

## 每月焦点

- 2015年1月美元兑人民币（香港）期货的交易额达19亿美元，平均每日成交名义值为0.92亿美元，其中来自非庄家的交易占58%，较2014年12月的62%为少。
- 2015年1月31日美元兑人民币（香港）期货的未平仓合约达11,078张合约（即约11亿美元的合约金额），主要是2015年3月及2015年6月合约，占所有未平仓合约的52%。
- 美元兑人民币（香港）期货2015年1月合约的买卖差价最为窄，平均为0.0013。
- 当香港的离岸人民币与在岸人民币的价差扩阔时，香港交易所的美元兑人民币（香港）期货的交易量也显著回升。
- 专家之言：「2015年人民币利率和汇率展望」，原稿由渣打银行全球研究部高级利率策略师刘洁撰写

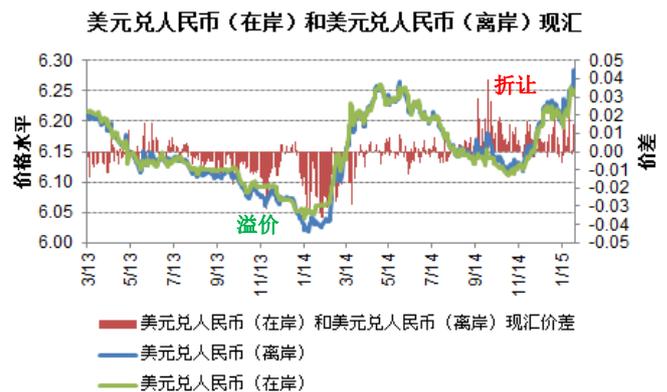
人民币分于两个独立的外汇市场——在岸人民币和离岸人民币——进行交易，造价上出现能带来套利机会的显著差异，主要是因为中国设有资本管制，但这种价差只是短暂的过渡性质。价差大似乎意味存在可善加利用的套利机会，因为我们观察到，每当离岸人民币有较大波动而产生这种价格差异时，离岸人民币的造价就会趋向在岸人民币的水平。下文尝试进一步分析离岸人民币与在岸人民币之间的价差动态因素，探究一下离岸人民币在岸人民币的价差与香港交易所的美元兑人民币（香港）期货合约交投之间的关系。

在岸人民币的官方价是由中国人民银行每天早上厘定，但按规定每日可随市场力量在这官方价基础之上上升或下降2%。至于在香港的离岸人民币则是自由兑换货币，交易价格可在市场能够承受的任何水平，不存在升降2%的限制。香港财资市场公会公布的美元兑人民币（香港）即期汇率可说是离岸人民币市场的一个基准。

视乎外国投资者和大型中资银行对人民币是看好还是看淡，在香港的离岸人民币的造价有时可能高于或低于在岸人民币。二者价差（正值或负值）大幅增加时，离岸与在岸人民币价差的波动幅度往往也同时增加。投资者如预期离岸与在岸人民币造价终会趋同，大可通过持有离岸和在岸人民币的长短仓，套取套利。

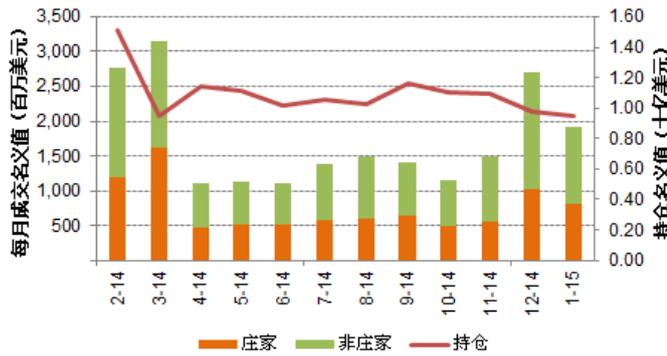
香港交易所的美元兑人民币（香港）期货合约继续是全球人民币期货市场上流动性和透明度最高的上市人民币期货合约，所以，遇上离岸与在岸人民币价差很大时，这合约已证实是进行套取获利的特佳途径，一如2014年末和2014年3月所见：那两段时间，离岸在岸人民币价差波动幅度增加，香港交易所的美元兑人民币（香港）期货的交易量也随之上升。仔细一点看，2014年3月时离岸在岸人民币价差的20天历史波动幅度跃升到15%以上，同期香港交易所的美元/离岸人民币期货合约的交易量相应上升，并在3月19日升至6,318张的新高。同样，2014年年底，离岸在岸人民币价差波动幅度大幅上升，香港交易所的美元兑人民币（香港）期货合约在12月9日升至4,608张的八个月新高。

由此得见，每当离岸人民币与在岸人民币的价差扩阔，香港交易所的美元兑人民币（香港）期货的交易量也会大升。离岸在岸人民币价差波动幅度增加时，投资者可以通过香港交易所的美元兑人民币（香港）期货把握交易机会。



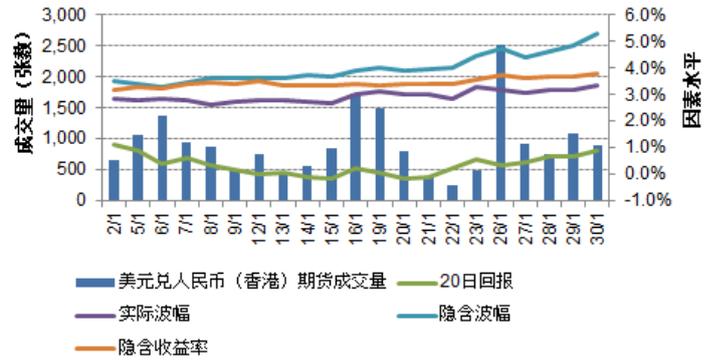
## 香港交易所的美元兑人民币（香港）期货市场统计

### 美元兑人民币（香港）期货成交量与持仓



2015年1月的成交合约金额达19亿美元，平均每日成交名义值为0.92亿美元，其中来自非庄家的交易占58%，较2014年12月的62%为少。

### 美元兑人民币（香港）期货成交量之关键驱动因素



离岸人民币期货成交量背后的关键驱动因素包括：离岸人民币即期汇率20日累计回报；实际波幅（20日）；隐含波幅（彭博美元兑人民币（离岸）1年平价期权隐含波幅）；12个月离岸人民币远期隐含收益率。

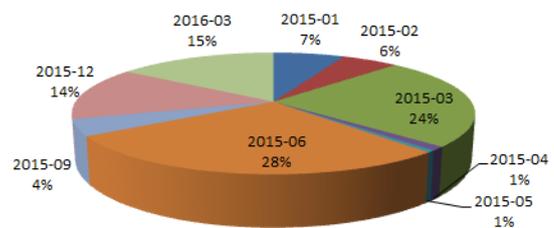
### 美元兑人民币（香港）期货价格及平均买卖差价

合约月份	1月30日收市价	平均买卖差价*
2015-01	-	0.0013
2015-02	6.2743	0.0015
2015-03	6.2956	0.0021
2015-04	6.3145	0.0019
2015-05	6.3361	0.0026
2015-06	6.3521	0.0019
2015-09	6.4013	0.0022
2015-12	6.4457	0.0020
2016-03	6.4911	0.0021

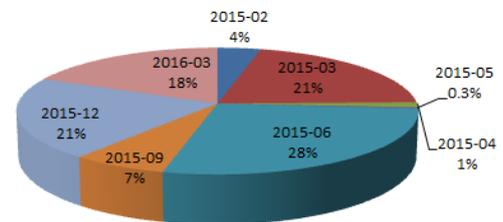
\*本月每日上午9时30分至下午4时15分的平均买卖差价

于日间交易时段，2015年1月份合约的平均买卖差价为0.0013。

### 合约月份之成交量分布（2014/12）

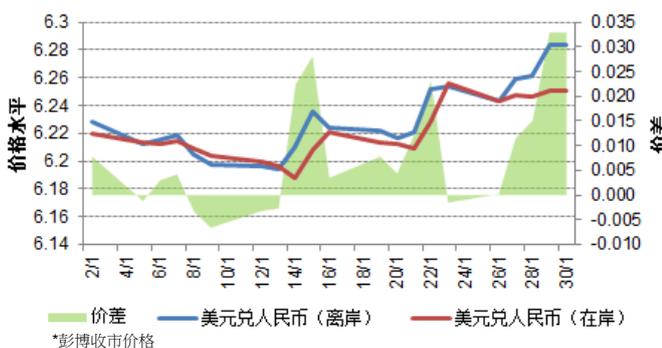


### 合约月份之持仓量分布（2014/12/30）



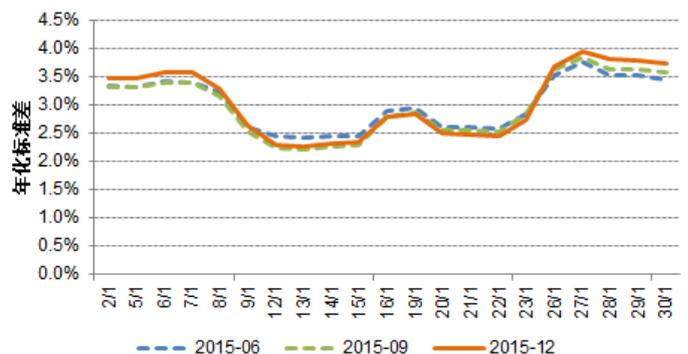
2015年3月及2015年6月合约的未平仓合约占1月底所有未平仓合约的49%。

### 美元兑人民币（离岸）和美元兑人民币（在岸）现汇价格走势\*



离岸和在岸人民币兑美元的价差扩阔至1月底的超过0.030。离岸人民币兑美元造价低于在岸人民币。

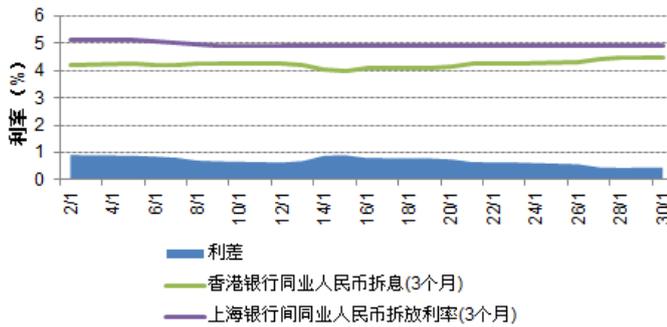
### 美元兑人民币（香港）期货历史波幅（20日滚动）



于2015年1月，美元兑人民币（香港）期货的波幅为2%至4%，远月与即月合约的波幅差亦较2014年12月收窄。

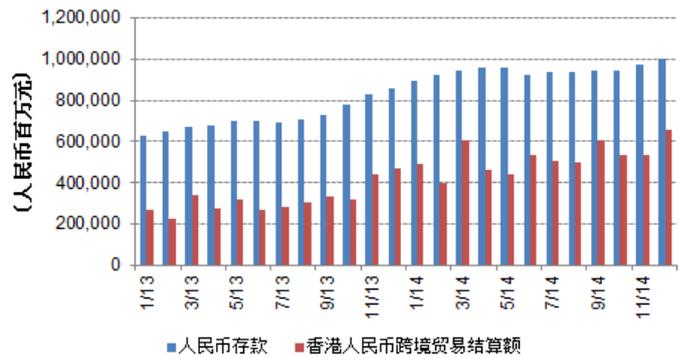
## 人民币固定收益与短期利率—市场回顾

### 上海银行间同业人民币拆放利率与香港银行同业人民币拆息



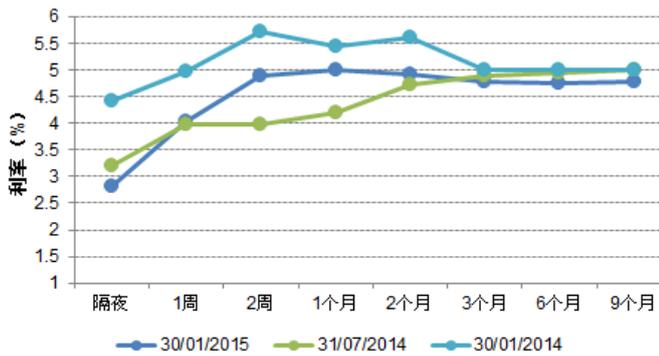
在岸利率（上海银行间同业人民币拆放利率）一直高于离岸利率（香港银行同业人民币拆息），但两者差距在2015年1月下旬收窄。

### 人民币存款量和香港人民币跨境贸易结算额



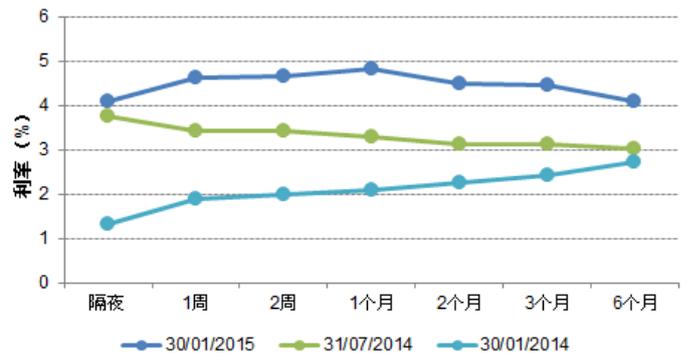
香港人民币存款的增长自2014年初起放缓，香港人民币跨境贸易结算也有同样的趋势。

### 上海银行间同业人民币拆放利率收益率曲线



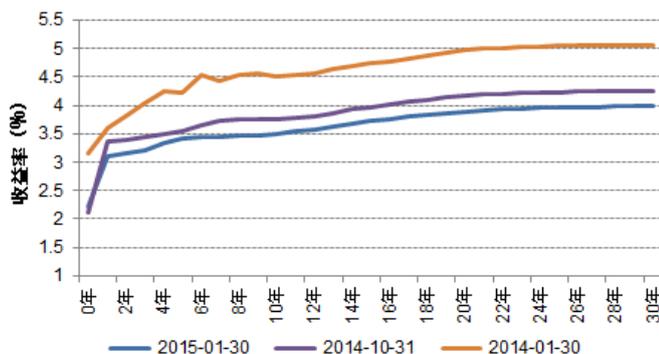
于2015年1月，上海银行间同业人民币拆放利率的收益率曲线的短端变陡，长端则保持相对稳定。

### 香港银行同业人民币拆息收益率曲线



相比2014年1月，2015年1月份的香港银行同业人民币拆息收益率曲线较扁平。

### 财政部国债收益率曲线



财政部国债收益率曲线于2014年逐渐向下移动。期内，曲线的短端较长端垂降更多。

### 财政部国债发行量



在岸财政部国债发行量由2014年10月开始减少。

## 专家之言

原稿由渣打银行全球研究部高级利率策略师刘洁撰写，中文译本仅供参考

### 2015年人民币利率和汇率展望

2014年是在岸/离岸利率趋同的一年，年内中国资本账户开放提速、短期离岸人民币利率急剧上升。三年期离岸中国政府债券收益率上升80个基点，人民币兑美元贬值2.5%，全年收益0.26%，是国债市场至今最差回报数字。我们预计2015年的总收益会大幅提升到4%，主要基于更高的应计利息和更理想的价格表现，因为国内市场方面的政策进一步宽松。不过，上半年人民币汇价很大机会持续疲弱，直至下半年才可望复苏。

人民币国际化在2014年取得显著进展，预计今年更会加速。15家离岸人民币清算银行中，2014年内获指派的占了10家，有一家更是2015年开始才被指派。我们预期今年还会再指派多10家，同时人民币境外合格机构投资者计划延伸至5至10个新中心，更多的跨国投资项目上马。离岸人民币资产—包括存款、存单、债券和贷款—至年底时可望超过人民币3万亿元。

我们还预计今年的离岸人民币市场会出现数个「第一次」。首先，我们认为中国资本账户进一步开放，离岸人民币存款利率甚可能继续高于在岸利率。一年期离岸人民币存款利率已从一年前的2.85%上升到目前的4.0%，远远超过了被中国人民银行定在3.3%的一年期在岸人民币存款利率。随着越来越多的跨境投资新计划的推出和现有计划的扩大，我们预期离岸人民币息率未来几个季度一直保持高于在岸利率。投资计划可能包括推出深港通（沪港通的进一步扩展）、启动基金互认、跨境交易双向扩容以及一直进行中的人民币境外合格机构投资者计划的扩展。

其次，我们预计离岸人民币债券的发行额将会首次出现年同比下降，可归咎因素包括：离岸人民币融资成本高企，G3国家货币收益率偏低，中国在岸债券市场改善等等。我们预计发行总额为在岸人民币4,800亿至5,000亿元（相比于2014年的在岸人民币5,640亿元），其中包括2,300至2,400亿元的人民币点心债券、大概2,000亿元的人民币存单，以及500至600亿元在台湾发行的人民币债券。市场总规模可望于2015年年底达到大约人民币9,000亿元（2014年底：人民币7,580亿元）。

第三，我们预计外国投资者将首次持有中国在岸债券多于离岸债券。在2014年底，外国投资者持有人民币6,720亿元的中国境内市场债券，相比于7,580亿元的离岸人民币债券和存单总额。随着中国资本账户的进一步开放，我们预计外国投资者今年会增持人民币2,500亿至3,000亿元的在岸债券，预计境外净发行量将下滑至人民币1,400亿至1,600亿元。因此，到在2015年年底时，外国投资者所持有的中国境内市场债券很可能会达到人民币9,220亿至9,720亿元，超过离岸人民币市场的大小。

就2015年的利率和外汇前景而言，我们预计人民币在上半年会因为美元走强及欧元区地缘政治风险而进一步承压。我们预计美元兑离岸人民币在上半年会走弱到6.29，下半年才开始恢复。我们预计离岸人民币利率在第一季进一步上升，至第二季才见回落并于年终时处于更低水平。沉重的再融资压力、资本账户持续的流动性流失以及外汇市场走弱，均可能令第一季的美元对离岸人民币外汇互换利率和离岸人民币存单利率继续高企。基于从5月起赎回的大幅减少，加上宽松的大陆货币政策的作用将逐步显现，离岸人民币利率很可能从第二季起低走。



刘洁在2012年11月作为高级利率策略家加入渣打银行，专注于中国（离岸和在岸）和香港的利率市场。

免责声明：本文内容仅供参考，不能取代咨询专业顾问意见。

关于美元兑人民币（香港）期货合约资料，请浏览以下网址：

[http://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/chi/prod/drprod/rmb/cnhspecs\\_c.htm](http://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/chi/prod/drprod/rmb/cnhspecs_c.htm)

如有任何查询，可通过以下方式联络我们：

地址：香港中环港景街1号

国际金融中心一期 10 楼

电邮：[FICD@hkex.com.hk](mailto:FICD@hkex.com.hk)



#### 免责声明

此处包含的所有信息仅供参考。虽然香港交易所竭力确保所提供资料准确、可靠和完整，但香港交易所及其任何附属公司对相关资料的准确性、完整性、可靠性及适用性概不作任何明示或暗示的保证和陈述，也不对此负责或承担任何法律责任。对于任何因资讯不准确或遗漏又或因根据或依赖资讯所作的决定、行动或不采取行动所引致的损失或损害，香港交易所概不负责。

有关资讯并不构成也不拟构成投资意见或建议作出任何投资决定。任何人士有意使用此等资讯或其中任何部分应寻求独立专业意见。未经香港交易所事先书面许可，严禁以任何形式或方法修改资讯的全部或部分。

期货涉及高风险，买卖期货所招致的损失有可能超过开仓时缴付的按金，令阁下或须在短时间内缴付额外按金。若未能缴付，阁下的持仓或须平仓，任何亏损概要自行承担。因此，阁下务须清楚明白买卖期货的风险，并衡量是否适合自己。阁下进行交易前，宜根据本身财务状况及投资目标，向经纪或财务顾问查询是否适合买卖期货合约。