

每月焦點

- 2015年1月美元兌人民幣（香港）期貨的交易額達19億美元，平均每日成交名義值為0.92億美元，其中來自非莊家的交易佔58%，較2014年12月的62%為少。
- 2015年1月31日美元兌人民幣（香港）期貨的未平倉合約為11,078張合約（即約11億美元的合約金額），主要是2015年3月及2015年6月合約，佔所有未平倉合約的52%。
- 美元兌人民幣（香港）期貨2015年1月合約的買賣差價為最窄，平均為0.0013。
- 當香港的離岸人民幣與在岸人民幣的價差擴闊時，香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨的交易量也顯著回升。
- 專家之言：「2015年人民幣利率和匯率展望」，原稿由渣打銀行全球研究部高級利率策略師劉潔撰寫

人民幣分於兩個獨立的外匯市場——在岸人民幣和離岸人民幣——進行交易，造價上出現能帶來套利機會的顯著差異，主要是因為中國設有資本管制，但這種價差只是短暫的過渡性質。差價大似乎意味存在可善加利用的套利機會，因為我們觀察到，每當離岸人民幣有較大波動而產生這種價格差異時，離岸人民幣的造價就會趨向在岸人民幣的水平。下文嘗試進一步分析離岸人民幣與在岸人民幣之間的價差動態因素，探究一下離岸人民幣在岸人民幣的價差與香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨合約交投之間的關係。

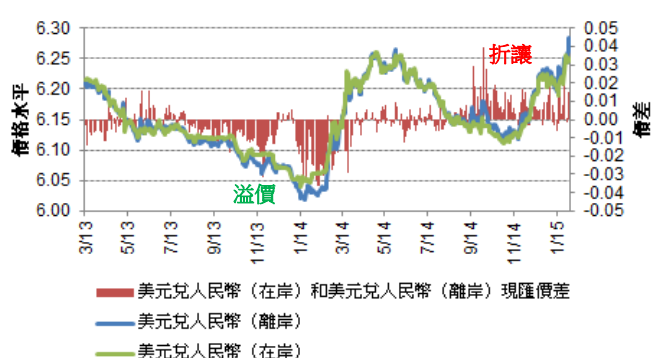
在岸人民幣的官方價是由中國人民銀行每天早上釐定，但按規定每日可隨市場力量在這官方價基礎之上上升或下降2%。至於在香港的離岸人民幣則是自由兌換貨幣，交易價格可在市場能夠承受的任何水平，不存在升降2%的限制。香港財資市場公會公布的美元兌人民幣(香港)即期匯率可說是離岸人民幣市場的一個基準。

視乎外國投資者和大型中資銀行對人民幣是看看淡，在香港的離岸人民幣的造價有時可能高於或低於在岸人民幣。二者價差（正值或負值）大幅增加時，離岸與在岸人民幣價差的波動幅度往往也同時增加。投資者如預期離岸與在岸人民幣造價終會趨同，大可透過持有離岸和在岸人民幣的長短倉，套戥取利。

香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨合約繼續是全球人民幣期貨市場上流動性和透明度最高的上市人民幣期貨合約，所以，遇上離岸與在岸人民幣價差很大時，這合約已證實是進行套戥獲利的特佳途徑，一如2014年末和2014年3月所見：那兩段時間，離岸在岸人民幣價差波動幅度增加，香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨的交易量也隨之上升。仔細一點看，2014年3月時離岸在岸人民幣價差的20天歷史波動幅度躍升到15%以上，同期香港交易所的美元/離岸人民幣期貨合約的交易量相應上升，並在3月19日升至6,318張的新高。同樣，2014年年底，離岸在岸人民幣價差波動幅度大幅上升，香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨合約在12月9日升至4,608張的八個月新高。

由此得見，每當離岸人民幣與在岸人民幣的價差擴闊，香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨的交易量也會大升。離岸在岸人民幣價差波動幅度增加時，投資者可以通過香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨把握交易機會。

美元兌人民幣（在岸）和美元兌人民幣（離岸）現匯

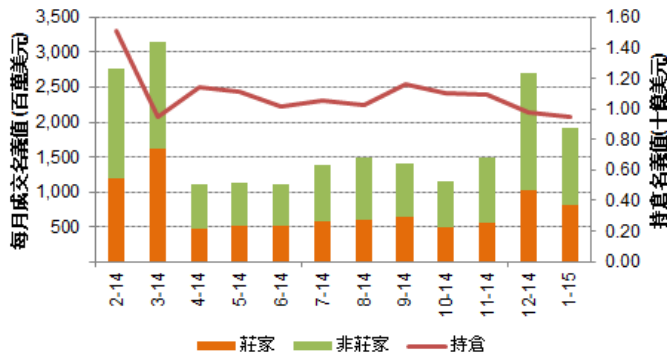


香港交易所的美元兌人民幣(香港)期貨成交量與美元兌人民幣（在岸）和美元兌人民幣（離岸）現匯價差之歷史波幅



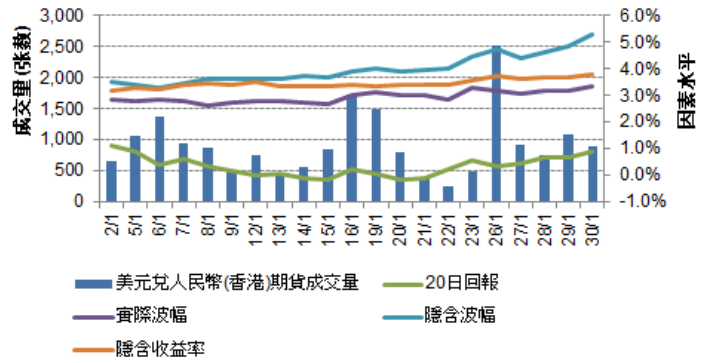
香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨市場統計

美元兌人民幣(香港)期貨成交量與持倉



2015年1月的成交合約金額達19億美元，平均每日成交名義值為0.92億美元，其中來自非莊家的交易佔58%，較2014年12月的62%為少。

美元兌人民幣(香港)期貨成交量之關鍵驅動因素



離岸人民幣期貨成交量背後的關鍵驅動因素包括：離岸人民幣即期匯率20日累計回報；實際波幅(20日)；隱含波幅(彭博美元兌人民幣(離岸) 1年平價期權隱含波幅)；12個月離岸人民幣遠期隱含收益率。

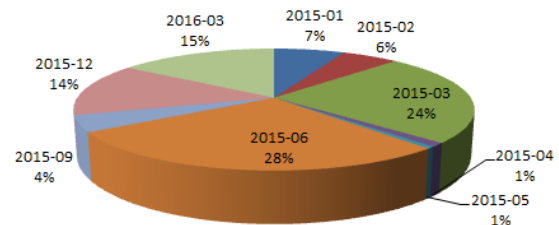
美元兌人民幣（香港）期貨價格及平均買賣差價

合約月份	1月30日收市價	平均買賣差價*
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

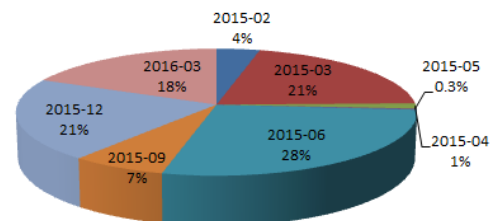
*本月每日上午9時30分至下午4時15分的平均買賣差價

於日間交易時段，2015年1月份合約的平均買賣差價為0.0013。

合約月份之成交量分布 (2014/12)

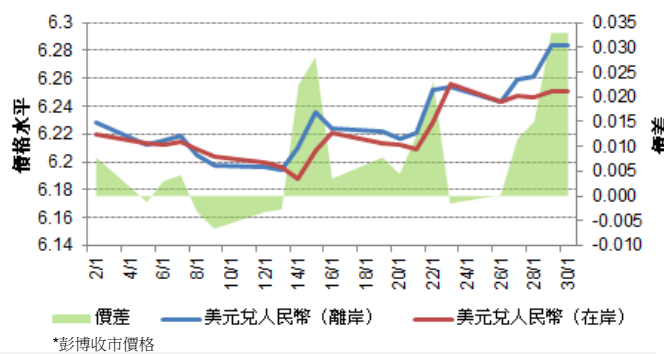


合約月份之持倉量分布 (2014/12/30)



2015年3月及2015年6月合約的未平倉合約佔1月底所有未平倉合約的49%。

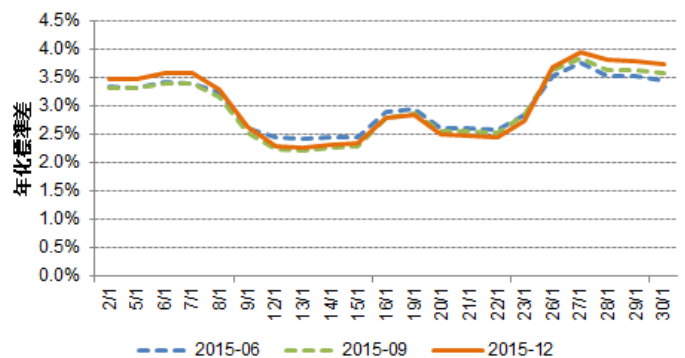
美元兌人民幣（離岸）和美元兌人民幣（在岸）現匯價格走勢*



*彭博收市價格

離岸和在岸人民幣兌美元的價差擴闊至1月底的超過0.030。離岸人民幣兌美元造價低於在岸人民幣。

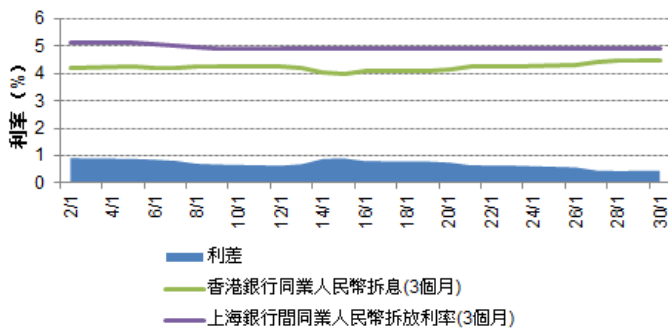
美元兌人民幣(香港)期貨歷史波幅 (20日滾動)



於2015年1月，美元兌人民幣(香港)期貨的波幅為2%至4%，遠月與即月合約的波幅差亦較2014年12月收窄。

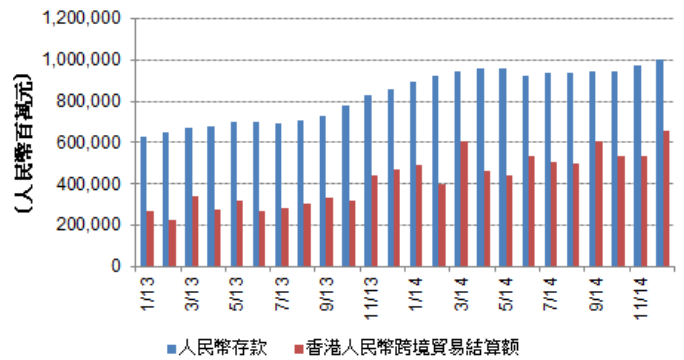
人民幣固定收益與短期利率—市場回顧

上海銀行間同業人民幣拆放利率與香港銀行同業人民幣拆息



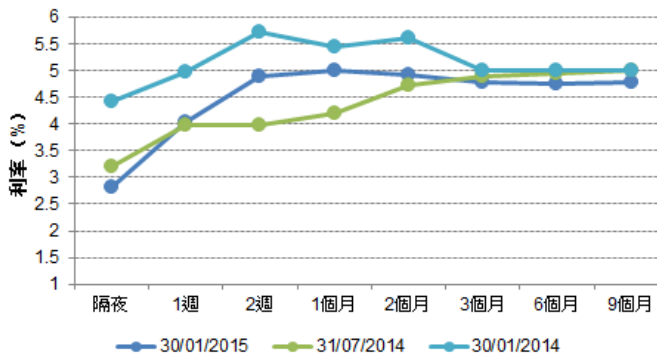
在岸利率（上海銀行間同業人民幣拆放利率）一直高於離岸利率（香港銀行同業人民幣拆息），但兩者差距在2015年1月下旬收窄。

人民幣存款量和香港人民幣跨境貿易結算額



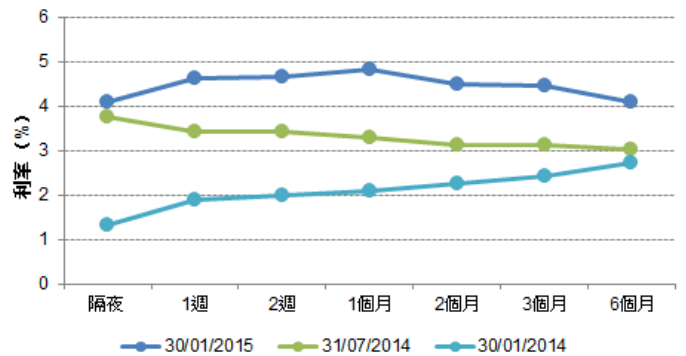
香港人民幣存款的增長自2014年初起放緩，香港人民幣跨境貿易結算也有同樣的趨勢。

上海銀行間同業人民幣拆放利率收益率曲線



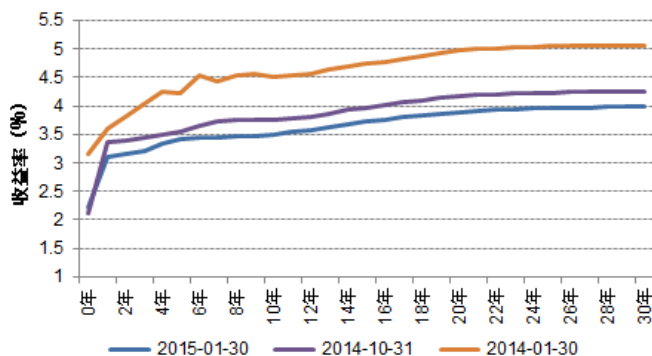
於2015年1月，上海銀行間同業人民幣拆放利率的收益率曲線的短端變陡，長端則保持相對穩定。

香港銀行同業人民幣拆息收益率曲線



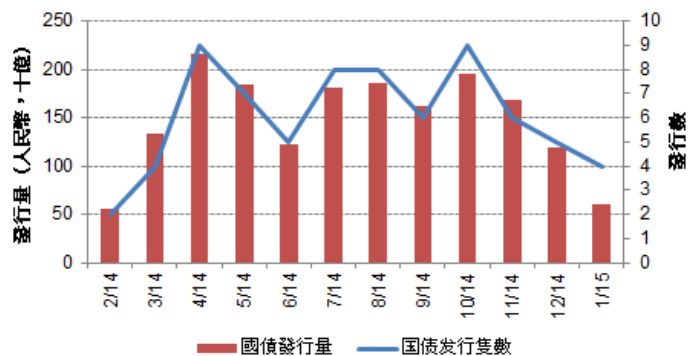
相比2014年1月，2015年1月份的香港銀行同業人民幣拆息收益率曲線較扁平。

財政部國債收益率曲線



財政部國債收益率曲線於2014年逐漸向下移動。期內，曲線的短端較長端垂降更多。

財政部國債發行量



在岸財政部國債發行量由2014年10月開始減少。

專家之言

原稿由渣打銀行全球研究部高級利率策略師劉潔撰寫，中文譯本僅供參考

2015年人民幣利率和匯率展望

2014年是在岸/離岸利率趨同的一年，年內中國資本賬戶開放提速、短期離岸人民幣利率急劇上升。三年期離岸中國政府債券收益率上升80個基點，人民幣兌美元貶值2.5%，全年收益0.26%，是國債市場至今最差回報數字。我們預計2015年的總收益會大幅提升到4%，主要基於更高的應計利息和更理想的價格表現，因為國內市場方面的政策進一步寬鬆。不過，上半年人民幣匯價很大機會持續疲弱，直至下半年才可望復甦。

人民幣國際化在2014年取得顯著進展，預計今年更會加速。15家離岸人民幣清算銀行中，2014年內獲指派的佔了10家，有一家更是2015年開始才被指派。我們預期今年還會再指派多10家，同時人民幣境外合格機構投資者計劃延伸至5至10個新中心，更多的跨國投資項目上馬。離岸人民幣資產—包括存款、存單、債券和貸款—至年底時可望超過人民幣3萬億元。

我們還預計今年的離岸人民幣市場會出現數個「第一次」。首先，我們認為中國資本賬戶進一步開放，離岸人民幣存款利率甚可能繼續高於在岸利率。一年期離岸人民幣存款利率已從一年前的2.85%上升到目前的4.0%，遠遠超過了被中國人民銀行定在3.3%的一年期在岸人民幣存款利率。隨著越來越多的跨境投資新計劃的推出和現有計劃的擴大，我們預期離岸人民幣息率未來幾個季度一直保持高於在岸利率。投資計劃可能包括推出深港通（滬港通的進一步擴展）、啟動基金互認、跨境交易雙向擴容以及一直進行的人民幣境外合格機構投資者計劃的擴展。

其次，我們預計離岸人民幣債券的發行額將會首次出現年同比下降，可歸咎因素包括：離岸人民幣融資成本高企，G3國家貨幣收益率偏低，中國在岸債券市場改善等等。我們預計發行總額為在岸人民幣4,800億至5,000億元（相比於2014年的在岸人民幣5,640億元），其中包括2,300至2,400億元的人民幣點心債券、大概2,000億元的人民幣存單，以及500至600億元在台灣發行的人民幣債券。市場總規模可望於2015年年底達到大約人民幣9,000億元（2014年底：人民幣7,580億元）。

第三，我們預計外國投資者將首次持有中國在岸債券多於離岸債券。在2014年底，外國投資者持有人民幣6,720億元的中國境內市場債券，相比於7,580億元的離岸人民幣債券和存單總額。隨著中國資本賬戶的進一步開放，我們預計外國投資者今年會增持人民幣2,500億至3,000億元的在岸債券，預計境外淨發行量將下滑至人民幣1,400億至1,600億元。因此，到在2015年年底時，外國投資者所持有的中國境內市場債券很可能會達到人民幣9,220億至9,720億元，超過離岸人民幣市場的大小。

就2015年的利率和外匯前景而言，我們預計人民幣在上半年會因為美元走強及歐元區地緣政治風險而進一步承壓。我們預計美元兌離岸人民幣在上半年會走弱到6.29，下半年才開始恢復。我們預計離岸人民幣利率在第一季進一步上升，至第二季才見回落並於年終時處於更低水平。沉重的再融資壓力、資本賬戶持續的流動性流失以及外匯市場走弱，均可能令第一季的美元對離岸人民幣外匯互換利率和離岸人民幣存單利率繼續高企。基於從5月起贖回的大幅減少，加上寬鬆的大陸貨幣政策的作用將逐步顯現，離岸人民幣利率很可能從第二季起低走。



劉潔在2012年11月作為高級利率策略家加入渣打銀行，專注於中國（離岸和在岸）和香港的利率市場。

免責聲明：本文內容僅供參考，不能取代諮詢專業顧問意見。

關於美元兌人民幣（香港）期貨合約資料，請瀏覽以下網址：

http://www.hkex.com.hk/chi/prod/drprod/rmb/cnhspecs_c.htm

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

電郵：FICD@hkex.com.hk



免責聲明

此處包含的所有信息僅供參考。雖然香港交易所竭力確保所提供資料準確、可靠和完整，但香港交易所及其任何聯屬公司對相關資料的準確性、完整性、可靠性及適用性概不作任何明示或暗示的保證和陳述，也不對此負責或承擔任何法律責任。對於任何因資訊不準確或遺漏又或因根據或依賴資訊所作的決定、行動或不採取行動所引致的損失或損害，香港交易所概不負責。

有關資訊並不構成也不擬構成投資意見或建議作出任何投資決定。任何人士有意使用此等資訊或其中任何部分應尋求獨立專業意見。未經香港交易所事先書面許可，嚴禁以任何形式或方法修改資訊的全部或部分。

期貨涉及高風險，買賣期貨所招致的損失有可能超過開倉時繳付的按金，令閣下或須在短時間內繳付額外按金。若未能繳付，閣下的持倉或須平倉，任何虧損概要自行承擔。因此，閣下務須清楚明白買賣期貨的風險，並衡量是否適合自己。閣下進行交易前，宜根據本身財務狀況及投資目標，向經紀或財務顧問查詢是否適合買賣期貨合約。