

### 每月焦點

- 點心債的漲勢可能繼續，得益於離岸人民幣市場流動性緊張的狀況緩和，降低的隱含波動率和高漲的市場情緒，對點心債券持續強勁需求和一級市場的復甦，並在滬港通下持續的資金流入。
- 香港交易所於2015年6月11日在香港舉辦第二屆人民幣定息及貨幣論壇。
- 美元兌人民幣（香港）期貨2015年6月份成交金額為9.14億美元，平均每日成交名義價值為4,200萬美元。

內地進一步實施寬鬆貨幣政策，數月來資金持續緊張的情況得以緩和，點心債市場在第二季強勁反彈。

點心債市場的往績表現和相對價值目前非常吸引。點心債過去12個月跑贏美國公司債和歐洲公司債，波幅亦顯著較低。現時美國公司債的收益率為3.1%，年期6.9年；歐元公司債的收益率為1.2%，年期5.1年；點心債的收益率卻是4.3%，年期僅為2.1年。

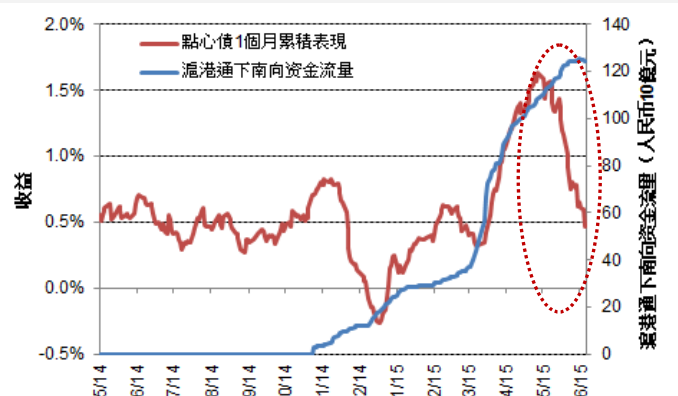
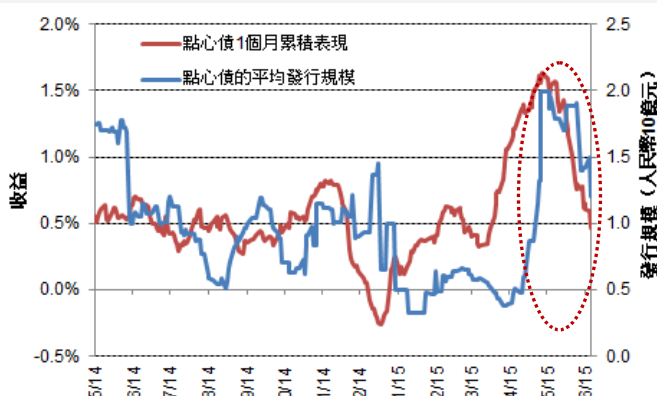
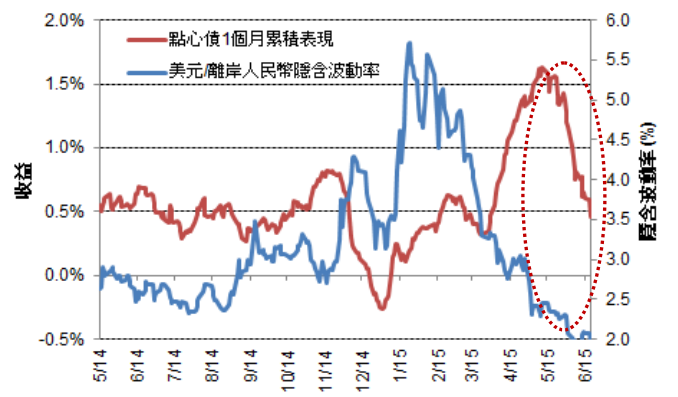
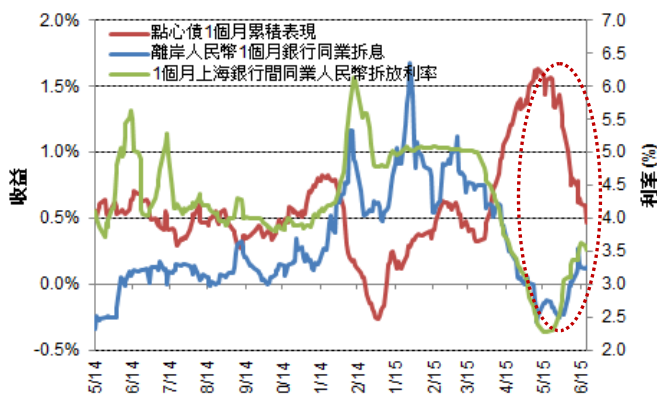
由於收益率高、年期短，點心債市場具備很好的彈性和互不相關的特質。美元和歐元收益率急劇上升也不太可能嚴重損害這市場的收益。

點心債券跑贏大市有賴多項因素，包括離岸人民幣的流動性、美元/離岸人民幣引伸波幅、平均發行規模，以及滬港通的南向資金流動。

首先，中國人民銀行2014年11月以來已減息三次，又在2月和4月一再降低存款準備金率。這些行動為經濟注入新的資金，緩解了中國本土市場和離岸人民幣市場資金緊張的情況。香港人民幣市場的銀行同業拆借利率和在岸的上海銀行間同業拆放利率下滑至七個月的最低水平。

其次，基於推測人民幣進一步貶值的投機行為減少，3月中起人民幣一直走強並保持相對穩健，支持著整體債券市場的情緒。美元/

統計數據	點心債	美國公司債	歐洲公司債
截至2015年6月30日			
回報（12個月）	7.0%	1.0%	1.8%
標準方差（12個月）	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
相關系数（12個月）		-0.01	-0.09



離岸人民幣期權的引伸波幅已下降至少於2.5%的一年以來最低水平。第二季人民幣波幅下降，人民幣投資者的投資意欲遂見反彈，反過來推高債券價格，也使投資者在貨幣風險降低下願意接受較低的收益率。

第三，投資者已重拾對點心債的信心，點心債的集資市場從第一季起開始復甦，最近數月點心債平均發行規模已刷新紀錄。點心債的平均發行規模現為15億元人民幣。

最後，滬港通下的資金持續流入亦對點心債市場亦大為有利。近來滬港通的南向資金流動大幅上升，減低了本地平均資金成本，應有助未來數月點心債的發行計劃。受惠於內地投資者對港股需求增加，滬港通過去兩月為香港帶來超過600億元人民幣的資金淨額。

總括而言，點心債有很大機會繼續現時的漲勢，原因包括離岸人民幣市場資金緊張的狀況緩和、引伸波幅下降和市場情緒高漲、市場對點心債的需求持續強勁及集資市場復甦，以及滬港通資金持續流入等等。

## 香港交易所 人民幣定息及貨幣論壇

香港交易所已於2015年6月11日在香港舉辦第二屆人民幣定息及貨幣論壇，在滬港通這個劃時代的互聯互通機制基礎上，與業界一同探討有關人民幣定息及貨幣市場發展的重要議題。

今年的論壇有超過500名代表參加，主要為業內高級行政人員。逾40名知名講者於論壇發表演說或參與小組討論。討論的議題包括產品創新、人民幣作為投資貨幣的發展趨勢、國際投資者投資內地人民幣定息及貨幣產品市場的考慮因素，以及場外交易結算業務的發展等。

香港交易所集團行政總裁李小加致開幕辭，討論互聯互通時代下的人民幣國際化進程。

當天上午的兩場專題論壇討論了人民幣定息及利率走勢的最新發展，以及環球市場是否已準備好迎接人民幣作為國際投資貨幣的新角色。下午的專題論壇分成兩部份，分別聚焦中國及國際定息及貨幣產品市場，議題內容包括：

- 中國定息及貨幣產品市場的未來發展；
- 定息及貨幣產品交易平臺崛起及對市場的影響；
- 國際投資者應如何看待人民幣定息及貨幣基準指標；及
- 中國信貸市場 — 財務困境、違約與發展方向

在市場互聯互通和人民幣國際化的背景下，人民幣定息及貨幣產品市場蘊含著巨大的機遇。香港交易所已經提供了多種人民幣產品，隨著內地資本市場持續開放，我們會積極研究推出更多相關產品。我們非常期待在本次論壇後可與業界人士展開廣泛交流，聽取市場意見。



## 專家之言

原文由交通銀行香港分行 環球金融市部經濟及策略師何文俊先生以英文撰寫，以下為中文譯本

### 地方政府債券置換計劃

今年3月公布的首批地方政府債券置換計劃仍在進行，但中國財政部已宣布第二批置換債券計劃的額度，每批金額均為一萬億元人民幣，即至今整個置換計劃已注入兩萬億元人民幣。

債券置換計劃對實施積極財政政策相當重要。近年，地方融資平台功能失調，以致地方政府面對龐大融資壓力，成了穩定增長政策傳導機制一大弱點。通過債券置換計劃，地方政府可發行7至10年的長期低息債券取代現時5年或以下的短期高息債券，從而削減利息開支兼延長債務年期。最終，債券置換計劃增強了地方政府財政能力，支持基礎設施開發和經濟增長，並可視為債務與穩定增長之間的平衡工具。

將短期高息債券置換為長期低息債券有點似美國聯儲局2011、2012年實施的扭轉操作(Operation Twist)，旨在延長債務的平均年期及壓低長息壓力，為經濟復蘇提供更大支持。

第二批置換債券資金必須用於償還經審計確定的截至2013年6月30日政府負有償還責任的債務中2015年到期的債務本金。截至2013年6月30日止年度中，收益率一度上升至十年高位，期內所發行債券的利息成本普遍較高。財政部亦規定高息債務優先置換，而所得資金不得用於支付利息。凡此種種，都是想一方面減輕短期高息債務帶來的利息負擔，另一方面亦希望壓低長息，效果與扭轉操作相似。

隨著債券置換計劃以及人行其他流動性操作（譬如擴大PSL(抵押補充貸款)及調低其利率等）的開展，可合理預期內地長息在未來幾個季度將於較低區間運行。

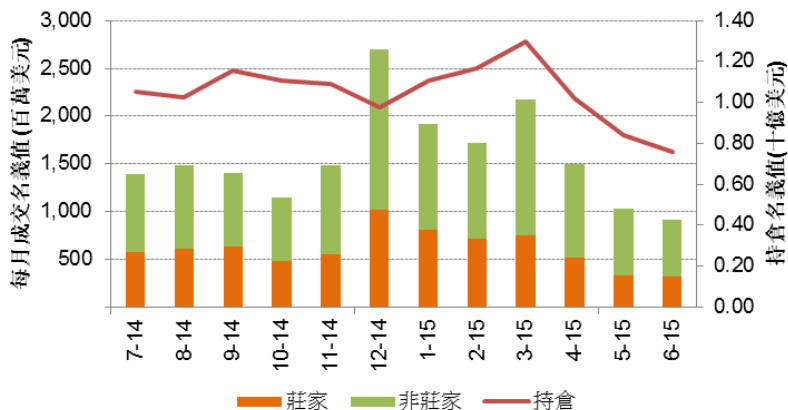


何文俊於2011年加入交通銀行香港分行，任職環球金融市部經濟及策略師，專注於環球宏觀、中國政策及跨資產研究。

**免責聲明：**本文內容僅供參考，不能取代諮詢專業顧問意見。

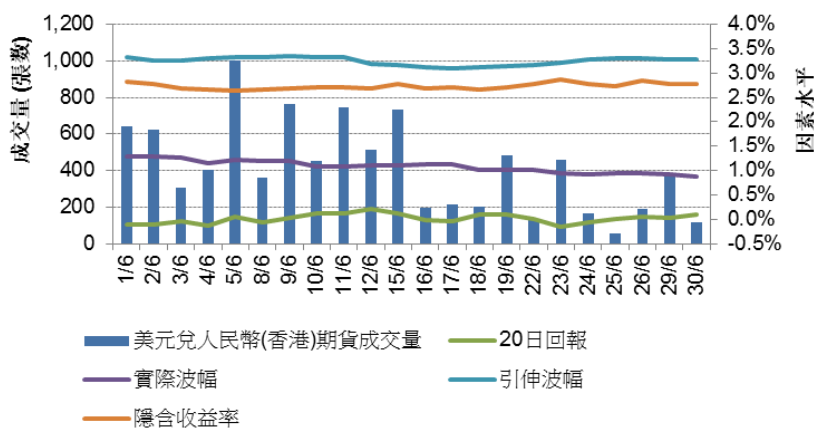
## 香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨市場統計

### 美元兌人民幣(香港)期貨成交量與持倉



- 2015年6月的成交合約金額為9.14億美元，平均每日成交名義值為4,200萬美元。
- 非莊家交易佔65%，相比5月份的68%稍為下降。

### 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

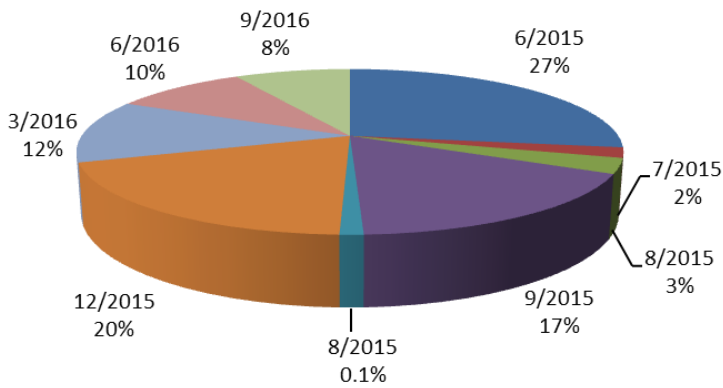
合約月份	6月30日收市價	平均買賣差價*
2015-06	-	0.0013
2015-07	6.2125	0.0021
2015-08	6.2272	0.0023
2015-09	6.2389	0.0016
2015-10	6.2534	0.0019
2015-12	6.2754	0.0019
2016-03	6.3093	0.0019
2016-06	6.3403	0.0019
2016-06	6.3720	0.0023

\*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6月份合約的平均買賣差價為0.0013。

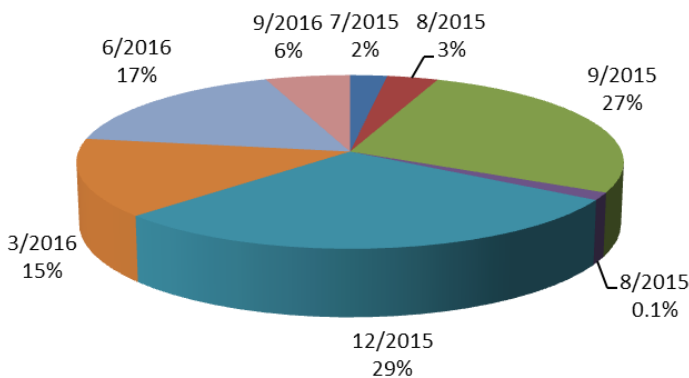
## 香港交易所的美元兌人民幣（香港）期貨市場統計

### 合約月份之成交量分布（6/2015）



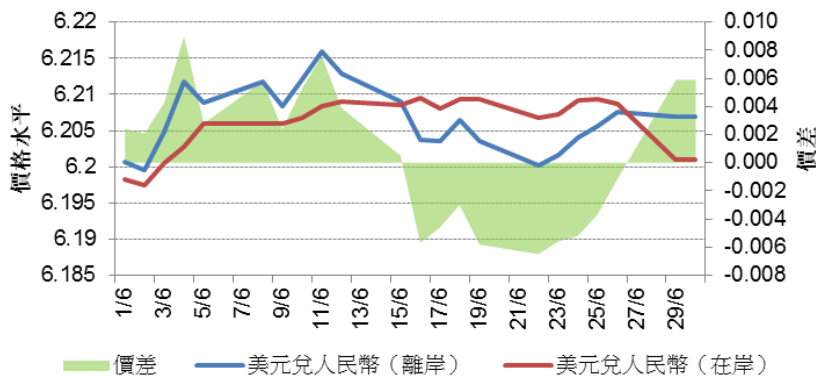
- 成交張數最多為2015年6月合約，及其他季度月份。

### 合約月份之持倉量分布（30/6/2015）



- 2015年9月及2015年12月的未平倉合約佔6月底未平倉合約總數的56%。

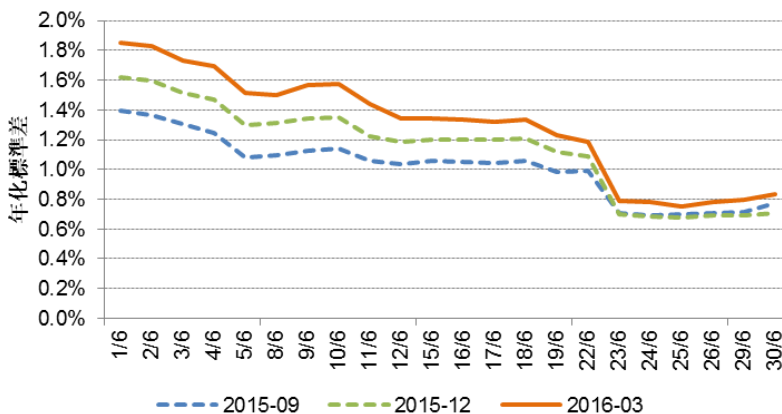
### 美元兌人民幣（離岸）和美元兌人民幣（在岸） 現匯價格走勢\*



- 離岸和在岸人民幣兌美元的價差拉闊至6月底約0.006。離岸人民幣兌美元造價低於在岸人民幣。

\*彭博收市價

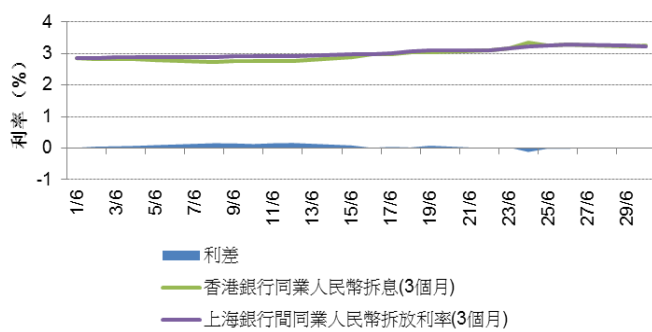
### 美元兌人民幣(香港)期貨歷史波幅（20日滾動）



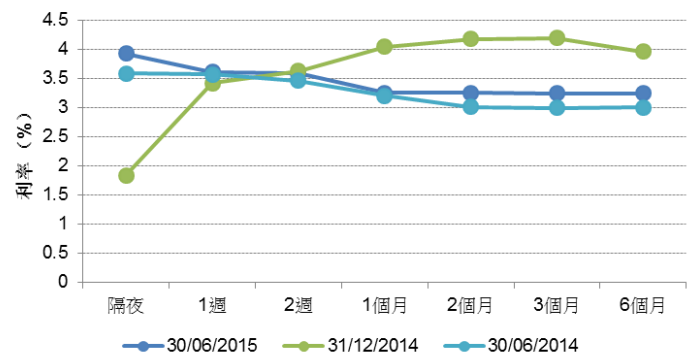
- 於2015年6月，美元兌人民幣(香港)期貨的波幅為0.6%至1.8%。
- 遠月與即月合約的波幅差於6月底收窄。

## 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



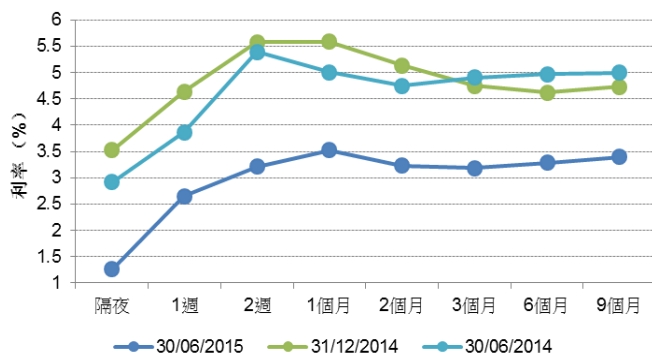
香港銀行同業人民幣拆息收益率曲線



在岸利率（上海銀行間同業人民幣拆放利率）與離岸利率（香港銀行同業人民幣拆息）相若，但兩者的差距於6月份收窄。

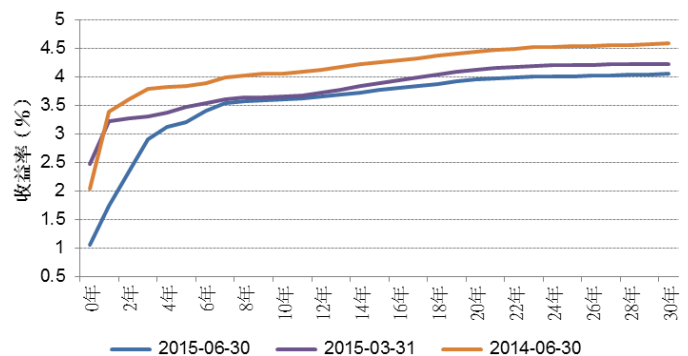
2015年6月的香港銀行同業人民幣拆息收益率曲線短期變陡，長期保持相對穩定，與2014年6月相約。

上海銀行間同業人民幣拆放利率收益率曲線



於2015年6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，長期逐步向上。

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](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](mailto: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。