

每月焦點

- 美元／人民幣（香港）期貨的交易額達22億美元，平均每日成交名義價值為9,900萬美元。
- 非莊家交易佔66%，較上月58%增加。
- 美元／人民幣（香港）期貨2015年3月31日未平倉合約增至12,949張（名義合約價值13億美元），較上月增加11%。
- 隨著人民幣外匯市場逐步走向成熟，央行為現貨匯率的交易提供更多空間。

中國人民銀行每個交易日上午宣布的參考匯率，是在岸人民幣現貨交易的指引。在岸市場的人民幣匯率，每日可有相對中間價加減2%的波幅空間。從官方指導價與現貨價的分歧，可知市場希望人民幣兌美元走強或走弱的壓力日大，也顯示央行確實力求兌現其允許市場力量在經濟和市場發揮更大作用的承諾。

人民幣最近走弱，不斷徘徊在中國人民銀行每日交易區間的低端交易。2015年1月以來，人民幣大部分日子均在每日交易區間低端的0.1%以內，這是交易區間2014年3月擴闊一倍以來的最大考驗。現貨匯率對中間價的折讓在2015年2月17日甚至擴大至1.99%，刷新紀錄。在現時的匯率制度安排下，現貨匯率觸及交易區間的上下限會促使央行干預、調整基準匯率或擴大交易區間。

回顧歷史，在2011年9月，現貨匯率對中間價的溢價/折讓甚大，不時觸及交易區間下限近0.5%的水平，促使中國人民銀行在2012年4月15日將交易區間由0.5%擴大至1%。同樣，在2012年6月，現貨匯率對中間價的溢價/折讓進一步擴大，不時觸及交易區間上限近1%的水平，其後中國人民銀行於2014年3月17日將交易區間由1%擴大至2%。中國人民銀行之前兩次擴大交易區間，亦與離岸人民幣場外交易期權引伸波幅突然上升有關。

然而，若當前人民幣弱勢持續，現貨價格將挑戰人民幣兌美元交易區間的上限，這可能導致人民幣需要進一步貶值。如果交易區間持續面臨壓力，則其有可能擴闊至3%。

隨著人民幣外匯市場逐步走向成熟，央行為現貨匯率的交易提供更多空間，基準固定匯率因此對現貨匯率的引導作用正逐步減弱。如圖所示，現

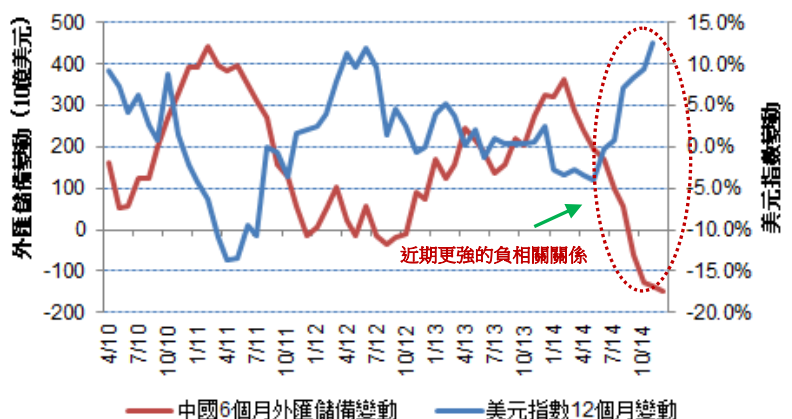
在岸人民幣每日定盤價與現貨價格



中間價的引導效應遞減



中國外匯儲備增長與美元指數

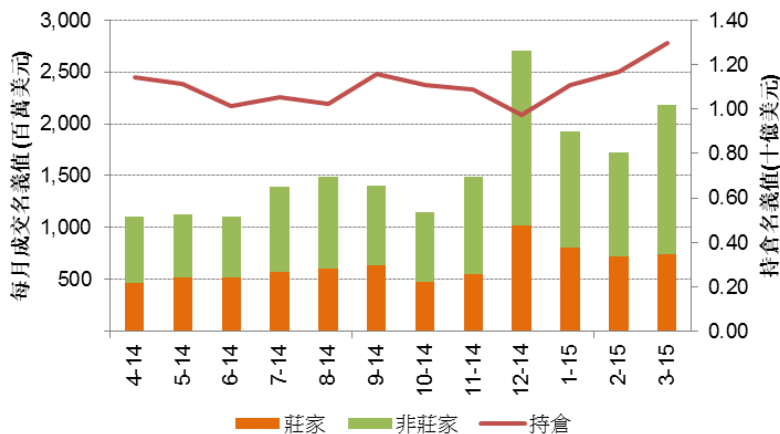


貨匯率和基準固定匯率之間的相關性已由40%至60%降至10%至30%的範圍內。另一方面，現貨匯率對基準固定匯率的溢價/折讓觸及每日交易區間的上下限，顯示在岸人民幣匯率的變動越來越受市場供求力量驅動。

中國外匯儲備已從2014年6月大約4萬億美元的歷史高位降至2014年12月底的3.8萬億美元。研究顯示，中國外匯儲備中有龐大且不斷增長的份額已經分配給非美元貨幣，特別是歐元、日圓和英鎊，三者已佔約三分之一。近期外匯儲備放緩及下降是美元兌其他貨幣進一步走強的結果，如圖所示，外匯儲備的變化和美元指數的變動之間最近呈現較強的負向關係。央行正逐步淡出對外匯市場的慣常干預，以避免外匯儲備持續增長。這與中國人民銀行行長周小川最近發出的訊息一致，即人民幣2015年將加快改革、貨幣政策更加靈活、管制進一步放鬆和更多雙向投資組合的流動通道將出現，以期最終實現中國人民幣資本賬可完全兌換。

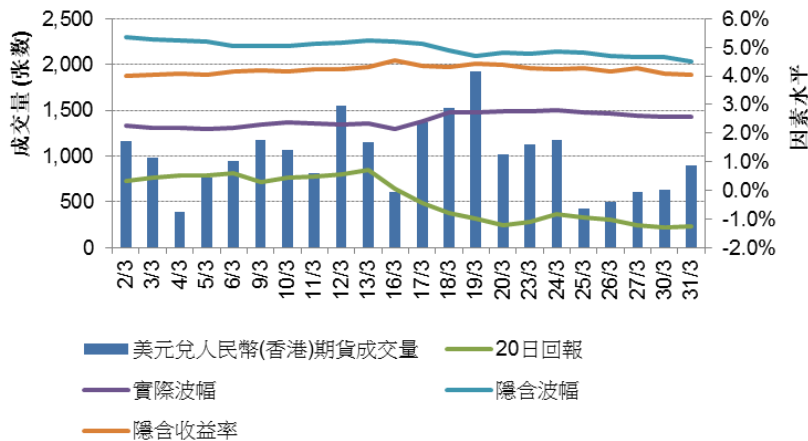
香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨市場統計

美元兌人民幣(香港)期貨成交量與持倉



- 2015年3月的成交合約金額為21.86億美元，平均每日成交名義值為9,940萬美元。
- 非莊家交易佔66%，較2015年2月58%多。

推動美元兌人民幣(香港)期貨成交量之主要因素



推動離岸人民幣期貨成交量的主要因素包括：

- 離岸人民幣兌美元即期匯率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

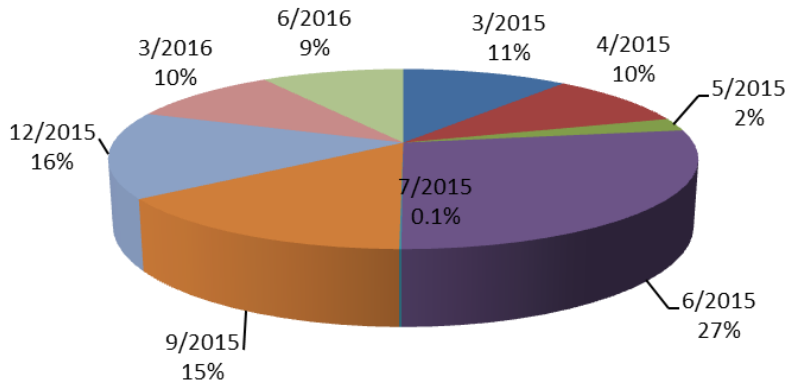
合約月份	3月31日收市價	平均買賣差價*
2015-03	-	0.0016
2015-04	6.2743	0.0020
2015-05	6.2956	0.0023
2015-06	6.3145	0.0019
2015-07	6.3361	0.0027
2015-09	6.3521	0.0019
2015-12	6.4013	0.0019
2016-03	6.4457	0.0022
2016-06	6.4911	0.0021

- 於日間交易時段，2015年3月份合約的平均買賣差價為 0.0016。

*相關月份每日上午9時30分至下午4時15分的平均買賣差價

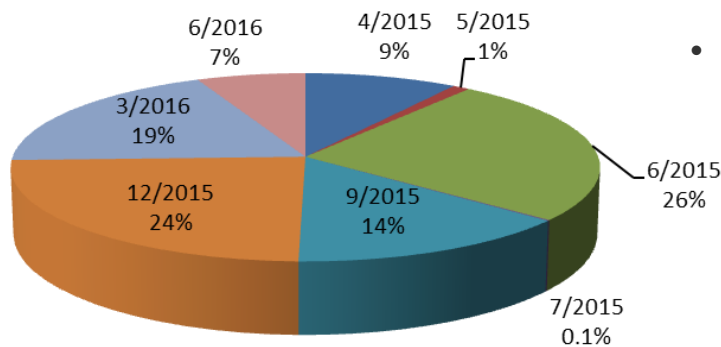
香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨市場統計

合約月份之成交量分布（3/2015）



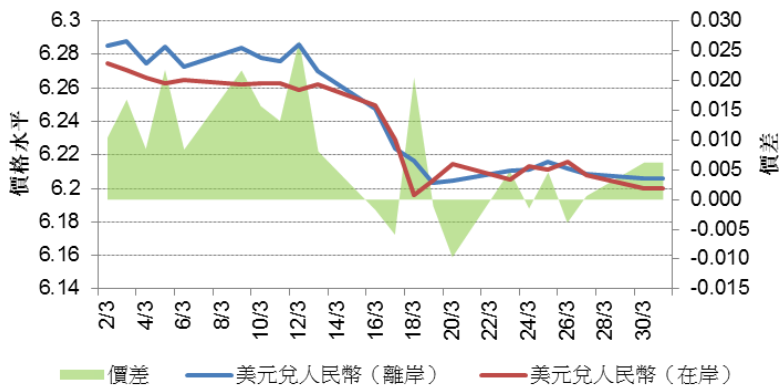
- 2015年6月合約的成交量最多，並均勻地分佈在近期和遠期合約。

合約月份之持倉量分布（31/3/2015）



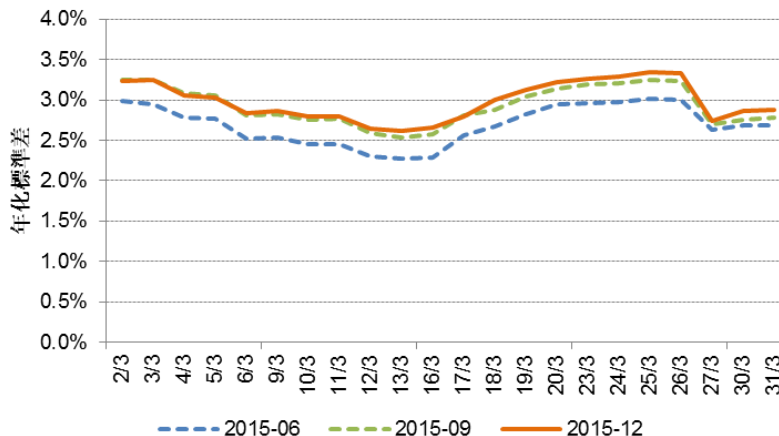
- 2015年6月及2015年12月合約的未平倉合約佔3月底所有未平倉合約的50%。

美元兌人民幣（離岸）和美元兌人民幣（在岸） 現匯價格走勢



- 離岸和在岸人民幣兌美元的價差收窄至3月底的少於0.005。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3月，美元兌人民幣(香港)期貨的波幅為2%至3.5%。
- 遠月與即月合約的波幅差亦較2015年2月相約。

專家之言

回購利率要持續低水平便需注入資金

本文由法國興業銀行亞洲（日本除外）利率策略主管張淑嫻以英文撰寫，以下為中文譯本

在中國在岸市場，前端人民幣利率終於寬鬆起來。一般而言，由於市場參與者準備放假渡歲，中國農曆新年前的前端人民幣利率都會上升。其後才見資金回籠系統。但假期過後數周的利率變動顯示，僅僅是資金（如有）回流系統並不足夠。官方為捍衛人民幣而進行外匯干預，也許是國內資金流動性減弱的原因之一。

一年期的利率互換回購協議的利率依然低於7天回購協議的利率（利率互換協議的浮動端），市場已消化進一步寬鬆的政策。在我們看來，中國人民銀行需要主動注入資金，而非降息，才可望將回購利率維持在較低水平。2月28日一年期存款基準利率削減25個基點，以及其他存款利率的削減，對貨幣市場的基準——回購利率——影響不大。首先，銀行存款利率的上限也同時提高至基準存款利率1.3倍，令實際降息（以一年期存款利率的最高水平計算）只有5個基點。其次，從存款利率影響回購利率的效果向來不彰。

中國人民銀行最近的行動確實給人民幣利率市場帶來一些緩衝，當中包括通過短期逆回購和降低逆回購操作的利率注入資金流動性。不過，與短期的公開市場操作比較，削減存款準備金率被視為有更持久的影響。我們相信，在中國人民銀行進一步寬鬆政策下，在岸資金流動性終將更加寬鬆——我們預計，第二季度還會有兩次50個基點的存款準備金率削減和一次25個基點的存款基準利率削減。屆時，利率互換回購協議的利率曲線還可再陡峭一點。債券方面，基於年內稍後對資金的需求增加，和財政赤字擴大產生的邊際影響，我們對長端的國債收益率略為看高一線。

在離岸香港人民幣市場，離岸香港人民幣利率一直大致處於上升趨勢。香港人民幣交叉貨幣掉期利率已升至資產掉期交易（通過交叉貨幣掉期交易「借入」離岸香港人民幣，用以投資離岸香港人民幣產品）不再吸引的水平。例如，剩餘期限約3.5年的離岸國債回報約3.6%（僅供參考，因交易市場流動性較差），但3年期和4年期香港人民幣交叉貨幣掉期利率則高於4.0%。不過，資產掉期交易繼續進行，當中或涉及在岸人民幣市場某些投資機會，及/或關乎外匯對沖活動。除市場對人民幣匯率的走勢不斷變化之外，從利率的角度來看，我們認為還有兩大因素可能會限制香港人民幣交叉貨幣掉期利率上升甚或令其下降。首先，如果在岸資金流動性一如我們所料變得寬鬆，那麼跨境流動產生的離岸香港人民幣利率上升壓力將會消退。其次，如要遏止香港人民幣交叉貨幣掉期利率的上升趨勢，發行商的動向將是關鍵。

2015年至今離岸人民幣債券發行整體無甚可觀，但有些現象值得注意。首先，人民幣債券發行的集資市場在台灣漸趨活躍。第二，據台灣的證券櫃檯買賣中心表示，最近有國際發行人在台灣發行人民幣債券，然後將資金轉回美元。這些發行人將人民幣資金轉為美元時，收到的是香港人民幣交叉貨幣掉期，即增加這些掉期利率下調的壓力。我們還認為，一些發行人被較高的香港人民幣交叉貨幣掉期利率吸引，即使實際需求可能是美元等貨幣，但仍選擇以人民幣發行債券。在這情況下，2-4年期部分的香港人民幣交叉貨幣掉期利率曲線特別高。不過，這些人民幣債券要完全被吸納，還是需要有真正的貨幣需求方可。總的來說，我們認為香港人民幣交叉貨幣掉期利率存在下行而非上行風險。

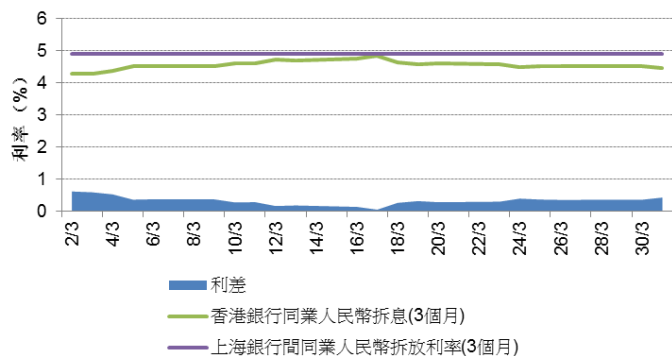


張淑嫻女士有15年投資和經濟研究以及區內投資銀行諮詢服務的經驗，加入法國興業銀行前為東方匯理銀行亞洲利率策略部主管，再之前曾任職渣打銀行、奔亞證券（亞洲）有限公司和香港特區政府。張女士在亞洲貨幣固定收益期刊2012、2013和2014的年度調查中被選為最佳利率研究分析師第一名，並在金融亞洲固定收益研究期刊2012和2013的年度調查中被選為最佳本地貨幣分析師第一名。

免責聲明：本文內容僅供參考，不能取代諮詢專業顧問意見。

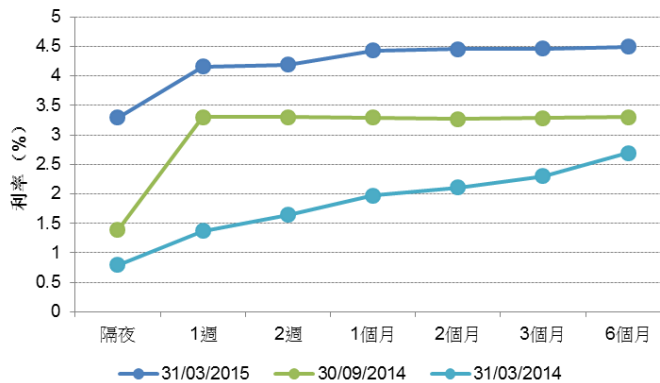
人民幣固定收益與短期利率—市場回顧

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



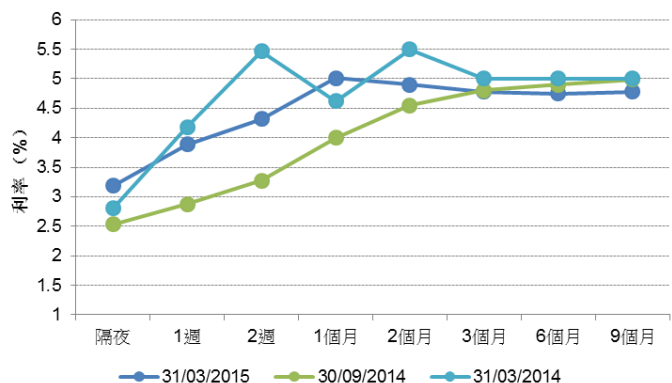
在岸利率（上海銀行間同業人民幣拆放利率）一直高於離岸利率（香港銀行同業人民幣拆息），但兩者差距在2015年3月下旬收窄。

香港銀行同業人民幣拆息收益率曲線



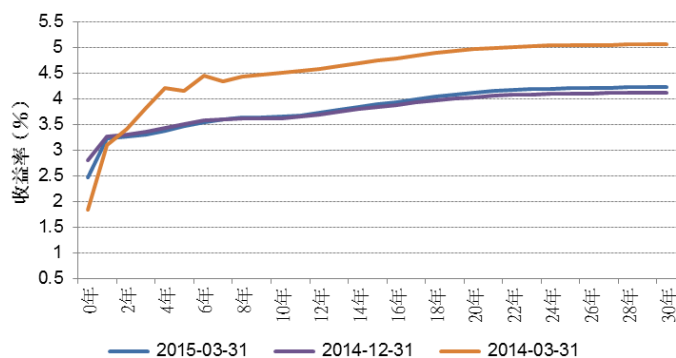
相比2014年3月，2015年3月的香港銀行同業人民幣拆息收益率曲線較扁平。

上海銀行間同業人民幣拆放利率收益率曲線



於2015年3月，上海銀行間同業人民幣拆放利率的收益率曲線短期變陡，長期則保持相對穩定。

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。

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

此刊物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。