

### 每月焦点

- 点心债的涨势可能继续，得益于离岸人民币市场流动性紧张的状况缓和，降低的隐含波动率和高涨的市场情绪，对点心债券持续强劲需求和一级市场的复苏，并在沪港通下持续的资金流入。
- 香港交易所于2015年6月11日在香港举办第二届人民币定息及货币论坛。
- 美元兑人民币（香港）期货2015年6月份成交金额为9.14亿美元，平均每日成交名义价值为4,200万美元。

内地进一步实施宽松货币政策，数月来资金持续紧张的情况得以缓和，点心债市场在第二季强劲反弹。

点心债市场的往绩表现和相对价值目前非常吸引。点心债过去12个月跑赢美国公司债和欧洲公司债，波幅亦显着较低。现时美国公司债的收益率为3.1%，年期6.9年；欧元公司债的收益率为1.2%，年期5.1年；点心债的收益率却是4.3%，年期仅为2.1年。

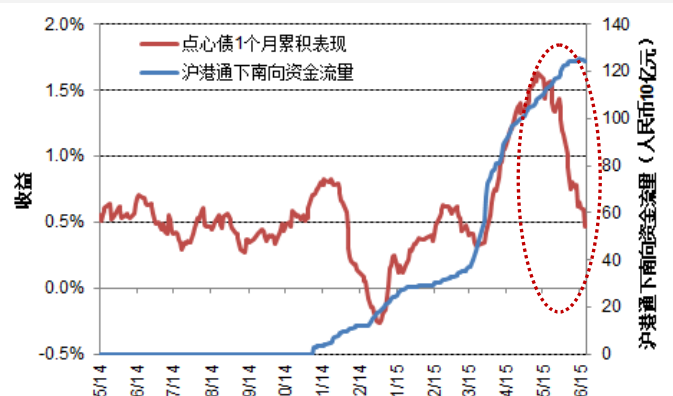
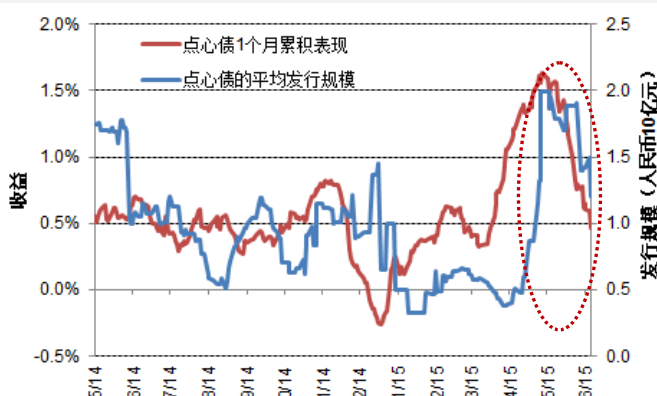
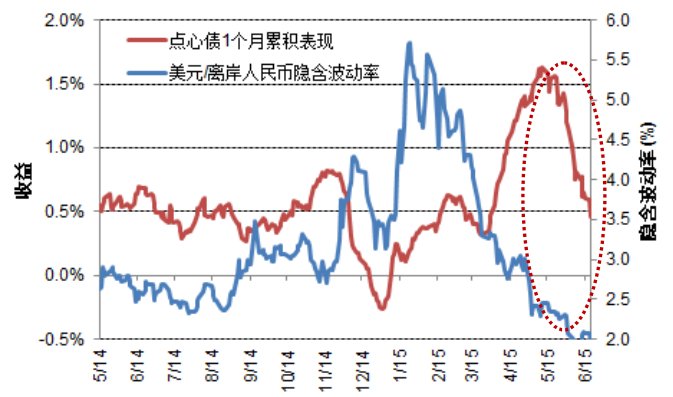
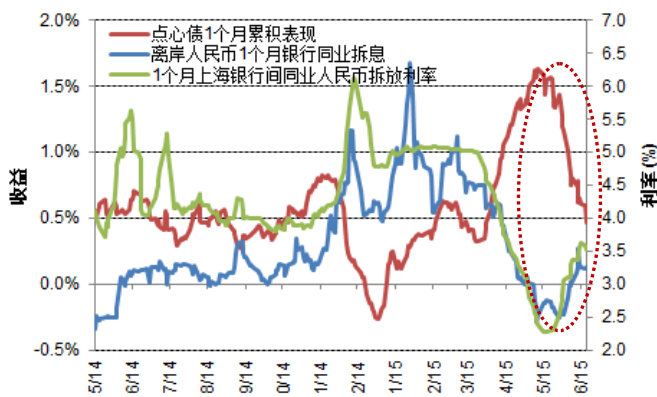
由于收益率高、年期短，点心债市场具备很好的弹性和互不相关的特质。美元和欧元收益率急剧上升也不太可能严重损害这市场的收益。

点心债券跑赢大市有赖多项因素，包括离岸人民币的流动性、美元/离岸人民币引申波幅、平均发行规模，以及沪港通的南向资金流动。

首先，中国人民银行2014年11月以来已减息三次，又在2月和4月一再降低存款准备金率。这些行动为经济注入新的资金，缓解了本土市场和离岸人民币市场资金紧张的情况。香港人民币市场的银行同业拆借利率和在岸的上海银行间同业拆放利率下滑至七个月的最低水平。

其次，基于推测人民币进一步贬值的投机行为减少，3月中起人民币一直走强并保持相对稳健，支持着整体债券市场的情绪。美元/离岸人民币期权的引申波幅已下降至少于2.5%的一年以来最低水平。第二季人民币波幅下降，人民币投资者的投资意欲遂见反弹，

| 统计数据         | 点心债  | 美国公司债 | 欧洲公司债 |
|--------------|------|-------|-------|
| 截至2015年6月30日 |      |       |       |
| 回报（12个月）     | 7.0% | 1.0%  | 1.8%  |
| 标准方差（12个月）   | 0.7% | 4.2%  | 1.9%  |
| 到期收益率        | 4.3% | 3.4%  | 1.5%  |
| 久期（年）        | 2.3  | 6.9   | 5.2   |
| 相关系数（12个月）   |      | -0.01 | -0.09 |



反过来推高债券价格，也使投资者在货币风险降低下愿意接受较低的收益率。

第三，投资者已重拾对点心债的信心，点心债的集资市场从第一季起开始复苏，最近数月点心债平均发行规模已刷新纪录。点心债的平均发行规模现为15亿元人民币。

最后，沪港通下的资金持续流入亦对点心债市场亦大为有利。近来沪港通的南向资金流动大幅上升，减低了本地平均资金成本，应有助未来数月点心债的发行计划。受惠于内地投资者对港股需求增加，沪港通过去两月为香港带来超过600亿元人民币的资金净额。

总而言之，点心债有很大机会继续现时的涨势，原因包括离岸人民币市场资金紧张的状况缓和、引申波幅下降和市场情绪高涨、市场对点心债的需求持续强劲及集资市场复苏，以及沪港通资金持续流入等等。

## 香港交易所人民币定息及货币论坛

香港交易所已于2015年6月11日在香港举办第二届人民币定息及货币论坛，在沪港通这个划时代的互联互通机制基础上，与业界一同探讨有关人民币定息及货币市场发展的重要议题。

今年的论坛有超过500名代表参加，主要为业内高级行政人员。逾40名知名讲者于论坛发表演说或参与小组讨论。讨论的议题包括产品创新、人民币作为投资货币的发展趋势、国际投资者投资内地人民币定息及货币产品市场的考虑因素，以及场外交易结算业务的发展等。

香港交易所集团行政总裁李小加致开幕辞，讨论互联互通时代下的人民币国际化进程。

当天上午的两场专题论坛讨论了人民币定息及利率走势的最新发展，以及环球市场是否已准备好迎接人民币作为国际投资货币的新角色。下午的专题论坛分成两部份，分别聚焦中国及国际定息及货币产品市场，议题内容包括：

- 中国定息及货币产品市场的未来发展；
- 定息及货币产品交易平台崛起及对市场的影响；
- 国际投资者应如何看待人民币定息及货币基准指标；及
- 中国信贷市场 — 财务困境、违约与发展方向

在市场互联互通和人民币国际化的背景下，人民币定息及货币产品市场蕴含着巨大的机遇。香港交易所已经提供了多种人民币产品，随着内地资本市场持续开放，我们会积极研究推出更多相关产品。我们非常期待在本次论坛后可与业界人士展开广泛交流，听取市场意见。



## 专家之言

原文由交通银行香港分行 环球金融市部经济及策略师何文俊先生以英文撰写，以下为中文译本

### 地方政府债券置换计划

今年3月公布的首批地方政府债券置换计划仍在进行，但中国财政部已宣布第二批置换债券计划的额度，每批金额均为一万亿元人民币，即至今整个置换计划已注入两万亿元人民币。

债券置换计划对实施积极财政政策相当重要。近年，地方融资平台功能失调，以致地方政府面对庞大融资压力，成了稳定增长政策传导机制一大弱点。通过债券置换计划，地方政府可发行7至10年的长期低息债券取代现时5年或以下的短期高息债券，从而削减利息开支兼延长债务年期。最终，债券置换计划增强了地方政府财政能力，支持基础设施开发和经济增长，并可视为债务与稳定增长之间的平衡工具。

将短期高息债券置换为长期低息债券有点似美国联储局2011、2012年实施的扭转操作(Operation Twist)，旨在延长债务的平均年期及压低长息压力，为经济复苏提供更大支持。

第二批置换债券资金必须用于偿还经审计确定的截至2013年6月30日政府负有偿还责任的债务中2015年到期的债务本金。截至2013年6月30日止年度中，收益率一度上升至十年高位，期内所发行债券的利息成本普遍较高。财政部亦规定高息债务优先置换，而所得资金不得用于支付利息。凡此种种，都是想一方面减轻短期高息债务带来的利息负担，另一方面亦希望压低长息，效果与扭转操作相似。

随着债券置换计划以及人行其他流动性操作（譬如扩大PSL(抵押补充贷款)及调低其利率等）的开展，可合理预期内地长息在未来几个季度将于较低区间运行。

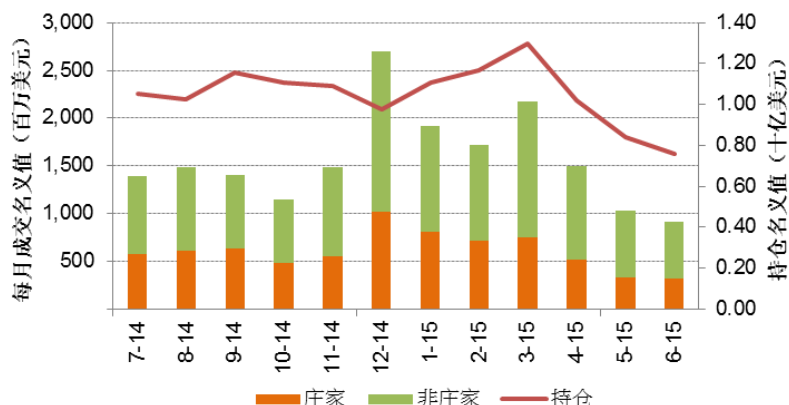


何文俊于2011年加入交通银行香港分行，任职环球金融市部经济及策略师，专注于环球宏观、中国政策及跨资产研究。

**免责声明：**本文内容仅供参考，不能取代咨询专业顾问意见。

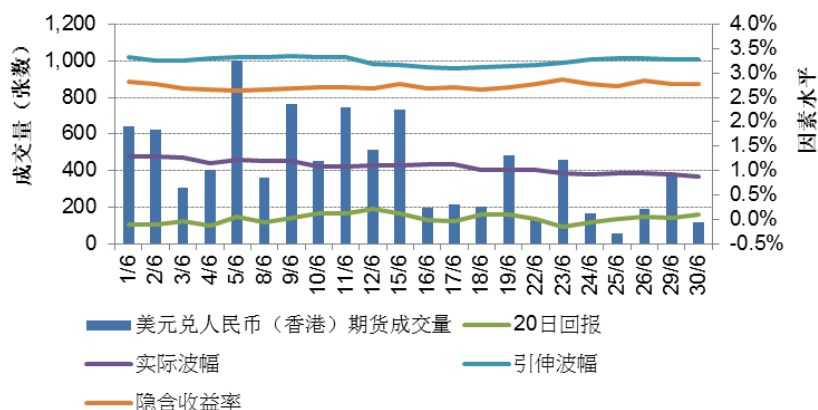
## 香港交易所的美元兑人民币（香港）期货市场统计

### 美元兑人民币（香港）期货成交量与持仓



- 2015年6月的成交合约金额为9.14亿美元，平均每日成交名义值为4,200万美元。
- 非庄家交易占65%，相比5月份的68%稍为下降。

### 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

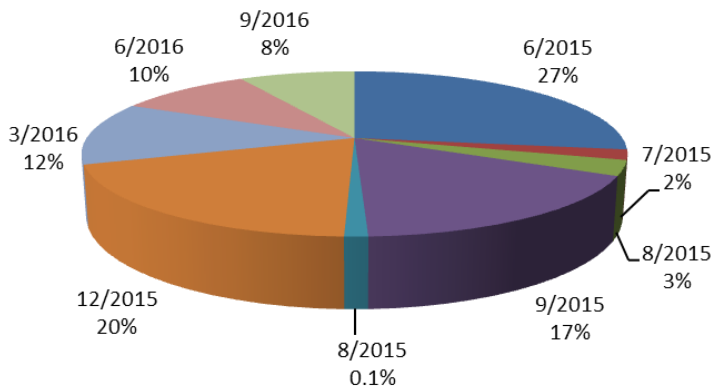
| 合约月份    | 6月30日收市价 | 平均买卖差价* |
|---------|----------|---------|
| 2015-06 | -        | 0.0013  |
| 2015-07 | 6.2125   | 0.0021  |
| 2015-08 | 6.2272   | 0.0023  |
| 2015-09 | 6.2389   | 0.0016  |
| 2015-10 | 6.2534   | 0.0019  |
| 2015-12 | 6.2754   | 0.0019  |
| 2016-03 | 6.3093   | 0.0019  |
| 2016-06 | 6.3403   | 0.0019  |
| 2016-06 | 6.3720   | 0.0023  |

- 于日间交易时段，2015年6月份合约的平均买卖差价为 0.0013。

\*相关月份每日上午 9 时 30 分至下午 4 时的平均买卖差价

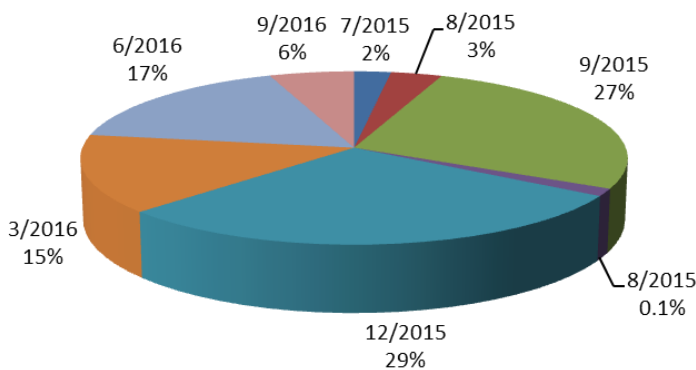
## 香港交易所的美元兑人民币（香港）期货市场统计

### 合约月份之成交量分布（6/2015）



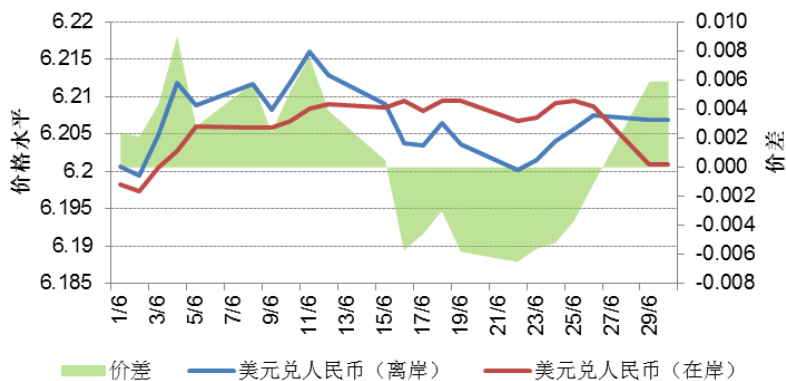
- 成交张数最多为2015年6月合约，及其他季度月份。

### 合约月份之持仓量分布（30/6/2015）



- 2015年9月及2015年12月的未平仓合约占6月底未平仓合约总数的56%。

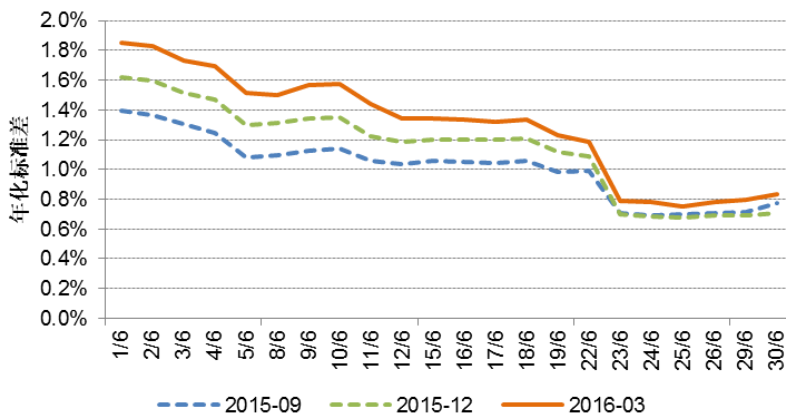
### 美元兑人民币（离岸）和美元兑人民币（在岸） 现汇价格走势\*



- 离岸和在岸人民币兑美元的价差拉阔至6月底约0.006。离岸人民币兑美元造价低于在岸人民币。

\*彭博收市價

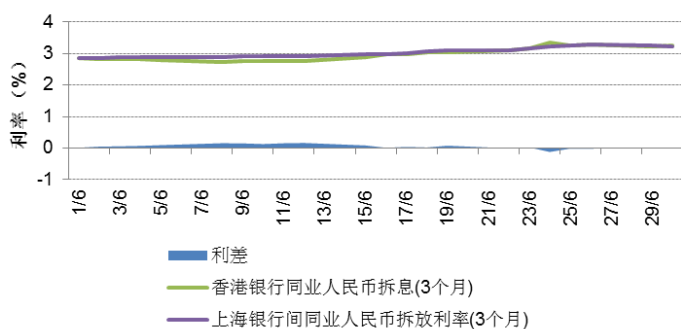
### 美元兑人民币（香港）期货历史波幅（20日滚动）



- 于2015年6月，美元兑人民币（香港）期货的波幅为0.6%至1.8%。
- 远月与即月合约的波幅差于6月底收窄。

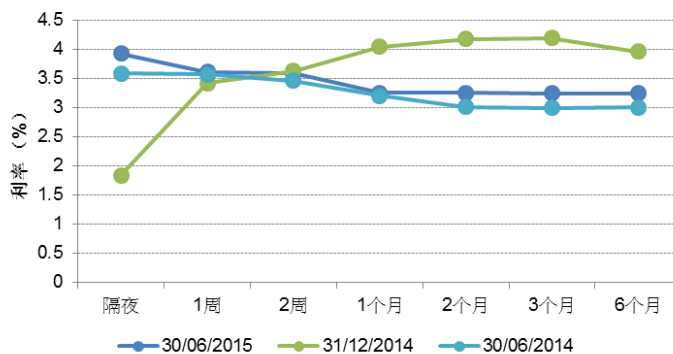
## 人民币固定收益与短期利率—市场回顾

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



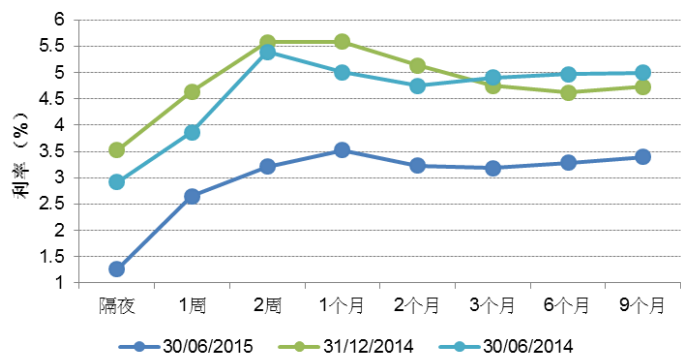
在岸利率（上海银行间同业人民币拆放利率）与离岸利率（香港银行同业人民币拆息）相若，但两者的差距于6月份收窄。

香港银行同业人民币拆息收益率曲线



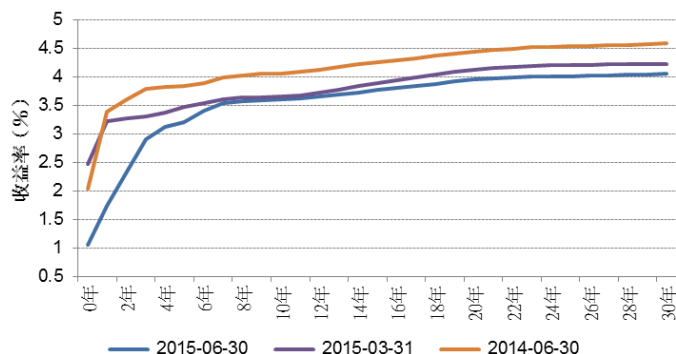
2015年6月 的香港银行同业人民币拆息收益率曲线短期变陡，长期保持相对稳定，与2014年6月相约。

上海银行间同业人民币拆放利率收益率曲线



于2015年6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，长期逐步向上。

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://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/chi/prod/drprod/rmb/cnhspecs\\_c.htm](http://sc.hkex.com.hk/TuniS/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。