

每月焦點

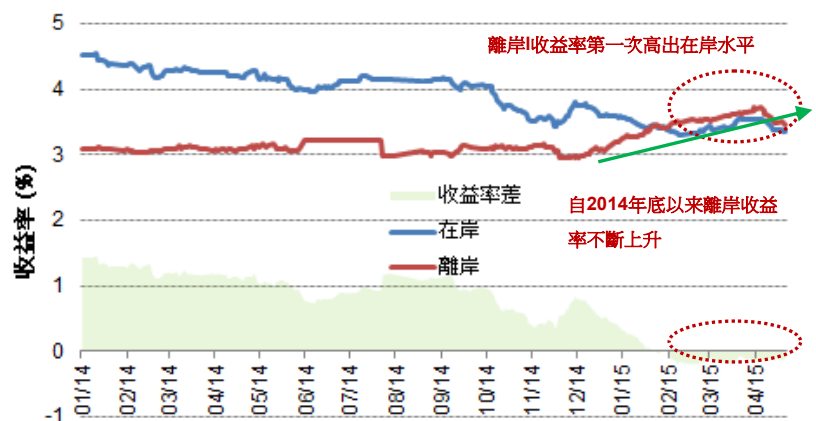
- 美元／人民幣（香港）期貨2015年3月份交易額達15億美元，平均每日成交名義價值為7,900萬美元。
- 非莊家交易佔68%，高於3月份的66%。
- 相比2015年3月，美元／人民幣（香港）期貨2015年12月及2016年3月合約的平均買賣差價收窄至少於20百分點。
- 離岸和在岸人民幣債券市場之間的收益率差距縮小甚至逆轉的趨勢有望繼續。

離岸和在岸人民幣債券市場的收益率差距已經下跌一段時間，在2015年年初甚至轉為負值。5年期離岸國債的平均收益率在過去三個月增加近70個基點至3.72%的新高，而5年期在岸國債的平均收益率在同一段時間則在3.55%的水平上下波動。這是離岸人民幣債券的收益率在歷史上首次超過在岸水平。離岸人民幣債券的收益率水平一直相對穩定，直至去年12月開始上升，主要是多項驅動因素變動所致，包括：美元/離岸人民幣引伸波幅、對信用風險的感覺、離岸人民幣的流動性，以及美國利率風險情緒。

首先，在離岸人民幣債券市場發展初期，人們購買人民幣債券只為投資該貨幣，對收益率並不特別注重。然而，隨著人民幣較前波動，成為走向可升可跌而非單向升值的貨幣市場，影響到投資者對人民幣的喜好，這削弱了債券價格並逼使發行人以較高的收益率作出補償。如圖所示，2015年開始，連同離岸國債收益率上升，美元/離岸人民幣引伸波幅大升至5.5%的歷史新高，最近才回到4%的水平，仍遠高於2%至3%的歷史範圍。

其次，儘管點心債市場還未出現真正的違約事件，但中國在岸債券市場的負面消息，例如近期違約的中國電腦公司中科雲網，已令

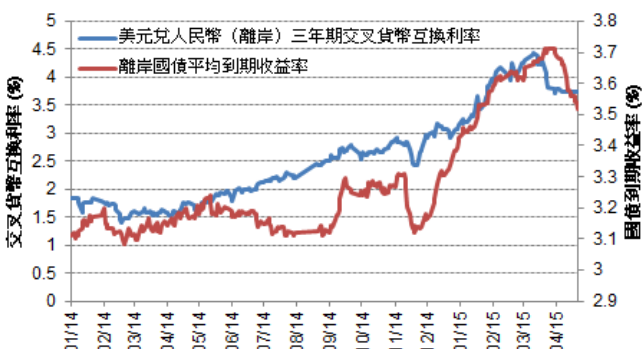
5年期國債到期收益率：在岸與離岸



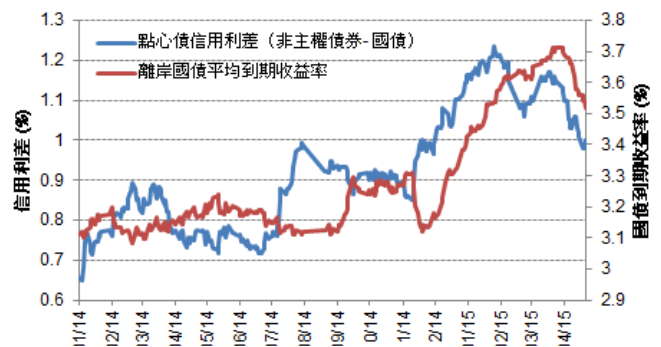
美元兌離岸人民幣引伸波幅



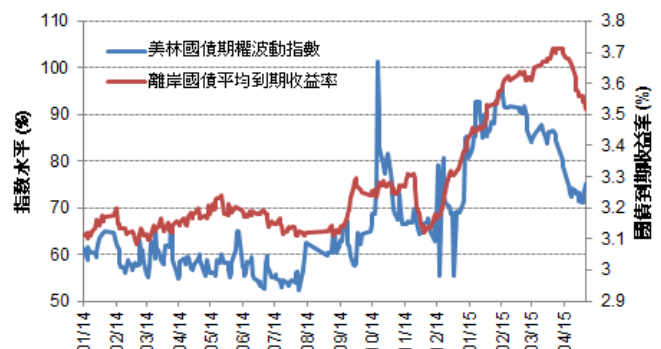
離岸人民幣流動性



信用風險



美國的利率風險情緒



外國投資者對這類中資背景發行人的潛在風險持有戒心。發行人現有基準因應信用風險作出更多不同的定價，這對離岸人民幣債券市場的收益率有支持作用。如圖所示，點心債市場的信用利差已由不到90個基點大幅增至超過110個基點，與離岸國債的收益率亦步亦趨。

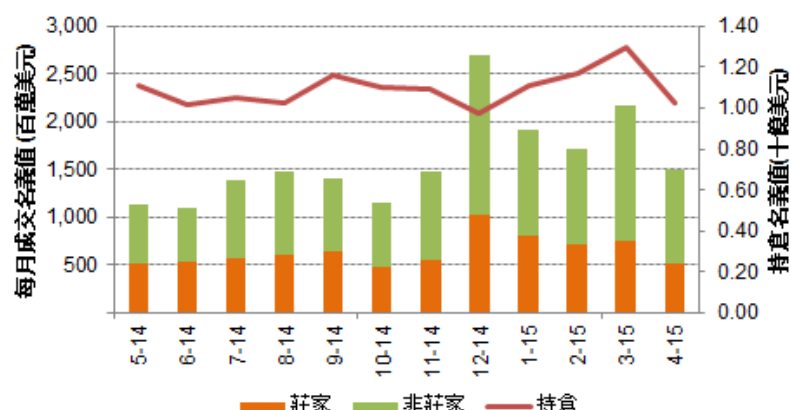
第三，反映離岸人民幣流動性的美元/離岸人民幣交叉貨幣互換協議利率在3月飆升至歷史新高，三年期合約利率在3月20日達到4.43%。總的來說，只要流動性依然偏緊，離岸人民幣交叉貨幣互換協議利率仍可能維持目前較高的水平。流動性的收緊主要因更廣泛的回流渠道使人民幣更容易從境外回流，以及市場對人民幣的持續悲觀情緒所帶動。為了在當前偏緊的流動性環境下募集離岸人民幣，發行人必須提供更高的收益率吸引投資者。

最後，美聯儲未來加息時間的不確定性已將市場對美國利率風險波動的情緒推至更高水平。美林國債期權波動率預估指數今年已上升至80%至90%，相比去年的平均水平為60%至70%。這點已被市場消化，並反映在離岸人民幣債券的收益率上，以反映市場對利率風險的胃納。

綜上所述，人民幣外匯市場波動加劇、感覺在岸發行人信貸風險增加、市場流動性收緊，及利率風險情緒升溫等，推動了離岸人民幣債券收益率持續走高，因此離岸和在岸人民幣債券市場之間的收益率差距縮小甚至逆轉的趨勢有望繼續。

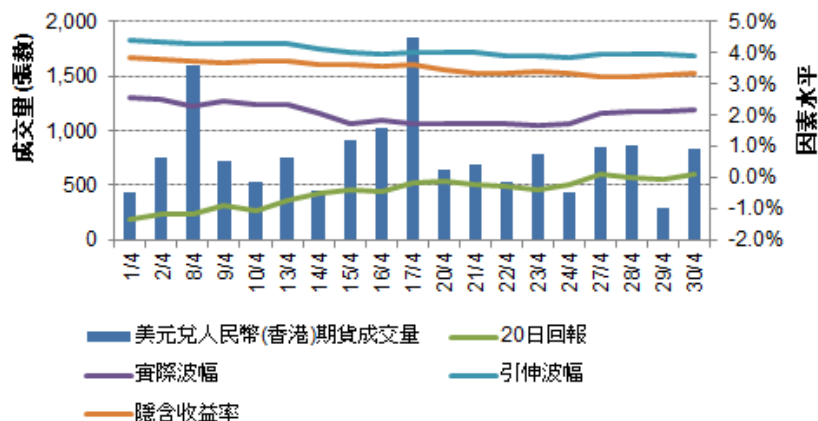
香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨市場統計

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22億美元，平均每日成交名義值為9,900萬美元。
- 非莊家交易佔66%，高於2015年2月的58%。

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：

- 美元兌離岸人民幣累計回報
- 實際波幅 (20日)
- 引伸波幅 (彭博美元兌人民幣(離岸)1年平價期權引伸波幅)
- 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

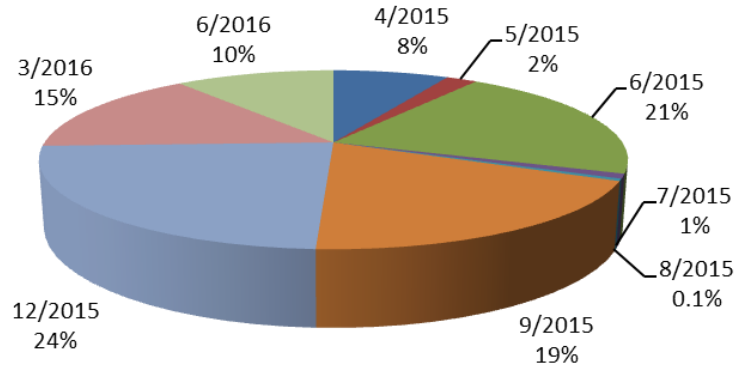
合約月份	4月30日收市價	平均買賣差價*
2015-04	-	0.0017
2015-05	6.2147	0.0020
2015-06	6.2301	0.0018
2015-07	6.2453	0.0025
2015-08	6.2623	0.0024
2015-09	6.2757	0.0019
2015-12	6.3187	0.0018
2016-03	6.3619	0.0019
2016-06	6.4017	0.0020

*相關月份每日上午9時30分至下午4時的平均買賣差價

- 於日間交易時段，2015年4月份合約的平均買賣差價為 0.0017。

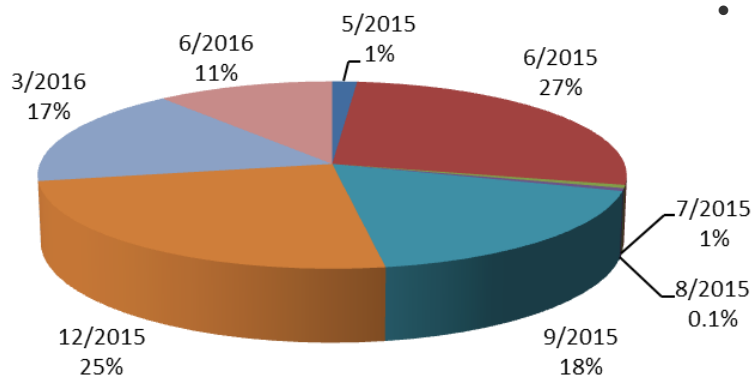
香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨市場統計

合約月份之成交量分布（4/2015）



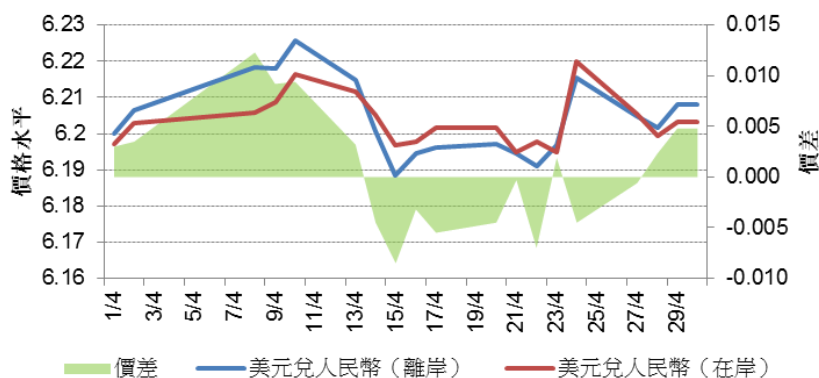
- 2015年9月、12月及2016年3月合約的成交量佔4月總交易量的 58%。

合約月份之持倉量分布（30/4/2015）



- 2015年9月、12月及2016年3月的未平倉合約佔4月底未平倉合約總數的60%。

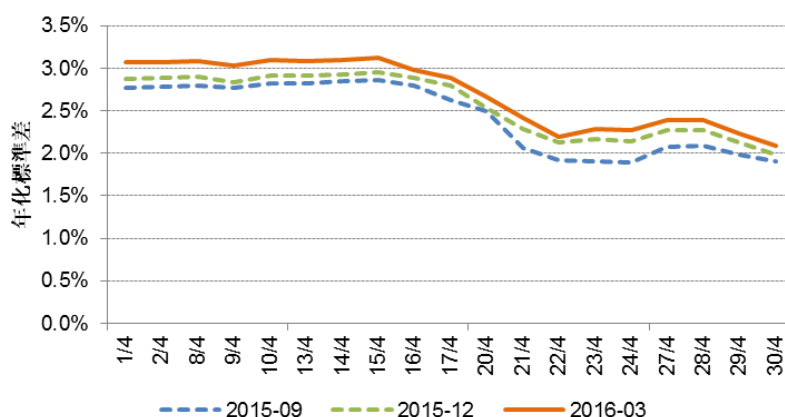
美元兌人民幣（離岸）和美元兌人民幣（在岸）
現匯價格走勢*



*彭博收市價

- 離岸和在岸人民幣兌美元的價差收窄至4月底少於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4月，美元兌人民幣(香港)期貨的波幅為1.5%至3.5%。
- 遠月與即月合約的波幅差亦與2015年3月相若。

專家之言

在岸新產品的人民幣最新發展動態

原文由法國巴黎銀行人民幣解決方案支援中心主管馬俊禮先生以英文撰寫，以下中譯本僅供參考

摘要

2009年以來，離岸人民幣市場伴隨著各類離岸人民幣產品的推出而快速增長，但在市場規模上，離岸產品仍只佔在岸相類產品（例如人民幣貸款、債券和存款）的1%。中國當局已開始一系列重要金融改革，其中人民幣國際化對離岸市場來說，只是最明顯的一環。概括地說，首要工作是：在岸資產重新定價、延長地方政府債務期限、發展在岸買方市場以推動養老金和醫療制度改革，和通過利率市場化的機制，實現必要的融資風險非中介化。本文嘗試概述在岸定息產品市場的發展，著眼點為地方政府債券和資產擔保證券。

在岸和離岸人民幣市場的最新發展

自2009年展開人民幣國際化以來，離岸人民幣市場發展迅速，提供的產品不同種類都有（點心債和寶島債等）。2014年年底，香港的人民幣存款已突破人民幣1萬億元，未償還點心債達人民幣5,620億元。若論最廣泛使用的國際收支貨幣及國際貿易融資貨幣，人民幣分別排名第7和第2位。各種方案已經出台以進一步開放境內人民幣股票和債券市場，例如三類機構、人民幣境外合格機構投資者計劃及滬港通。可使用的整體配額過去5年擴大了五倍，目前超過人民幣1.5萬億元。我們期待日後將有更多渠道開放給外國投資者，例如債券通、深港通及基金互認等。此外，近60家央行和主權財富基金亦正使用人民幣進行全球投資。人民幣未來幾年將被納入MSCI和富時等全球指數，並可能被納入國際貨幣基金的特別提款權貨幣籃子內，為人民幣成為世界儲備貨幣鋪路。

儘管離岸人民幣市場發展勢頭強勁，離岸人民幣產品的市場規模仍僅佔在岸市場規模的1%。2014年底，在岸市場的未償還人民幣債券總額是人民幣35萬億元，其中92.6%是在中國銀行間債券市場交易。中國在岸債券市場是全球第三大債券市場，過去10年的年均增長率為23%。但若論產品複雜性和創新，這樣一個龐大的市場仍只是初學者。舉例來說，地方政府債券和資產擔保證券才剛剛推出，已經引起在岸和離岸投資者的關注！

適合更大發展戰略的新產品

在引入地方政府債券之前，多數地方的基礎設施投資是透過財政部、銀行貸款和影子融資來提供資金。後兩者都存在重大的系統性風險：與項目年期（一般15年以上）相比，借款期限不足（少於2年）；嚴重依賴銀行中介；資金成本高；信貸定價可疑和國家擔保存疑等。在金融改革的宏大計劃中，中國需要為在岸信貸提供更好的機制，容許違約，並同時推動銀行非中介化和建立更積極的買方市場。此外，通過透明和規範的交付系統，地方政府發行的債務將可得到較佳估值，並最終取代複雜的地方政府融資平臺的融資。這些都是新成立（或重新規劃的）養老基金、社會保障基金和健康保障制度可以投資的資產。為進一步促進非中介化和風險轉移，內地亦將推出資產擔保證券，使銀行可比前有更大的市場分散融資風險。現時中國的銀行提供了80%的融資，並持境內銀行間債券市場在岸債券投資量的三分二，絕對不是一個可持久的解決方案。

地方政府債券的最新進展

2015年3月8日，中國財政部宣布地方政府可發行新的市級或省級債券來取代即將到期的人民幣1萬億元高息地方債。這佔2015年到期的人民幣1.86萬億元地方政府直接負債的53.8%。另外，財政部在3月17日發布有關不產生收益、並由地方財政收入償還、就公共項目發行的一般地方政府債券的規則。預期產生收益的公共項目將由特殊地方政府債券提供資金，預期不久會再有更多相關規則出台。2015年發行的地方政府債券將達人民幣1.77萬億元，包括人民幣5,000億元的一般地方政府債券、人民幣1,000億元的特殊地方政府債券、2015年到期的人民幣1,714億元一般地方政府債券，以及2015年發行的人民幣1萬億元地方政府債務互換計劃。

資產擔保證券的最新發展

2014年11月，中國銀監會和中國證監會發布關於資產擔保證券發行的簡化規則。在交易所上市和交易的資產擔保證券只需要在發行後在監管機構存檔，而毋須像之前那樣需要通過審批。此外，根據中國人民銀行2015年4月3日發布的新規定，在銀行間市場發行的資產擔保證券只需在人民銀行註冊，毋須審批。由於過程簡化，我們預計資產擔保證券市場2015年將會興旺，發行量將接近人民幣6,000億元。

這不過是一個開始，因為與美國的34%相比，現時市政債券和資產擔保證券市場佔中國GDP還不到1%！請密切留意這個市場。

專家之言

在岸新產品的人民幣最新發展動態

原文由法國巴黎銀行人民幣解決方案支援中心主管馬俊禮先生以英文撰寫，以下中譯本僅供參考

免責聲明：本文內容僅供參考，不能取代諮詢專業顧問意見。

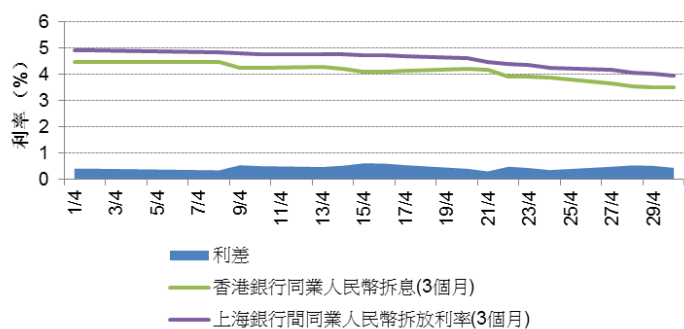


馬俊禮先生是法國巴黎銀行人民幣解決方案支援中心主管，以香港為基地，對服務中國和世界其他地區客戶有關快速增長的人民幣交易的需求方面，在集團的全球平台上扮演關鍵角色。馬俊禮先生在法國巴黎銀行工作超過15年，是亞洲金融市場和定息產品專家。

從巴黎的ESSEC高等商學院的工商管理碩士課程畢業後，馬俊禮先生在1999年加盟倫敦的法國巴黎銀行，從事戰略發展和新興市場業務方面的工作。他在2006年調職香港，出任亞太區定息產品業務的區域前台營運總監。2009年開始，馬俊禮先生負責上海、北京和廣州的中國貿易、市場營銷和研究團隊的發展，主力建立當地貨幣解決方案。他還兼責建立法國巴黎銀行有關人民幣的客戶與產品能力，範圍廣及企業銀行以至市場及投資解決方案。

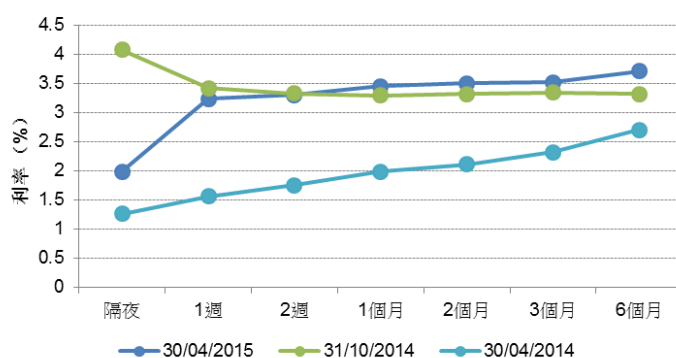
人民幣固定收益與短期利率—市場回顧

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



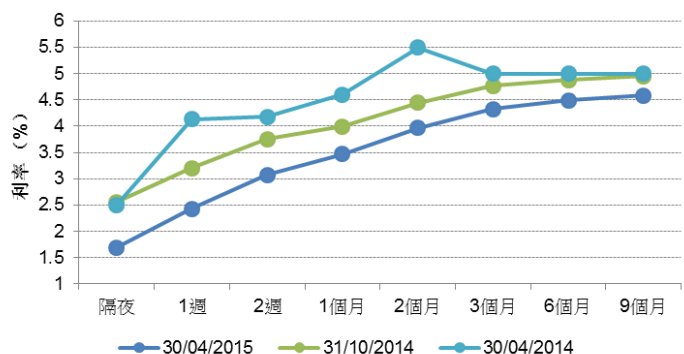
在岸利率（上海銀行間同業人民幣拆放利率）一直高於離岸利率（香港銀行同業人民幣拆息），但兩者差距在2015年4月下旬相約。

香港銀行同業人民幣拆息收益率曲線



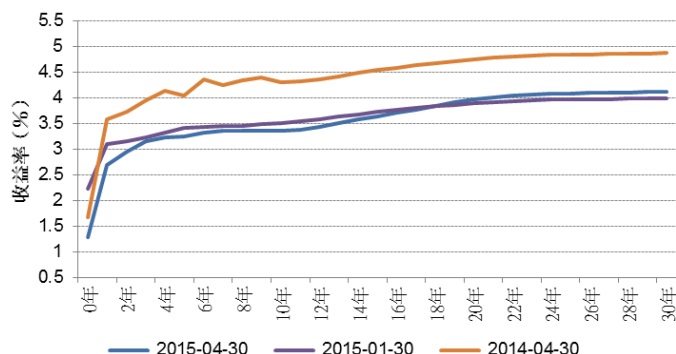
相比2014年4月，2015年4月的香港銀行同業人民幣拆息收益率曲線較扁平。

上海銀行間同業人民幣拆放利率收益率曲線



於2015年4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。



人民幣定息及貨幣論壇2015



2015年6月11日（星期四）9:00am – 4:30pm

香港JW萬豪酒店三樓宴會廳

香港交易所將於2015年6月11日舉辦第二屆人民幣定息及貨幣論壇，為銀行、產品供應商及機構投資者提供獨特的平台，與國際及內地市場參與者共同探討人民幣定息及貨幣產品市場的監管及業務議題。有關詳情見http://www.hkexgroup.com/chi/events/ficconference/index_c.htm。

注意：名額有限，先到先得，登記須經最終確定作實。香港交易所對登記申請保留最終決定權。

欲詢詳情，請電郵至 FICDevents@hkex.com.hk。

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。