

### 每月焦点

- 美元/人民币（香港）期货2015年3月份交易额达15亿美元，平均每日成交名义价值为7,900万美元。
- 非庄家交易占68%，高于3月份的66%。
- 相比2015年3月，美元/人民币（香港）期货2015年12月及2016年3月合约的平均买卖差价收窄至少于20百分点。
- 离岸和在岸人民币债券市场之间的收益率差距缩小甚至逆转的趋势有望继续。

离岸和在岸人民币债券市场的收益率差距已经下跌一段时间，在2015年年初甚至转为负值。5年期离岸国债的平均收益率在过去三个月增加近70个基点至3.72%的新高，而5年期在岸国债的平均收益率在同一段时间则在3.55%的水平上下波动。这是离岸人民币债券的收益率在历史上首次超过在岸水平。

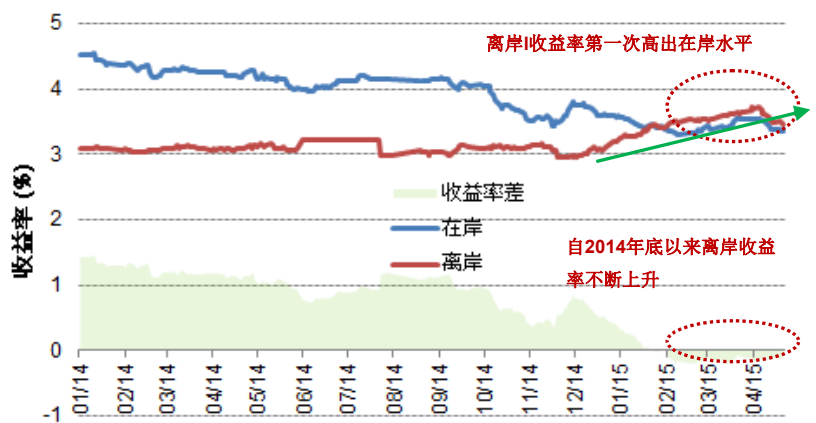
离岸人民币债券的收益率水平一直相对稳定，直至去年12月开始上升，主要是多项驱动因素变动所致，包括：美元/离岸人民币引申波幅、对信用风险的感觉、离岸人民币的流动性，以及美国利率风险情绪。

首先，在离岸人民币债券市场发展初期，人们购买

人民币债券只为投资该货币，对收益率并不特别注重。然而，随着人民币较前波动，成为走向可升可跌而非单向增值的货币市场，影响到投资者对人民币的喜好，这削弱了债券价格并逼使发行人以较高的收益率作出补偿。如图所示，2015年开始，连同离岸国债收益率上升，美元/离岸人民币引申波幅大升至5.5%的历史新高，最近才回到4%的水平，仍远高于2%至3%的历史范围。

其次，尽管点心债市场还未出现真正的违约事件，但中国在岸债券市场的负面消息，例如近期违约的中国电脑公司中科云网，已令

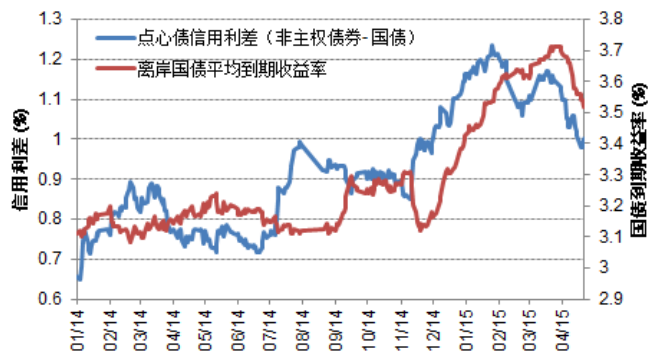
### 5年期国债到期收益率：在岸与离岸



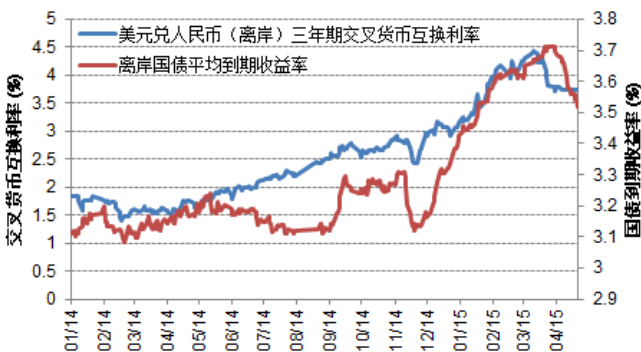
### 美元兑离岸人民币引申波幅



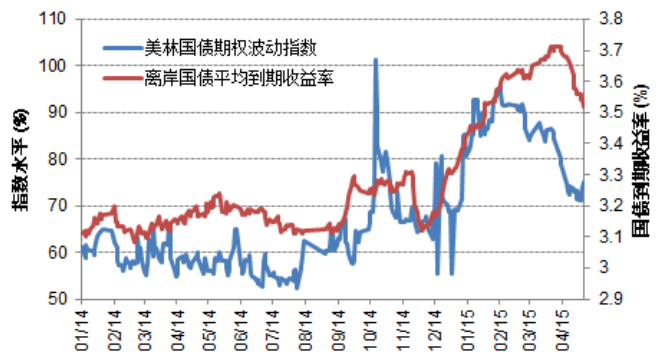
### 信用风险



### 离岸人民币流动性



### 美国的利率风险情绪



外国投资者对这类中资背景发行人的潜在风险持有戒心。发行人现有基准因应信用风险作出更多不同的定价，这对离岸人民币债券市场的收益率有支持作用。如图所示，点心债市场的信用利差已由不到90个基点大幅增至超过110个基点，与离岸国债的收益率亦步亦趋。

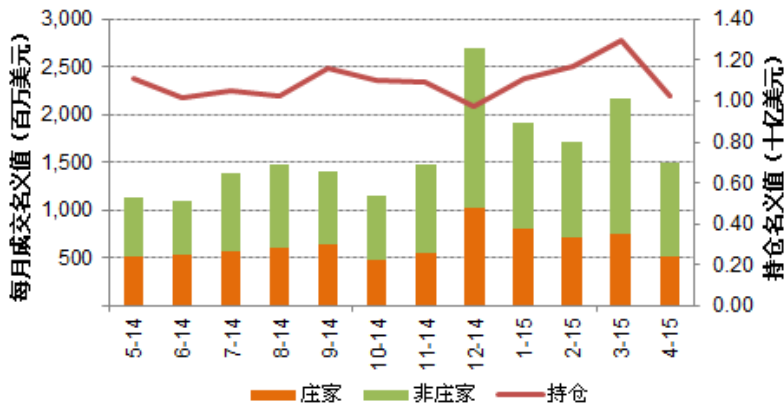
第三，反映离岸人民币流动性的美元/离岸人民币交叉货币互换协议利率在3月飙升至历史新高，三年期合约利率在3月20日达到4.43%。总的来说，只要流动性依然偏紧，离岸人民币交叉货币互换协议利率仍可能维持目前较高的水平。流动性的收紧主要因更广泛的回流渠道使人民币更容易从境外回流，以及市场对人民币的持续悲观情绪所带动。为了在当前偏紧的流动性环境下募集离岸人民币，发行人必须提供更高的收益率吸引投资者。

最后，美联储未来加息时间的不确定性已将市场对美国利率风险波动的情绪推至更高水平。美林国债期权波动率预估指数今年已上升至80%至90%，相比去年的平均水平为60%至70%。这点已被市场消化，并反映在离岸人民币债券的收益率上，以反映市场对利率风险的胃纳。

综上所述，人民币外汇市场波动加剧、感觉在岸发行人信贷风险增加、市场流动性收紧，及利率风险情绪升温等，推动了离岸人民币债券收益率持续走高，因此离岸和在岸人民币债券市场之间的收益率差距缩小甚至逆转的趋势有望继续。

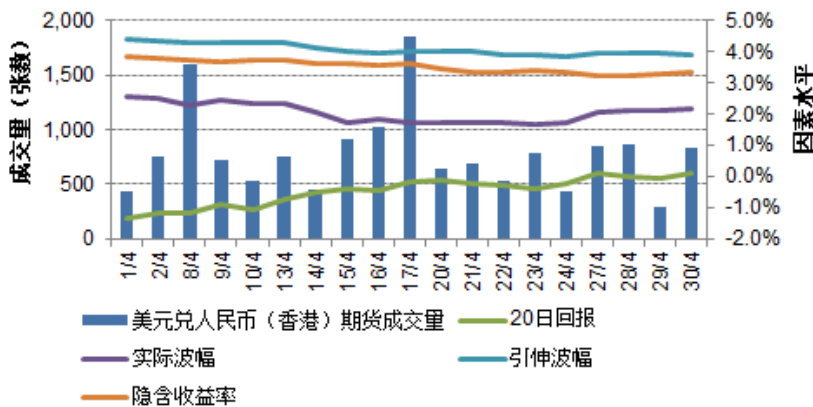
## 香港交易所的美元兑人民币（香港）期货市场统计

### 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22亿美元，平均每日成交名义值为9,900万美元。
- 非庄家交易占66%，高于2015年2月的58%。

### 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：

- 美元兑离岸人民币累计回报
- 实际波幅（20日）
- 引伸波幅（彭博美元兑人民币（离岸）1年平价期权引伸波幅）
- 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

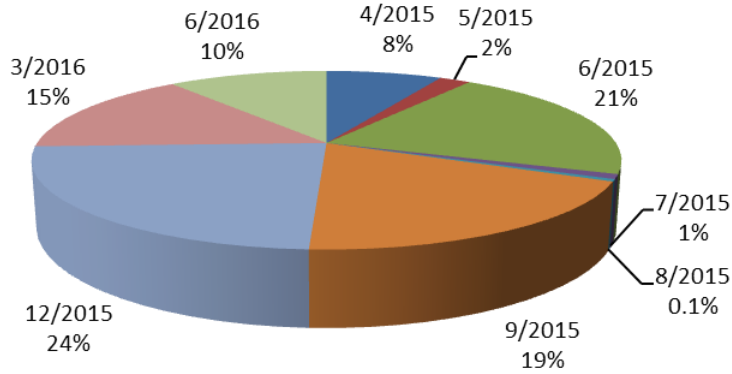
合约月份	4月30日收市价	平均买卖差价*
2015-04	-	0.0017
2015-05	6.2147	0.0020
2015-06	6.2301	0.0018
2015-07	6.2453	0.0025
2015-08	6.2623	0.0024
2015-09	6.2757	0.0019
2015-12	6.3187	0.0018
2016-03	6.3619	0.0019
2016-06	6.4017	0.0020

- 于日间交易时段，2015年4月份合约的平均买卖差价为 0.0017。

\*相关月份每日上午 9 时 30 分至下午 4 时的平均买卖差价

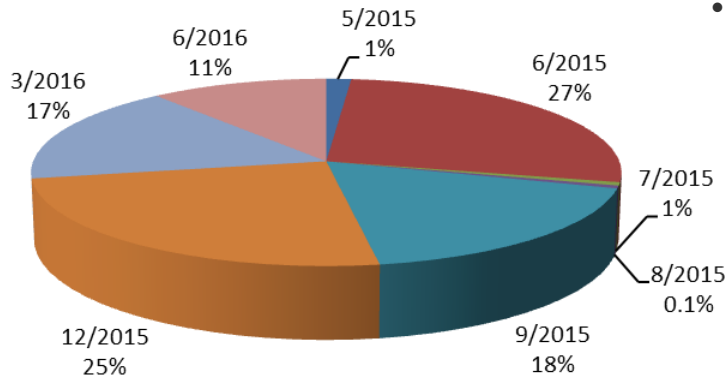
## 香港交易所的美元兑人民币（香港）期货市场统计

### 合约月份之成交量分布（4/2015）



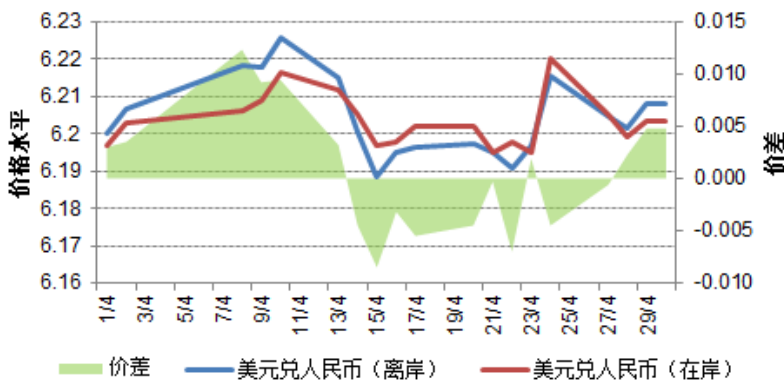
- 2015年9月、12月及2016年3月合约的成交量占4月总交易量的 58%。

### 合约月份之持仓量分布（30/4/2015）



- 2015年9月、12月及2016年3月的未平仓合约占4月底未平仓合约总数的60%。

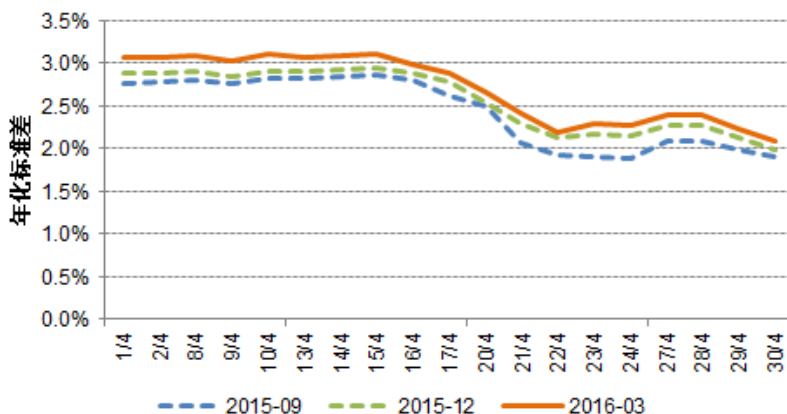
### 美元兑人民币（离岸）和美元兑人民币（在岸） 现汇价格走势\*



\*彭博收市价

- 离岸和在岸人民币兑美元的价差收窄至4月底少于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4月，美元兑人民币（香港）期货的波幅为1.5%至3.5%。
- 远月与即月合约的波幅差亦与2015年3月相若。

## 专家之言

### 在岸新产品的人民币最新发展动态

原文由法国巴黎银行人民币解决方案支援中心主管马俊礼先生以英文撰写，以下中译本仅供参考

#### 摘要

2009年以来，离岸人民币市场伴随着各类离岸人民币产品的推出而快速增长，但在市场规模上，离岸产品仍只占在岸相类产品（例如人民币贷款、债券和存款）的1%。中国当局已开始一系列重要金融改革，其中人民币国际化对离岸市场来说，只是最明显的一环。概括地说，首要工作是：在岸资产重新定价、延长地方政府债务期限、发展在岸买方市场以推动养老金和医疗制度改革，和通过利率市场化的机制，实现必要的融资风险非中介化。本文尝试概述在岸定息产品市场的发展，着眼点为地方政府债券和资产担保证券。

#### 在岸和离岸人民币市场的最新发展

自2009年展开人民币国际化以来，离岸人民币市场发展迅速，提供的产品不同种类都有（点心债和宝岛债等）。2014年年底，香港的人民币存款已突破人民币1万亿元，未偿还点心债达人民币5,620亿元。若论最广泛使用的国际收支货币及国际贸易融资货币，人民币分别排名第7和第2位。各种方案已经出台以进一步开放境内人民币股票和债券市场，例如三类机构、人民币境外合格机构投资者计划及沪港通。可使用的整体配额过去5年扩大了五倍，目前超过人民币1.5万亿元。我们期待日后将有更多渠道开放给外国投资者，例如债券通、深港通及基金互认等。此外，近60家央行和主权财富基金亦正使用人民币进行全球投资。人民币未来几年将被纳入MSCI和富时等全球指数，并可能被纳入国际货币基金组织的特别提款权货币篮子内，为人民币成为世界储备货币铺路。

尽管离岸人民币市场发展势头强劲，离岸人民币产品的市场规模仍仅占在岸市场规模的1%。2014年底，在岸市场的未偿还人民币债券总额是人民币35万亿元，其中92.6%是在中国银行间债券市场交易。中国在岸债券市场是全球第三大债券市场，过去10年的年均增长率为23%。但若论产品复杂性和创新，这样一个庞大的市场仍只是初学者。举例来说，地方政府债券和资产担保证券才刚刚推出，已经引起在岸和离岸投资者的关注！

#### 适合更大发展战略的新产品

在引入地方政府债券之前，多数地方的基础设施投资是透过财政部、银行贷款和影子融资来提供资金。后两者都存在重大的系统性风险：与项目年期（一般15年以上）相比，借款期限不足（少于2年）；严重依赖银行中介；资金成本高；信贷定价可疑和国家担保存疑等。在金融改革的宏大计划中，中国需要为在岸信贷提供更好的机制，容许违约，并同时推动银行非中介化和建立更积极的买方市场。此外，通过透明和规范的交付系统，地方政府发行的债务将可得到较佳估值，并最终取代复杂的地方政府融资平台的融资。这些都也是新成立（或重新规划的）养老基金、社会保障基金和健康保障制度可以投资的资产。为进一步促进非中介化和风险转移，内地亦将推出资产担保证券，使银行可比前有更大的市场分散融资风险。现时中国的银行提供了80%的融资，并持境内银行间债券市场在岸债券投资量的三分二，绝对不是一个可持续的解决方案。

#### 地方政府债券的最新进展

2015年3月8日，中国财政部宣布地方政府可发行新的市级或省级债券来取代即将到期的人民币1万亿元高息地方债。这占2015年到期的人民币1.86万亿元地方政府直接负债的53.8%。另外，财政部在3月17日发布有关不产生收益、并由地方财政收入偿还、就公共项目发行的一般地方政府债券的规则。预期产生收益的公共项目将由特殊地方政府债券提供资金，预期不久会有更多相关规则出台。2015年发行的地方政府债券将达人民币1.77万亿元，包括人民币5,000亿元的一般地方政府债券、人民币1,000亿元的特殊地方政府债券、2015年到期的人民币1,714亿元一般地方政府债券，以及2015年发行的人民币1万亿元地方政府债务互换计划。

#### 资产担保证券的最新发展

2014年11月，中国银监会和中国证监会发布关于资产担保证券发行的简化规则。在交易所上市和交易的资产担保证券只需要在发行后在监管机构存档，而毋须像之前那样需要通过审批。此外，根据中国人民银行2015年4月3日发布的新规定，在银行间市场发行的资产担保证券只需在人民银行注册，毋须审批。由于过程简化，我们预计资产担保证券市场2015年将会兴旺，发行量将接近人民币6,000亿元。

这不过是一个开始，因为与美国的34%相比，现时市政债券和资产担保证券市场占中国GDP还不到1%！请密切留意这个市场。

## 专家之言

### 在岸新产品的人民币最新发展动态

原文由法国巴黎银行人民币解决方案支援中心主管马俊礼先生以英文撰写，以下中译本仅供参考

免责声明：本文内容仅供参考，不能取代咨询专业顾问意见。

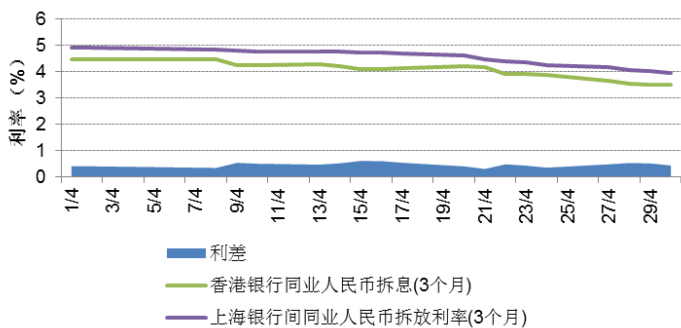


马俊礼先生是法国巴黎银行人民币解决方案支援中心主管，以香港为基地，对服务中国和世界其他地区客户有关快速增长的人民币交易的需求方面，在集团的全球平台上扮演关键角色。马俊礼先生在法国巴黎银行工作超过15年，是亚洲金融市场和定息产品专家。

从巴黎的ESSEC高等商学院的工商管理硕士课程毕业后，马俊礼先生在1999年加盟伦敦的法国巴黎银行，从事战略发展和新兴市场业务方面的工作。他在2006年调职香港，出任亚太区定息产品业务的区域前台营运总监。2009年开始，马俊礼先生负责上海、北京和广州的中国贸易、市场营销和研究团队的发展，主力建立当地货币解决方案。他还兼责建立法国巴黎银行有关人民币的客户与产品能力，范围广及企业银行以至市场及投资解决方案。

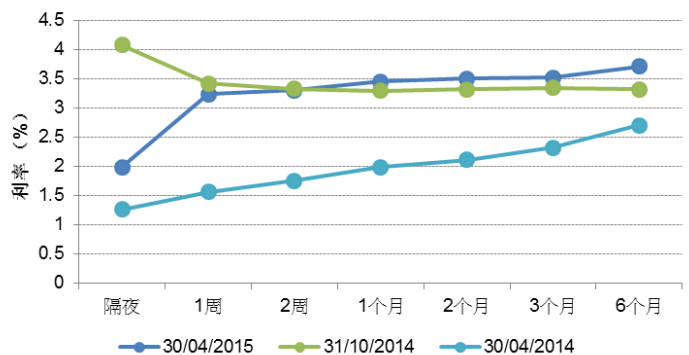
## 人民币固定收益与短期利率—市场回顾

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



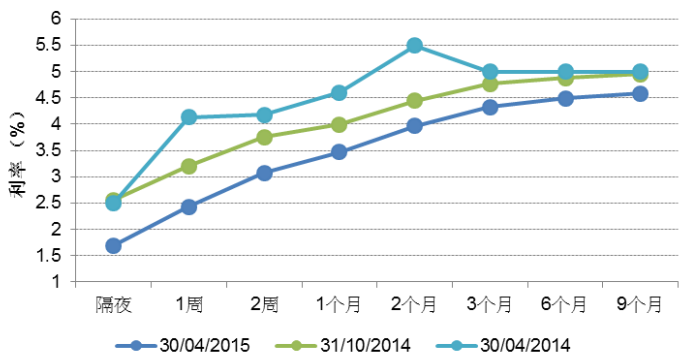
在岸利率（上海银行间同业人民币拆放利率）一直高于离岸利率（香港银行同业人民币拆息），但两者差距在2015年4月下旬相约。

香港银行同业人民币拆息收益率曲线



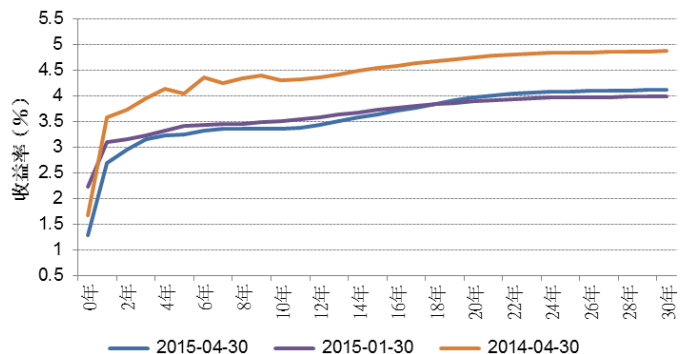
相比2014年4月，2015年4月的香港银行同业人民币拆息收益率曲线较扁平。

上海银行间同业人民币拆放利率收益率曲线



于2015年4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。

# 香港交易所主办 人民币定息及货币论坛2015



2015年6月11日（星期四）9:00am – 4:30pm

香港JW万豪酒店三楼宴会厅

香港交易所將於2015年6月11日举办第二届人民币定息及货币论坛，为银行、产品供应商及机构投资者提供独特的平台，与国际及内地市场参与者共同探讨人民币定息及货币产品市场的监管及业务议题。有关详情见

[http://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkexgroup.com/chi/events/ficconference/index\\_c.htm](http://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkexgroup.com/chi/events/ficconference/index_c.htm)。

注意：名额有限，先到先得，登记须经最终确定作实。香港交易所对登记申请保留最终决定权。

欲询详情，请电邮至 [FICDevents@hkex.com.hk](mailto:FICDevents@hkex.com.hk)。

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/cnhspecs\\_c.htm](http://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，阁下单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。