



HKE_x
香港交易所

人民币定息及货币产品市场

每月专讯

第8期

2015年8月

每月焦点

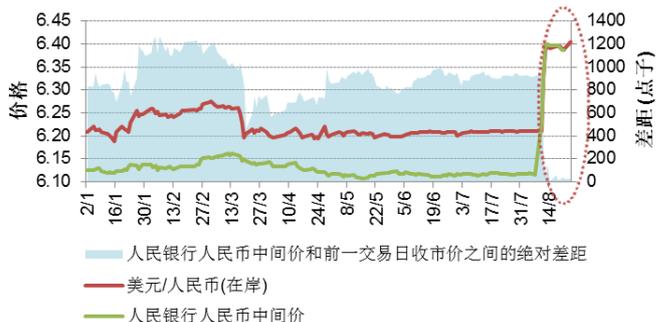
- 8月11日，中国人民银行推出了全新的美元兑人民币汇率每日固定汇率机制，造成在岸人民币基准汇率贬值了1.9%。
- 这可能会启动比较灵活的、以市场为导向的人民币「新常态」。
- 香港交易所的美元兑人民币（香港）期货合约在过去波动期间，提供最佳流动性，于贬值忧虑和非预期性政策调整时作风险管理
 - 2015年8月创下历史最高的42,412张合约单月成交量（名义价值为42亿美元）
 - 2015年8月12日创下历史最高的8,061张合约单日成交量（名义价值为8亿美元）及2015年8月24日创下历史最高的1,080张合约单日收市后交易时段成交量（名义价值为1亿美元）
- 未平仓合约在7月底大幅上升至13,620张合约（名义价值13亿美元），较上个月末增长25%。
- 需求仍保持在离岸人民币固定收益类产品，包括存款，尽管投资者可能会要求更高回报率。
- 随着中国国内金融和资本市场进一步开放，预计将有更多的债务违约会发生。
- 投资者可以利用香港交易所的美元兑离岸人民币期货合约，无论是作为一个经济高效的风险管理工具，以对冲人民币价格风险，亦或把握短期的交易机会。

美元兑人民币1月初以来一直处于6.18至6.28之间窄幅徘徊。8月11日上午9时15分，中国人民银行允许人民币兑美元贬值近2%至三年前低位，令货币市场一下子产生震荡。

中国人民银行最新的每日中间价报价框架以前一交易日的收盘价、供求因素和其他货币的波幅为根据，较过往市场化。8月12日，人民币中间价与前一交易日收盘价的差距由900点子左右大幅下降至27点子。

中国人民银行允许人民币贬值后，人民币在离岸市场已贬值超过6%，香港交易所美元兑离岸人民币期货成交合约于

人民银行人民币中间价和前一交易日收市价之间的绝对差距大幅下降

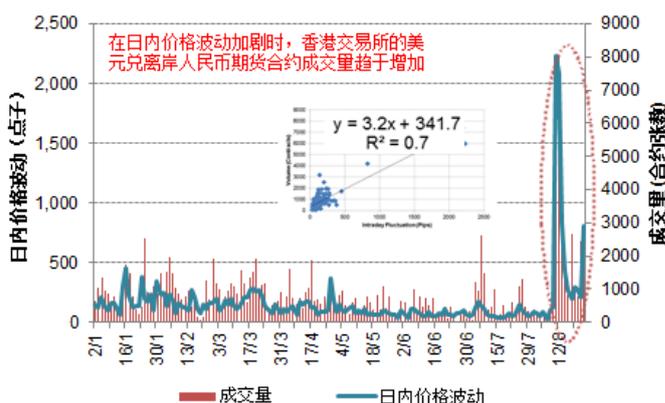
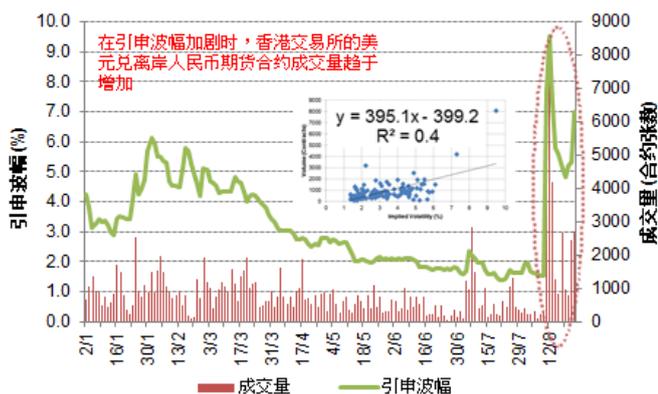


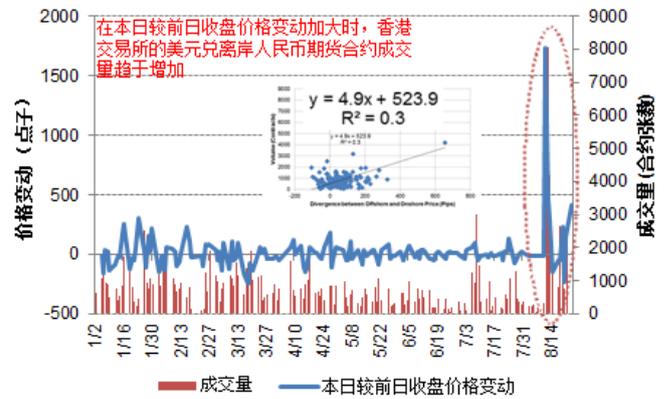
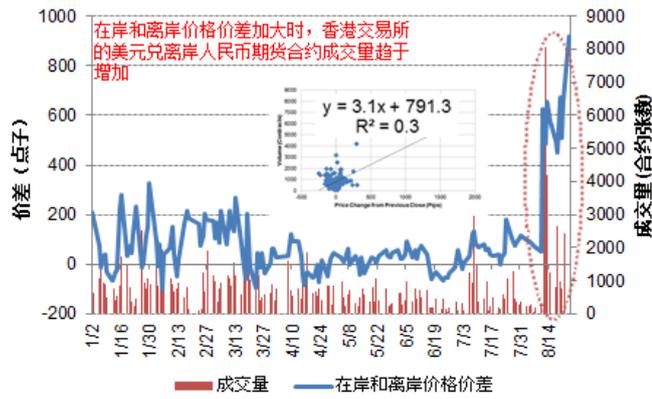
8月11日达到年初以来最高位5,816张（名义价值为5.8亿美元）后，再于8月12日创下8,061张（名义价值为8.1亿美元）的历史新高。其后，香港交易所美元兑离岸人民币期货市场继续提供最佳流动性和充足的市场深度。

香港交易所的美元兑离岸人民币期货交易一直受多项驱动因素影响，当中包括场外美元/离岸人民币期权的引申波幅、日内价格波幅、在岸和离岸人民币价差，以及与对上一日收盘价比较的价格变动。

首先，场外美元/离岸人民币期权的一个月引申波幅自今年年初已呈下降趋势，从6.1%降至1.5%。然而，应对8月11日中国人民银行的行动，其已从1.5%大幅反弹至超过5%。由于引申波幅反映市场对未来潜在价格变动的预期，香港交易所美元兑离岸人民币期货交易量与引申波幅之间的正向相关关系证明投资者倾向于使用该合约来对冲未来中长期的人民币价格风险。

其次，中国人民银行8月11日的行动后，美元兑离岸人民币日内价格波动的平均水平，已从250点子上升到超过600点子。香港交易所的美元兑离岸人民币期货交易量与日内价格波动之间的正向相关关系显示，投资者可利用该合约来把握超短期的交易机会。





第三，在岸和离岸人民币价格之间的价差已从不到200点子显著扩大至超过500点子，为投资者利用在岸和离岸价差提供了套利机会。香港交易所的美元兑离岸人民币期货交易与在岸和离岸人民币价差之间的正向相关关系表明，投资者可利用该合约在不同市场捕捉人民币价差的套利机会。

最后，中国人民银行允许人民币贬值后，美元兑离岸人民币价格较上一收盘价的变动近期已变得越来越波动。香港交易所的美元兑离岸人民币期货交易与比较上一收盘价的价格变动两者之间的正向相关性显示，投资者可利用该合约管理人民币市场风险，又或藉此捕捉每日的交易机会。

综上所述，投资者可根据交易偏好和投资目标利用香港交易所美元兑离岸人民币期货合约作为具成本效益的风险管理工具对冲人民币价格风险，或捕捉短期交易机会，又或从跨境市场的价格差异中套利。

本月市场焦点

本文由法国兴业银行亚洲（日本除外）利率策略主管张淑娴以英文撰写，以下为中文译本
汇率对人民币利率的影响

人民币利率从7月初开始小幅上升，并在人民币报价机制变动后继续维持温和上升趋势。在岸人民币流动性收紧可能源于外汇干预和资金流出。由于人民币报价机制主要由市场因素决定，外汇干预因此成为引导人民币市场的主要工具。由于流动性将受影响，近期人民币利率会出现较大波动。人民币流动性受影响的程度及方向将取决于多变的人民币市场投资气氛及中国人民银行（人行）如何使人民币波动变得平稳。

人民币在一次性贬值后虽然回稳，但由于新兴市场货币转弱、市场忧虑中国经济放缓及过去一年中国出现资本外流等等，市场倾向认为人民币会进一步贬值。因此，未来的外汇市场干预很可能是进一步收紧在岸人民币流动性。尽管如此，人行有各种工具（公开市场操作和存款准备金率）可抵销外汇方面（预期）减少的流动性，实际上亦已使用部分工具注入流动性。鉴于整体政策方向是支援经济，我们相信人行希望将7天回购基准和近期汇率的最高水平限定于2.5%。人行需要加强公开市场操作，并可能需要进一步下调存款准备金率，我们预期今年年底存款准备金率会再下调50点子。公开市场操作注资一般只提供短期资金，削减存款准备金率的影响要长远许多。

人民币利率倾向上行，亦可能源于汇率市场波动性较高，投资者要求人民币定息产品给予较高回报率。虽然市场对潜在外资流入的乐观程度减弱，但对在岸人民币利率，这不是重要因素，因外资参与在岸债券市场的程度较低。流动性和货币政策立场才是关键原因。

在新的人民币报价机制下，离岸人民币一直较在岸人民币波动。外汇市场对即期相对直接远期价格的不同看法，带动人民币(香港)交叉货币掉期价格。人民币报价机制变动当日，即期至直接远期人民币价格均反映市场看淡人民币，人民币(香港)交叉货币掉期纷纷缴清结算。翌日，人民币(香港)交叉货币掉期大跌，因大部分看淡因素已在即期反映。其后，即期价格稳定，投资者再次透过直接远期价格表达对市场的看法，人民币交叉货币掉期亦微升。

现阶段暂难确定投资者在各外汇市场的定位。然而除短期波动外，我们仍然认为，近期在岸回购市场对外放宽，加上跨境人民币流动不断增加，应在岸及离岸人民币利率更持续趋同。但我们也知道，人民币(香港)交叉货币掉期与人民币利率掉期之间的差价，不像比较两个苹果一般对等。在理想情况下，我们应比较离岸与在岸的利率掉期利率和银行同业拆息。

离岸人民币银行同业拆息飙升，符合离岸人民币交叉货币掉期最初的反应。然而，离岸人民币银行同业拆息回落幅度不大，没有跟随离岸人民币交叉货币掉期下跌，后者主要受外汇驱动，不反映成本和收益。这正正说明此两种离岸人民币利率的性质有别。另一方面，任何人民币存款利率的升幅均可能缓慢。首先，看淡人民币的势头未必强大至足以令存户提清其人民币定期存款（占香港人民币存款超过80%）。其次，在岸人民币市场至今仍不是完全开放。离岸人民币固定收益类产品（包括存款）仍然是市场需求所在，尽管投资者可能要求更高回报率。



张淑娴女士有15年投资和经济研究以及区内投资银行咨询服务的经验，加入法国兴业银行前为东方汇理银行亚洲利率策略部主管，再之前曾任职渣打银行、奔亚证券（亚洲）有限公司和香港特区政府。张女士在亚洲货币固定收益期刊2012、2013和2014的年度调查中被选为最佳利率研究分析师第一名，并在金融亚洲固定收益研究期刊2012和2013的年度调查中被选为最佳本地货币分析师第一名。

免责声明：本文内容仅供参考，不能取代咨询专业顾问意见。

专家之言

原文由中国诚信（亚太）信用评级有限公司董事总经理李永权先生以英文撰写，以下为中文译本

中国国内债券市场两个常问问题

近期中国股市暴跌及人民币贬值均没有减少国际投资者对在岸债市的兴趣。对于中国央行今年7月宣布解除对外国中央银行、多边组织、主权财富基金在银行间市场买卖债券的限制，国际投资者感到鼓舞。银行间市场约占国内债务发行总额的95%，较上海及深圳证券交易所的市场还要大。

中国国内债券市场过去十年增长迅速。债券发行人多数为中国国有企业、银行和公司、外资公司的一些子公司和个别多边组织。

国际投资者两个常问问题是：(i)中国国内债务的信用评级何以偏高？(ii)债务违约相比贷款违约何以这样少？

有关第一个问题，中国是新兴经济体，有特定的方法开发债务市场。因此，一般认为有必要制定一套国内标准的信用评级，不然根据有三百年历史的国际信用评级机构定下的国际标准，大部分国内债务均会被评定为「垃圾」级别。中国保险监督管理委员会制定的投资指引及规则，要求保险公司投资的债务必须符合AA的最低信贷评级，并且是由一个或以上国内认可的信用评级机构评分。因此，可成功发债的机构都有AA或以上评级。2012年起，中国三大信用评级机构中国诚信、鹏远和大公先后在香港设立持牌机构（大公在意大利也有持牌机构），旨在扩展业务到国际市场。除了要与三个主要国际信用评级机构竞争客户外，中国信用评级机构的挑战还在于如何向本土客户解释，为何他们的国际评级远低于其在国内习惯取得的评级。实际上，国内外评级差距亦见于其他新兴经济体的发行人，不限于中国。至今为止，市场一直难以找到一条通用的准则，可对照同一中国发行人国内外评级之异同。

至于第二个问题，中国债券市场直到2014年3月方首次录得一宗公共债务违约个案－「超日太阳能」未能按时支付利息。虽然「超日太阳能」之前已有显著数量的贷款违约，但公共债务违约的数量表面上很少。现实是，「超日太阳能」之前所有潜在公共债务违约均全部被政府直接或间接承担下来。政府为何出手挽救那些违约的债务？主要论点有三：公共债务违约直接或间接影响投资大众；保障投资者的条例尚待完善；以及大多数债务均由国有企业及银行发行。随着中国国内金融和资本市场进一步开放，预计更多债务违约将会发生。



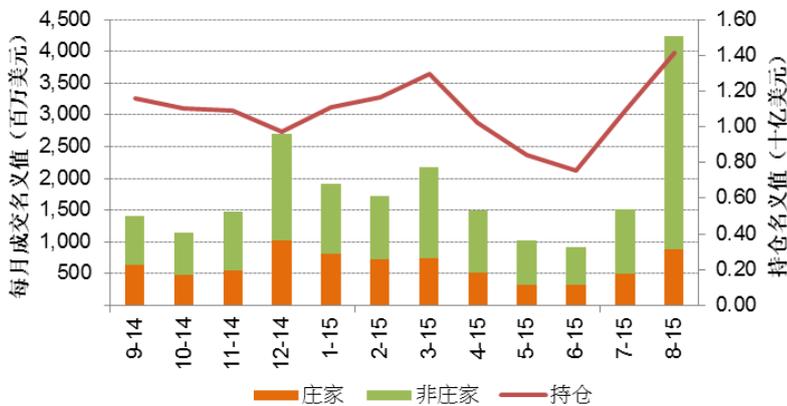
李永权先生是现任中国诚信（亚太）信用评级有限公司董事总经理、财经专栏作家、香港特区政府中央政策组特邀顾问、亚太结构金融公会董事

他出任现职之前，是香港按揭有限公司（一家由财政司司长担任主席，香港外汇基金出资成立的半官方机构）高级副总裁、一家著名国际银行的执行董事兼环球资本市场总监、香港证券交易所债券上市改革工作小组成员、香港贸易发展局金融顾问委员会委员、香港金融服务及库务部组成之债券改革工作小组成员。

免责声明：本文内容仅供参考，不能取代咨询专业顾问意见。

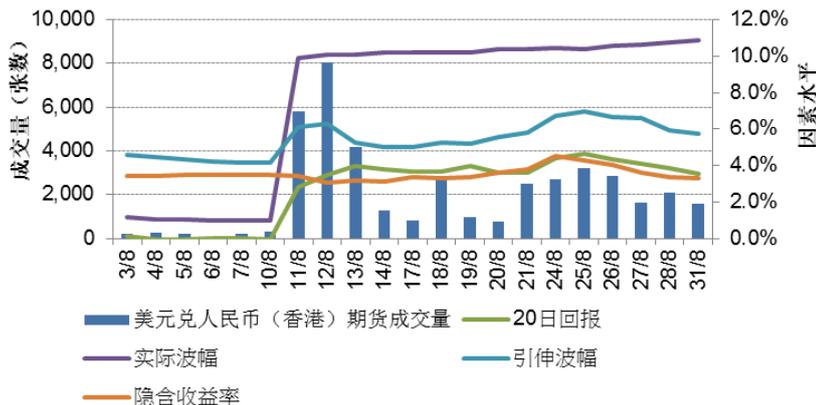
香港交易所的美元兑人民币（香港）期货市场

美元兑人民币（香港）期货成交量与持仓



- 2015年8月的成交合约金额为42亿美元，平均每日成交名义值为2亿美元。
- 非庄家交易占79%，相比7月份的67%稍为上升。

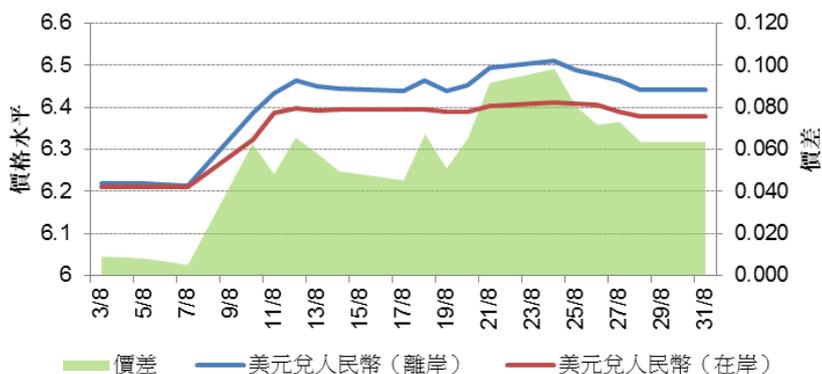
推动美元兑人民币（香港）期货成交量之主要因素



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）
- 引申波幅（彭博美元兑人民币（离岸）1年平价期权引申波幅）
- 12个月离岸人民币远期隐含收益率

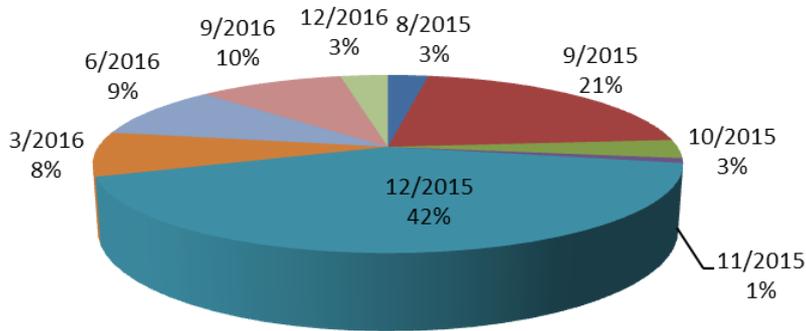
美元兑人民币（离岸）和美元兑人民币（在岸） 现汇价格走势*



- 离岸和在岸人民币兑美元的价差拉阔至8月底约200点。离岸人民币兑美元造价低于在岸人民币。

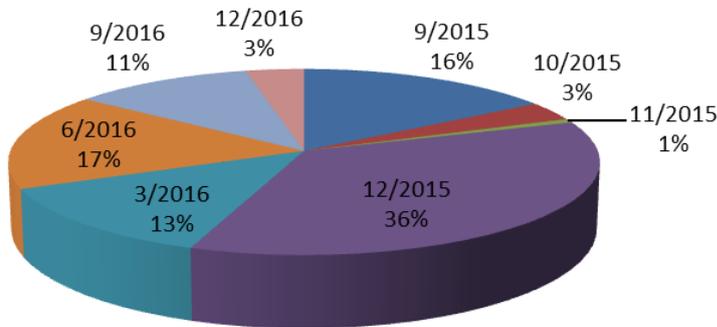
香港交易所的美元兑人民币（香港）期货市场统计

合约月份之成交量分布（8/2015）



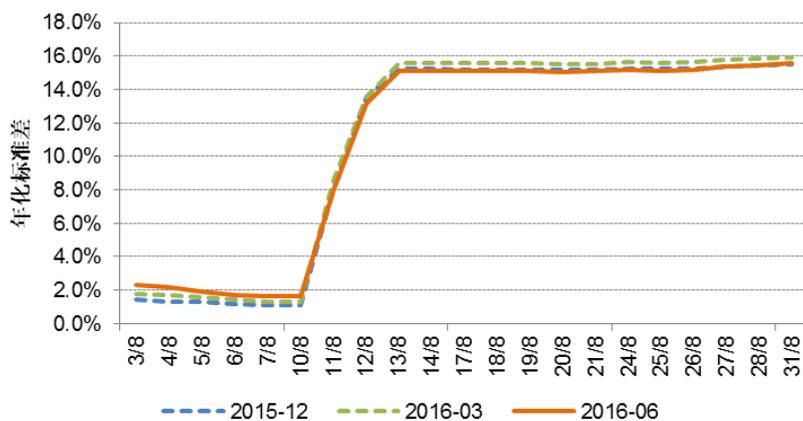
- 成交张数最多为2015年12月合约，及其他季度月份。

合约月份之持仓量分布（31/8/2015）



- 2015年9月、2015年12月及2016年6月的未平仓合约占8月底未平仓合约总数的69%。

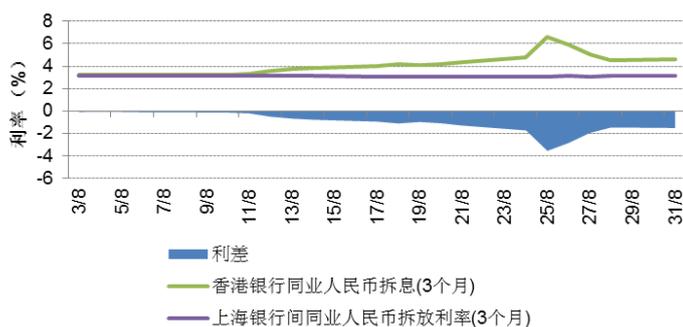
美元兑人民币（香港）期货历史波幅（20日滚动）



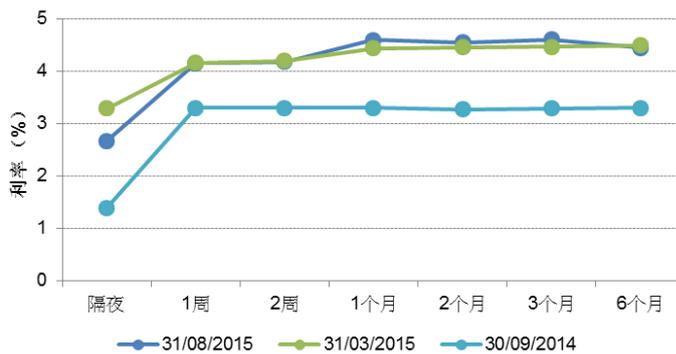
- 于2015年8月，美元兑人民币（香港）期货的波幅为2%至16%。
- 远月与即月合约的波幅差于8月底相若。

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



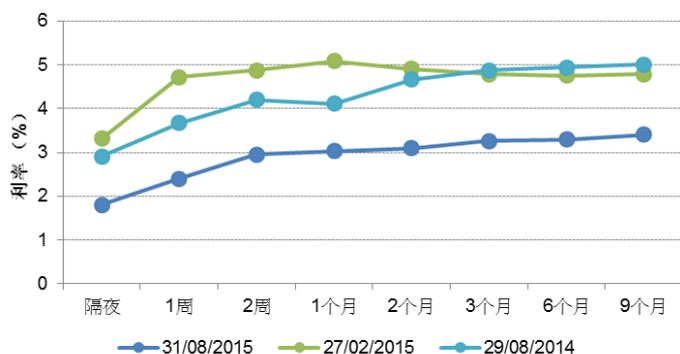
香港银行同业人民币拆息收益率曲线



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）走势不同，但两者的差距于8月份扩阔。

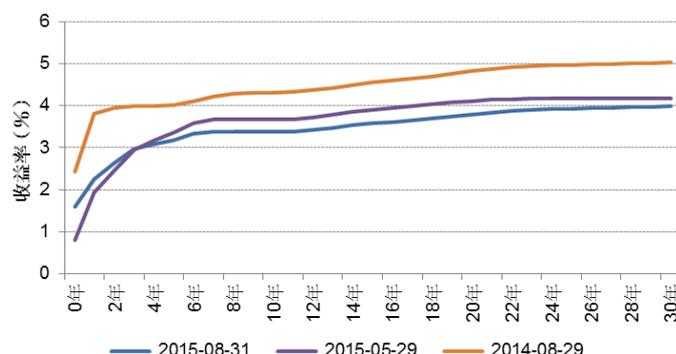
2015年8月的香港银行同业人民币拆息收益率曲线短期变陡，长期保持相对稳定，与2014年9月相约。

上海银行间同业人民币拆放利率收益率曲线



于2015年8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逐渐向上移动。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

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



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，阁下务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。