

每月焦点

- 美元/人民币（香港）期货的交易额达22亿美元，平均每日成交名义价值为9,900万美元。
- 非庄家交易占66%，较上月58%增加。
- 美元/人民币（香港）期货2015年3月31日未平仓合约增至12,949张（名义合约价值13亿美元），较上月增加11%。
- 随着人民币外汇市场逐步走向成熟，央行为现货汇率的交易提供更多空间。

中国人民银行每个交易日上午宣布的参考汇率，是在岸人民币现货交易的指引。在岸市场的人民币汇率，每日可有相对中间价加减2%的波幅空间。从官方指导价与现货价的分歧，可知市场希望人民币兑美元走强或走弱的压力日大，也显示央行确实力求兑现其允许市场力量在经济和市场发挥更大作用的承诺。

人民币最近走弱，不断徘徊在中国人民银行每日交易区间的低端交易。2015年1月以来，人民币大部分日子均在每日交易区间低端的0.1%以内，这是交易区间2014年3月扩阔一倍以来的最大考验。现货汇率对中间价的折让在2015年2月17日甚至扩大至1.99%，刷新纪录。在现时的汇率制度安排下，现货汇率触及交易区间的上下限会促使央行干预、调整基准汇率或扩大交易区间。

回顾历史，在2011年9月，现货汇率对中间价的溢价/折让甚大，不时触及交易区间下限近0.5%的水平，促使中国人民银行在2012年4月15日将交易区间由0.5%扩大至1%。同样，在2012年6月，现货汇率对中间价的溢价/折让进一步扩大，不时触及交易区间上限近1%的水平，其后中国人民银行于2014年3月17日将交易区间由1%扩大至2%。中国人民银行之前两次扩大交易区间，亦与离岸人民币市场外交易期权引伸波幅突然上升有关。

然而，若当前人民币弱势持续，现货价格将挑战人民币兑美元交易区间的上限，这可能导致人民币需要进一步贬值。如果交易区间持续面临压力，则其有可能扩阔至3%。

随着人民币外汇市场逐步走向成熟，央行为现货汇率的交易提供更多空间，基准固定汇率因此对现货汇率的引导作用正逐步减弱。如图所示，现货汇率和基准固定汇率之间的相关性已由40%至60%降至10%至30%的范围内。另一方面，现货

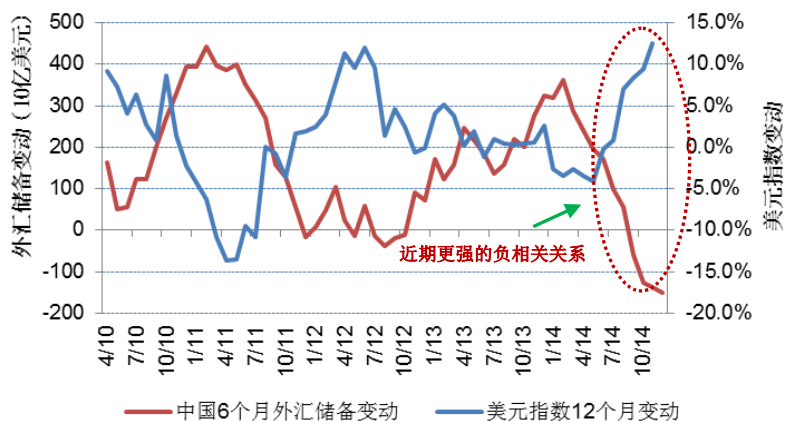
在岸人民币每日定盘价与现货价格



中间价的引导效应递减



中国外汇储备增长与美元指数

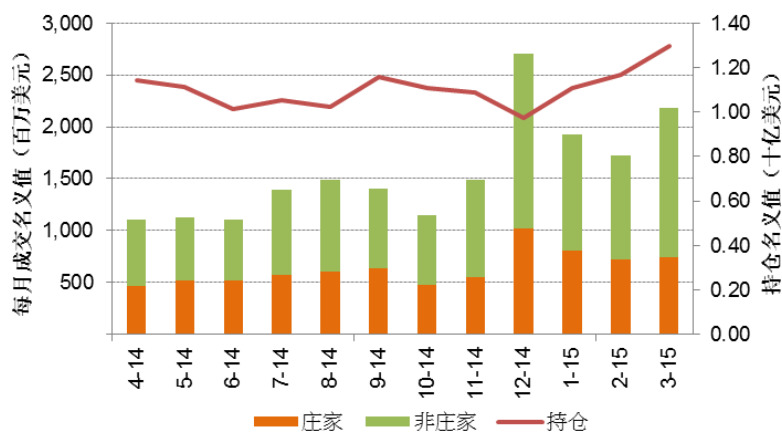


汇率对基准固定汇率的溢价/折让触及每日交易区间的上下限，显示在岸人民币汇率的变动越来越受市场供求力量驱动。

中国外汇储备已从2014年6月大约4万亿美元的历史高位降至2014年12月底的3.8万亿美元。研究显示，中国外汇储备中有庞大且不断增长的份额已经分配给非美元货币，特别是欧元、日圆和英镑，三者已合占约三分之一。近期外汇储备放缓及下降是美元兑其他货币进一步走强的结果，如图所示，外汇储备的变化和美元指数的变动之间最近呈现较强的负向关系。央行正逐步淡出对外汇市场的惯常干预，以避免外汇储备持续增长。这与中国人民银行行长周小川最近发出的讯息一致，即人民币2015年将加快改革、货币政策更加灵活、管制进一步放松和更多双向投资组合的流动通道将出现，以期最终实现人民币资本账可完全兑换。

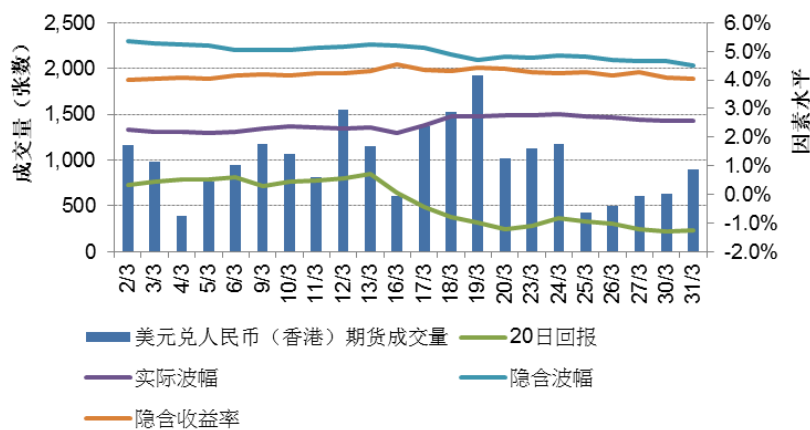
香港交易所的美元兑人民币（香港）期货市场统计

美元兑人民币（香港）期货成交量与持仓



- 2015年3月的成交合约金额为21.86亿美元，平均每日成交名义值为9,940万美元。
- 非庄家交易占66%，较2015年2月58%多。

推动美元兑人民币（香港）期货成交量之主要因素



推动离岸人民币期货成交量的主要因素包括：

- 离岸人民币兑美元即期汇率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

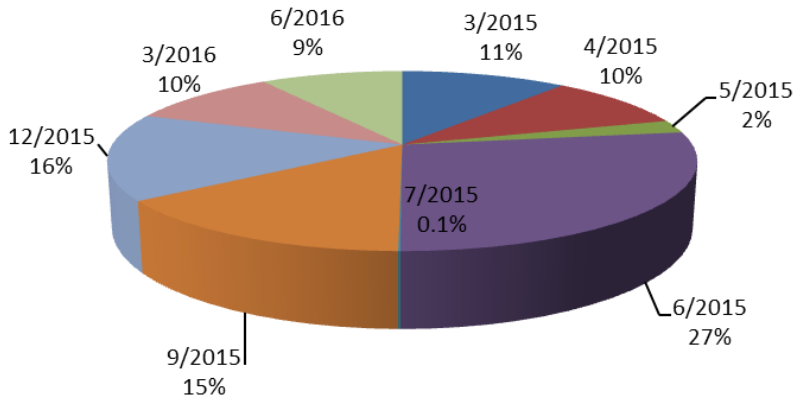
合约月份	3月31日收市價	平均買賣差價*
2015-03	-	0.0016
2015-04	6.2743	0.0020
2015-05	6.2956	0.0023
2015-06	6.3145	0.0019
2015-07	6.3361	0.0027
2015-09	6.3521	0.0019
2015-12	6.4013	0.0019
2016-03	6.4457	0.0022
2016-06	6.4911	0.0021

- 于日间交易时段，2015年3月份合约的平均买卖差价为 0.0016。

*相关月份每日上午 9 时 30 分至下午 4 时 15 分的平均买卖差价

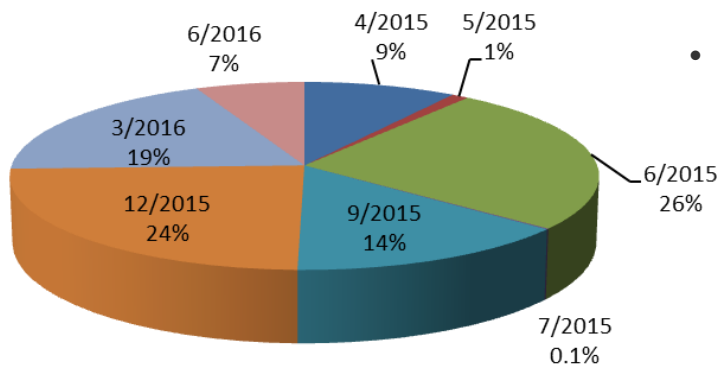
香港交易所的美元兑人民币（香港）期货市场统计

合约月份之成交量分布（3/2015）



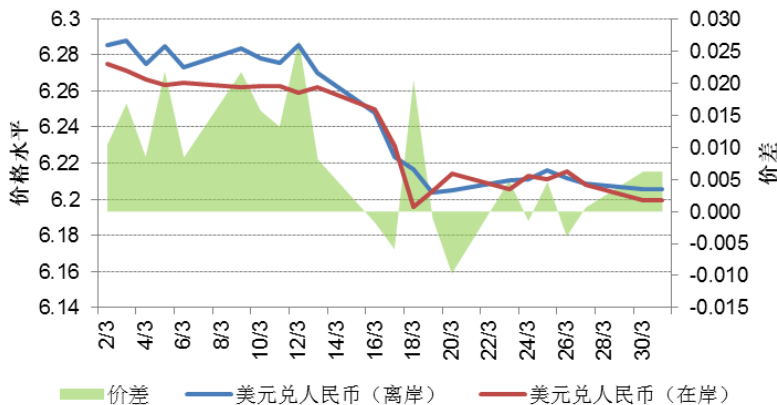
- 2015年6月合约的成交量最多，并均匀地分布在近期和远期合约。

合约月份之持仓量分布（31/3/2015）



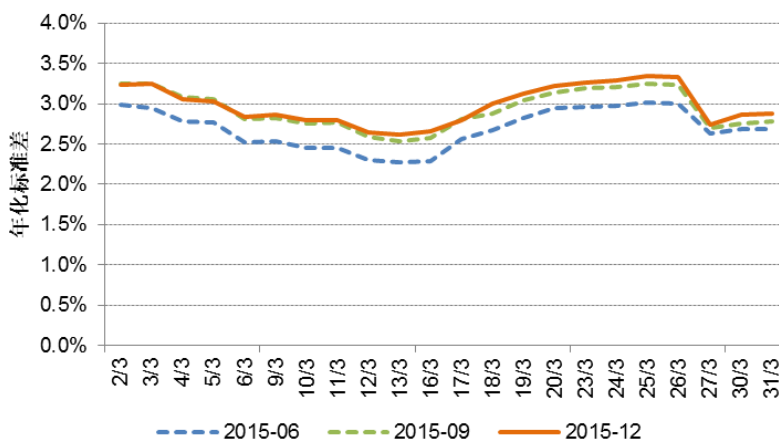
- 2015年6月及2015年12月合约的未平仓合约占3月底所有未平仓合约的50%。

美元兑人民币（离岸）和美元兑人民币（在岸）现汇 现汇价格走势



- 离岸和在岸人民币兑美元的价差收窄至3月底的少于0.005。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3月，美元兑人民币（香港）期货的波幅为2%至3.5%。
- 远月与即月合约的波幅差亦较2015年2月相约。

专家之言

回购利率要持续低水平便需注入资金

本文由法国兴业银行亚洲（日本除外）利率策略主管张淑娴以英文撰写，以下为中文译本

在中国在岸市场，前端人民币利率终于宽松起来。一般而言，由于市场参与者准备放假渡岁，中国农历新年前的前端人民币利率都会上升。其后才见资金回笼系统。但假期过后数周的利率变动显示，仅仅是资金（如有）回流系统并不足够。官方为捍卫人民币而进行外汇干预，也许是国内资金流动性减弱的原因之一。

一年期的利率互换回购协议的利率依然低于7天回购协议的利率（利率互换协议的浮动端），市场已消化进一步宽松的政策。在我们看来，中国人民银行需要主动注入资金，而非降息，才可望将回购利率维持在较低水平。2月28日一年期存款基准利率削减25个基点，以及其他存款利率的削减，对货币市场的基准——回购利率——影响不大。首先，银行存款利率的上限也同时提高至基准存款利率1.3倍，令实际降息（以一年期存款利率的最高水平计算）只有5个基点。其次，从存款利率影响回购利率的效果向来不彰。

中国人民银行最近的行动确实给人民币利率市场带来一些缓冲，当中包括通过短期逆回购和降低逆回购操作的利率注入资金流动性。不过，与短期的公开市场操作比较，削减存款准备金率被视为有更持久的影响。我们相信，在中国人民银行进一步宽松政策下，在岸资金流动性终将更加宽松——我们预计，第二季度还会有两次50个基点的存款准备金率削减和一次25个基点的存款基准利率削减。届时，利率互换回购协议的利率曲线还可再陡峭一点。债券方面，基于年内稍后对资金的需求增加，和财政赤字扩大产生的边际影响，我们对长端的国债收益率略为看高一线。

在离岸香港人民币市场，离岸香港人民币利率一直大致处于上升趋势。香港人民币交叉货币掉期利率已升至资产掉期交易（通过交叉货币掉期交易「借入」离岸香港人民币，用以投资离岸香港人民币产品）不再吸引的水平。例如，剩余期限约3.5年的离岸国债回报约3.6%（仅供参考，因交易市场流动性较差），但3年期和4年期香港人民币交叉货币掉期利率则高于4.0%。不过，资产掉期交易继续进行，当中或涉及在岸人民币市场某些投资机会，及/或关乎外汇对冲活动。除市场对人民币汇率的走势不断变化之外，从利率的角度来看，我们认为还有两大因素可能会限制香港人民币交叉货币掉期利率上升甚或令其下降。首先，如果在岸资金流动性一如我们所料变得宽松，那么跨境流动产生的离岸香港人民币利率上升压力将会消退。其次，如要遏止香港人民币交叉货币掉期利率的上升趋势，发行商的动向将是关键。

2015年至今离岸人民币债券发行整体无甚可观，但有些现象值得注意。首先，人民币债券发行的集资市场在台湾渐趋活跃。第二，据台湾的证券柜台买卖中心表示，最近有国际发行人在台湾发行人民币债券，然后将资金转回美元。这些发行人将人民币资金转为美元时，收到的是香港人民币交叉货币掉期，即增加这些掉期利率下调的压力。我们还认为，一些发行人被较高的香港人民币交叉货币掉期利率吸引，即使实际需求可能是美元等货币，但仍选择以人民币发行债券。在这情况下，2-4年期部分的香港人民币交叉货币掉期利率曲线特别高。不过，这些人民币债券要完全被吸纳，还是需要真正的货币需求方可。总的来说，我们认为香港人民币交叉货币掉期利率存在下行而非上行风险。

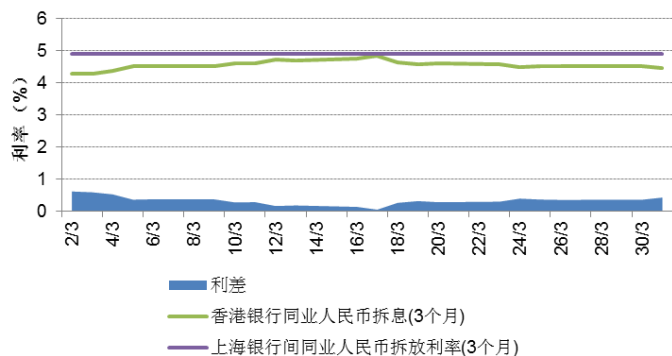


张淑娴女士有15年投资和经济研究以及区内投资银行咨询服务的经验，加入法国兴业银行前为东方汇理银行亚洲利率策略部主管，再之前曾任职渣打银行、奔亚证券（亚洲）有限公司和香港特区政府。张女士在亚洲货币固定收益期刊2012、2013和2014的年度调查中被选为最佳利率研究分析师第一名，并在金融亚洲固定收益研究期刊2012和2013的年度调查中被选为最佳本地货币分析师第一名。

免责声明：本文内容仅供参考，不能取代咨询专业顾问意见。

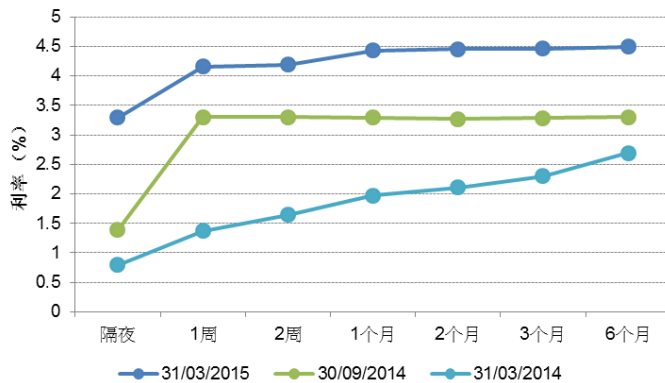
人民币固定收益与短期利率—市场回顾

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



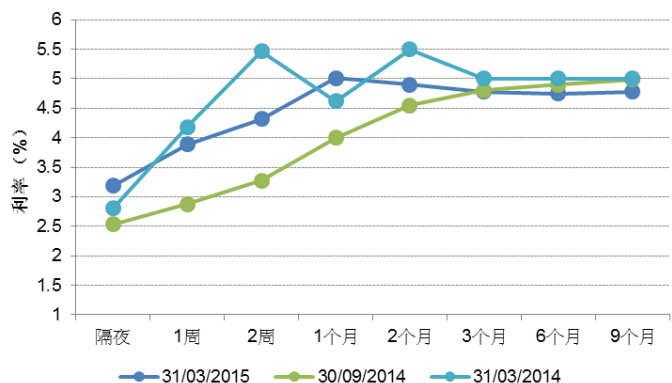
在岸利率（上海银行间同业人民币拆放利率）一直高于离岸利率（香港银行同业人民币拆息），但两者差距在2015年3月下旬收窄。

香港银行同业人民币拆息收益率曲线



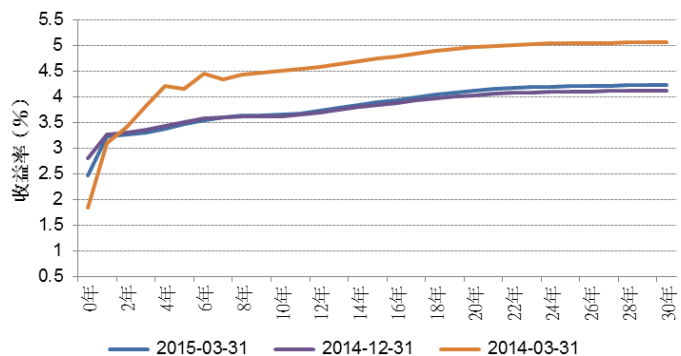
相比2014年3月，2015年3月的香港银行同业人民币拆息收益率曲线较扁平。

上海银行间同业人民币拆放利率收益率曲线



于2015年3月，上海银行间同业人民币拆放利率的收益率曲线短期变陡，长期则保持相对稳定。

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。

关于美元兑人民币（香港）期货合约资料，请浏览以下网址：

<http://www.hkex.com.hk/chi/prod/drprod/rmb/cnhspecc.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



免责声明

此刊物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建议或作出任何投资决定。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，阁下列下须清楚明白买卖期货的风险，并衡量是否适合自己。阁下列下进行交易前，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。