場變化，不要預判樓價一定升或一定跌。筆者認為，以上的原則可以幫助各位準買家。